



جامعة قاصدي مرباح _ ورقلة _

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية و المحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان: علوم اقتصادية, علوم تجارية وعلوم تسيير

الشعبة: علوم المالية و المحاسبة

التخصص: مالية مؤسسة

بعنوان:

**تقييم الأداء المالي للمؤسسات المدرجة ببورصة
الجزائر من منظور القيمة الاقتصادية المضافة خلال
الفترة (2013-2018)**

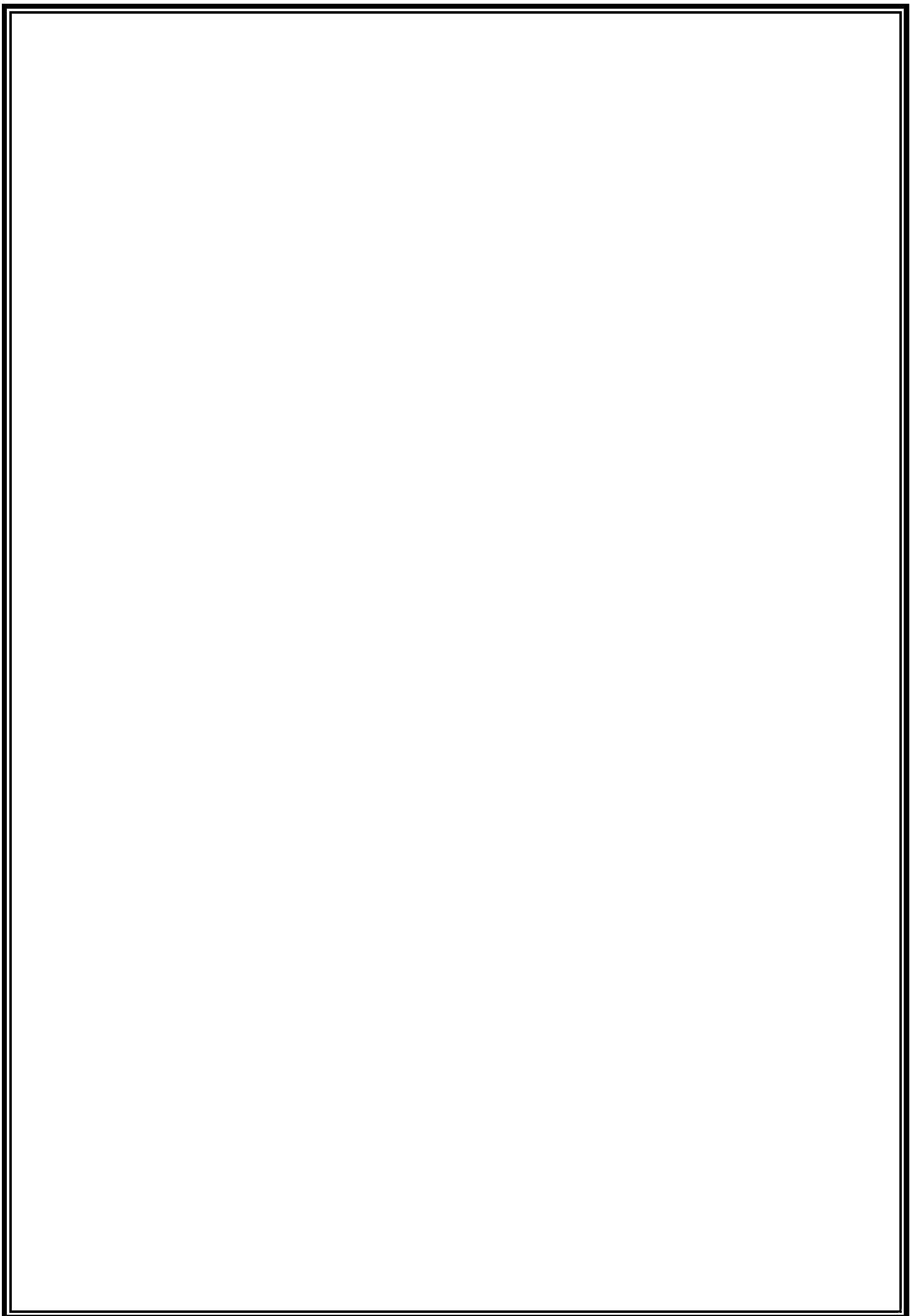
إشراف الأستاذ: خير الدين قريشي

من إعداد الطالبتين:

إهام بن حنيش

زواويد نجة

السنة الجامعية 2019 – 2020





جامعة قاصدي مرباح _ ورقلة _

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية و المحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان: علوم اقتصادية, علوم تجارية وعلوم تسيير

الشعبة: علوم المالية

التخصص: مالية مؤسسة

بعنوان:

**تقييم الأداء المالي للمؤسسات المدرجة ببورصة
الجزائر من منظور القيمة الاقتصادية المضافة خلال
الفترة (2013-2018)**

إشراف الأستاذ: قريشي خير الدين

من إعداد الطالبتين:

بن حنيش إلهام

زواويد نجة

السنة الجامعية 2019-2020

الإهداء

أهدي ثمرة جهدي هذه:

إلى :من قال الله تعالى فيهما :

((وَقَضَىٰ رَبُّكَ أَلَّا تَعْبُدُوا إِلَّا إِيَّاهُ وَبِالْوَالِدَيْنِ إِحْسَانًا)) صدق الله العظيم

وإلى من كانت الملاذ و المأوى، سر السعادة والنجوى إلى أحلى كلمة يرددتها لساني، و إلى

أحلى وجه تبسم إذا رأيته ونبع من الحنان سقاني إلى أعز ما في الوجود وأجمل زهرة بين الورود

أمي الحبيبة أطال في عمرها

إلى من تعجز السطور والكلمات عن الامتنان له، و الذي ألهمني روح القوة أي الغالي أطال

الله في عمره

إلى من كانوا سنداً لي في حياتي : إخوتي وأخواتي (حياة، الأزهر، رمضان، إبراهيم، أيمن،

سندس، حنان، محمد).

إلى كل الأحباب والأقارب الذين ذكرهم قلبي و نسيهم قلبي

إلى كل من تقاسمت معهم حياتي الدراسية و الجامعية بلوها، ومرها أغلى و أعز ما ملكت في

الوجود صديقاتي الغاليات كل واحدة باسمها . و بالأخص أختي العزيزة و أعز صديقة

زميلتي في البحث نجاة

إلهام بن حنيش

الإهداء

إلى من قال فيهما الله عز وجل " واخفض لهما جناح الذل من الرحمة " صدق الله العظيم

إلى من وضع تحت قدميها الجنان وعجز عن وصفها لسان ولن يستطيع رد جميلها إنسان إلى قرة عيني أُمي الغالية

إلى الظل الحامي وسندي في هذه الحياة أبي الغالي

إلى رفقائي في الحياة إخواني و أخواني، وروح جدي الزكية ، وجدتي أطال الله في عمرها و أعمامي وعماتي ، وأخواني وخالاتي

وأخص بذكر خالي حسين

إلى الأهل والأقارب كبيرهم وصغيرهم

إلى الورود التي تتدفق حبا لتزدان بهم الحياة صديقتي إلى ينبوع الحب الصادق إلى من تحلت بالوفاء و العطاء و كانت معي

نعم الأخت " إلهام "

اهدي لكم عملي هذا

زوايد نجة

شكر و عرفان

بسم الله و الصلاة و السلام على الحبيب المصطفى خير الأنام أما بعد :

قال رسول الله صلى الله عليه وسلم : (من لم يشكر القليل لم يشكر الكثير و من لم يشكر الناس لم يشكره الله) ، نحمد الله حمدا كثيرا على نعمه الكثيرة التي أنعمها علينا نحمده تبارك و تعالى على أنه أمدنا بالصحة و القوة و كان لنا عوناً و دعماً ، فنحمده عز وجل على أنه وهبنا التوفيق و السداد و منحنا الرشد و الثبات لإعداد هذا العمل المتواضع

كما نتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ المشرف الأستاذ " قريشي خير الدين " الذي رافقنا في هذا العمل و الذي أفادنا كثيرا بنصائحه و إرشاداته و توجيهاته طيلة مدة إشرافه علينا

كما نتقدم بجزيل الشكر إلى الأستاذة " لمياء عماني "

ثم نتوجه بالشكر العميق إلى كل من ساهم في هذا العمل المتواضع من قريب أو بعيد ولو بالكلمة الطيبة

إلهام و نجة



قائمة المحتويات

الصفحة	المحتوى
III	الإهداء
IV	كلمة الشكر
V	قائمة المحتويات
VI	قائمة الجداول
VII	قائمة الأشكال
VIII	قائمة الرموز والاختصارات
IX	قائمة الملاحق
ب	المقدمة
	الفصل الأول: الإطار النظري لتقييم الأداء المالي و القيمة الاقتصادية المضافة
2	تمهيد الفصل
3	المبحث الأول: الدراسات السابقة
8	المبحث ثاني: ماهية الأداء المالي و أبرز المقاييس التقليدية لقياس الأداء المالي
12	المبحث الثالث: أبرز مؤشرات الأداء الحديثة من منظور خلق القيمة
9	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: تقييم الأداء المالي للمؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر من منظور القيمة الاقتصادية المضافة
18	تمهيد الفصل
22	المبحث الأول: الطريقة و الأدوات المستخدمة في الدراسة
23	المبحث الثاني: عرض النتائج ومناقشتها
25	خلاصة الفصل
35	الخاتمة
38	المراجع

قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
25	يوضح قيم تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (2013 - 2018)	1-2
26	يوضح قيم الاستدانة الصافية للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (2013 - 2018)	2-2
26	يوضح تكلفة الاستدانة للشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (2013-2018)	3-2
27	يوضح التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (2013-2018)	4-2
27	يوضح رأس المال المستثمر للشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (2013 - 2018)	5-2
27	يوضح العائد على رأس المال المستثمر للشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (2013 - 2018)	6-2
28	يوضح قيم القيمة الاقتصادية المضافة للشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (2013 - 2018)	7-2
29	يوضح قيم EPS للشركات المدرجة ببورصة الجزائر خلال الفترة (2013-2018)	8-2
30	يوضح النماذج الثلاثة لتحليل البيانات المقطعية الزمنية	9-2
31	يوضح نتائج اختبارات المفاضلة بين النماذج	10-2

قائمة الاشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
29	. يوضح تطور القيمة الاقتصادية المضافة للشركات المدرجة ببورصة الجزائر خلال فترة (2013 - 2018)	1-1
31	. يوضح تطور قيم ربحية أسهم الشركات المدرجة ببورصة الجزائر للفترة (2013-2018)	2-1

قائمة الملاحق

رقم الملحق	اسم الملحق	رقم الملحق
37	نموذج الانحدار التجميعي	ملحق (01)
37	نموذج التأثيرات الثابتة	ملحق (02)
38	نموذج التأثيرات العشوائية	ملحق (03)
39	اختبار Hausman	ملحق (04)
40	اختبار LM	ملحق (05)

قائمة الرموز و الاختصارات

الرمز	المؤشر
ROE	: معدل العائد على الأموال الخاصة
ROA	معدل العائد على الأصول
ROI	: العائد على رأس المال المستثمر
EPS	حصة السهم من الأرباح
EVA	القيمة الاقتصادية المضافة
MVA	القيمة السوقية المضافة
ROCI	العائد على رأس المال المستثمر

المقدمة

توطئة:

يمثل الأداء المالي بالنسبة للشركة مفهوما جوهريا، ومهم فهو المرآة العاكسة لأنشطة الشركة ويحدد مستوى إنجازاتها ومدى استغلالها لمواردها، وإمكانيتها لتحقيق أهدافها، حيث يعتبر هدف تعظيم قيمة المؤسسة (خلق قيمة) للمساهمين بما من أهم الأهداف التي تسعى الشركة لتحقيقها.

و من أجل قياس الأداء المالي تعتمد الشركة على مجموعة من الأساليب من بينها الأساليب المحاسبية التقليدية مثل معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية و ربحية السهم العادي و معدل العائد على الاستثمار، ولكن هذه الأساليب تعرضت لمجموعة من الانتقادات بسبب اعتمادها على الأرباح المحاسبية و تأثرها بالطرق المحاسبية المستخدمة بالإضافة إلى عدم أخذها تكلفة رأس المال بعين الاعتبار، وهذا ما أدى إلى ظهور مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من طرف شركة ستيرن وستيوارت خلال تسعينيات القرن الماضي وهي قائمة في أساسها على خلق القيمة للمؤسسة و المساهمين.

ومن خلال ما سبق نطرح الإشكالية التالية:

ما دور مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2013 - 2018؟

وبالتالي تتفرع عنه أسئلة فرعية تدور حول النقاط التالية:

- (1) ما مدى كفاءة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي؟
- (2) هل استطاعت المؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر خلق قيمة خلال فترة الدراسة؟
- (3) هل يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة و ربحية سهم؟

فرضيات الدراسة :

- (1) يمكن تقييم الأداء المالي للمؤسسات بواسطة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.
- (2) استطاعت المؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر أن تخلق قيمة خلال فترة الدراسة.
- (3) يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة و ربحية السهم.

أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في تقييم الأداء المالي للمؤسسات بواسطة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، وهو من المؤشرات الحديثة التي تدرس إمكانية المؤسسة فخلق القيمة.

أهداف الدراسة:

- معرفة دور مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.
- دراسة وجود علاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة و ربحية السهم.

منهج الدراسة:

من أجل دراسة هذا الموضوع سوف نعتمد على المنهج الوصفي التحليلي في الفصل الأول، لوصف مكونات الموضوع وتحليله أما في الفصل الثاني سوف نتبع منهج دراسة حالة من خلال تقييم أداء المؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر.

حدود الدراسة:

الحدود المكانية: المؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر

الحدود الزمنية: الفترة الممتدة من 2013 إلى 2018

الفصل الأول: الإطار النظري للأداء المالي
و القيمة الاقتصادية المضافة

تمهيد:

يعتبر تقييم الأداء المالي من المواضيع المهمة بالنسبة للمؤسسة لكونه يزودها بالمعلومات والمفاهيم التي تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الجيدة وتحديد نقاط القوة والضعف لديها، وكذلك يساعدها على سد الثغرات والمعوقات التي تظهر مستقبلاً، تعتمد المؤسسة في تقييم أدائها على مجموعة من المؤشرات منها التقليدية مثل العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، وربحية السهم، وقد تعرضت هذه المؤشرات للانتقاد بسبب عدم أخذها تكلفة رأس المال بعين الاعتبار وهذا ما أدى إلى ظهور مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والذي يعتبر أكثر مقاييس الأداء المالي انتشاراً في الوقت الحالي.

المبحث الأول: الدراسات السابقة

سنتطرق في هذا المبحث إلى مجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت موضوع تقييم الأداء المالي، حيث سنخصص المطلب الأول إلى الدراسات التي درست تقييم الأداء المالي بصفة عامة، والمطلب الثاني إلى الدراسات التي تطرقت إلى تقييم الأداء المالي بواسطة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

المطلب الأول: الدراسات التي تناولت تقييم الأداء المالي بصفة عامة

اولا:دراسة رشيد حفصي: تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة¹

الجزائر دراسة إحصائية خلال الفترة 1999-2009

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، حاول الباحث من خلال بحثه الإجابة عن الإشكالية التالية: ما هو أثر بورصة الجزائر على الأداء المالي للشركات المسعرة فيها؟ وهي تتطابق مع إشكالية بحثنا وكذلك تطابق البيئة التي درس فيها الباحث مع بيئة دراستنا حيث هدفت هذه الدراسة الى تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر قبل وبعد دخولها البورصة، كذلك محاولة ابراز دور وتأثير البورصة في الأداء المالي للمؤسسات من خلال معرفة المؤشرات التي تميز الأداء، ومعرفة سلوك المؤشرات المالية، المحاسبية، الاقتصادية وتأثير كل مؤشر مالي على مقاييس الأداء، حيث تم تقسيم هذا البحث الى ثلاثة فصول: الفصل الأول بعنوان الإطار النظري للأداء المالي، الفصل الثاني عنوانه أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية، والفصل الأخير خصص لدراسة الحالة . حيث اعتمد الباحث على دراسة وتحليل البيانات المستخرجة من الميزانيات وجدول حسابات النتائج، للحصول على مجموعة من المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل وقياس الأداء المالي للمؤسسات وباستخدام طريقة التحليل العملي المميز وطريقة التحليل الى مركبات. ومن النتائج المتوصل اليها أنه يتأثر الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر بعدة عوامل Spss الأساسية، الاستعانة بالبرمجة منها: المردودية، سياسة التمويل الذاتي، سياسة التجارية، حجم المؤسسة، درجة الملاءة.

ثانيا:دراسة تالي رزيقة²: مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر تحت عنوان تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة التجهيزات المنزلية، حيث تهدف الدراسة الى التعرف على أداء المؤسسة الاقتصادية و العوامل المتحكممة فيه ومحاوله معرفة عملية التقييم ومراحلها و معرفة المعلومات الضرورية لقياس و تقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية، وإشكالية الدراسة كانت كالتالي: ما هو دور المعايير و المؤشرات في تقييم الأداء للمؤسسة التجهيزات المنزلية؟ وهي لا تختلف كثيرا عن اشكاليتنا وبيئة الدراسة هي نفسها بيئة دراستنا.

حفصي رشيد تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2010-2011

رزيقة تالي، تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة التجهيزات المنزلية، تخصص إدارة أعمال، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، المركز الجامعي العقيد أكلي محند اولحاج البويرة، 2011-2012

ثالثا: دراسة دادن عبد الغني: قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو ارساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية - حالة بورصتي الجزائر وباريس - أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، حاول الباحث في هذه الأطروحة الإجابة على الأسئلة التالية:

هل يمكن للمؤسسة معرفة وتقدير قيمتها السوقية، ومعدل نموها الداخل، وسلوك هيكلها المالي بناء على المؤشرات المالية والاقتصادية؟

الى أي مدى يمكن أن تساهم المؤشرات المالية والاقتصادية في تفسير سلوك كل من قيمة المؤسسة ومعدل نموها وبنية هيكلها المالي، باستعمال أسلوب التحاكي؟

حيث نجد تطابق إشكالية بحثنا مع إحدى الإشكالية الفرعية للباحث وهي كالتالي: هل للأداء المالي مفهوم مغاير قبل وبعد دخول المؤسسة الى البورصة؟

حيث كانت هذه الدراسة في البيئة الجزائرية كذلك دراستنا، وتهدف الدراسة إلى تحديد مجالات تغير كل مؤشر مالي وفق ما تملبه طريقة التحاكي، وكذلك مدى استقرار المؤشرات من حيث تأثيرها على مقاييس الأداء.

،وكذلك البرمجية SPAD اعتمد الباحث على الميزانيات المالية و الاقتصادية ومعطيات السوق المالي وتمت معالجتها بالبرمجيات lambda wilks، من أجل تحليل البيانات واستعملنا في اختبار معنوية الدلالة للمتغيرات قانون التوزيع الطبيعي، وكذلك SPSS معامل الارتباط، وفق ما تملبه مقارنة التحليل التمييزي كمدخل للمحاكاة

ومن أهم النتائج المتوصل إليها أن المؤسسة في وضعية مالية جيدة وهذا من خلال البيانات المحاسبية الخاصة بها ، وأنها حققت خلال ثلاث سنوات رأس مال عامل موجب، فالمؤسسة تمول جزء من أصولها المتداولة بأموال دائمة فهي بذلك تحقق هامش أمان.

المطلب الثاني: الدراسات التي تطرقت إلى تقييم الأداء المالي بواسطة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

أولا: دراسة حسنية صيفي ونوال بن عمارة:¹ عبارة عن مقال منشور في مجلة الباحث وتحمل عنوان قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر حيث تطابق إشكالية البحث مع إشكالية بحثنا وهي كالتالي: إلى أي مدى يساهم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية؟ وهي لا تختلف مع إشكالتنا، حيث تهدف الدراسة إلى تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على قياس الأداء المالي من خلال تحديد مدى قدرتها على تفسير عوائد الأسهم، وذلك مقارنة بالمؤشرات المحاسبية التقليدية للأداء المالي الى جانب مؤشر القيمة السوقية المضافة، ولتحقيق هدف الدراسة تم اختيار عينة تضم المؤسسات المدرجة بمؤشر 40cac والتي تنشط بسوق باريس للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين سنة 2008 و2013، إلا أن بيئة الدراسة تختلف عن بيئة دراستنا.

حسنية صيفي و نوال بن عمارة، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، مجلة الباحث، عدد 15 \ 2015، 1

ولقد اعتمدت الباحثة في هذه الدراسة على أسلوب التحليل المقطعي للبيانات عن طريق استخدام برنامج التحليل الإحصائي Eviews

وأظهرت نتائج الدراسة تفوق مقياس القيمة السوقية المضافة على باقي مؤشرات الأداء في تفسير عوائد الأسهم ومن بينها القيمة الاقتصادية المضافة.

ثانياً: دراسة عماد عبد الحسين دلول ومحمد فوزي مهدي¹: هذه الدراسة عبارة عن مقال منشور في مجلة العلوم الاقتصادية و الإدارية تحت عنوان تقييم الأداء المالي باستخدام بعض مؤشرات خلق القيمة دراسة تحليلية لعينة مختارة من المصارف العراقية حيث تهدف هذه الدراسة الى تشخيص مواطن القوة والضعف في أداء المنشآت المبحوثة من خلال استخدام عدد من المؤشرات المالية المستندة الى مفهوم خلق القيمة الاقتصادية والبحث عن المؤشر الأكثر ملائمة مع واقع أداء الشركات المبحوثة، حيث يسعى الباحث الى الإجابة عن الإشكالية التالية: هل يمكن لإدارات الشركات محل البحث أن تختار المقياس أو المؤشر الأكثر مواءمة وتعبيراً عن الأداء الفعلي للشركة؟ وهي لا تتطابق مع اشكاليتنا وكذلك بيئة الدراسة.

ومن بين أهم النتائج المتوصل اليها في هذا البحث هي أن مؤشرات الأداء التقليدية تفتقر الى إمكانية تحقيق منافع استراتيجية نتيجة للتطورات والتغيرات السريعة في بيئة الاعمال التنافسية وعليه فقد ظهرت الحاجة الى استخدام مؤشرات للأداء تنسجم مع هذه التغيرات وتتيح إمكانية إعطاء صورة واضحة حيث تستفيد منها إدارة المنشأة في تقييم أداؤها.

ثالثاً: دراسة شعبان محمد لولو²: مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير تحت عنوان قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات أداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم حيث تهدف هذه الدراسة الى تحليل العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر أداء حديث ومؤشرات الأداء التقليدية من جهة وبين القيم السوقية لأسعار الأسهم في بورصة فلسطين من جهة أخرى، وعليه إشكالية الدراسة تتمحور حول السؤال الرئيسي التالي: ماهي قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيم السوقية لأسعار الأسهم لشركات المدرجة في بورصة فلسطين؟ حيث تتطابق هذه الأخيرة مع إشكالية دراستنا وتختلف من حيث بيئة الدراسة.

عماد عبد الحسين ومحمد دلول، تقييم الأداء المالي باستخدام بعض مؤشرات خلق القيمة، مجلة العلوم الاقتصادية و الإدارية، العدد 99 المجلد، 2016، 23، الصفحات 466-491

تخصص المحاسبة و التمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية - غزة، 2015-2016 شعبان لولو، قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم

واعتمدت الدراسة بشكل أساسي على استخدام برنامج التحليل الإحصائي القياسي لتطبيق كافة الأساليب الإحصائية والقياسية وكذلك تقدير النماذج القياسية بصيغتها النهائية، ومن أهم النتائج المتوصل إليها أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وبين القيم السوقية لأسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

رابعاً: دراسة فضل عبد الكريم محمد برهوم¹:

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير تحت عنوان استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، حيث تهدف هذه الدراسة إلى اختيار مدى فعالية استخدام نموذج القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس حديث في تقييم الأداء المالي للشركات الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين حيث إشكالية الدراسة كانت كالتالي: ما هو دور مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي للشركات الفلسطينية؟ وهي لا تختلف عن إشكالية دراستنا إلا من خلال بيئة الدراسة، حيث استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي ثم أسلوب تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية لتحليل فرضيات الدراسة.

ومن بين النتائج المتوصل إليها أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من القيمة الاقتصادية المضافة، وتطور القيمة السوقية للسهم.

خامساً: دراسة حذيفة صابر و آخرون²: مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير تحت عنوان أهمية معيار القيمة الاقتصادية المضافة في تقويم واصلاحات الأداء المالي للمؤسسة، دراسة حالة سوناطراك حوض بركاوي حيث هدفت هذه الدراسة الى تصميم واختيار منهجية حديثة لتقويم الأداء في الوحدات الاقتصادية باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، وهذا من خلال الإجابة عن الإشكالية التالية: ما مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تشخيص وتقييم الأداء المالي للمؤسسة؟ وهي تتطابق مع إشكالية دراستنا و الاختلاف في بيئة الدراسة.

حيث قام الباحث بتوضيح طريقة جمع البيانات من خلال اختبار المجتمع و العينة ومصادر جمع البيانات وأدوات الدراسة، و المتغيرات و الأساليب الإحصائية المستخدمة في عملية المعالجة.

حيث أظهرت النتائج أنه من مزايا القيمة الاقتصادية المضافة أنها تعطي الصورة الحقيقية لأرباح المؤسسة وهو الأمر يصعب على المؤسسات التقليدية تحقيقه، ومن عيوبها صعوبة حسابه لاعتماده على الكثير من التعديلات قد يكون عائقاً أمام مختلف المؤسسات لتطبيقه على أرض الواقع.

¹ فضل عبدالكريم محمد برهوم، استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، تخصص محاسبة وتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية - غزة، 2016

² حذيفة صابر، الصديق أحمد الصالح، طه رمة، أهمية معيار القيمة الاقتصادية المضافة في تقويم واصلاحات الأداء المالي في المؤسسة دراسة حالة سوطراك حوض بركاوي، تخصص محاسبة، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي، 2017-2018

سادسا:دراسة زينب بن مراد¹: مذكرة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر تحت عنوان مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي لمؤسسات القطاع الخاص بالجزائر حيث إشكالية الدراسة هي ما مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي لمؤسسات القطاع الخاص بالمقارنة مع باقي المؤشرات التقليدية ممثلة في العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية و العائد على المبيعات، وهي تتطابق مع اشكالتنا و كذلك بيئة الدراسة. ومن أجل دراسة هذا الموضوع و الإجابة على الإشكالية اعتمدت الباحثة على المنهج الوصفي في الجزء الأول، أما في الجزء الثاني من الدراسة فقد اتبعت منهج دراسة حالة من خلال قياس الأداء للمؤسسة إضافة لمنهج الاحصائي لقياس العلاقة بين مختلف المؤشرات أما بالنسبة للأدوات المستخدمة فقد تم الاعتماد على المسح المكتبي لمختلف المراجع التي تناولت موضوع الدراسة إضافة الى القوائم المالية للمؤسسة محل الدراسة. ومن النتائج المتوصل إليها أن المؤسسة استطاعت المؤسسة أن تخلق قيمة حسب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة خلال كامل فترة الدراسة، بالتالي يعتبر الأداء المالي للمؤسسة جيد.

¹زينب بن مراد، مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي لمؤسسات القطاع الخاص بالجزائر دراسة حالة مؤسسة NCA خلال الفترة-2013،تخصص مالية مؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة 2013-2010.2014

المبحث الثاني: ماهية الأداء المالي و أبرز المقاييس التقليدية لقياس الأداء المالي

من خلال هذا المبحث سنتعرف على المفاهيم النظرية المتعلقة بالأداء المالي و المقاييس التقليدية لقياس الأداء

المطلب الأول: ماهية الأداء المالي

سنتناول في هذا المطلب الأدبيات النظرية للأداء المالي (تعريفه و أهميته و دوافعه)

أولاً: تعريفه

لقد تعددت التعاريف حول الأداء المالي, وهذا الأمر راجع إلى اختلاف وجهات نظر أصحاب المصالح, فكل طرف يعرف الأداء المالي بما يخدم مصالحه فالمساهم هدفه الرئيسي هو تعظيم ثروته, والمؤسسة هدفها الأسمى هو الاستمرارية والبقاء والدولة التي تتمثل في النظام الجبائي تسعى إلى رفع حصيلتها من الضرائب, وكذلك العمال يسعون إلى رفع أجورهم ومنحهم امتيازات..... الخ ونتيجة لهذا الاختلاف في وجهات النظر لدى الباحثين تعددت التعاريف حول الأداء المالي ومن بينها ما يلي:

فهناك من الباحثين من يعرف الأداء المالي بأنه " مدى قدرة الشركة على الاستغلال الأمثل لمواردها ومصادرهما في الاستخدامات ذات الأجل الطويل وذات الأجل القصير من اجل تكوين ثروة"¹

وهناك أيضا من يرى بان الأداء المالي هو " مدى مساهمة الأنشطة في خلق القيمة أو الفعالية في استخدام الموارد المالية المتاحة من خلال بلوغ الأهداف المالية بأقل التكاليف المالية"²

وأیضا عرف الأداء المالي " بتسليط الضوء على :

- (1) العوامل المؤثرة في المردودية المالية
- (2) اثر السياسات المالية المتبناة من طرف المسيرين على مردودية الأموال الخاصة
- (3) مدى مساهمة معدل نمو المؤسسة في إنجاح السياسة المالية و تحقيق فوائض من الأرباح
- (4) مدى تغطية مستوى النشاط للمصاريف العامة"³

ومن تعريفات الأداء المالي أنه " مدى الصحة المالية للمؤسسة خلال فترة زمنية معينة"⁴.

عبد الغني دادن، ومحمد الأمين كعاسي، الأداء المالي من منظور المحاكاة المالية، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات و الحكومات (8 - 9 مارس 2005)، الجزائر، جامعة ورقلة¹

السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، السعودية، دار المريخ للنشر الرياض، 2000، ص 38²

دادن عبد الوهاب، رشيد حفصي، تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة باستخدام طريقة التحليل العملي التمييزي خلال الفترة 2006-2011، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 7 العدد 2، 2014 ص 25.³

ومن المفاهيم السابقة يتبين لنا أن الأداء المالي هو مدى قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها المالية وخلق ثروة بأقل التكاليف وبكفاءة جيدة.

وبعد ما تعرفنا على مفهوم الأداء المالي سنتطرق إلى المقصود بتقييم الأداء المالي، والمقصود به هو قياس لنتائج محققة أو متنتزة وفق معايير محددة مسبقا وتقديم حكم حول موارد المؤسسة المالية وهذا من أجل تحقيق رغبات أصحاب المصالح.¹

ثانيا: أهميته

تتبع أهمية الأداء المالي بشكل عام في أنه يهدف إلى تقييم أداء المؤسسات من عدة زوايا و بطريقة تخدم مستخدمي البيانات ممن لهم مصالح مالية في المؤسسة لتحديد جوانب القوة و الضعف في المؤسسة و الاستفادة من البيانات التي يوفرها الأداء المالي لترشيد القرارات المالية للمستخدمين.²

وتبرز كذلك أهمية الأداء المالي بشكل خاص في النقاط التالية:³

- ❖ يعد الأداء المالي إستراتيجية مهمة في تحديد مستوى الأداء الكلي للشركة.
- ❖ يساعد الأداء المالي المستثمرين على إجراء عملية التحليل و المقارنة و تفسير للبيانات و فهم التفاعل بين البيانات المالية لاتخاذ القرار الملائم لأوضاع الشركات.
- ❖ يعد الأداء المالي أداة تحفيز المستثمرين للتوجه إلى الشركة أو الأسهم التي تشير معاييرها المالية على التقدم و النجاح عن غيرها.
- ❖ يساهم الأداء المالي في مساعدة الشركات على إدراك الثغرات و الصعوبات و المعوقات التي قد تظهر في مسيرتها.

و بالتالي تكمن أهمية تقييم الأداء المالي فكونه أحد العناصر التي توفر معلومات و بيانات تستخدم في قياس و تحقيق أهداف المؤسسة و التعرف على اتجاهات الأداء فيها، وكذلك يساعد الأداء المالي على اكتشاف التغيرات التي لها تأثير على أنشطة المؤسسة.

عماد عبد الحسين دلول، محمد فوزي مهدي، تقييم الأداء المالي باستخدام بعض مؤشرات خلق القيمة، مجلة العلوم الاقتصادية و الإدارية ، العدد 99 المجلد 23، 2016، ص 466.¹

زبيدي البشير، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة التقارير المالية و تحسين الأداء المالي، أطروحة دكتوراه، جامعة المسييلة، 2016، ص 134.²

أحمد خضير أحمد و آخرون، أثر النظم الخبيرة في تحسين الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق المالي، مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 4 العدد 40، 2017، ص 207.³

ثالثا: دوافع تقييم الأداء المالي: 1

يوجد مجموعة من الدوافع للقيام بعملية التقييم الأداء المالي نذكر منها ما يلي:

من أجل تحديد السيولة: معرفة مدى قدرة الشركة على تلبية الالتزامات المستحقة على المدى القصير.

من أجل تحديد مستوى الملاءة: وهي التي تبين مدى قدرة الشركة على الوفاء بالالتزامات المالية في حالة إفلاس الشركة

من أجل تحديد مستوى الربحية: وهو ما يظهر في قدرة الشركة على تحقيق أرباح للمساهمين خلال فترة معين

المطلب الثاني: أبرز مؤشرات قياس الأداء المالي التقليدية

يوجد عدد كبير من المؤشرات المالية التي تقيس الأداء المالي، ومن أهم هذه المؤشرات نذكر ما يلي:

أولاً: معدل العائد على الأموال الخاصة: $Return\ on\ Equity\ (ROE)$ ²

يعتبر هذا المؤشر أحد أفضل أدوات قياس الأداء لدى المستثمرين، ويشير هذا المؤشر إلى العائد الناتج عن استثمار المالكين في الشركة، ويعبر عن مدى كفاءة الإدارة المالية في استغلال أموال الملاك وقدرتها على تحقيق أرباح.

ويتم حسابه وفق العلاقة التالية:

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

حيث كلما كانت قيمة هذا المؤشر عالية فهذا يدل على مدى كفاءة الإدارة في تحقيق عوائد جيدة بالنسبة للملاك، ولكن في حالة ارتفاع أسعار الفائدة، فيكون المعدل مرتفعا بسبب تضخمه.

ثانياً: معدل العائد على الأصول: $Return\ on\ Assets\ (ROA)$ ³

ويشير هذا المؤشر إلى الدخل المحقق على إجمالي الأصول المستثمرة في المؤسسة، و يعكس أداء المؤسسة في إدارة رأس المال المستثمر، ويعد هذا المؤشر الأكثر استخداماً، وهذا لبساطته وسهولة حسابه، كما انه يساعد متخذي القرار على وضع أهدافهم وذلك من خلال تقييمه لكيفية تحقيق الربحية.

AchmedDaengs and othres Implementation of economicvalue added and market value added analysis as valuation tools of invest feasibility SINERGL vol 7 NU 2 2017 pp8¹

Shrikant krupasinidhu panigrahi. international journal of Academic Research in Accounting Finance and management Sciences vol 4

No 4 2014 pp 282. ²

أمينة بوتواتة، تقييم الاداء المالي لمجمع سوناطراك بين اساليب التقييم الحديث و التقليدي، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، 2019، ص 84. ³

ويتم حسابه وفقا للعلاقة التالية:

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

ثالثا: العائد على رأس المال المستثمر: ROI^1 (Rate of Return on Investment)

ويدل هذا المؤشر على كفاءة و ربحية الشركة من الاستثمارات الرأسمالية، ومن وجهة نظر استثمارية يجب أن يكون هذا المؤشر أكبر من معدل الاقتراض، وإلا فإن أي زيادة في الاقتراض ستعمل على تخفيض أرباح المساهمين.

ويتم حسابه بناء على العلاقة التالية:

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

رابعا: حصة السهم من الأرباح: EPS^2 (Earnings per Share)

يعتبر هذا المؤشر من أهم المؤشرات التي يستخدمها المستثمرون الحاليون أو المتوقعون لتقييم ربحية الشركة المستثمرون بها، حيث يعبر هذا المؤشر على العائد الناتج عن السهم الواحد، و الهدف من حساب هذا المؤشر هو الحكم على كفاءة الشركة في استغلال الموارد التي قدمها حملة الأسهم، ومدى نجاحها في تعظيم ثروة الملاك.

$$\text{حصة السهم من الأرباح} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{عدد الأسهم العادية المشكلة لرأس المال}}$$

ويحسب بالعلاقة التالية:

خامسا: الانتقادات الموجهة لمؤشرات الأداء التقليدية:

رغم الدور الذي لعبته مؤشرات الأداء التقليدية في الفترة الماضية في تقييم الأداء المالي للمؤسسات، إلا أنها بسبب تضارب المصالح بين المساهمين والإدارة، أصبحت عاجزة عن تقييم أداء المؤسسات بشكل فعال و هذا ما أدى لتعرضها لمجموعة من الانتقادات ومن بينها نذكر ما يلي:

- أنها تعتمد على التقدير، و تتأثر باختلاف الطرق المحاسبية، و هذا ما يؤدي إلى سهولة التلاعب بهذه المؤشرات من قبل المسيرين.³

زرقيون محمد و شنين عبد النور، دراسة قدرة المؤشرات التقليدية و الحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، العدد 01، 2015، ص 243¹

شعبان محمد لولو، قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل المؤشرات التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم، مذكرة ماجستير الجامعة الإسلامية غزة 2015، ص 36²

- تركز هذه المؤشرات على أداء المسيرين، بينما تغفل عن تقييم الأداء المتعلق بأهداف المؤسسة
- عدم الأخذ بتكلفة رأس المال بعين الاعتبار و الاعتماد على تكلفة الدين فقط.¹
- الاعتماد على المعلومات المحاسبية التاريخية القائمة على مبدأ الاستحقاق، فحين يمكن أن تصبح هذه المعلومات قديمة ، وأنها تعتمد على قياس الأرباح وليس التدفقات النقدية التي تعتبر الأهم بالنسبة لبقاء المؤسسة و استمرارها.
- عدم القدرة على تحديد القيمة الاقتصادية الحقيقية لثروة الملاك والتي تنعكس على القيمة السوقية لأسهم الشركة.
- عدم فعاليتها في الكشف عن حالات التعثر و الإفلاس التي قد تتعرض لها الشركة، بالإضافة إلى عدم مقدرتها على مساعدة المستثمرين الحاليين والمتوقعين في تحديد قراراتهم الاستثمارية الصحيحة.²

المبحث الثالث: أبرز مؤشرات الأداء الحديثة من منظور خلق القيمة

سنتعرف في هذا المبحث على أبرز مؤشرات الأداء الحديثة من منظور خلق القيمة

المطلب الأول: ماهية القيمة الاقتصادية المضافة EVA

سنعرض في هذا المطلب الأدبيات النظرية التي تتعلق بالقيمة الاقتصادية المضافة

أولاً: تعريفها

على الرغم من أن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) تم تطبيقه بالكامل من قبل Stern Stewart وشركائه، لأول مرة في تسعينات القرن الماضي، لكنها لم تكن المرة الأولى التي يتم تفكير فيه، فقد تم طرح مفهوم مماثل له من طرف اقتصاديون لسنوات عديدة قبل ذلك. و كان الاقتصادي الشهير ألفريد مارشال في عام 1890، هو أول من تحدث عن مفهوم الربح الاقتصادي، من حيث الربح الحقيقي الذي تحققه الشركة، والذي يغطي تكاليف التشغيل المختلفة بالإضافة إلى تكلفة رأس المال المستثمر.³

و لكن يعود الفضل لانتشار هذا المفهوم في الفكر المحاسبي حالياً إلى شركة Stern Stewart وهي شركة استشارية أمريكية، تم تأسيسها من طرف G.Bennett Stewart و Joel Stren وذلك لخدمة الإدارة المالية و لتطوير قياس الأداء، وقد قامت هذه الشركة بطرح هذا المفهوم وتسجيل طريقة حسابه كعلامة تجارية مميزة تحت اسم (EVA) في أواخر ثمانينات القرن الفائت. تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة الشكل المطور لمفهوم "الربح المتبقي" و هذا من الجانب النظري، بالإضافة إلى ذلك فقد إستند مؤسسها هذا المؤشر Joel Stren et G.Bennett Stewart أيضاً على النموذج الاقتصادي لقيمة المؤسسة الذي قدمه

¹ Shrikant krupasindhu panigrahi the same reference pp 281.

فضل عبد الكريم محمد برهوم، استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مذكرة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، 2016، ص 26.

العدد 2011/01 ص 04³ الجزائرية المؤسسات أداء مجلة Khiri Zahia DJAOUAHDou Reda New trends in measuring financial performance

"F.Modigliani et M.HMiller، 1961" باعتباره أنه أساس لنظام شامل للإدارة المالية، كما استندا كذلك على أعمال كل من "W.Mecling et M.C Jensen" في مجالات السلوك التنظيمي و تكاليف الوكالة، ولهذا يرجع الفضل لكل من Stern et Stewart في تحويل هذه المفاهيم النظرية إلى نظام يسهل فهمه و يساعد المسيرين في التوجيه الأمثل للموارد المؤسسة.¹

عرف بعض الباحثون القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) بأنها القيمة المضافة من قبل الشركة أثناء ممارسة نشاطها برأس مالها، أي أنها الربح الاقتصادي بعد سداد تكلفة رأس المال.²

و هناك أيضا من عرفها بأنها مقياس مدى قدرة إدارة الشركة على تحقيق قيمة مضافة للملاك وهذا وفقا لهدف الإدارة المالية.³

لكن يعد تعريف Stewart و Stern الأدق و الأقرب إلى الواقع حيث عرف القيمة الاقتصادية كالتالي:

مقياس للانجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي حيث يرتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت وهي الفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب و تكلفة رأس المال المملوكة.⁴

ثانيا: التعديلات المقترحة لحساب القيمة الاقتصادية المضافة:⁵

قامت الشركة الاستشارية Stewart & Stern باقتراح مجموعة من التعديلات و تقدر ب160 تعديل تجرى على الأرباح المحاسبية ورأس المال المستثمر وذلك لتحقيق مجموعة من الأهداف لتقريب القيم المحاسبية من القيم الاقتصادية الحقيقية، ومن بين هذه الأهداف نذكر ما يلي:

- التأكيد على أن رأس المال المسجل في الدفاتر يعكس التكلفة الكلية للاستثمار في أصول التشغيل.
- الحد من إتباع الاتجاه المتحفظ في المحاسبة أو ما يطلق عليه مبدأ الحيطة و الحذر
- مساعدة مقياس الأداء على تجنب الآثار المترتبة على تطبيق بعض طرق القياس المحاسبية.

سويسي الهواري، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، عدد07، 2009 – 2010، ص 61¹

محمد زرقون وآخرون، دراسة قدرة مؤشرات الأداء التقليدية و الحديثة في تفسير عوائد الأسهم، مجلة الامتياز لبحوث الإدارة والاقتصاد المجلد 02 العدد 03، 2018، ص 218²

Muammar Khaddafi Mohd Heikal Financial Performance Analysis Using Economic Value Added in Consumption Industry in Indonesia Stock Exchange American International Journal of Social Science Vol. 3, No. 4; July 2014 pp 220³

سويسي الهواري، رمضاني حميدة، قياس أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الأداء الحديثة، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 10 العدد 2، 2017، ص801.⁴

مقبل علي احمد علي، دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقييم أداء الشركات الصناعية و التعديلات المقترحة لاحتسابها (دراسة تطبيقية)⁵

البعض من التعديلات والإجراءات التي اقترحتها الشركة الاستشارية Stewart & Stern هي كالتالي:

- معالجة الفروق الضريبية
- معالجة تقادم المخزون (LIFO)
- معالجة إهلاك شهرة المحل
- رسملة الموجودات الغير ملموسة مثل (نفقات البحث و التطوير)
- معالجة نفقات إعادة الهيكلة

وهنالك تعديلات أخرى تخص التضخم و المشروعات المشتركة و ترجمة العملة و النماذج السداد المؤجلة و التأجير التشغيلي ومخصص الديون المشكوك فيها و مخصصات الضمان.

ثالثا: طريقة حساب القيمة الاقتصادية المضافة:

يستخدم مؤشر القيمة الاقتصادية لتحديد الربحية التي تحققها الوحدة من أجل تحقيق أفضل قيمة لحملة الأسهم، ولحساب القيمة الاقتصادية هناك مجموعة من الخطوات يجب إتباعها وهي كالتالي:

- الاطلاع على البيانات المالية للوحدات: ويتم الحصول على هذه المعلومات بالاعتماد على القوائم المالية لهذه الوحدات.
- تحديد رأس مال المؤسسة: إن أغلب المبادئ المحاسبية تضلل في وصف الوضع المالي الحقيقي للمؤسسة.
- حساب التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (CMPC): وهي الوسط المرجح لتكلفة رأس المال، حيث تعتبر تكلفة رأس المال عنصر مهم في المجال المالي فهي المعيار الأمثل للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية ويعتبر كذلك المحدد الرئيسي لقيمة المؤسسة.¹

ويتم حسابها وفق للعلاقة التالية :

$$CMPC = K_{cp} * (CP/D + CP) + KD * (D/D + CP)$$

حيث:

CMPC: التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال

Kcp: تكلفة الأموال الخاصة

Cp: الأموال الخاصة

زينب بن مراد، مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الاداء المالي لمؤسسات القطاع الخاص بالجزائر، مذكرة ماستر جامعة ورقلة،

2014، ص 81

KD: تكلفة الديون

D: الديون

- حساب صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT: ويقصد بها نتيجة الاستغلال بعد الضريبة أو النتيجة المالية الخالية من أثر الاستثمار أو التمويل.
- حساب القيمة الاقتصادية المضافة: وهناك طريقتين لحساب القيمة الاقتصادية المضافة وهما كالتالي:

الطريقة الأولى: وتحسب القيمة الاقتصادية المضافة من خلال الفرق بين صافي الربح بعد الضريبة وقيمة تكلفة رأس المال وتحسب كالتالي:¹

$$EVA = NOPAT - WACC * EA$$

حيث:

NOPAT: صافي الربح بعد الضريبة

WACC: التكلفة الوسطية المرجحة

EA: الأصل الاقتصادي أو الرأس المال المستثمر

الطريقة الثانية: وهي كالتالي:²

$$EVA = (ROI - WACC) * EA$$

حيث:

ROI: العائد على الاستثمار

WACC: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

EA: الأصل الاقتصادي أو رأس المال المستثمر

Bernard Morard, Developing a practical modal for calculating the economic value added, The Bucharest Academy of Economic studies, 2017, pp 6.¹

Andrija Sabol Fulip Sverer A Review of the economic value added literature and application UTMS journal of economics 8(1) pp 22²

و بالتالي كلما كانت EVA موجبة فهذا يعني أن العائد على رأس المال المستثمر أعلى من تكلفة رأس المال وبذلك تكون المؤسسة حققت أداء جيدا وهذا يعني أنها استطاعت أن تخلق ثروة للمساهمين، والعكس صحيح وإذا كانت EVA سالبة فهذا يعني أن العائد على رأس المال المستثمر أقل من تكلفة رأس المال مما يعني تدمير القيمة للمساهمين.

المطلب الثاني: القيمة السوقية المضافة: MVA

تعد القيمة السوقية المضافة من المؤشرات الحديثة لقياس الأداء إلى جانب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، وتعرف بأنها الفرق بين القيمة السوقية و القيمة الدفترية للأسهم، أو يمكن القول بأنها القيمة الحالية لـ EVA، وهي تعكس مدى قدرة الإدارة على تعظيم ثروة المساهمين.¹

وهناك طريقتان لحسابها:

الطريقة الأولى: يتم حساب القيمة السوقية المضافة وفق العلاقة التالية:

$$MVA_t = \sum_{t=0}^n EVAt / (1 + k)^n$$

حيث:

EVAt: القيمة الاقتصادية المضافة للفترة t

K: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

الطريقة الثانية: تحسب القيمة السوقية المضافة وفق العلاقة التالية:²

$$\text{القيمة السوقية المضافة} = \text{القيمة السوقية للأسهم} - \text{القيمة الدفترية للأسهم}$$

حيث كلما كانت القيمة السوقية المضافة عالية فهذا يعني أن الإدارة استطاعت تعظيم ثروة المساهمين، وأن هذه المؤسسة مكان مناسب للاستثمار فيها.

المطلب الثالث: مزايا و انتقادات القيمة الاقتصادية المضافة

أولا: مزايا القيمة الاقتصادية المضافة:

S.Pratap J.Revathy Evaluation of financial performance using value addition metrics Scholarly Research Journal for interdisciplinary Studies 2017 Vol 7/37 pp8700 ¹

Abdolhamid Safaei Ghadikolaei and others Applying Fuzzy MCDM for Financial performance Evaluation of IRANIAN Companies Technological and Economic Development of economic VOL 20(2) 2014pp 277 ²

يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من أهم المؤشرات التي تقيس الأداء وهذا راجع إلى الإسهامات و المزايا التي يقدمها هذا المؤشر ومن بين هذه المزايا نذكر ما يلي:

- يقيم مديري الشركات والملاك على الثروة التي تم إنشاؤها في التقسيم، وبالتالي مواءمة مصالح المديرين مع مصالح المساهمين.
- التركيز على تكلفة رأس المال، وبالتالي المساعدة في اتخاذ القرارات و التخلص من الأصول غير المستخدمة بكثرة والتي لا تغطي التكاليف، مما يجعل المديرين يهتمون بإدارة الأصول وكذلك الدخل، والمساعدة في تقييم المفاضلة بين الاثنين.¹
- يأخذ في الحسبان الأداء الكلي للمؤسسة، وبالإضافة إلى ذلك يعتبر أداة تؤدي لتوافق أهداف المؤسسة مع أهداف الأفراد.²
- يقيس العوائد الحقيقية لإجمالي أس المال المستثمر
- يساعد المسيرين على اتخاذ أفضل القرارات الاستثمارية وتحديد الفرص المناسبة.
- سهولة حسابه و استخراج البيانات من القوائم المالية.
- يتوافق مع مؤشرات الأداء الأخرى مثل القيمة النقدية المضافة والتدفق النقدي .
- يعبر عن جودة القرارات الإدارية ويشير إلى معدل النمو المستقبلي من خلال قياس التغير في قيمه من فترة إلى أخرى.
- يفيد استخدام هذا المؤشر المؤسسات التي تتميز بعدم مرونة أنظمة المعلومات المحاسبية، فهو يعمل على تخفيض أعباء العمل بإعداد التقارير الداخلية.

ثانيا: الانتقادات الموجهة للقيمة الاقتصادية المضافة:

رغم الأهمية التي يحضها بها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في مجال الأداء المالي إلا أنه تعرض لمجموعة من الانتقادات نذكر منها ما يلي:

- ❖ إن توجهه قصير المدى بحيث يقيس الربحية في الأجل القصير، لذلك وجب تدعيمه بمؤشرات أخرى تقيس مستوى الجودة ودرجة مرونة العمليات الإنتاجية.... الخ.

H.M van der poll, and others, An overview of the implementation of economic value added performance measuers in south Africa, southern African Business Review, vol 15 Nu 3 2011pp127¹

سويسي الهواري، رمضاني حميدة، مرجع سابق، ص 2.802.

- ❖ إن توجهه المالي يقتصر فقط على الأداء المالي.¹
- ❖ يركز على البيانات التاريخية و المعطيات الماضية في قياس كفاءة الإدارة دون أن يكون له دور بارز في رصد النتائج المتوقعة لاستراتيجيات المؤسسة.
- ❖ يتطلب الوصول إليه مجموعة من التعديلات والتسويات قد تتجاوز 160 تعديلا على صافي الدخل المحاسبي من العمليات.
- ❖ لا يمكن استخدامه في أوقات التضخم لحساب الربحية الفعلية.²

Rompho Nopadol, An economic value added and balances scoercard for a university Thailand ;PhD thesis 2006 pp

71¹

شعبان محمد لولو، مرجع سابق، ص 52²

خلاصة الفصل :

تعرفنا في هذا الفصل على الإطار النظري للأداء المالي، وأهم المؤشرات التقليدية للأداء المالي، وكذلك تطرقنا إلى أبرز مؤشرات

قياس الأداء من منظور خلق القيمة، كما تناولنا الدراسة السابقة لهذا الموضوع..

الفصل الثاني: تقييم الأداء المالي للمؤسسات
المدرجة ببورصة الجزائر من منظور القيمة
الاقتصادية المضافة

تمهيد:

بعدها تعرفنا في الفصل الأول على الجانب النظري للأداء المالي ومؤشرات قياسه التقليدية وأبرز مؤشرات الأداء الحديثة من منظور خلق القيمة وكذلك الدراسات السابقة المتعلقة بهذا الموضوع، سنحاول في هذا الفصل إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي، من خلال تقييم الأداء المالي للمؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر من منظور القيمة الاقتصادية المضافة، لمعرفة قدرتها على خلق قيمة .

ولاختبار صحة فرضيات الدراسة والقيام بتحليل نتائج الدراسة تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين وهما كالتالي:

المبحث الأول: الطريقة و الأدوات المستخدمة في الدراسة

المبحث الثاني: عرض النتائج ومناقشتها

المبحث الأول: الطريقة و الأدوات المستخدمة في الدراسة

المطلب الأول: الطريقة المستخدمة في الدراسة

أولا مجتمع وعينة الدراسة

1- مجتمع الدراسة

على غرار كثير من دول العالم باشرت الجزائر في إصلاحات اقتصادية، وهذا من أجل تحول من النظام الاقتصادي الموجه إلى تبني آليات اقتصاد السوق، وذلك بإنشاء سوق للأوراق المالية.

تعريف بورصة الجزائر:¹

هي سوق للأوراق المالية تأسست في سنة 1997 و تتمركز في الجزائر العاصمة في الجزائر، و هي عبارة عن تجمع للعديد من المؤسسات و المهنيين من بينهم:

- ❖ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) والتي تمثل سلطة السوق المالي الساهرة على ضمان احترام أنظمة البورصة السارية المفعول وحماية المدخرين.
- ❖ شركة تسيير بورصة القيم (SGBV) المعروفة عامة باسم بورصة الجزائر، وهي شركة ذات أسهم مملوكة للوسطاء في عمليات البورصة وتمثل مهامها في التنظيم العملي لعمليات إدخال الشركات إلى البورصة ، وتنظيم جلسات التداول، وتسيير نام تسعيرة ونشر المعلومات و الإحصاءات المتعلقة بالبورصة.
- ❖ الوسطاء في عملية البورصة (IOB) و هم البنوك والمؤسسات المالية و الشركات التجارية التي تتمحور نشاطها أساسا حول القيم المنقولة، ويتم اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.
- ❖ المؤتمن المركزي الذي ينشط تحت اسم "الجزائر للمقاصة" وهو عبارة عن شركة ذات أسهم، تتمثل مهمتها في ضمان حفظ السندات المالية المصدرة، و إدارة الحسابات الجارية المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات،
- ❖ ماسكو الحسابات وحافظو السندات (TCC) وهم البنوك و المؤسسات المالية والشركات التجارية التي تملك صفة الوسطاء في عملية البورصة، و يوفران للمستثمرين خدمات فتح وتسيير الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتب عليها في السوق الأولية أو المكتسبة في السوق الثانوية.

¹ www.sgbv.dz

❖ هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM) وتتألف من شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير و الصناديق المشتركة للتوظيف، و تعتبر هذه الهيئات بمثابة محفزات حقيقية لضمان السيولة على مستوى سوق البورصة ولهم دور جوهري في نشر القيم المنقولة في أوساط فئات واسعة من جمهور المستثمرين.

2- عينة الدراسة:

تتمثل عينة الدراسة في الشركات المدرجة ببورصة الجزائر وهي خمسة شركات وهي موضحة في الجدول التالي:

البيان	صيدال	الأوراسي	روبية	الليانس	بيوفارم
الاسم القانوني	المجمع الصناعي صيدال	مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي	أن سي أ روبية	أليانس للتأمينات	بيوفارم
الرمز	SAI	AUR	ROUI	ALL	BIO
طبيعة القانونية	شركة ذات أسهم	شركة ذات أسهم	شركة ذات أسهم	شركة ذات اسهم	شركة ذات أسهم
رأس المال	2500 مليون	1500 مليون	849195000 دج	2205714180 دج	5104375000 دج
الاجتماعي	دج وما يعادل 10 مليون سهم	دج ما يعادل 6 ملايين سهم	ما يعادل 2122988 سهم	ما يعادل 180411 سهم بقيمة اسمية	ما يعادل 25521875 سهم
	بقيمة اسمية 250 دج	بقيمة اسمية 250 دج	بقيمة اسمية 100 دج	380 دج بقيمة اسمية	200 دج بقيمة اسمية
القطاع	الكيمياء والصيدلة	خدمات الفندقية	صناعات الغذائية	خدمات التأمين	الصناعة الصيدلانية
تاريخ تأسيس	1969	2 ماي 1975	02 ماي 1966	2005	02 أكتوبر 1961
تاريخ دخول إلى البورصة	17 جويلية 1999	20 جانفي 2000	03 جوان 2013	07 مارس 20011	6 أبريل 2016

من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسات

ثانيا: تحديد المتغيرات وطريقة جمعها :

المتغير التابع : وهو القيمة الاقتصادية المضافة EVA

المتغير المستقل: وهو ربحية السهم وهو مقاس بربحية السهم العادي EPS

وتم جمع المعلومات بالاعتماد على القوائم المالية لشركات محل الدراسة طول الفترة المدروسة المنشورة في الموقع الرسمي لبورصة الجزائر.

المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة

من أجل تلخيص البيانات وجمعها تم الاستعانة ببرنامج EXEL2007، ومن أجل تقدير النموذج الملائم للدراسة تمت الاستعانة ببرنامج EViews10.

المبحث الثاني: عرض النتائج ومناقشتها

المطلب الأول: حساب القيمة الاقتصادية المضافة

أولا حساب تكلفة الأموال الخاصة:

تم حساب تكلفة الأموال الخاصة وفق علاقة مردودية الأموال الخاصة عن طريق العلاقة التالية:

$$\text{تكلفة الأموال الخاصة } Kcp = \text{النتيجة الصافية} / \text{الأموال الخاصة}$$

الجدول (1-2) يوضح قيم تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (2013-2018)

الشركات	2013	2014	2015	2016	2017	2018
صيدال	16%	8%	6%	5.5%	5%	6%
روبية	13%	16%	9%	6%	0	0
أليانس	14%	13%	13%	14%	13%	13%
الأوراسي	10%	19%	13%	7%	11%	9%
بيوفارم	—	6%	12%	24%	23%	23%

من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسات

ثانيا حساب تكلفة الاستدانة:

تحسب تكلفة الاستدانة وفق العلاقة التالية:

$$\text{تكلفة الاستدانة } Kd = \text{النتيجة المالية} / \text{الاستدانة الصافية}$$

تم حساب الاستدانة الصافية عن طريق العلاقة التالية:

$$\text{الاستدانة الصافية} = \text{الخصوم غير جارية} + \text{خزينة الخصوم} - \text{التوظيفات المالية} - \text{خزينة الاصول}$$

الجدول (2-2) يوضح قيم الاستدانة الصافية للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (2013-2018)

الشركات	2013	2014	2015	2016	2017	2018
---------	------	------	------	------	------	------

10437980176	9358952074	7057831562	-503582381	899765835	3722604280	صيدال
4685083568	5083513285	3655002682	3489178692	2865053155	1530042566	روبية
-781980146	-830318664	-118007448	-1015193842	-913703987	-933396636	أليانس
4153597399	4087000729	4370924891	4530219399	4734987261	5805426308	الأوراسي
-1838000000	-3411715611	-4402512577	418707248	488798793	-	بيوفارم

من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسات

الجدول (2-3) يوضح تكلفة الاستدانة للشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (2013-2018)

الشركات	2013	2014	2015	2016	2017	2018
صيدال	-0.039	-0.055	-0.019	0.0007	-0.0001	-0.005
روبية	-0.06	-0.029	-0.053	-0.035	-0.07	-0.057
أليانس	-0.04	-0.056	-0.08	-1.2	-0.26	-0.29
الأوراسي	-0.009	-0.003	-0.011	-0.02	-0.019	-0.03
بيوفارم	-	-0.05	-0.02	0.016	0.09	-0.13

من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسات.

ثالثا حساب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

تم حساب تكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال عن طريق العلاقة التالية:

$$CMPC = K_{cp} * CP / CP + D + K_d(1 - I_s)DN / CP + DN$$

حيث:

CMPC: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

K_{cp}: تكلفة الأموال الخاصة

K_d: تكلفة الأستدانة

الجدول (2-4) يوضح التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (2013-2018)

الشركات	2013	2014	2015	2016	2017	2018
---------	------	------	------	------	------	------

0.04	0.04	0.04	0.06	0.07	0.12	صيدال
0	0	0.003	0.007	0.05	0.05	روبية
0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	أليانس
0.004	0.05	0.03	0.06	0.08	0.03	الأوراسي
0.25	0.25	0.3	0.11	0.05	—	بيوفارم

من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسات

رابعا حساب العائد على رأس المال المستثمر

حساب رأس المال المستثمر: تم حسابه وفق العلاقة التالية :

رأس المال المستثمر = الأموال الخاصة + الاستدانة المالية

الجدول (2-5) يوضح رأس المال المستثمر للشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (2013-2018)

الشركات	2013	2014	2015	2016	2017	2018
صيدال	20471040382	18490430221	1996235193	34521840759	37290483131	30234390572
روبية	3284940951	4846168093	5557375425	5727009369	6400969382	722075455
أليانس	1635313968	1823375281	1866511985	2967472172	2411098953	2645590287
الأوراسي	9534040179	8671155156	9133964654	8972090787	8973084077	9113622417
بيوفارم	—	9407499844	10549617496	18895065010	24699671640	1231000000.

من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسات

حساب العائد على رأس المال المستثمر:

وتم حسابه وفق العلاقة التالية:

العائد على رأس المال المستثمر = النتيجة العمالية / رأس المال المستثمر

الجدول (2-6) يوضح العائد على رأس المال المستثمر للشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (2013-2018)

الشركات	2013	2014	2015	2016	2017	2018
صيدال	0.14	0.09	0.07	0.06	0.04	0.04
روبية	0.12	0.09	0.08	0.05	-0.07	-0.008
أليانس	0.28	0.21	0.19	0.13	0.13	0.13
الأوراسي	0.05	0.11	0.09	0.06	0.08	0.08
بيوفارم	—	0.07	0.13	0.39	0.37	0.28

من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسات

خامسا حساب القيمة الاقتصادية المضافة

تم حساب القيمة الاقتصادية المضافة عن طريق العلاقة التالية :

القيمة الاقتصادية المضافة = (العائد على رأس المال المستثمر - التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال) * رأس المال المستثمر

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

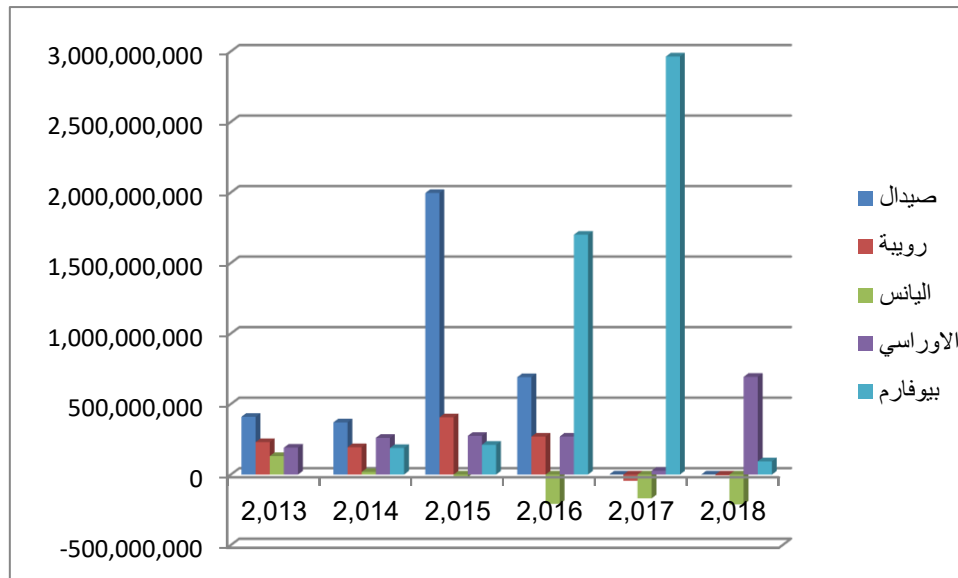
الجدول (7-2) يوضح قيم القيمة الاقتصادية المضافة للشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (2013-2018)

2018	2017	2016	2015	2014	2013	
0	0	690436815	199623522	369808604	409420807	صيدال
-5776603	-44806747	269169438	405688406	193846724	229945867	روبية
-211647223	-168776927	-207723052	-18665120	18233753	130825117	أليانس
692635304	26792522	269162724	274018940	260134655	190680803	الأوراسي
936930000	2963960597	1700555850	210992350	188149997	-	بيوفارم

ألف دينار جزائري

من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسات

الشكل البياني (1-2) يوضح تطور القيمة الاقتصادية المضافة للشركات المدرجة ببورصة الجزائر خلال فترة (2013-2018)



من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسات

التعليق:

- ✓ من خلال الجدول والمنحنى نلاحظ في سنة 2013 أن كل الشركات استطاعت خلق قيمة، و هذا الأمر راجع إلى انخفاض تكلفة رأس المال، ونلاحظ كذلك أن شركة الاوراسي حققت أكبر قيمة اقتصادية مضافة تقدر ب 190680803 دج بينما شركة أليانس حققت أقل قيمة اقتصادية مضافة تقدر ب 130825117 دج.
- ✓ نلاحظ في سنة 2014 أن كل الشركات استطاعت أيضا خلق قيمة، لكن نلاحظ هناك تراجع في القيمة الاقتصادية المضافة عن السنة الماضية، ويرجع هذا إلى الانخفاض الطفيف العائد على رأس المال المستثمر، ونلاحظ أيضا أن شركة صيدال حققت أكبر قيمة وتقدر ب 369808604 دج بينما شركة أليانس حققت أقل قيمة تقدر ب 18233753 دج.
- ✓ وفي سنة 2015 استطاعت كل من روية و الاوراسي و بيوفارم خلق قيمة حيث نلاحظ ارتفاع بسيط عن السنة الماضية وهذا ناتج عن انخفاض تكلفة رأس المال وهذا بالنسبة لروية و الاوراسي ، بينما بالنسبة لبيوفارم فهذا ناتج عن ارتفاع العائد على رأس المال المستثمر، بينما بالنسبة لصيدال استطاعت خلق قيمة ولكن هناك تراجع عن العام الماضي وهذا راجع إلى انخفاض العائد على رأس المال المستثمر، أما بالنسبة لاليانس فهناك هدم للقيمة، وهذا راجع إلى انخفاض العائد على رأس المال المستثمر.
- ✓ و في سنة 2016 نلاحظ أن صيدال و الاوراسي و روية و بيوفارم استطاعت خلق قيمة ، حيث نلاحظ ارتفاع كبير بالنسبة لكل من صيدال و بيوفارم وهذا راجع إلى انخفاض تكلفة رأس المال بالنسبة لصيدال أما بيوفارم فهذا راجع إلى ارتفاع العائد على رأس المال المستثمر، أما روية و الاوراسي فقد سجلت تراجع طفيف عن العام الماضي وهذا نتيجة انخفاض العائد على رأس المال المستثمر، و اليانس على التوالي حققت هدم للقيمة وهذا نتيجة تراجع في العائد على رأس المال المستثمر.
- ✓ و في سنة 2017 نلاحظ بالنسبة ل بيوفارم و الاوراسي و صيدال بأن هناك خلق للقيمة، حيث نلاحظ ارتفاع كبير بالنسبة لبيوفارم و هذا راجع إلى ارتفاع العائد على رأس المال المستثمر أما بالنسبة للاوراسي و صيدال فنلاحظ تراجع وهذا راجع لارتفاع تكلفة رأس المال، أما بالنسبة لروية و اليانس هناك هدم للقيمة، وهذا نتيجة انخفاض العائد على رأس المال المستثمر .
- ✓ وفي سنة 2018 نلاحظ بأن هناك خلق للقيمة بالنسبة لبيوفارم و الاوراسي و صيدال، وهذا راجع لارتفاع العائد على رأس المال المستثمر، اما بالنسبة ل روية و أليانس فهناك هدم للقيمة وهذا راجع إلى في العائد على رأس المال المستثمر.

المطلب الثاني: حساب قيم ربحية السهم EPS

تم حساب قيم ربحية السهم طبقا للعلاقة التالية:

$$\text{حصّة السهم من الأرباح} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{عدد الأسهم العادية المشكّلة لرأس المال}}$$

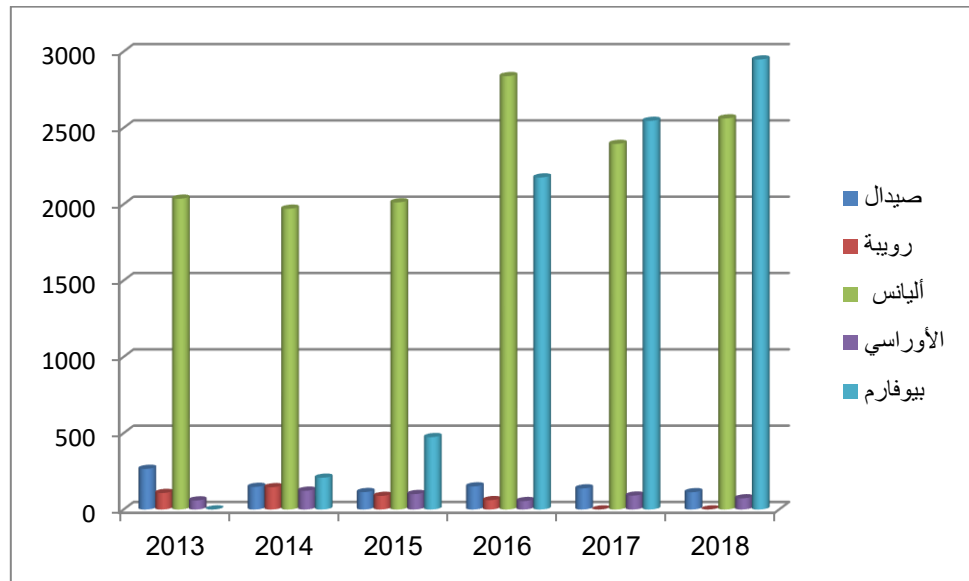
الجدول (2-8) يوضح قيم EPS للشركات المدرجة ببورصة الجزائر خلال الفترة (2013-2018)

2017	2016	2015	2014	2014	2013	
113	138	151	141	148	266	صيدال
0	0	61	89	146	108	الروية

البانس	2036	1970	2012	2339	2395	2562
الاوراسي	59	123	101	55	91	73
بيوفارم	0	208	474	2175	2546	2948

من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسات

شكل بياني (2-2) يوضح تطور قيم ربحية أسهم الشركات المدرجة ببورصة الجزائر للفترة (2013-2018)



من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسات

تعليق:

نلاحظ من خلال الجدول والمنحنى البياني أن أغلب أسهم المؤسسات حققت ربحية خلال فترة الدراسة، وهذا يدل على مدى كفاءة الشركات في استغلال الموارد التي قدمها حملة الأسهم، ومدى نجاحها في تعظيم ثروة الملاك.

المطلب الثالث: تقدير النموذج الملائم للدراسة

لمعرفة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة و العوائد المحاسبية و ربحية السهم، تم الاعتماد على تحليل البيانات المقطعية الزمنية (panel data)، ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام قاعدة بيانات مدمجة تتكون من 5 مقاطع $n=5$ ، ويغطي في نفس الوقت فترة زمنية تقدر ب 6 سنوات $t=6$.

اولا: تقدير نماذج السلاسل الزمنية المقطعية:

في هذه المرحلة قمنا بتقدير النماذج الثلاثة لتحليل البيانات المقطعية الزمنية ، وهي نموذج الانحدار التجميعي PRM، نموذج التأثيرات الثابتة FEM، نموذج التأثيرات العشوائية REM وهي موضحة في الجدول التالي:

الجدول (2-9) يوضح النماذج الثلاثة لتحليل البيانات المقطعية الزمنية

معامل C	PRM	FEM	REM
2.99E+08	-16509915	1.9E+8	
p-value C	0.07	0.93	0.38
معامل EPS	83914.95	486051.3	221792.5
P-value EPS	0.50	0.02	0.13
معامل التحدي-R Squared	0.01	0.38	0.07
إحصائية DW	1.48	2.28	1.8111
احتمالية Fisher	0.5	0.03	0.15

من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات EVIWS10.

ثانيا: اختيار النموذج الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة

ومن اجل تحديد النموذج الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة تم استخدام اختبار مضاعف لاغرنج LM للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي و نموذجي التأثيرات الثابتة و العشوائية معا، بحيث تكون الفرضيات كما يلي:

H0: نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم.

H1: نموذج التأثيرات الثابتة / العشوائية هو الملائم.

وللمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية تم استخدام اختبار Hausman بحيث تكون الفرضيات كما يلي:

H0: نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم.

H1: نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم.

الجدول (2-10) يوضح نتائج اختبارات المفاضلة بين النماذج

نوع الاختبار	قيمة الاختبار	القيمة الاحتمالية للاختبار
اختبار LM	3.13	0.08
اختبار Hausman	3.70	0.054

من إعداد الطالبين بالاعتماد على مخرجات EVIWS10

يتضح من الجدول السابق بأن نتيجة اختبار LM لم تكن دالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05، حيث بلغت القيمة الاحتمالية للاختبار (0.08) وهذا يدل على أن النموذج الانحدار التجميعي هو الملائم لبيانات الدراسة .

ثالثا: تفسير نتائج النموذج الملائم لبيانات الدراسة (نموذج الانحدار التجميعي):

يبين لنا الجدول رقم (2-9) أن القيم الاحتمالية للمعاملات الجزئية والكلية أكبر من (0.05)، أي أن النموذج غير دال إحصائيا، و هذا يدل على أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA و ربحية السهم EPS.

خلاصة الفصل:

توصلنا في هذا الفصل إلى مجموعة من النتائج، من بينها أن أغلب المؤسسات خلقت قيمة طول فترة الدراسة، وهذا يعني أن المؤسسات ساهمت في التأثير على ثروة الملاك، وتوصلنا أيضا إلا أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة و ربحية السهم.

الخاتمة

من خلال دراستنا لهذا الموضوع و المتمثل في تقييم الأداء المالي للمؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر من منظور القيمة الاقتصادية المضافة، حيث يعتبر هذا الموضوع من المواضيع التي لاقت انتشارا واسع خلال الفترة الأخيرة نظرا لأهميته للمؤسسة و ملاكها في آن واحد، توصلنا إلى مجموعة من النتائج و هي كالتالي:

نتائج اختبار الفرضيات:

- يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من المؤشرات الأكثر كفاءة في تقييم الأداء المالي، لأنه أكثر أداء وشمولية عن المؤشرات التقليدية وأنه يحد من قدرة التلاعب بالأرباح، وهذا ما تم إثباته في الجانب النظري و التطبيقي للدراسة.
- أن أغلب المؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر استطاعت أن تخلق قيمة خلال فترة الدراسة، وهذا ما يدل على أن المؤسسات حققت أداء جيدا مما زاد من خلق الثروة للمساهمين.
- أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة و ربحية السهم.

التوصيات:

- على الشركات المدرجة ببورصة الجزائر إدراج مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ضمن قوائمها المالية، نظرا لما يحض به من أهمية في تقييم الأداء المالي.
- على الإدارة المالية الاهتمام بمؤشرات خلق القيمة من أجل تحقيق نتائج أفضل.

أفاق الدراسة:

- إجراء هذه الدراسة على فترات زمنية أطول، لأن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة تظهر فعاليته على المدى الطويل.
- إجراء هذه الدراسة على سوق مالي أكثر نشاطا.

المراجع باللغة العربية:

1. أحمد خضير أحمد و آخرون، أثر النظم الخبيرة في تحسين الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق المالي، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 4 العدد 40، 2017
2. أمينة بوتواتة، تقييم الأداء المالي لمجمع سوناطراك بين أساليب التقييم الحديث و التقليدي، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، 2019
3. دادن عبد الوهاب، رشيد حفصي، تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة باستخدام طريقة التحليل العملي التمييزي خلال الفترة 2006-2011، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 7 العدد 2، 2014
4. زيدي البشير، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة التقارير المالية و تحسين الأداء المالي، أطروحة دكتوراه، جامعة المسيلة، 2016.
5. زرقون محمد و شنين عبد النور، دراسة قدرة المؤشرات التقليدية و الحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، العدد 01، 2015
6. زينب بن مراد، مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الاداء المالي لمؤسسات القطاع الخاص بالجزائر، مذكرة ماستر جامعة ورقلة، 2014،
7. السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، السعودية، دار المريخ للنشر الرياض، 2000،
8. سويسي الهواري، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، عدد 07، 2009 - 2010
9. سويسي الهواري، رمضاني حميدة، قياس أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الأداء الحديثة، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 10 العدد 2، 2017
10. شعبان محمد لولو، قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل المؤشرات التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم، مذكرة ماجستير الجامعة الاسلامية غزة 2015
11. عبد الغني دادن، ومحمد الأمين كمامي، الأداء المالي من منظور المحاسبة المالية، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات و الحكومات (8 - 9 مارس 2005)، الجزائر، جامعة ورقلة
12. عماد عبد الحسين دلول، محمد فوزي مهدي، تقييم الأداء المالي باستخدام بعض مؤشرات خلق القيمة، مجلة العلوم الاقتصادية و الإدارية ، العدد 99 المجلد 23، 2016.
13. فضل عبد الكرم محمد برهوم، استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مذكرة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، 2016.

14. مقبل علي احمد علي، دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقييم أداء الشركات الصناعية و التعديلات المقترحة لاحتسابها (دراسة تطبيقية).

المراجع بالأجنبية:

1. Abdolhamid Safaei Ghadikolaei and others Applying Fuzzy MCDM for Financial performance Evaluation of IRANIAN Companies Technological and Economic Development of economic VOL 20(2) 2014
 2. AchmedDaengs and othres Implementation of economicvalue added and market value added analysis as valuation tools of invest feasibility SINERGL vol 7 NU 2 2017
 3. Andrija Sabol Fulip Sverer A Review of the economic value added literature and application UTMS journal of economics 8(1
 4. Bernard Morard, Developinng apractical modal for calculating the economic value added, The Bucharest Academy of Economic studies, 2017Aucune entrée de table des matières n'a été trouvée.
 5. Financial performance of firms Evidence from pakistan cement industry. Farah Naz Journal of teaching and education, vol 5 .no 1, 2016
 6. H.M van der poll, and others, An overview of the impiementation of economic value added performance meausers in south Africa,southern African Business Review, vol 15 Nu 3 2011
2. Industry in Indonesia Stock Exchange American International Journal of Social Science
 1. Issham Ismail Economic Value added (EVA) versus traditional tools in prediciting corporate performance in Malaysia African Journal of Business Management vol 7 No 18 2013
 2. Khiari Zahia DJAOUAHDOU Reda New trends in measuring financial performance العدد 2011/01 الجزائرية المؤسسات أداء مجلة
 3. Muammar Khaddafi Mohd Heikal Financial Performance Analysis Using Economic Value Added in Consumption
 1. Rompho Nopadol, An economic value added and balances scoercard for a university Thailand ;PhD thesis 2006

2. S.Pratap J.Revathy Evaluationof financial performance using value addition metrics Scholarly Research Journal for interdisciplinary Studies2017 Vol 7/37
3. Shrikant krupasindhu panigrahi international journal of Academic Research in Accounting Finance and management Sciences vol 4 No 4 2014
4. Vol. 3, No. 4; July 2014

الملاحق

الملحق رقم 01

نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: EVA
Method: Panel Least Squares
Date: 09/09/20 Time: 18:18
Sample: 2013 2018
Periods included: 6
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	83914.95	123133.3	0.681497	0.5012
C	2.99E+08	1.59E+08	1.872852	0.0716
R-squared	0.016316	Mean dependent var		3.64E+08
Adjusted R-squared	-0.018815	S.D. dependent var		6.89E+08
S.E. of regression	6.95E+08	Akaike info criterion		43.62103
Sum squared resid	1.35E+19	Schwarz criterion		43.71444
Log likelihood	-652.3154	Hannan-Quinn criter.		43.65091
F-statistic	0.464438	Durbin-Watson stat		1.482504
Prob(F-statistic)	0.501156			

الملحق رقم 02

نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: EVA
Method: Panel Least Squares
Date: 09/09/20 Time: 18:23
Sample: 2013 2018
Periods included: 6
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	486051.3	199474.8	2.436655	0.0226
C	-16509915	1.90E+08	-0.086769	0.9316

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.382749	Mean dependent var		3.64E+08
Adjusted R-squared	0.254155	S.D. dependent var		6.89E+08
S.E. of regression	5.95E+08	Akaike info criterion		43.42167
Sum squared resid	8.49E+18	Schwarz criterion		43.70191
Log likelihood	-645.3250	Hannan-Quinn criter.		43.51132
F-statistic	2.976418	Durbin-Watson stat		2.281308
Prob(F-statistic)	0.031423			

الملحق رقم 03

نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: EVA
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 09/09/20 Time: 18:24
 Sample: 2013 2018
 Periods included: 6
 Cross-sections included: 5
 Total panel (balanced) observations: 30
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	221792.5	144694.4	1.532834	0.1365
C	1.91E+08	2.16E+08	0.881724	0.3854

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		3.32E+08	0.2377
Idiosyncratic random		5.95E+08	0.7623

Weighted Statistics			
R-squared	0.071084	Mean dependent var	2.15E+08
Adjusted R-squared	0.037909	S.D. dependent var	6.35E+08
S.E. of regression	6.23E+08	Sum squared resid	1.09E+19
F-statistic	2.142665	Durbin-Watson stat	1.811463
Prob(F-statistic)	0.154390		

الملحق رقم 04

Hausman اختبار

Correlated Random Effects - Hausman Test
 Equation: EQ03
 Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	3.703925	1	0.0543

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
EPS	486051.2880	221792.50237	18853706462.	
	74	4	182025	0.0543

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: EVA

Method: Panel Least Squares

Date: 09/10/20 Time: 09:46

Sample: 2013 2018

Periods included: 6

Cross-sections included: 5

Total panel (balanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-16509915	1.90E+08	-0.086769	0.9316
EPS	486051.3	199474.8	2.436655	0.0226

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.382749	Mean dependent var	3.64E+08
Adjusted R-squared	0.254155	S.D. dependent var	6.89E+08
S.E. of regression	5.95E+08	Akaike info criterion	43.42167
Sum squared resid	8.49E+18	Schwarz criterion	43.70191
Log likelihood	-645.3250	Hannan-Quinn criter.	43.51132
F-statistic	2.976418	Durbin-Watson stat	2.281308
Prob(F-statistic)	0.031423		

الملحق رقم 05

اختبار LM

الفهرس

الفهرس

4	الإهداء.....
6	شكر و عرفان.....
7	قائمة المحتويات.....
8	قائمة الجداول.....
8	قائمة الاشكال.....
9	قائمة الملاحق.....
9	قائمة الرموز و الاختصارات.....
10	المقدمة.....
5	الفصل الأول: الإطار النظري للأداء المالي و القيمة الاقتصادية المضافة.....
2	تمهيد:.....
3	المبحث الأول: الدراسات السابقة.....
3	المطلب الأول: الدراسات التي تناولت تقييم الأداء المالي بصفة عامة.....
4	المطلب الثاني: الدراسات التي تطرقت إلى تقييم الأداء المالي بواسطة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.....
8	المبحث الثاني: ماهية الأداء المالي و أبرز المقاييس التقليدية لقياس الأداء المالي.....
8	المطلب الأول: ماهية الأداء المالي.....
10	المطلب الثاني: أبرز مؤشرات قياس الأداء المالي التقليدية.....
12	المبحث الثالث: أبرز مؤشرات الأداء الحديثة من منظور خلق القيمة.....
16	المطلب الثاني: القيمة السوقية المضافة: MVA.....
16	المطلب الثالث: مزايا و انتقادات القيمة الاقتصادية المضافة.....
19	خلاصة الفصل.....
22	تمهيد:.....
23	المبحث الأول: الطريقة و الأدوات المستخدمة في الدراسة.....

23	المطلب الأول: الطريقة المستخدمة في الدراسة
25	المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة
25	المبحث الثاني: عرض النتائج ومناقشتها
25	المطلب الأول: حساب القيمة الاقتصادية المضافة
29	المطلب الثاني: حساب قيم ربحية السهم EPS
30	المطلب الثالث: تقدير النموذج الملائم للدراسة
33	خلاصة الفصل:
33	الخاتمة
35	المراجع باللغة العربية
36	المراجع بالأجنبية:
37	الملاحق
37	الفهرس