



جامعة قاصدي مرباح ورقلة



كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم المالية والمحاسبة

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم المالية

تخصص مالية ومحاسبة  
بعنوان:

تقييم المؤسسات وفق منظور القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) و القيمة  
السوقية المضافة (MVA)

دراسة حالة مؤسسة الأوراسي و مجمع صيدال خلال الفترة 2002-2017

من إعداد المترشحة:  
أسماء أيمن

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ 2021-06-14

أمام اللجنة المكونة من:

أ.د قريشي محمد الجموعي ( أستاذ، جامعة ورقلة)..... ( رئيسا )  
أ.د دادن عبد الغني ( أستاذ، جامعة ورقلة) ..... ( مشرفا ومقررا )  
أ.د بوزيد عصام (أستاذ محاضر أ ، جامعة ورقلة) ..... ( مناقشا )  
أ.د حجاج محمد الهاشمي ( أستاذ محاضر أ، جامعة ورقلة) ..... ( مناقشا )  
أ.د عربي هشام ( أستاذ محاضر أ، جامعة الوادي)..... ( مناقشا )  
أ.د دمدوم زكريا ( أستاذ محاضر أ، جامعة الوادي)..... ( مناقشا )

السنة الجامعية: 2020-2021





جامعة قاصدي مرباح ورقلة



كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم المالية و المحاسبة

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم المالية

تخصص مالية ومحاسبة  
بعنوان:

تقييم المؤسسات وفق منظور القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) و القيمة

السوقية المضافة (MVA)

دراسة حالة مؤسسة الأوراسي و مجمع صيدال خلال الفترة 2002-2017

من إعداد المترشحة:  
أسماء أيمن

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ 2021-06-14

أمام اللجنة المكونة من:

- أ.د قريشي محمد الجموعي ( أستاذ، جامعة ورقلة)..... ( رئيسا )  
أ.د دادن عبد الغني ( أستاذ، جامعة ورقلة) ..... ( مشرفا ومقررا )  
أ.د بوزيد عصام (أستاذ محاضر أ ، جامعة ورقلة) ..... ( مناقشا )  
أ.د حجاج محمد الهاشمي ( أستاذ محاضر أ، جامعة ورقلة) ..... ( مناقشا )  
أ.د عربي هشام ( أستاذ محاضر أ، جامعة الوادي)..... ( مناقشا )  
أ.د دمدوم زكريا ( أستاذ محاضر أ، جامعة الوادي)..... ( مناقشا )

السنة الجامعية: 2020-2021



## الشكر:

إن واجب الاعتراف بالفضل و الجميل يقتضي أن أتقدم بأسمى عبارات الشكر و الامتنان إلى الأستاذ المشرفه البروفسور دادن عبد الغني على توجيهاته ، ملاحظاته، على وقته الثمين، وعلى كل الدعم والتسهيلات التي قدمها لإتمام هذا البحث.

كما يسرني أن أتقدم بخالص الشكر والتقدير والعرفان لكل الأساتذة الذين ساعدوني في انجاز هذا العمل واطم بالذكر: بن فانة إسماعيل، حنان عميرات، بضيافة عبد الباقي، خويلد ابراهيم، خالد الرجم.

كما لا أنسى أن أتقدم بالشكر لأعضاء لجنة المناقشة على ما سوف يقدمونه من توجيهات وتصويبات.

## الملخص

تهدف من خلال هذه الدراسة إلى تقييم أداء المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، و سنقوم بتقييم الأداء باستخدام مجموعة من المقاييس الحديثة للأداء ألا و هي القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، القيمة السوقية المضافة و إجمالي عائد المساهمين، و من ثم سنقوم باختبار فرضية تفوق القيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس التقليدية للأداء في تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة التي تعبر عن الأداء المالي السوقي للمؤسسات عينة الدراسة، ثم سنقوم بدراسة مساهمة القرارات المالية المتخذة من طرف المؤسسة في خلق القيمة في المؤسسة. تمثلت عينة الدراسة في مجمع صيدال و مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي خلال الفترة 2002-2017، و قد تم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية لاختبار الفرضيات المطروحة، و استخدمنا برنامج Eviews 9 بعد تبويب البيانات عن طريق برنامج Excel 2007.

و قد تم التوصل إلى أن مؤسسة الأوراسي استطاعت خلق القيمة من منظور القيمة الاقتصادية المضافة و لم تحقق خلق للقيمة من منظور القيمة السوقية المضافة، في حين لم يحقق مجمع صيدال خلق للقيمة من خلال المؤشرين، كما توصلنا إلى تفوق المقاييس التقليدية على المقاييس الحديثة في تفسير القيمة السوقية المضافة، كما أن قرار التمويل و قرار الاستثمار لا يساهمان في الرفع من خلق القيمة.

## الكلمات المفتاح :

قيمة إقتصادية مضافة ؛ قيمة سوقية مضافة ؛ قرارات مالية؛ مؤسسة الأوراسي ؛ مجمع صيدال.

## Abstract

Through this study, we aim to evaluate the performance of Algerian economic enterprise, and we'll evaluate performance using a set of modern measures which economic value added, Refined Economic Value Added, market value added and Total Shareholder Return, in Addition, We'll test a hypothesis that economic value Added is superior to traditional measures to explain the market value added as an indicator of market performance, in the last, We will study the contribution of the financial decisions made by the enterprise to value creation, The sample of enterprises used in this study of Saidal group and El-Aurassi enterprise during the period from 2002 to 2017, To test the relation we use the The least squares method, And we used Eviews 9 after tabulating the data in Excel 2007.

Our present study finds that El-Aurassi enterprise was able to create value in terms of economic value added but It was unable to achieve value creation in terms of market value added, As for Saidal group couldn't create value through the two indicators. And we finds that traditional measures have outperformed the modern measures in interpreting the change in market value Added. in Addition, The financing decision and the investment decision do not contribute to an increase in value creation.

## Keywords

economic value added ; market value added; Financial decisions ; El-Aurassi enterprise ; Saidal group.

## قائمة المحتويات

الصفحة

	الإهداء
	الشكر
VI	ملخص
VI	قائمة المحتويات
VI	قائمة الجداول
VI	قائمة الأشكال
VI	قائمة الاختصارات و الرموز
VI	قائمة الملاحق
أ	المقدمة

### الفصل الأول : التحليل النظري لمفهوم خلق القيمة و أدوات قياسها

23	تمهيد
24	I - مفاهيم حول خلق القيمة
24	I - 1. تعريف القيمة
25	I - 2. المفاهيم المختلفة للقيمة
26	I - 3. تقييم الأداء المالي
28	I - 4. أسس و مفاهيم خلق القيمة
29	I - 1.4. العوامل المؤدية لتطور مفهوم خلق القيمة
30	I - 2.4. مفهوم خلق القيمة
32	I - 3.4. الأطراف المستفيدة من خلق القيمة (أطراف داخلية / خارجية )
33	I - 4.4. مساهمة القرارات المالية في خلق القيمة
33	I - 1.4.4. قرار التمويل كمحدد لخلق القيمة
34	I - 2.4.4. قرار الاستثمار كمحدد لخلق القيمة
36	I - 3.4.4. قرار توزيع الأرباح كمحدد لخلق القيمة
38	II - مقاييس الأداء كمقياس لخلق القيمة
38	II - 1. المقاييس التقليدية للأداء
38	II - 1.1. العائد على حقوق الملكية (ROE)
39	II - 2.1. العائد على الأصول (ROA)
40	II - 3.1. العائد على الاستثمار (ROI)
41	II - 4.1. حصة السهم من الأرباح (EPS)
41	II - 5.1. عيوب المقاييس التقليدية

42	II-2 المقاييس الحديثة للأداء
42	II-2.1 القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)
42	II-2.1.1 التطور التاريخي للقيمة الاقتصادية المضافة
43	II-2.1.2 مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة
45	II-2.1.3 طريقة حساب القيمة الاقتصادية المضافة
46	II-2.1.4 مكونات القيمة الاقتصادية المضافة
51	II-2.1.5 التعديلات الواجب القيام بها لتحسين القيمة الاقتصادية المضافة
53	II-2.1.6 إيجابيات القيمة الاقتصادية المضافة
53	II-2.1.7 الانتقادات الموجهة للقيمة الاقتصادية المضافة
54	II-2.2 القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة
55	II-2.3 القيمة السوقية المضافة (MVA)
56	II-2.4 العائد الإجمالي للمساهم (TSR)
57	خلاصة الفصل

### الفصل الثاني : الدراسات السابقة

59	تمهيد
60	II-1- الدراسات المفسرة لعوائد الأسهم
65	II-2- الدراسات المفسرة للقيمة السوقية للأسهم
71	II-3- الدراسات المفسرة للقيمة السوقية المضافة
74	II-4- الدراسات التي تناولت تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة
76	II-5- مناقشة الدراسات السابقة
78	خلاصة الفصل

### الفصل الثالث : تقييم مؤسسة الأوراسي و مجمع صيدال من منظور القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة

80	تمهيد
81	I-1- نشأة بورصة الجزائر
81	I-2- المؤسسات المكونة لبورصة الجزائر
81	I-2-1- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV)
82	I-2-2- لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها (COSOB)
82	I-2-3- الوطاء في عمليات البورصة
82	I-2-4- المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر
83	II- الإطار العام للدراسة التطبيقية
83	II-1- مجتمع وعينة الدراسة

83	II-2- الطريقة المستخدمة
85	II-3- متغيرات الدراسة
86	II-3-1- القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)
86	II-3-2- القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة (REVA)
86	II-3-3- القيمة السوقية المضافة (MVA)
86	II-3-4- العائد على حقوق الملكية (ROE)
87	II-3-5- العائد على الاستثمار (ROI)
87	II-3-6- العائد على الأصول (ROA)
87	II-3-7- حصة السهم من الأرباح (EPS)
87	II-3-8- نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب (NOPAT)
88	II-3-9- إجمالي عائد المساهمين (TSR)
88	II-3-10- المردودية الاقتصادية (RE)
88	II-3-11- نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول
88	II-3-12- نسبة إجمالي الاستثمارات على إجمالي الأصول
88	II-3-13- عائد توزيعات الأسهم
89	II-4-2- تطور مقاييس خلق القيمة لمجمع صيدال و مؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي
89	II-4-2-1- القيمة الاقتصادية المضافة
89	II-4-2-2- القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة
90	II-4-2-3- القيمة السوقية المضافة
90	II-4-2-4- إجمالي عائد المساهمين
91	II-4- الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة
94	III- تحليل نتائج الدراسة
94	III-1- تحليل الارتباط
98	III-2- تحليل نماذج الانحدار و اختبار الفرضيات
98	III-2-1- اختبار قدرة المقاييس التقليدية و الحديثة للأداء في تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة
98	III-2-1-1- اختبار قدرة المقاييس التقليدية و الحديثة للأداء في تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة في مؤسسة الأوراسي
98	III-2-1-1-2- اختبار قدرة المقاييس التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة في مؤسسة الأوراسي
103	III-2-1-1-2- اختبار قدرة المقاييس الحديثة على تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة في مؤسسة الأوراسي
106	III-2-1-2- اختبار قدرة المقاييس التقليدية و الحديثة للأداء في تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة في مجمع صيدال
106	III-2-1-2-1- اختبار قدرة المقاييس التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة في مجمع صيدال

111	III-2-1-2-2- اختبار قدرة المقاييس الحديثة على تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة في مجمع صيدال
114	III-2-2- محددات خلق القيمة في مجمع صيدال و مؤسسة الأوراسي من منظور القيمة الاقتصادية المضافة
114	III-2-2-1- محددات خلق القيمة في مؤسسة الأوراسي من منظور القيمة الاقتصادية المضافة
118	III-2-2-1- محددات خلق القيمة في مجمع صيدال من منظور القيمة الاقتصادية المضافة
122	III-2-4- محددات خلق القيمة في مجمع صيدال و مؤسسة الأوراسي من منظور القيمة السوقية المضافة
122	III-2-4-2- محددات خلق القيمة في مؤسسة الأوراسي من منظور القيمة السوقية المضافة
125	III-2-4-1- محددات خلق القيمة في مجمع صيدال من منظور القيمة السوقية المضافة
130	IV- مناقشة نتائج الدراسة
136	خلاصة الفصل
138	الخاتمة
144	المصادر و المراجع
152	الملاحق

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
52	التعديلات الواجب القيام بها لحساب القيمة الاقتصادية المضافة	1-1
71	نتائج الانحدار الخطي البسيط مع القيمة السوقية المضافة	1-2
91	الخصائص الإحصائية للمقاييس التقليدية و الحديثة للأداء لمؤسسة الأوراسي	1-3
92	الخصائص الإحصائية للمقاييس التقليدية و الحديثة للأداء لمجمع صيدال	2-3
93	الخصائص الوصفية لمحددات خلق القيمة لمؤسسة الأوراسي	3-3
93	الخصائص الوصفية لمحددات خلق القيمة لمجمع صيدال	4-3
94	مصنوفة الارتباط للمقاييس التقليدية و الحديثة للأداء لمؤسسة الأوراسي	5-3
95	مصنوفة الارتباط للمقاييس التقليدية و الحديثة للأداء لمجمع صيدال	6-3
96	مصنوفة الارتباط للقيمة الاقتصادية المضافة و محددات خلق القيمة لمؤسسة الأوراسي	7-3
96	مصنوفة الارتباط للقيمة الاقتصادية المضافة و محددات خلق القيمة لمجمع صيدال	8-3
97	مصنوفة الارتباط للقيمة السوقية المضافة ومحددات خلق القيمة لمؤسسة الأوراسي	9-3
97	مصنوفة الارتباط للقيمة السوقية المضافة ومحددات خلق القيمة لمجمع صيدال	10-3
98	نماذج الانحدار للقيمة السوقية المضافة و المقاييس التقليدية للأداء في مؤسسة الأوراسي.	11-3
102	النموذج الأمثل للعلاقة بين القيمة السوقية المضافة و المقاييس التقليدية للأداء في مؤسسة الأوراسي	12-3
104	نماذج الانحدار للقيمة السوقية المضافة و المقاييس الحديثة للأداء في مؤسسة الأوراسي.	13-3
105	النموذج الأمثل للعلاقة بين القيمة السوقية المضافة و المقاييس الحديثة للأداء في مؤسسة الأوراسي	14-3
107	نماذج الانحدار للقيمة السوقية المضافة و المقاييس التقليدية للأداء في مجمع صيدال.	15-3
110	النموذج الأمثل للعلاقة بين القيمة السوقية المضافة و المقاييس التقليدية للأداء في مجمع صيدال	16-3
112	نماذج الانحدار للقيمة السوقية المضافة و المقاييس الحديثة للأداء في مجمع صيدال.	17-3
113	النموذج الأمثل للعلاقة بين القيمة السوقية المضافة و المقاييس الحديثة للأداء في مجمع صيدال	18-3
115	محددات خلق القيمة في مؤسسة الأوراسي من منظور القيمة الاقتصادية المضافة	19-3
117	النموذج الأمثل للعلاقة بين محددات خلق القيمة و القيمة الاقتصادية المضافة في مؤسسة الأوراسي	20-3

119	محددات خلق القيمة في مجمع صيدال من منظور القيمة الاقتصادية المضافة	21-3
121	النموذج الأمثل للعلاقة بين محددات خلق القيمة و القيمة الاقتصادية المضافة في مجمع صيدال	22-3
123	محددات خلق القيمة في مؤسسة الأوراسي من منظور القيمة السوقية المضافة	23-3
124	النموذج الأمثل للعلاقة بين محددات خلق القيمة و القيمة السوقية المضافة في مؤسسة الأوراسي	24-3
126	محددات خلق القيمة في مجمع صيدال من منظور القيمة السوقية المضافة	25-3
128	النموذج الأمثل للعلاقة بين محددات خلق القيمة و القيمة السوقية المضافة في مجمع صيدال	26-3

### قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
33	الجوانب المتعددة لخلق القيمة	1-1
36	عوامل خلق القيمة	2-1
38	التحليل باستخدام مؤشر العائد على حقوق الملكية	3-1
83	الهدف من طريقة المربعات الصغرى العادية	1-3
84	مناطق القبول والرفض لاختبار Durbin-Watson	2-3
85	ثبات و عدم ثبات التباين في نموذج الانحدار الخطي البسيط	3-3
89	تطور قيم القيمة الاقتصادية المضافة لمجمع صيدال و مؤسسة الأوراسي	4-3
89	تطور قيم القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة لمجمع صيدال و مؤسسة الأوراسي	5-3
90	تطور قيم القيمة السوقية المضافة لمجمع صيدال و مؤسسة الأوراسي	6-3
90	تطور قيم إجمالي عائد المساهمين لمجمع صيدال و مؤسسة الأوراسي	7-3

## قائمة الاختصارات و الرموز

الرمز	الدلالة باللغة الأجنبية	الدلالة باللغة العربية
<b>EVA</b>	Economic Value Added	القيمة الاقتصادية المضافة
<b>REVA</b>	Refined Economic Value Added	القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة
<b>MVA</b>	Market Value Added	القيمة السوقية المضافة
<b>ROI</b>	Return On Investement	العائد على الاستثمار
<b>ROA</b>	Return On Assets	العائد على الأصول
<b>ROE</b>	Return On Equity	العائد على حقوق الملكية
<b>EPS</b>	Earning Per Share	حصة السهم من الأرباح
<b>TSR</b>	Total Shareholder Return	إجمالي عائد المساهم
<b>EBIT</b>	earnings before interest and taxes	الربح (نتيجة الاستغلال) قبل الضرائب والفوائد
<b>NOPAT</b>	Net Operating Profit After Tax	نتيجة الاستغلال الصافية قبل الضرائب
<b>RE</b>	Rendement économique	المرودية الاقتصادية
<b>T.debt/T.assets</b>	Total debts on Total Assets	إجمالي الديون على إجمالي الأصول
<b>T.inv/T.assets</b>	Total investements on Total Assets	إجمالي الاستثمارات على إجمالي الأصول
<b>Div</b>	Dividend-yield	عائد توزيعات الأسهم

## قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
152	القوائم المالية لمجمع صيدال خلال الفترة 2002-2017	01
167	القوائم المالية لمؤسسة الأوراسي خلال الفترة 2002-2017	02
183	أسعار الأسهم و توزيعات الأرباح خلال فترة الدراسة	03
184	قيم متغيرات الدراسة للنموذج الأول	04
185	قيم متغيرات الدراسة للنموذج الثاني	05
186	مخرجات برنامج Eviews 9	06

## مقدمة عامة

أدى ظهور مفهوم العولمة إلى تغير معالم الاقتصاد العالمي الذي أدى بدوره إلى التأثير على اقتصاديات الدول، فأصبح الاندماج في الاقتصاد العالمي حتمية، و ينجم عن هذا الاندماج ضرورة الالتزام بمعايير معينة من بينها قيام سوق مالي متطور من شأنه المساعدة في تلبية حاجات المؤسسات المتنامية للحصول على التمويل، حيث شهد الاقتصاد العالمي زيادة في حجم الاستثمارات و زيادة حركة رؤوس الأموال و تحرير أداء السوق المالي فأصبحت الأسواق المالية تشكل القلب النابض في اقتصاديات الدول المتقدمة، إذ يتيح سوق رأس المال للمستثمرين فيه الحصول على التمويل اللازم للاستثمار طويل الأجل كما يضمن توفير السيولة من خلال آلية نشاط السوق، و يقوم بدور الوسيط بين المؤسسات أصحاب الفائض و أصحاب العجز.

امثالاً للتطورات السريعة الحاصلة في الاقتصاد العالمي تسعى المؤسسة الاقتصادية للتوظيف الأمثل للأموال المستثمرة من أجل تحقيق أهدافها، التي تطورت بتطور الفكر الاقتصادي فقد سعت المؤسسة الاقتصادية في ظل الاقتصاد الرأسمالي مع بساطة وسائل الإنتاج و بساطة الأسواق لتعظيم الإيراد و الذي عاجلته المدرسة النيوكلاسيكية فيما بعد تحت مسمى "الريح". و بظهور نظرية الوكالة و الفصل بين الملكية و الإدارة أدى ذلك إلى ظهور رؤية جديدة تؤدي بالمؤسسة إلى الانتقال من السعي لتحقيق الربح إلى التركيز على تعظيم قيمة المؤسسة و بالتالي خلق قيمة للمساهمين، و يفسر هذا التركيز على خلق القيمة من خلال الاهتمام بالوفاء بمتطلبات المساهم لأنه يتحمل الجزء الأكبر من المخاطر.

من هذا المنطلق، انصب الاهتمام على تقييم أداء المؤسسات من وجهة نظر خلق القيمة وقد أدى ذلك إلى ظهور شكل من أشكال الإدارة الموجهة نحو النهوض بهذه القيمة المالية وتعبئة الموظفين لتحقيق هذا الهدف، ظهر مفهوم خلق القيمة في منتصف التسعينات باعتباره مفهوماً استراتيجياً تم استخدامه في الولايات المتحدة الأمريكية بشكل واسع كـمعيار لأداء الإدارة، ويقصد بخلق القيمة للمساهمين أو أصحاب الملكية وضع أصحاب الأموال أو المساهمين في مركز عمليات اتخاذ القرار أي أن جميع القرارات المالية تتخذ من أجل تعظيم ثروة الملاك.

أصبحت عملية خلق القيمة من بين أهم التحديات التي تواجه المؤسسات الاقتصادية، و قد أثارت إشكالية تقييمها نقاشاً كبيراً من قبل الباحثين سعياً منهم لإيجاد طريقة أكثر فعالية تساعد المستثمرين، المدراء و المساهمين في أخذ صورة عن المؤسسة كل فيما يهمه.

## مقدمة عامة

و في هذا الصدد عرفت مقاييس الأداء عدة تطورات، بحيث يتم الانتقال إلى مؤشر جديد بناء على الانتقادات الموجهة لسابقه و هذا ما أدى إلى ظهور العديد من المؤشرات، و يعد مؤشر العائد على الأصول و العائد على حقوق الملكية من أهم المؤشرات المستخدمة لقياس الأداء، و نظرا للانتقادات الموجهة لتلك المقاييس و غيرها من المقاييس التقليدية فقد قامت شركة <sup>1</sup>stern stewart (1991) بإصدار مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

يعد هذا المؤشر امتدادا لمؤشر الربح المتبقي حيث يقوم كلاهما على فكرة الربط بين العوائد و تكلفة رأس المال، إلا أن القيمة الاقتصادية المضافة تتميز بضمها لتكلفة التمويل من خلال حقوق الملكية و المساهمين عند احتساب تكلفة رأس المال هذا ما يجعلها تعكس القيمة الحقيقية المنشأة في المؤسسة، و لم يحظى مؤشر الربح المتبقي بالأهمية التي تتمتع بها القيمة الاقتصادية المضافة كون هذه الأخيرة تم تسويقها مع مؤشر القيمة السوقية المضافة و بالتالي تم ربطها نظريا بتقييم الأداء السوقي.

بالرغم من المميزات التي تتمتع بها القيمة الاقتصادية المضافة إلا أنه قدمت لها بعض الانتقادات حيث قام Bacidore و آخرون (1997) في مقال بعنوان (EVA AND TOTAL QUALITY MANAGEMENT) بتقديم نموذج القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة (REVA) كبديل للقيمة الاقتصادية المضافة، فقد انتقدت استخدام القيمة الدفترية لأصول الشركة في حساب القيمة الاقتصادية المضافة و قام بإدخال القيمة السوقية للأصول بدلا من القيمة الدفترية و ذلك لان تكلفة رأس المال للشركة تحسب انطلاقا من التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال التي تحسب على أساس أسعار السوق.

و قد تحافتت الأبحاث و الدراسات لاختبار مدى الارتباط بين عوائد الأسهم و كل من القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، و قد اختلفت النتائج باختلاف العينة المدروسة، السوق المالي و البلد، نسعى من خلال هذا البحث لدراسة مدى قدرة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية المسعرة في السوق المالي على خلق القيمة، و التي تنشط في القطاعين الصناعي و الخدمي باستخدام مؤشري القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة في ظل لسياسات المالية الجزائرية المنتهجة.

<sup>1</sup> شركة Stern Stewart هي شركة استشارية أمريكية أسسها الاقتصاديان G.Bennett Stewart and Joel stern اذ تمت بنشر هذا المفهوم لخدمة الإدارة المالية وتطوير أساليب القياس وهي تملك العلامة التجارية لهذا النموذج بعد أن قامت بتسجيله باسمها في أواخر الثمانينات من القرن العشرين .

1. طرح الإشكالية :

وعلى ضوء ما سبق ذكره كانت الإشكالية الرئيسية لبحثنا على النحو التالي :

ما مدى قدرة مؤسسة الأوراسي و مجمع صيدال على خلق القيمة من منظور القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية

المضافة في ظل القرارات المالية الإستراتيجية خلال الفترة (2002-2017) ؟

و يندرج تحت الإشكالية العامة الإشكاليات الجزئية التالية :

1. ما مدى قدرة مؤسسة الأوراسي و مجمع صيدال على خلق القيمة من خلال مؤشري القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة

السوقية المضافة خلال الفترة (2002-2017) ؟

2. ما مدى تأثير المؤشرات التقليدية و الحديثة للأداء على القيمة السوقية المضافة في مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي خلال

الفترة (2002-2017) ؟

3. ما مدى تأثير المؤشرات التقليدية و الحديثة للأداء على القيمة السوقية المضافة في مجمع صيدال خلال

الفترة (2002-2017) ؟

4. ما مدى مساهمة القرارات المالية في خلق القيمة للمساهم في مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي من منظور القيمة الاقتصادية

المضافة و القيمة السوقية المضافة خلال الفترة (2002-2017) ؟

5. ما مدى مساهمة القرارات المالية في خلق القيمة للمساهم في مجمع صيدال من منظور القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة

السوقية المضافة خلال الفترة (2002-2017) ؟

2. فرضيات البحث :

و بناء على الإشكاليات التي تم طرحها سيتم الإجابة عليها عن طريق الفرضيات التالية :

قد تتمكن مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي و مجمع صيدال من تحقيق خلق القيمة من منظور القيمة الاقتصادية

المضافة خلال فترة الدراسة في ظل القرارات المالية الإستراتيجية المتخذة.

## مقدمة عامة

و يندرج تحت هذه الفرضية الفرضيات الجزئية التالية :

1. استطاعت مؤسسة التسيير الفندقية و مجمع صيدال خلق قيمة لمساهميها من خلال مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة فقط ؛
2. تكتسي المؤشرات التقليدية و الحديثة للأداء تأثيرا نسبيا في القيمة السوقية المضافة لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي و مجمع صيدال خلال الفترة (2002-2017) ؛
3. تعد المؤشرات الحديثة للأداء أكثر نجاعة عن المؤشرات التقليدية في تفسير الأداء السوقي و المعبر عنه بالتغير في القيمة السوقية المضافة لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي و مجمع صيدال خلال الفترة (2002-2017) ؛
4. يعد قرار الاستثمار ذو أهمية بالغة من خلال مساهمته في خلق القيمة للمساهم في مؤسسة الأوراسي خلال الفترة (2002-2017) ؛
5. يساهم قرار التمويل بشكل كبير في خلق القيمة مقارنة بقرار الاستثمار و قرار توزيع الأرباح في مجمع صيدال خلال الفترة (2002-2017).

### 3. مبررات اختيار الموضوع :

بالإضافة للدوافع الذاتية، قمنا باختيار موضوع الدراسة من أجل:

1. التطرق لمفهوم خلق القيمة باعتباره الهدف الأسمى الذي تسعى المؤسسة الاقتصادية لتحقيقه، فقد أصبح الوصول لهذا الهدف من أصعب التحديات التي تواجهها المؤسسة في ظل محيط يتميز بالمنافسة الشديدة ؛
2. تسليط الضوء على أهم المقاييس الحديثة للأداء المستخدمة لقياس خلق القيمة ؛
3. التأكد من الطرح الذي جاء به stern stewart الذي ينص على تفوق القيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس التقليدية للأداء في تفسير الأداء السوقي ؛
4. دراسة مدى قدرة المؤسسة الجزائرية المسعرة في بورصة الجزائر على اتخاذ القرارات المالية السليمة التي من شأنها المساهمة في خلق القيمة.

## 5. أهداف الدراسة و أهميتها :

### أهداف الدراسة :

نهدف من خلال هذا البحث لدراسة النقاط التالية :

1. دراسة مدى قدرة المؤسسات عينة الدراسة على خلق القيمة من خلال أربعة مؤشرات و المتمثلة في القيمة الاقتصادية

المضافة، القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، القيمة السوقية المضافة و إجمالي عائد المساهم ؛

2. المقارنة بين المقاييس التقليدية و الحديثة للأداء في تفسير الأداء السوقي المعبر عنه بالقيمة السوقية المضافة ؛

3. دراسة مدى مساهمة القرارات المالية في تحقيق هدف خلق القيمة.

### أهمية الدراسة :

و تبرز أهمية الموضوع من خلال الأهمية التي يتمتع بها موضوع خلق القيمة في عملية التقييم المالي، حيث تعدد المقاييس المستخدمة

في قياسها و يعد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة المقياس الأكثر شيوعا و الأكثر استخداما كونه يعكس الربح الحقيقي الذي

حققته المؤسسة بالإضافة لارتباطه بمؤشر القيمة السوقية المضافة و بالتالي ارتباطه بتقييم الأداء السوقي ، فهو مقياس للتقييم

الداخلي و الخارجي.

### 4. حدود الدراسة :

نسعى من خلال هذا البحث إلى معرفة مدى قدرة كل من مؤسسة الأوراسي و مجمع صيدال على خلق القيمة

للمساهمين و مدى مساهمة القرارات المالية في ذلك، و بذلك سنركز في الجانب النظري على طرح المفاهيم التي تخص كلا من

القيمة، تقييم الأداء من خلال مفهوم خلق القيمة و الأدوات المستخدمة في قياسها.

و سينصب الاهتمام في الدراسة التطبيقية على قياس الأداء المالي وفق مجموعة من مؤشرات خلق القيمة كما سيتم

التحقق من صحة فرضية تفوق القيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس التقليدية للأداء في تفسير الأداء السوقي، ثم سنقوم بقياس

تأثير القرارات المالية على خلق القيمة في مؤسسة الأوراسي و مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2002 إلى غاية 2017.

## 5. منهج البحث و الأدوات المستخدمة:

سيتم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة فصول، الفصل الأول يتعلق بالجانب النظري للدراسة، فكان لزاماً أن نستعمل المنهج الوصفي لذلك حيث سنقوم بسرد الأدبيات النظرية المتعلقة بالقيمة و خلق القيمة و المؤشرات المستخدمة في قياسها إضافة إلى الفصل الثاني الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع.

في الفصل الثالث و المتعلق بالجانب التطبيقي سنستعمل طريقة دراسة حالة، و سيتم استعمال مجموعة من الاختبارات الإحصائية، و بعض البرنامج للقيام بذلك.

## 6. صعوبات البحث :

1. قلة عدد المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر مما أدى إلى استحالة استخدام بعض البرامج الإحصائية ؛
2. التأخر في نشر البيانات المالية للقوائم المالية.

## 7. هيكل البحث :

بهدف المعالجة الجيدة لموضوع الدراسة و بغية الإجابة عن الإشكالية المطروحة و الوصول إلى الأهداف السابقة، تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول كالتالي :

الفصل الأول و الذي يتعلق بالأدبيات النظرية للدراسة فقد تمت عنونته ب التحليل النظري لمفهوم خلق القيمة و أدوات قياسها تم التطرق فيه إلى مفاهيم حول القيمة، الأداء المالي و خلق القيمة . كما تضمن هذا الفصل أهم المقاييس المستخدمة لقياس لخلق القيمة. في حين الفصل الثاني كان بعنوان الأدبيات التطبيقية - الدراسات السابقة للموضوع- و الذي تم فيه عرض مجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع باللغة العربية و الأجنبية. أما الفصل الثالث تمت عنونته ب تقييم مؤسسة الأوراسي و مجمع صيدال من منظور القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة يتضمن الطريقة و الأدوات تم فيه عرض مجتمع و عينة الدراسة إضافة إلى بعض الاختبارات الإحصائية و البرامج المستخدمة في الدراسة. ثم قمنا بعرض لنتائج الدراسة ثم مناقشتها. و في الأخير نجد الخاتمة التي تم فيها عرض أهم النتائج المتوصل إليها و الآفاق المرجوة و توصيات الدراسة.

الفصل الأول :

التحليل النظري لمفهوم خلق القيمة

و أدوات قياسها

## تمهيد :

حظي موضوع تقييم أداء المؤسسات من وجهة نظر خلق القيمة باهتمام كبير من قبل الباحثين، و ذلك سعياً لإيجاد طريقة أكثر فعالية تساعد المستثمرين، المدراء و المساهمين في أخذ صورة عن المؤسسة كل فيما يهمله. و ذلك لمعرفة القدرات المالية و الاقتصادية و التجارية، و في هذا الصدد عرفت مقاييس الأداء عدة تطورات، بحيث يتم الانتقال إلى أحسن مؤشر في تقييم الأداء بناء على الانتقادات الموجهة لسابقه ما أدى إلى ظهور العديد من المؤشرات التي تستخدم لقياس الأداء - من أجل إعطاء صورة واضحة عن المؤسسة- و يعد مؤشر العائد على الأصول و العائد على حقوق الملكية من أهم المؤشرات المستخدمة لقياس الأداء، و نظراً للانتقادات الموجهة لتلك المقاييس و غيرها من المقاييس التقليدية كعدم قدرتها على قياس الربحية الاقتصادية الحقيقية ظهر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

قامت شركة stern stewart (1991) بإنشاء مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة الذي يحتوي على مجموعة من المميزات التي تخوله لأن يكون المقياس الأفضل الذي يعكس مدى قدرة المؤسسة على خلق القيمة لمساهميها، حيث تقيس القيمة الاقتصادية المحققة بعد حذف تكلفة رأس المال و هذا ما يميزه عن المقاييس التقليدية، وقد قام العديد من الباحثين بدراسات حول مدى تفوق القيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس التقليدية للأداء ، فيما بعد قامت نفس الشركة بإصدار مؤشر القيمة السوقية المضافة الذي يعبر عن الأداء السوقي للمؤسسة حيث جيء به لتعزيز مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة، و منذ ظهورها و قد تهافتت الأبحاث و الدراسات لاختبار مدى قدرة كل منهما على قياس خلق القيمة للمساهمين.

و بناء على ذلك سنحاول في هذا الفصل التطرق إلى المفاهيم المتعلقة بخلق القيمة، المقاييس التقليدية و الحديثة لقياس الأداء كمقاييس لخلق القيمة في المؤسسة.

## I - مفاهيم حول خلق القيمة :

لأجل التطرق إلى مفهوم خلق القيمة لا بد من توضيح مفهوم القيمة و تقييم الأداء المالي، لذا فيما يلي سيتم التعرض إلى عدة مفاهيم للقيمة و من ثم التعرض إلى مفهوم خلق القيمة.

### I - 1. تعريف القيمة :

يفترض النموذج النيوكلاسيكي في النظرية الاقتصادية أن المؤسسة تهدف إلى تعظيم أرباحها الذي يخضع لقيود دالة الإنتاج، وقد استعملت النظرية المالية نماذج بنفس الشكل وذلك قصد استخراج قواعد توجيهية بما يسمح بمعرفة القرارات التي ينبغي اتخاذها لتعظيم دالة الهدف، لكن سرعان ما لاقى مفهوم الربح في النظرية النيوكلاسيكية انتقادات واسعة، مما جعل النظرية المالية تتخلى عنه، وتتخذ على إثر ذلك مفهوم تعظيم ثروة المساهمين المنتظرة ( الرسالة البورصية على سبيل المثال كتعبير عن الثروة) كبدل له، وانطلاقاً من ذلك تم تبني مفهوم القيمة من طرف النظرية المالية كهدف، ينبغي أن تسعى إلى تعظيمها وجعل مختلف القرارات المالية تصب في قالبها الجوهرى للمؤسسة و لخدمته<sup>1</sup>.

لقد عرفت القيمة لغة على أنها "ما يقدر به الشيء، فقيمة الشيء هي قدره، وقيمة المتاع هي ثمنه"<sup>2</sup>.

أما اصطلاحاً فقد تعددت التعاريف و المفاهيم فقد عرفت على أنها :

- عبارة عن مبلغ يُدفع مقابل أصل، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من جراء استخدام ذلك الأصل، والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما، بمعنى أن القيمة موجودة في جوهر الشيء و بحدوث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر<sup>3</sup>.
- كما تعرف على أنها عبارة عن رأي وليس حدث، فالسعر هو الحدث والمقصود هنا هو سعر الدفع الذي على أساسه تتم عملية المبادلة<sup>4</sup>؛

<sup>1</sup> سويسى الهوارى، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008، ص 30.

<sup>2</sup> علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة - دراسة حالة عينة من المؤسسات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009، ص 03.

<sup>3</sup> عبد الكريم خيرى، أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، غير منشورة، جامعة المسيلة، الجزائر، 2019، ص 3.

<sup>4</sup> بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لقطاع المحروقات في الجزائر دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار (ENSP)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2010، ص 13.

- ينطلق مفهوم القيمة في الفكر الاقتصادي من أن القيمة تمثل الحكم المعطى على أهمية سلعة بمفهومها الواسع (سلعة و خدمة)<sup>1</sup>.

و نجد أن القيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما. بمعنى أن القيمة موجودة في جوهر الشيء و يحدث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر<sup>2</sup>. كما أن القيمة هي حقيقة غير موضوعية (ذاتية)، أما السعر فهو حقيقة نقدية ملموسة وموضوعية، حيث أن القيمة لا تتحول إلى سعر إلا بعملية التبادل<sup>3</sup>.

من خلال التعاريف السابقة فالقيمة هي عبارة عن إبداء رأي أو إعطاء حكم على سلعة ما بناء على أهميتها أو المنفعة المتوقع الحصول عليها.

و قد أدى الفكر المحاسبي دوراً بارزاً في تفسير مفهوم القيمة وقياسها، وذلك من خلال استخدام الأرقام في التعبير عن الجانب الاقتصادي للأنشطة التي تمارسها الوحدات الاقتصادية المختلفة، بهدف تحديد مركزها المالي، وذلك من خلال تسجيل العمليات المالية والتجارية في الدفاتر والسجلات واستخراج نتائج الأعمال، وتصوير المراكز المالية للشركات في فترات محددة من الزمن، وهذا في ظل الاختيار السليم للأسس التي يتم الاعتماد عليها عند استخراج نتائج الأعمال وتحديد مصادر حصول الشركة على الأموال المستثمرة ومجالات استثمارها المختلفة<sup>4</sup>.

## I - 2. المفاهيم المختلفة للقيمة:

سنحاول في هذا الجزء التطرق إلى المفاهيم المختلفة للقيمة، و ينشأ هذا التنوع في المفاهيم نتيجة لاختلاف مجالات استخدام كل نوع و يمكن حصرها في النقاط التالية:

**I - 2.1. قيمة الحيابة :** تعني تكلفة الحيابة لتثبيت معين والتي من خلالها يسجل ضمن ميزانية المؤسسة ومن ثم يدخل ملكيتها، ويعبر عنها في المحاسبة بالتكلفة التاريخية، أو تكلفة الاقتناء، كما أنه أحياناً نجدها لا تعكس الواقع، ذلك أنه في حالة البيع مثلاً نجد أن السعر المدفوع يكون أقل أو أعلى من القيمة المسجل بها التثبيت المعني؛

**I - 2.2 القيمة الصافية :** وتسمى محاسبياً بالقيمة المحاسبية الصافية (VNC) وهي باقي القيمة التي تظهر في الميزانية وذلك بعد طرح حصص الاهتلاكات ومختلف التخفيضات من القيمة الإجمالية لعنصر الأصل؛

<sup>1</sup> سويسسي الهواري، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 17.

<sup>2</sup> بلخير بكاري، مرجع سبق ذكره، ص 13.

<sup>3</sup> سويسسي الهواري، المرجع السابق، ص 38.

<sup>4</sup> عبد الكريم خيري، مرجع سبق ذكره، ص 4.

**I - 2. 3 القيمة المتبقية :** هي عبارة عن قيمة الأصل في نهاية مدة إيجاره أو عمره الإنتاجي مع الأخذ بعين الاعتبار خصم التكاليف المترتبة عند خروجه ؛

هي عبارة عن قيمة الأصل في نهاية مدة إيجاره أو عمره الإنتاجي مع الأخذ بعين الاعتبار خصم التكاليف المترتبة عند خروجه

**I - 2. 4 القيمة الجديدة :** تمثل النفقات الضرورية لاستبدال سلعة معينة بسلعة مكافئة جديدة ؛

**I - 2. 5 قيمة السوق :** تعني سعر التنازل في الشروط العادية، حيث أن هذا السعر ناتج عن العرض والطلب، ويعد هذا المعيار الأكثر موضوعية عند تقييم المؤسسات ؛

**I - 2. 6 القيمة الحقيقية (القيمة العادلة) :** تعني المبلغ الذي يمكن أن يتم من أجله تبادل الأصل أو خصوم منتهية بين أطراف على دراية كافية وموافقة وعاملة ضمن شروط المنافسة الاعتيادية ؛

**I - 2. 7 القيمة الاستعمالية :** تمثل النفقات الواجب دفعها لحيازة سلع لها نفس النوعية ونفس الأداء، فهي تتعلق خصوصا بمعدات الاستغلال، والأساس الذي تركز عليه هذه القيمة هو المنفعة ؛

**I - 2. 8 قيمة المنفعة :** تمثل القيمة المحيئة لتدفقات أموال الخزينة المقبلة المنتظرة من الاستعمال المستمر للأصول وخروجها عند نهاية مدة منفعتها ؛

**I - 2. 9 القيمة القابلة للتحصيل :** تمثل القيمة العليا بين السعر الصافي للأصول وقيمتها النفعية ؛

**I - 2. 10 القيمة المصفاة :** تظهر هذه القيمة عندما تمر المؤسسة بصعوبات في أدائها فتقوم بتصفية بعض أصولها حتى تتمكن من متابعة نشاطها على الأقل لفترة معينة، بالرغم من أنه ينتج عن هذا تكاليف مرتفعة من تسريح للعمال، فسخ للعقود وكل ما ينجر عنها من عواقب وخيمة إلا أن المؤسسة كما قلنا تجد نفسها مضطرة لبيع هذه الأصول، القيمة في هذه الحالة تكون منخفضة لكن بدرجة أقل<sup>1</sup>.

### **I - 3. تقييم الأداء المالي**

تكتسي عملية تقييم الأداء أهمية بالغة خاصة بالنسبة للمساهمين و ذلك من خلال ما توفره من معلومات تساعد على تحديد وضعيتها، و الكشف عن مدى كفاءة المسيرين في تحقيق فوائض و مدى قدرتهم على خلق القيمة، كما تساعد على اتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية.

<sup>1</sup> بلخير بكاري، مرجع سبق ذكره، ص 15-16.

يمكن وصف مصطلح الأداء بأنه قدرة المؤسسة على تحديد الاستثمارات التي ستساهم في نمو المؤسسة وتحقيق الأهداف المسطرة<sup>1</sup>؛

ويعرف Lorrino Phillipe الأداء بأنه مدى مساهمة الأنشطة في خلق القيمة<sup>2</sup>؛

كما يعرف الأداء على أنه عملية تحليل النتائج و مقارنتها مع الموارد المستخدمة للوصول لهذه النتائج، و يرتبط مفهوم الأداء بمفهومين أساسيين هما الكفاءة و الفعالية حيث :

✓ تعرف الكفاءة على أنها عملية ربط النتائج بالموارد المستخدمة، و هي قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها بأقل تكلفة و في أقل وقت ممكن.

✓ تعرف الفعالية على أنها قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها<sup>3</sup>.

فأداء المؤسسة يتمثل في قدرتها على تحقيق النتائج التي تتطابق مع الخطط و الأهداف الموسومة، بالاستغلال الأمثل للموارد المتاحة للمؤسسة لذلك فالأداء هو الكفاءة و الفعالية<sup>4</sup>.

إن عملية تقييم الأداء المالي هو جزء من العملية الرقابية في المؤسسة، فهو يعمل على قياس نتائج المؤسسة باستخدام مجموعة من المؤشرات، و مقارنتها بالمعايير المحددة سلفا في عملية التخطيط، و من ثم إصدار أحكام تقييمية تساعد على اتخاذ القرارات، و هي عملية القصد منها التوصل إلى الحكم على درجة كفاءة و فعالية المؤسسة<sup>5</sup>.

كما يعرف تقييم الأداء المالي على أنه قياس العلاقة بين العناصر المكونة للمركز المالي للمشروع للوقوف على درجة التوازن بين هذه العناصر، وبالتالي تحديد مدى متانة المركز المالي للمشروع، وعلى ضوء ذلك يمكن قياس التنبؤ بالفشل المالي<sup>6</sup>

<sup>1</sup> Eva Malichova, Mária Durisova, **Evaluation of Financial Performance of Enterprises in IT Sector**, Procedia Economics and Finance, 34, University of Zilina, Slovakia, 2015, p 238.

<sup>2</sup> محبوب فاطمة، تأثير التحالفات الإستراتيجية على الأداء التنافسي للمؤسسة الصناعية دراسة حالة مجمع صيدال، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016، ص 78.

<sup>3</sup> Melchior Salgado, **La performance : une dimension fondamentale pour l'évaluation des entreprises et des organisations**, HAL, 2013, web site : <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00842219>, 12-03-2019, 10 : 50.

<sup>4</sup> الهاشمي بن واضح، تأثير متغيرات البيئة الخارجية على اداء المؤسسات الاقتصادية الجزائرية حالة قطاع خدمة الهاتف النقال في الجزائر ( 2008-2011)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2014، ص 93.

<sup>5</sup> الهاشمي بن واضح، المرجع السابق، ص 136.

<sup>6</sup> محمود جلال أحمد، طلال الكسار، استخدام مؤشرات النسب المالية في تقويم الأداء المالي والتنبؤ بالأزمات المالية للشركات (الفشل المالي)، المؤتمر العلمي الدولي السابع لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، 2009، ص 7.

و يهدف تقييم الأداء إلى الكشف عن مدى تحقيق القدرة الإيرادية والقدرة الكسبية في المؤسسة ، حيث أن الأولى تعني قدرة المؤسسة على توليد إيرادات سواء من أنشطتها الجارية أو الرأسمالية أو الاستثنائية، بينما تعني الثانية قدرة المؤسسة على تحقيق فائض من أنشطتها الموضحة سابقا من أجل مكافئة عوامل الإنتاج.<sup>1</sup>

حيث تكمن أهمية تقييم الأداء في المؤسسة فيما يلي :

- ✓ يوفر تقييم الأداء مقياسا لمدى نجاح المؤسسة في سعيها لتحقيق أهدافها من خلال نشاطها ؛
- ✓ يمكن نظام تقييم الأداء من الحكم على مستوى تطور المؤسسة زمنيا إذا ما قورنت نتائج التقييم مع مثيلاتها في السنوات السابقة، كما يسمح بمعرفة وضعيتها تجاه منافسيها ؛
- ✓ تعكس عملية تقييم الأداء درجة التوافق و الانسجام بين الأهداف و الاستراتيجيات المعتمدة لتنفيذها ؛
- ✓ يؤدي تقييم الأداء إلى الكشف عن أقسام المؤسسة ذات الكفاءة العالية و تحديد الأقسام أو الأنشطة التي تحتاج إلى دعم و تطوير من اجل النهوض بأدائها إلى مستوى الأداء المرغوب، و الاستغناء عن الأقسام و الأنشطة التي ليس لها كفاءة و فعالية ؛
- ✓ و لا تقتصر أهمية تقييم الأداء على المؤسسة فقط، و إنما تتعدى ذلك إلى شركائها، فالمستوى العالي من الأداء الذي تعكسه عملية التقييم، يجعل المؤسسة محل ثقة من طرف المتعاملين معها كالبانوك مثلا، بالإضافة إلى اكتسابها السمعة الجيدة أمام زبائنها، مما يساعد حتما على قدرتها التنافسية.<sup>2</sup>

تسعى المؤسسة من خلال عملية تقييم الأداء المالي للوصول إلى حكم حول كفاءة و فعالية المؤسسة في تحقيق الأهداف المسطرة بالدرجة الأولى خلق القيمة للمساهمين.

#### I - 4. أسس و مفاهيم خلق القيمة :

أضحى موضوع إنشاء القيمة يحتل مكانة هامة في عملية تسيير المؤسسات الاقتصادية، فالتسيير بالقيمة أصبح ميزة مرتبطة بالمؤسسات الكبرى بشكل خاص، و ذلك محاولة منها للانتقال بالوظيفة المالية من النشاط المحاسبي إلى النشاط المالي و الذي يؤدي إلى خلق قيمة.

<sup>1</sup> عبد الغني دادن، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، عدد 04، 2006، الجزائر. ص 41. بتصرف.

<sup>2</sup> الهاشمي بن واضح، مرجع سبق ذكره، ص 137-138.

## I - 1.4. العوامل المؤدية لتطور مفهوم خلق القيمة :

هناك مجموعة من العوامل ساهمت بشكل كبير في تطور مفهوم خلق القيمة، سنتقوم بعرضها فيمايلي :

### ✓ متطلبات المال و المنافسة :

إن تطور مفهوم خلق القيمة يعود إلى مجموعة من العوامل المختلفة، فقد أدى الارتفاع العام في أسعار الفائدة في سنة 1980 إلى ارتفاع المنافسة في أسواق الأوراق المالية، وفي إطار إلغاء القيود المالية وحرية الوصول إلى المؤسسات في ظل الانتقال إلى اقتصاد السوق الذي يعتبر أكثر طلبا من حيث الربحية، ولقد أدت العولمة الاقتصادية إلى رفع القدرة التنافسية على رأس المال المتاح بين المؤسسات وذلك في إطار متطلبات رأس المال.

ولقد ساعدت قدرة المؤسسة على جذب رؤوس الأموال في رفع مستوى أدائها في ظل ارتفاع تكاليف الحصول على موارد مالية، وهو ما يجعلها أمام تحدي جذب المستثمرين أصحاب الفائض المالي على الاستثمار في مشاريعها وتحقيق ربح أعلى مما يتوقعونه، وبالتالي خلق قيمة مضافة للمستثمر الذي غالبا ما يسعى إلى المفاضلة بين الاستثمارات التي تسمح له بتحقيق أعلى عائد ممكن، وهو ما يفسر ظهور مفهوم خلق القيمة.

### ✓ بروز المساهم :

لقد أدت الاختلالات التي يعاني منها العديد من المستثمرين في تكوين نشاط خاص بهم وإدارة أملاكهم إلى ظهور مفهوم خلق القيمة، وفي سنة 1990 ظهر ما يعرف بالمساهمين من خلال المؤسسات الاستثمارية التي تقوم بإدارة وتسيير أموال المساهمين فيها، وذلك من خلال ما يعرف بصناديق المعاشات، وهو ما ساهم في ظهور مفهوم خلق القيمة الذي ارتبط ببروز المساهم و الاتجاهات العديدة المبررة لإستراتيجية المؤسسة.

### ✓ التحول نحو الأصول الأكثر ربحية :

لقد أدت المنافسة المتزايدة في سوق السلع والخدمات لدعم متطلبات المستثمرين في السوق المالي ولتشجيع المؤسسات على إدارة تكاليفها من خلال التركيز على الموارد والنشاطات التي تسمح لها بتحقيق أعلى الأرباح، والتي تتيح لها فرصة الهيمنة على السوق، وهو ما يسمح لها بتحقيق تدفقات نقدية كبيرة تغطي إلى حد كبير احتياجات استهلاك رأس المال لتغطية المخاطر، وهنا على المؤسسة أن تبحث عن الأصول المرتبطة بالمشاريع التي تحقق لها أعلى ربحية وبالتالي خلق قيمة مضافة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> صيفي حسنية، قياس الاداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40 خلال الفترة 2008-

2013، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2016، ص 26.

## I - 2.4. مفهوم خلق القيمة

ظهر مفهوم خلق القيمة في منتصف التسعينات باعتباره مفهوما استراتيجيا تم استخدامه في الولايات المتحدة الأمريكية بشكل واسع كميّار لقياس أداء الإدارة، ويقصد بخلق القيمة للمساهمين أو أصحاب الملكية وضع أصحاب الأموال أو المساهمين في مركز عمليات اتخاذ القرار أي أن جميع القرارات تتخذ من اجل تعظيم ثروة الملاك، وقد تزايدت أولوية الاهتمام بخلق قيمة لحملة الأسهم باعتبارهم يتحملون أكبر قدر من المخاطرة، فإذا حققت المؤسسة خلق قيمة لمساهميها فان الأطراف الأخرى حتما ستستفيد من ذلك، حيث تتحقق مردودية من الأموال المستثمرة تفوق تكلفة مختلف مصادر التمويل.<sup>1</sup>

فخلق القيمة كما يعرف حاليا تم التطرق له سابقا و لكن بتسمية أخرى، و يعد ألفرد مارشال (1890) من الأوائل الذين أشاروا له من خلال التطرق لدراسة الربح الإقتصادي و الذي عرفه على أنه " :الربح المتبقي المتاح للمساهمين بعد تخفيض تكلفة رأس المال"<sup>2</sup>.

لا يوجد تعريف واضح لمفهوم خلق القيمة، فيعرف إنشاء القيمة على أنه قدرة المؤسسة على النمو و يصاحب هذا النمو القدرة على تحقيق الأرباح، كما يرتبط مفهوم خلق القيمة بالأداء و الربحية ، كما يشير إلى توليد الأرباح و زيادة قيمتها، كما يرتبط بقدرة المؤسسة على البقاء و القدرة على تطوير نشاط المؤسسة، و بالتالي لتحقيق خلق للقيمة يجب أن يكون أداء المؤسسة فعال يتم من خلاله تحقيق الأرباح التي تنعكس على نمو أسعار الأسهم على المدى الطويل، و يتطلب إنشاء القيمة أن تتحكم المؤسسة في أداءها و أرباحها و نموها على المدى الطويل.

و يمكن تلخيص القول بان المؤسسة التي تحقق إنشاء قيمة هي المؤسسة التي يتميز أداءها بالكفاءة و الفعالية، و لديها القدرة على تحقيق نمو في المردودية و الربحية، كما لديها القدرة على تطوير أسعار أسهمها على المدى الطويل.<sup>3</sup>

كما يرى Michel Albouy (2006) أن الفكرة الأساسية لخلق القيمة أو الثروة تقوم على إنشاء قيمة للمساهمين وذلك من خلال تحقيق عائد على رأس المال يفوق تكلفة مصادر التمويل المختلفة التي استخدمتها المؤسسة أو تكلفة رأس المال.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> شعبان محمد لولو، قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة و التمويل، الجامعة الإسلامية غزة ، فلسطين، 2015، ص 43.

<sup>2</sup> السعيد بريكة، سمير مسعي، تقييم المنشأة الاقتصادية : مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA، الملتقى الدولي : صنع القرار في المؤسسات الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف - المسيلة، الجزائر، أبريل 2009، ص 8.

<sup>3</sup>Serge Agbodjo, Isabelle Martinez, La création de valeur actionnariale est-elle pertinente pour la prise de décision d'investissement ? Une étude empirique du SBF250 par secteurs d'activité , P 9-10, <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00935809>.

<sup>4</sup> صيفي حسنية، مرجع سبق ذكره، ص 23.

كما يقصد بمفهوم خلق القيمة خلق قيمة للسهم، و انطلاقا من ذلك فهذا المفهوم يكرس وضع المساهم كأولوية في إستراتيجية المؤسسة<sup>1</sup>. فتعظيم الثروة يتطلب تحقيق أقصى قدر ممكن من الأرباح الموزعة مع الزيادة في القيمة السوقية للشركة<sup>2</sup>.

قام كل من Meckling et jensen سنة 1976 بإدماج مفهوم تعدد الأهداف، فللملاك هدف معين (تعظيم القيمة) و للمسيرين أهداف عديدة، كما أنه للدائنين (الجهات المانحة للقروض) هدف آخر. و تؤدي هذه التعددية للأهداف إلى نشوء صراع يدعى صراع الوكالة، و جوهر النظرية هو طرح إشكالية وجود أهداف ذاتية خاصة بالمسيرين تؤدي بهم إلى انتهاج سلوك مخالف عن سلوكهم في حالة كونهم ملاكاً<sup>3</sup>.

خلق القيمة للمساهمين أصبح حتمية لا يمكن تجاهلها في ظل هذا الصراع، و القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر للربح الاقتصادي أو مقياس لخلق القيمة هي بمثابة الحد الأدنى للدخل المضمون لهؤلاء المساهمين<sup>4</sup>.

لقد ارتبط خلق القيمة لمدة طويلة بالجوانب المالية في المؤسسة، حيث سعت هذه الأخيرة إلى خلق قيمة للمساهمين فقط، و بالتالي تعظيم ثروتهم، و اعتبرت ذلك الهدف المالي الأول الذي يجب تحقيقه، و هذا ما نلمسه بوضوح في قول G.B.Stewart: "إن الهدف المالي الأول هو تعظيم ثروة المساهمين، وفائدة ذلك لا تعود على المساهمين فحسب، بل تعود على المؤسسة ككل...".

لكن رغم أهمية خلق القيمة للمساهمين، إلا أن هذا الهدف سيؤدي إلى إهمال الأطراف الأخرى للمؤسسة، لاسيما أن التجارب الميدانية أظهرت أن المؤسسات التي تأخذ بعين الاعتبار جميع الأطراف الآخذة في خلق القيمة أكثر نجاحا و ازدهارا من تلك التي لا تهتم بخلق القيمة إلا للمساهمين<sup>5</sup>.

✓ إن إنشاء القيمة (خلق القيمة) يعني أن هناك ارتفاع مستمر للقيمة في المدى الطويل أما تدمير القيمة فهو انخفاض في القيمة في المدى الطويل، و بالتالي فان مفهوم خلق القيمة هو مفهوم يتحقق في المدى الطويل.

<sup>1</sup> السعيد بريكة، سمير مسعي، مرجع سبق ذكره، ص 6.

<sup>2</sup> Fateh Saci, **La Creation de Valeur des Alliances Stratégiques et des Fusions Acquisitions : Justification Comparative par le modèle de mesure de la valeur financière « Cas des Societes du SBF 250 »**, these Doctorat en Sciences de Gestion, l'Université de Nice Sophia-Antipolis, France 2013, p 119.

<sup>3</sup> دادن عبد الوهاب، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية - نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية- ، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008، ص 127.

<sup>4</sup> شهرزاد زغيب، عماني لمياء، قدرة المؤسسة الاقتصادية على خلق الثروة للمساهمين ، ص 6، بصرف. موقع التحميل : Iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/03/المؤسسة-الاقتصادية-على خلق-الثروة-للمساهمين-شهرزاد-زغيب.pdf بتاريخ 2017/03/20 على 11:02.

<sup>5</sup> هاشمي عباس، الدور المحوري لتسيير الموارد البشرية في خلق القيمة لجميع الأطراف الآخذة، مجلة أبحاث إدارية و اقتصادية، العدد الثالث، 2008، ص 105-106.

تسعى الإدارة من خلال مفهوم خلق القيمة للوصول إلى الأهداف التالية :

- تعظيم قيمة الأسهم أي خلق قيمة للمساهمين، و لذلك يجب على المؤسسة تعظيم أرباحها من أجل تلبية توقعات أصحابها<sup>1</sup>؛
- رسم استراتيجيات البقاء لمواجهة ما يصادف المؤسسة من مشاكل؛
- توليد أو تحقيق تدفقات نقدية كافية لضمان حد أدنى من التوزيعات للمساهمين<sup>2</sup>.

### I – 3.4. الأطراف المستفيدة من خلق القيمة (أطراف داخلية / خارجية )

أدى تقديم فريمان (1984) لمفهوم أصحاب المصلحة إلى جدل كبير حول الاتفاق على تعريف لهذا المفهوم، حيث عرف صاحب المصلحة على أنه أي مجموعة أو فرد يمكنه التأثير و التأثير بأهداف المنظمة<sup>3</sup>، و وفقا للنظرية المالية يجب على المديرين التنفيذيين العمل على أساس الأهداف التي من شأنها زيادة ثروة المساهمين من خلال إنشاء القيمة، لان المساهم هو الذي يتحمل أكبر قدر من المخاطرة، حيث ينظر البعض إلى المؤسسة على أنها سلسلة من العقود يسعى كل صاحب مصلحة إلى تحقيق مصلحته و هذا ما جاءت به نظرية الوكالة، فمهمة أعضاء مجلس الإدارة هي الدفاع عن مصالح المساهمين، إلا أن الواقع أثبت العكس حيث يحدث صراع بين الطرفين إذا تعارضت الأهداف التي يسعى لها كل طرف<sup>4</sup>. و الشكل الموالي يوضح الأطراف المستفيدة من خلق القيمة.

<sup>1</sup> Fatah saci, **la creation de valeur des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions : justification comparative par le modèle de mesure de la valeur financière « cas des sociétés du sbf 250 »**, these doctorat en sciences de gestion, université nise, France, 2013,p 87. بتصرف

<sup>2</sup> سميحة بوحفص، دراسة نظام المعلومات المحاسبية في حساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة دراسة حالة : مؤسسة صناعة الكوابل - فرع جنرال كابل - بسكرة ، مذكرة مقدمة لاستكمال نيل شهادة الماجستير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2013، ص 8. بتصرف.

<sup>3</sup> Cengiz Haksever et al, **A Model of Value Creation: Strategic View**, Journal of Business Ethics, N 49, 2004, p 293.

<sup>4</sup> Laurent Cappelletti, Djamel Khouatra, **Concepts et Mesure de la Création de Valeur Organisationnelle**, Revue Comptabilité - Contrôle – Audit, Tome 10-Volume1, p 130.

الشكل (1-1) : الجوانب المتعددة لخلق القيمة

خلق القيمة للموردين	خلق القيمة للزبائن		خلق القيمة للعمال
	القيمة السوقية		
خلق القيمة للمجتمع	القيمة المحاسبية للمؤسسة		خلق القيمة للشركاء
	خلق القيمة للمساهمين		

المصدر : Fateh Saci, op.cit, p 84.

من خلال الشكل السابق نلاحظ أن هناك مجموعة الأطراف ذات العلاقة بالمؤسسة ستستفيد من خلق القيمة و هي العمال، الموردين، الشركاء، المجتمع، الشركاء و الزبائن، من خلال تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة تلك القيمة التي تعتبر القيمة المحاسبية جزءا منها و قد تكون جزءا صغيرا فقط كما هو الحال في المؤسسات المعتمدة على التكنولوجيا العالية.

#### I - 4.4 مساهمة القرارات المالية في خلق القيمة :

تسعى الوظيفة المالية لتحقيق هدف خلق القيمة للمساهم كهدف أسمى، إذ تعد القيمة حجر الزاوية لنظام الإدارة على أساس القيمة، ظهر مفهوم خلق القيمة في منتصف التسعينات باعتباره مفهوما استراتيجيا تم استخدامه في الولايات المتحدة الأمريكية بشكل واسع كمعيار لتقييم أداء الإدارة.

#### I - 1.4.4 قرار التمويل كمحدد لخلق القيمة

يعتبر التمويل النواة الأساسية التي تعتمد عليها المؤسسة في توفير مستلزماتها الإنتاجية، وتسديد جميع مستحقاتها ونفقاتها، لذا حاول الباحثون إبراز أهمية الوظيفة التمويلية وأثرها على المؤسسات الاقتصادية، إذ يجمع الباحثون على أن التمويل يعني: "توفيق المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع عام أو خاص"، كما يقصد بالتمويل: "إتاحة الموارد النقدية التي يتم بموجبها توفيق الموارد الحقيقية التي توجه لتكوين رؤوس الأموال الجديدة"، فالتمويل يمثل إحدى وظائف المؤسسات التي تشمل تنظيم مجرى الأموال فيها وتخطيطه والرقابة عليه والتحفيز المالي لأفراد المؤسسات<sup>1</sup>.

تهدف المؤسسة عند اتخاذ قرار التمويل إلى تعظيم ثروة حملة الأسهم من خلال توفير مصادر التمويل بأقل التكاليف، وقد كان هناك جدل كبير حول وجود علاقة بين الهيكل المالي و قيمة المؤسسة، ومن أهم النظريات المفسرة لهذه العلاقة هي النظرية التقليدية<sup>2</sup> التي تنص على وجود علاقة بين الهيكل المالي و قيمة المؤسسة، ووفقا لهذه النظرية فإنه يوجد بالفعل هيكل

<sup>1</sup> عبد الكريم خيري، مرجع سبق ذكره، ص 41.

<sup>2</sup> لمزيد من الاطلاع حول النظريات المفسرة للهيكل المالي و قيمة المؤسسة الرجوع إلى المرجع السابق.

مالي أمثل يزيد من قيمة الشركة إلى الحد الأقصى و هو هيكل مالي يمكن الوصول إليه عند مستويات مختلفة من الدين حسب كل شركة، كما يرى مدغلياني و ميلر في غياب الضريبة على أرباح الشركات أن هناك علاقة بين الهيكل المالي و قيمة المؤسسة و بعد توجيه العديد من الانتقادات لهذين المؤلفين قاما في سنة 1963 في مقالتهما بإدراج الضريبة على أرباح الشركات و تؤكد النتائج المتوصل إليها أن قيمة المؤسسة تزيد بزيادة معدل الدين، كما توصلوا إلى انه لا يوجد مستوى أمثل للدين أو هيكل مالي أمثل و أن القدرة على الدخول في الدين محدودة بسبب مخاطر و تكاليف الإفلاس التي تزيد من تكلفة رأس المال<sup>1</sup>.

إن اعتماد المؤسسة على الدين في التمويل بشكل متزايد يقلل من قدرتها على تسديد ديونها طويلة الأجل، و يؤدي إلى تدهور مركزها الائتماني و قدرتها على الحصول على قروض أخرى و هذا ما يعرف بمخاطر التمويل. لذلك فان نسب المديونية تعتبر مؤشرا هاما يعتمد عليه المقرضون في الأجل الطويل في تقييم قدرة المؤسسة على تسديد القروض و الفوائد المترتبة عليها، و في تقرير سعر الفائدة على القروض الذي يتناسب مع مستوى المخاطرة هذه.

و تستخدم العديد من النسب في هذا المجال، من أهمها نسبة إجمالي الدين و المقصود بإجمالي الدين مجموع الخصوم المتداولة و الخصوم طويلة الأجل، لذلك فان هذه النسبة تقيس نسبة مساهمة القروض في تمويل الأصول و بالتالي نسبة مساهمة حقوق الملكية، و تحسب هذه النسبة وفق العلاقة التالية<sup>2</sup> :

$$\text{نسبة إجمالي الدين} = \text{إجمالي الدين} / \text{إجمالي الأصول}$$

و يميل الدائنون الخارجيون عموما إلى أن تكون نسبة المديونية إلى مجموع الأصول منخفضة بقدر الإمكان، فكلما انخفضت هذه النسبة كانت المؤسسة قادرة على مواجهة أي خسائر جسيمة قد تتعرض لها على مدار السنة، كما يمكن أن توجه بعض أصولها لتدبير السيولة المطلوبة منها<sup>3</sup>.

#### I – 2.4.4 قرار الاستثمار كمحدد لخلق القيمة

تعتبر قرارات الاستثمار من أهم قرارات الإدارة المالية وأقدها بسبب طبيعتها الاستثمارية والغالب أن الإدارة المالية تلجأ لها أملاً في زيادة العائد الاستثماري من أجل تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد

و يعرف الاستثمار على أنه استخدام رأس المال لتمويل نشاط معين قصد تحقيق ربح مستقبلي، بحيث يكون الاستثمار مقبولاً إذا تطابق مع المعايير المعمول بها أو حقق الأرباح المنتظرة، وعليه فأساس تقييم واختيار الاستثمار يتركز على تكلفة الأموال المستثمرة في المشروع الاستثماري؛ العوائد المنتظرة من هذا المشروع الاستثماري. هنا يمكن اعتبار الاستثمار بأنه رهان تقوم

<sup>1</sup> Nassima assous, L'impact des décisions financières sur la création de valeur au sien des entreprises publiques algériennes cotées a la bourse d'alger : cas de Soidal et l'E.G.H-Aurassi, thèse de doctorat en Sciences économiques, université tizi-ouzou, Algérie, 2015,P 52.

<sup>2</sup> فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، إثراء للنشر و التوزيع، الطبعة الثالثة، الأردن، 2013، ص 42، 43.

<sup>3</sup> محمد الصيرفي، التحليل المالي من وجهة نظر محاسبية إدارية، دار الفجر للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى، مصر، 2014، ص243.

به المؤسسة مقابل نتائج غير مضمونة في المستقبل (سلبية أو ايجابية) ، كأن تقدم على شراء أسهم تدر عليها إيرادات معتبرة سنويا، وتحمل بذلك خطر وقوع خسارة<sup>1</sup>.

يهدف المسير المالي من خلال اتخاذه لقرار الاستثمار إلى تعظيم قيمة المؤسسة من خلال تعظيم قيمة السهم، لذلك فإن الإدارة تساعد في تعظيم ثروة المساهمين، وللقيام بذلك يجب على المسيرين اتخاذ قرارات الاستثمار التي تضمن أن إجمالي قيمة التدفقات النقدية الداخلة تتجاوز إجمالي قيمة التدفقات الخارجة بأكثر قدر ممكن، على أن يتم التركيز على تعظيم قيمة التدفقات النقدية وليس الأرباح<sup>2</sup>.

و تستخدم العديد من النسب في هذا المجال، من بينها نسبة الأصول الثابتة على مجموع الأصول و يقصد بها إيجاد الوزن النسبي للأصول الثابتة في مجموع الأصول و تعطى وفق العلاقة التالية<sup>3</sup>:

$$\text{الأصول الثابتة في الهيكل الاستثماري} = \frac{\text{الأصول الثابتة}}{\text{مجموع الأصول}}$$

و بالتالي فان قدرة المؤسسة على إنشاء القيمة تعتمد على مدى كفاءة المسيرين في توليد العوائد من الأموال المجمعة من المستثمرين، و تجنب الاستثمارات التي تولد عوائد أقل من تكلفة رأس المال.

يمكن تمثيل مساهمة كل من قرار التمويل و قرار الاستثمار في خلق القيمة من خلال الشكل التالي :

<sup>1</sup> زهواني رضا و آخرون ، دور الإدارة المالية في صنع القرارات المالية قرارا التمويل، قرار الاستثمار و قرار توزيع الأرباح ، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد 01 ،العدد 2017،01، ص 247.

<sup>2</sup> عبد الكريم خيري، مرجع سبق ذكره، ص 131.

<sup>3</sup> يحيى الدين عبد الرزاق حمزة، أساسيات التحليل المالي، دار الإعصار العلمي للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2017، ص 86.

الشكل (1-2) : عوامل خلق القيمة



المصدر : بن حمودة يوسف، خلق القيمة من خلال إدارة المعرفة في المؤسسة، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الشلف، الجزائر، 2015، ص 102.

إن عوامل خلق القيمة تبدأ من تطوير الإستراتيجية التي تتضمن مجموعة من القرارات التسييرية، قرارات التمويل، القرارات الاستثمارية و قرارات عملية و كل قرار يحمل في طياته عوامل لخلق القيمة فنجد أن تكلفة رأس المال هي محل اهتمام القرارات التمويلية، أما قرارات الاستثمار فتختص في اختيار أحسن الاستثمارات و أكثرها عائدا، أما القرارات العملية فتؤثر مباشرة على نمو القيمة و المبيعات و الهامش، أما مكونات القيمة المتمثلة في التدفق النقدي و الديون و معدل التفعيل<sup>1</sup> تساهم في خلق القيمة لكل من المنافسين، العمال والزبائن و بالتالي تحقيق دخل للمساهمين، قيمة مضافة و ارتفاع قيمة أسهم المؤسسة التي تمثل الأهداف التي تسعى المؤسسة لتحقيقها<sup>2</sup>.

### I – 3.4.4 قرار توزيع الأرباح كمحدد لخلق القيمة

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من القرارات الإستراتيجية في المؤسسة لأنها تؤثر بشكل مباشر على مصادر التمويل، فقيام المؤسسة بتوزيع الأرباح من شأنه أن يؤثر على التمويل الذاتي في المؤسسة و الذي يعد المصدر المفضل لتمويل الاستثمارات، و بالتالي فان اتخاذ قرار توزيع الأرباح أو الاحتفاظ بها يعتمد على المشاريع الاستثمارية من جهة و مصالح المساهمين و المديرين من جهة أخرى.

<sup>1</sup> تقصد بمعدل التفعيل العائد المنتظر من الاستثمار.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 102-103.

تعرف سياسة توزيع الأرباح بأنها تمثل مبادلة بين الأرباح المحتجزة و بين دفع توزيعات في شكل أرباح نقدية أو عملية إصدار أسهم جديدة<sup>1</sup>، وتعد سياسة توزيع الأرباح دالة تابعة للاستثمار، فالمسير يحدد حجم الاستثمار، ثم حجم الاحتياج المالي، والغطاء المالي لهذا الاحتياج، و من ثم توزيع ما بقي في شكل توزيعات على المساهمين<sup>2</sup>.

كان هناك جدل كبير حول تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، فمن وجهة نظر Miller et Modigliani (1961) قرار توزيع الأرباح ليس له أي أثر على القيمة السوقية لثروة المساهم، و نظرية حيادية توزيع الأرباح التي قدمها تبين ذلك والتي تعتمد على فرضيات تسمح لها بتبرير عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح المتبعة من طرف الشركة على القيمة السوقية لثروة المساهم، وأوضحا أن قيمة الشركة تتوقف على مدى الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة وليس الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح، فكفاءة الاستثمارات هي المحدد الرئيسي لثروة المساهمين

في حين نجد أن هناك نظريات ترى أن سياسة توزيع الأرباح تعتبر قرار مهم في إدارة الشركة، فهو من أهم الطرق التي يمكن أن تسمح للمسيرين بتوزيع السيولة على المساهمين لإشباع رغبتهم، أو محاولة منهم إيصال مغزى معين أو غير ذلك، فبذلك تعتبر أن قرار توزيع الأرباح في الشركة له عدة أبعاد مختلفة، يجب مراعاتها قبل اتخاذه، ومن بين هذه النظريات: نظرية الوكالة التي تدرس التأثير الموجود بين سياسة توزيع الأرباح وعلاقة الوكالة، كما توجد نظرية تكلفة الصفقات ونظرية الإشارة التي تنص على أن المعلومات التي يمتلكها المسير ون و المساهمون ليست متماثلة فالمسيريون يعرفون الشركة أكثر من المساهمين، و يقومون بإرسال إشارات نوعية أو كمية تدل على حسن مركزهم المالي مما يفسر قدرتهم على التسديد في المستقبل، وفي المقابل فالمساهمون يبحثون عن أحسن استثمار لسيولتهم<sup>3</sup>.

و من أهم المؤشرات السوقية التي تعكس سياسة توزيع الأرباح نجد نسبة التوزيعات إلى سعر السهم أو عائد توزيعات الأسهم (Dividend Yield) التي تهتم بالتوزيعات و علاقتها بالسعر السوقي للسهم و تحسب وفق العلاقة التالية :

$$\text{نسبة التوزيعات إلى سعر السهم} = \frac{\text{التوزيعات للسهم}}{\text{السعر السوقي للسهم}}$$

حيث تقوم هذه النسبة على المزج بين البيانات المحاسبية و المعلومات المالية الخاصة بسوق الأوراق المالية، كما تساعد إدارة المؤسسة على التعرف على اتجاهات المستثمرين<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> سعود جايد منصور، زهور عبد السلام صادق، العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح و القيمة السوقية للسهم و أثرهما على حجم التداول "دراسة عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الدنانير، العدد 15، 2019، ص 376.

<sup>2</sup> علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 131.

<sup>3</sup> بريش عبد القادر، بدريني عيسى، سياسة توزيع الأرباح كألية لحوكمة الشركات، مجلة البحوث في العلوم المالية و المحاسبية، العدد 02، 2016، ص 143-144.

<sup>4</sup> محمود عزت اللحام و آخرون، الإدارة المالية المعاصرة، دار الإعصار العلمي للنشر و التوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2016، ص 224-225.

## II- مقاييس الأداء كمقياس لخلق القيمة

### II-1 المقاييس التقليدية للأداء

#### II-1.1 العائد على حقوق الملكية (ROE) :

يعتبر معدل العائد على حقوق الملكية أو نموذج Dupon واحد من أهم النماذج المستخدمة في تقييم الأداء، حيث بدأ استخدام هذا النموذج في بداية القرن العشرين، إذ اقتصر في بادئ الأمر على قياس معدل العائد على الاستثمار من خلال نسبتين تعبر النسبة الأولى عن كفاءة الإدارة في تحقيق الأرباح و هي نسبة صافي الربح (النتيجة الصافية) إلى إجمالي المبيعات، فيما تعبر النسبة الثانية عن كفاءة الإدارة في استخدام أصولها و هي نسبة الإيرادات إلى إجمالي الأصول.

و في سنة 1970 تم تطوير النموذج ليتحول من معدل العائد على الاستثمار إلى معدل العائد على حقوق الملكية عن طريق إضافة نسبة ثالثة له تخص المخاطرة و هي النسبة المتعلقة بمضاعف الرفع المالي و هي أحد نسب هيكل رأس المال و المتمثلة في نسبة إجمالي الأصول إلى حقوق الملكية<sup>1</sup>. أعتبر نموذج العائد على حقوق الملكية لفترة طويلة ، مؤشرا متكاملًا لوصف وقياس العلاقة المتبادلة بين العائد والمخاطرة، وقد استخدم هذا النموذج منذ بداية السبعينات في الولايات المتحدة الأمريكية من طرف دافيد كول كإجراء لتقييم أداء المصارف<sup>2</sup>، و يمكن توصيف نموذج العائد على حقوق الملكية بالشكل التالي :

#### الشكل (1-3): التحليل باستخدام مؤشر العائد على حقوق الملكية



المصدر : من إعداد الطالبة

<sup>1</sup> علاء عبد الحسين صالح، عدي صفاء الدين فاضل، تقييم أداء الشركات العراقية باستخدام نموذج العائد على حقوق الملكية دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للفترة 2008-2010، الغري للعلوم الاقتصادية و الإدارية، المجلد 8، العدد 25، 2012، ص 148-149.

<sup>2</sup> محمد جموعي قرشي، تقييم أداء المؤسسات المصرفية دراسة حالة لمجموعة من البنوك الجزائرية- خلال الفترة من 1994-2000 الجزء الأول، مجلة الباحث، العدد 3، 2004، ص90.

يستخدم مؤشر العائد على حقوق الملكية لقياس مقدار الربح الذي تم تحقيقه للمساهمين، كما يعد عامل جذب للمستثمرين للاستثمار في أسهم المؤسسة و بالتالي يساهم في زيادة قيمتها، فالزيادة في الطلب على أسهم الشركة يؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهمها و بالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة<sup>1</sup>.

يعكس مؤشر العائد على حقوق الملكية ربحية كل وحدة من الأموال الخاصة و يزيد بزيادة كل من العائد على الأصول و الرافعة المالية أو مضاعف حقوق الملكية<sup>2</sup>.

و يتم حسابها كمايلي :

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{النتيجة الصافية بعد الضريبة}}{\text{حقوق الملكية}}$$

## II-2.1 العائد على الأصول (ROA) :

يعتبر مؤشر العائد على الأصول (ROA) من أكثر المؤشرات التحليلية المستخدمة في قياس الأداء لدى الشركات والتي تمهم كلاً من الإدارة، الملاك والمستثمرين، كما يعد أحد المقاييس الأساسية للربحية و يعبر عن العلاقة بين الأرباح و حجم الأموال المتاحة للإدارة، إذ يقيس القدرة على تحقيق الأرباح من الأموال المتاحة للإدارة بغض النظر عن طرق تمويلها<sup>3</sup>.

يحدد مؤشر العائد على الأصول بمؤشرين هما<sup>4</sup> :

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

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

وبناء عليه، يكون:

$$\text{العائد على الأصول} = (\text{النتيجة الصافية} \setminus \text{إجمالي الإيرادات}) \times (\text{إجمالي الإيرادات} \setminus \text{إجمالي الأصول})$$

وبالتالي :

$$\text{العائد على الأصول (ROA)} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

<sup>1</sup> Dyah Purnamasari, **The Effect of Changes in Return on Assets, Return on Equity, and Economic Value Added to the Stock Price Changes and Its Impact on Earnings Per Share**, Research Journal of Finance and Accounting, Vol.6, No.6, 2015, p 87.

<sup>2</sup> عبد اللطيف أولاد حيمودة و آخرون ، قياس الأداء المصرفي للبنوك التجارية باستخدام نموذج العائد على حقوق الملكية دراسة حالة بنكي CPA و BBA للفترة (2014-2016) ، مجلة الإدارة و التنمية للبحوث و الدراسات، العدد 12، 2017، ص 28.

<sup>3</sup> عمر عبد الجعدي، مدى اختلاف العلاقة لكل من ROA و EVA مع العوائد غير العادية للأسهم وتأثير العلاقة بنوع القطاع والحجم دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة عمان، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد الثالث والعشرون، العدد الأول، يناير 2015، ص 215.

<sup>4</sup> محمد جموعي قرينشي، مرجع سبق ذكره، ص 91.

## 3.1-II العائد على الاستثمار (ROI) :

يعد مؤشر العائد على الاستثمار من أكثر المؤشرات التحليلية التي تستخدم في تقييم الأداء في المؤسسات الاقتصادية و التي تم الإدارة والملاك و المستثمرين، حيث يمثل العائد على الاستثمار القيمة الحالية للتدفقات النقدية خلال فترة الاستثمار، فحساب معدل العائد على الاستثمار يقدم للمستثمر و الميسرين رؤية حول المشروع، فهو يبين لهم ما إذا كان هذا المشروع يقدم عوائد أعلى من تكلفة الموارد المستخدمة فيه أم لا<sup>1</sup>، و يعرف بأنه صافي التدفق النقدي الناتج عن استثمار معين و هو المكافئة الإضافية التي يتوقع المستثمر الحصول عليها، و يمكن تسميته معدل العائد على الموجودات حيث يقيس الكفاءة الكلية للإدارة في تحقيقها للأرباح من مجمل استثماراتها و ارتفاع هذا المؤشر يدل على كفاءة سياسات الإدارة الاستثمارية<sup>2</sup>.

ويحظى هذا المؤشر بأهمية كبيرة لكونه يأخذ في الحسبان الأداء الكلي للمؤسسة، كما أنه يقدم معلومات تتعلق بمردودية الأصول الموجودة لدى المؤسسة والاستثمارات الجديدة، كما أنه يسمح بالمقارنة بين مراكز المسؤولية وبين المؤسسات التي تنتمي لنفس القطاع، إلا أنه بالمقابل لقي عدة انتقادات حيث لا يمكن اعتبار أن المردودية هي الهدف الوحيد الذي تسعى المؤسسة إلى تحقيقه<sup>3</sup>.

العائد على الاستثمار هو مؤشر يقيس مدى قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح من خلال رأس المال المستثمر فيها، و يتم حسابه وفق العلاقة التالية :

$$\text{العائد على الاستثمار (ROI) = النتيجة الصافية / رأس المال المستثمر}$$

و يمكن احتساب معدل العائد على رأس المال المستثمر كمحصلة لضرب نسبة صافي الربح من عمليات مركز الاستثمار (صافي الربح / مبيعاته أو إيراداته) في معدل دوران الاستثمار (المبيعات / إجمالي رأس المال المستثمر)، و يرتبط تحديد معدل العائد على الاستثمار المستهدف في بداية الفترة عادة بوضع الإطار العام المحدد لأهداف مختلف مراكز الاستثمار بالمؤسسة، و تسعى الوحدة الاقتصادية دائماً إلى تحقيق معدل يفوق تكلفة الفرصة البديلة لتلك الأموال المستثمرة<sup>4</sup>.

يستخدم المستثمرون العائد على الاستثمار لاختيار مشروع استثماري ممكن. كذلك يمكن استخدامه في نهاية الاستثمار لقياس مدى ربحيته فهو مؤشر يستخدم في تحليل الأداء وصنع القرار.

<sup>1</sup> معالم سعاد، بوحفص سميحة، إنشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA دراسة حالة مؤسسة صناعة الكوابل فرع جنرال كابل - بسكرة، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 30، 2017، ص 402.

<sup>2</sup> نبراس جاسم كاظم، تبين العائد على الاستثمار دالة لاختلاف الحصة السوقية بحث تطبيقي على عينة من المصارف الخاصة المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة دراسات محاسبية و مالية، المجلد 10، العدد 32، 2015، ص 227.

<sup>3</sup> هواري سويبي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 07، 2010، ص 57.

<sup>4</sup> ناصر نور الدين، المحاسبة الإدارية المتقدمة للأغراض قياس و تصميم و تقييم الأداء و ترشيد التكاليف، دار التعليم الجامعي، مصر، 2015، ص 337.

## II-4.1 حصة السهم من الأرباح (EPS) :

حصة السهم من الأرباح هو أداة للتسيير لقياس مقدار الربح الذي يمكن أن يحصل عليه المساهمين، و هو عبارة عن النسبة بين النتيجة الصافية و مجموعة الأسهم المتداولة، حيث عرفه Arifin على أنه نتيجة قسمة صافي الربح على عدد الأسهم المتداولة، و يحسب وفق العلاقة التالية :

$$\text{حصة السهم من الأرباح (EPS)} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{عدد الأسهم المتداولة}}$$

إن النمو في ربحية الشركة من شأنه أن يساهم في زيادة حصة السهم من الأرباح، حيث تؤثر التغيرات في هذا الأخير بشكل كبير على أسعار الأسهم في المدى الطويل نظراً لتوقعات المستثمرين بان أداء المؤسسة جيد و اهتمامهم بأسهم الشركة الذي يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم<sup>1</sup>.

تميز المقاييس التقليدية للأداء بسهولة استخدامها و حسابها، إلا أنه يعاب عليها أنها لا تأخذ بعين الاعتبار المخاطر و لا تشمل على تكلفة الأسهم كما أنها تقوم بنشر التغيرات الحاصلة في المؤسسة متأخرة.

## II-5.1 عيوب المقاييس التقليدية

لقد تعرضت المقاييس التقليدية للأداء للعديد من الانتقادات من قبل الباحثين و أصبحت مقاييس عاجزة عن تقييم أداء المسيرين بصورة دقيقة، و من أهم الانتقادات الموجهة لها نجد :

- ✓ عدم المقدرة على تحديد القيمة الاقتصادية الحقيقية لثروة الملاك والتي تنعكس على القيمة السوقية لأسهم الشركة ؛
- ✓ تجاهل تكلفة التمويل عن طريق الملكية أو الأسهم في احتساب الربح المحاسبي، إذ من المتعارف عليه أن الدخل المتبقي يأخذ في الحسبان تكلفة التمويل فقط عن طريق القروض والسندات ويتجاهل تكلفة التمويل بالملكية تماماً مما قد يعطي الانطباع في كثير من الأحيان بأن أداء الشركة مرضياً، مع العلم بأنه لو تم أخذ هذه التكلفة في الحسبان لتغيرت نتيجة التقييم ؛
- ✓ الاعتماد بصفة أساسية على المعلومات المحاسبية التاريخية القائمة على مبدأ الاستحقاق، إذ قد تصبح هذه المعلومات قديمة وليست لها قيمة في حالة التضخم، وأنها تعتمد على قياس الأرباح وليس التدفقات النقدية الأهم بالنسبة لبقاء الوحدة الاقتصادية ونجاحها والاستمرار في أعمالها وتحقيق أهدافها الإستراتيجية ؛

<sup>1</sup> Rosikah et al, **Effects of Return on Asset, Return On Equity, Earning Per Share on Corporate Value**, The International Journal of Engineering and Science, Vol 7, Issue 3, 2018, p 08.

✓ عدم فاعليتها في كشف حالات التعثر والإفلاس التي قد تتعرض لها المنظمة، فضلاً عن عدم مقدرتها على مساعدة المستثمرين الحاليين والمرتبين في تحديد قراراتهم الاستثمارية السليمة<sup>1</sup>.

## II - 2 المقاييس الحديثة للأداء

### II - 2. 1 القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) :

يعد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من أهم المقاييس المستخدمة في تقييم الأداء المالي للمؤسسة، وقد تم إصداره من طرف الشركة الاستشارية الأمريكية Stern Stewart & Co في الوقت الذي زادت فيه الحاجة إلى طرق حديثة للتقييم تتجاوز القصور الموجود في المقاييس التقليدية للأداء، و قد قامت بتسويق هذا المؤشر تحت اسم " نظام الإدارة المالية للقيمة الاقتصادية المضافة" و قدم على أنه المقياس الأمثل الذي يعبر عن القيمة الحقيقية المنشأة في المؤسسة.

### II - 2. 1. 1 التطور التاريخي للقيمة الاقتصادية المضافة :

إن القيام بفصل الملكية عن الإدارة أوجد ضرورة إيجاد وسيلة أو مقياس من شأنه المساعدة في تقييم أداء المسيرين و مدى تحقيقهم لهدف تعظيم القيمة للمساهمين من خلال تعظيم قيمة الأسهم، فقد كان هناك العديد المقاييس التي تقيس ربحية المؤسسة أهمها العائد على الاستثمار، العائد على الأصول و الربح المتبقي، و التي يتم حسابها باستخدام المعلومات المحاسبية و التي تكون عرضة للتلاعب من طرف المسيرين.

إن من أوائل من تحدث عن مفهوم الربح (الدخل) المتبقي هو ألفريد مارشال (1890) حيث عرفه على انه إجمالي الأرباح الصافية مطروحا منها الفائدة على رأس المال المستثمر<sup>2</sup>، و في خمسينات القرن الماضي قامت مؤسسة جنرال إلكتريك باستخدام مفهوم الدخل المتبقي كمقياس لتقييم الأداء، و على ضوء قصور مدخل " الربح المتبقي" قام كل من Joel Stern et G.Bennett Stewart (1991) بسلسلة من التعديلات المحاسبية على هذا المؤشر<sup>3</sup>، على أساس أن هذا الأخير يمثل ناتج بيانات محاسبية تأثرت إلى حد كبير بالقواعد و المبادئ و المعايير المحاسبية المتعارف عليها و المقبولة قبولاً عاماً و التي يشترط الالتزام بها عند إعداد القوائم و التقارير المالية المحاسبية، التي تتضمن بالضرورة مبدأ التكلفة التاريخية و تجاهل الاعتراف بتكلفة التمويل من خلال حقوق الملاك و المساهمين و يعتبر الإجراء الأخير بمثابة ضمانة مؤكدة تتيح الشك في الأداء المالي الحقيقي

<sup>1</sup> عبد الحسين توفيق شلي، استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي و التشغيلي في الوحدات الاقتصادية ، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 23، المجلد السادس، 2009، ص 144-145.

<sup>2</sup> Nikhil Chandra Shil, **Performance Measures: An Application of Economic Value Added** , International Journal of Business and Management Vol. 4, No. 3, p 170.

<sup>3</sup> Abdullah Al Mamun, Shazali Abu Mansor, **EVA as Superior Performance Measurement Tool**, Journal of Modern Economy, 2012, 3, p 310-318.

للوحدة الاقتصادية<sup>1</sup>، و استنادا على النموذج الاقتصادي لقيمة المؤسسة الذي قدمه " موديجلياني وميلر 1961 و أعمال Stern W.Mecling et M.C.Jensen في مجالات السلوك التنظيمي وتكاليف الوكالة و ذلك في ثمانينات القرن الماضي، قام Stewart بتقديم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وبذلك يرجع الفضل له في تحويل هذه المفاهيم النظرية إلى نظام يسهل فهمه ويساعد المسيرين في التوجيه الأمثل لموارد المؤسسة<sup>2</sup>.

لم يحظى مؤشر الربح المتبقي بالأهمية التي يتمتع بها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، و ذلك راجع لكون القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) تم تسويقها مع مؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA) فهي توفر رابطا نظريا لتقييم السوق<sup>3</sup>.

لقد قامت العديد من الدراسات باختيار أفضلية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة بالمقارنة مع الربح المتبقي في تفسير عوائد الأسهم فنجد دراسة (Andrew C. Worthington, Tracey West (2004) توصلت إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة تتفوق على الربح المتبقي في تفسير عوائد الأسهم، في حين توصلت دراسة (Ahmed Ismail (2006 إلى تساوي المؤشرين في تفسير عوائد الأسهم، أما دراسة (Dimitris Kyriazis (2007 فأشارت إلى تفوق مقياس الربح المتبقي، و بالتالي بالرغم من كون مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة امتداد للربح المتبقي و جاء لمعالجة القصور الموجود به إلا أنه في الواقع التجريبي لم يلغى أهمية هذا الأخير.

يعد كل من مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة و الربح المتبقي مقياسين لتقييم الأداء و ذلك من خلال قياس القيمة المنشأة في المؤسسة، إلا أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يعتبر مؤشر للتقييم الداخلي و الخارجي في حين أن الدخل المتبقي يعد مؤشرا للتقييم الداخلي فقط.

فالقيمة الاقتصادية المضافة ما هي إلا تطوير لمؤشر الربح (الدخل) المتبقي و ذلك من خلال التعديلات التي يتم إجراؤها على رأس المال.

## II- 2.1. مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة :

تسعى كل مؤسسة لتقييم أداءها و الوقوف على مدى قدرتها على تحقيق الهدف الأساسي لها و المتمثل في خلق القيمة للمساهمين، و يلقي مقياس القيمة الاقتصادية المضافة اهتماما كبيرا باعتباره أحد أهم مقاييس الأداء المالية المستخدمة في قياس و تقييم الأداء حيث يعتبر مؤشر يقوم بالربط بين رأس المال المستثمر و تكلفته.

<sup>1</sup> ناصر نور الدين، مرجع سبق ذكره، ص 344.

<sup>2</sup> هوارى السويسي، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 61.

<sup>3</sup> Nikhil Chandra Shil, op.cit, p 170.

تعتمد مفاهيم القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) و الدخل المتبقي على مبدأ أن المؤسسة لا تنشئ ثروة للمالكين إلا إذا كانت تحقق فائض أعلى من تكلفة إجمالي رأس المال المستثمر، ففكرة القيمة الاقتصادية المضافة مستمدة من العلاقة بين أرباح الشركات و خلق الثروة.

يؤكد Stern Stewart أن الاعتماد على القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء و نظام الحوافز يجعل المديرين يحصلون على معلومات أفضل و دوافع أكبر لاتخاذ قرارات تساهم في تعظيم ثروة المساهمين في أي مؤسسة عامة أو خاصة. و يعرف القيمة الاقتصادية المضافة على أنها الفرق بين الأرباح التي تستمدها كل وحدة من عملياتها (NOPAT) و تكلفة رأس المال التي تتحملها كل وحدة من خلال استخدام حد الائتمان<sup>1</sup> الخاص بها<sup>2</sup>.

تعرف القيمة الاقتصادية المضافة على أنها الربح التشغيلي الصافي بعد الضريبة ناقص تكلفة رأس المال، أي أنها الربح الاقتصادي المتبقي للمساهمين مع الأخذ بعين الاعتبار جميع التكاليف الاقتصادية، و هذا ما يميزها عن غيرها من المقاييس التقليدية كالعائد على الاستثمار و العائد على حقوق الملكية<sup>3</sup>.

القيمة الاقتصادية المضافة هي عبارة عن العائد المتبقي أو الربحية الصافية التي يحصل عليها المساهمون بعد طرح تكلفة رأس المال، و التي تكون مكافئة لتكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر في المؤسسة<sup>4</sup>.

القيمة الاقتصادية المضافة هي مقياس للأداء المالي القائم على القيمة، أداة لاتخاذ قرار الاستثمار و مقياس للأداء الذي يعكس المبلغ الصافي للقيمة التي تم إنشائها للمساهمين، فهي تقدير للأرباح الاقتصادية الحقيقية أو المبلغ الذي تتجاوز أو تقل فيه الأرباح عن الحد المطلوب لمعدل العائد الذي يمكن للمستثمرين الحصول عليه من خلال الاستثمار في الأوراق المالية الأخرى ذات المخاطر المماثلة<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> حد الائتمان أو خط الائتمان هو عبارة عن مبلغ محدد سابقا مع معدل فائدة اتفق عليه البنك و المقترض، و يمكن السحب من خط الائتمان عند الحاجة دون تجاوز الحد الأقصى المتفق عليه، و يمكن أن تمتح بضمان أو بدون ضمان لكن في هذه الحالة يكون معدل الفائدة أعلى.

<sup>2</sup> Sarbapriya Ray, **Efficacy of Economic Value Added Concept in Business Performance Measurement**, Advances in Information Technology and Management, Vol. 2, No. 2, 2012, p 261.

<sup>3</sup> Konecny Zdenek, **Economic Value Added as a Dependence on the Corporate- and Market-life Cycle**, Journal of Competitiveness, Issue 2, 2011, p 71.

<sup>4</sup> Anil K. Sharma, Satish Kumar, **Economic Value Added (EVA) – Literature Review and Relevant Issues**, International Journal of Economics and Finance, Vol 2, No 2, 2010, p 201.

<sup>5</sup> M Geys, IE Liebenberg, **Creating a new Valuation tool for South African Agricultural CO-Operatives**, Agreko, Vol 42, No 2, 2003, p 107.

## II - 2.1. 3 طريقة حساب القيمة الاقتصادية المضافة :

تعبر القيمة الاقتصادية المضافة عن الربح الحقيقي الذي يحصل عليه المساهم بعد خصم تكلفة جميع مصادر التمويل، و قدمها Stewart على أنها الفرق بين صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب (NOPAT) و تكلفة رأس المال و يمكن حسابها بالصيغة التالية<sup>1</sup>:

$$EVA = NOPAT - WACC * IC$$

حيث :

EVA : القيمة الاقتصادية المضافة

NOPAT : الربح التشغيلي الصافي بعد الضرائب ( نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضريبة)

WACC : التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال

IC : إجمالي رأس المال المستثمر.

➤ كما يمكن حساب القيمة الاقتصادية المضافة عن طريق الفرق بين العائد على حقوق الملكية و تكلفة حقوق الملكية وفق الصيغة التالية<sup>2</sup>:

$$EVA = (ROE - r_e) * E$$

حيث :

ROE : العائد على حقوق الملكية ؛

r<sub>e</sub> : تكلفة حقوق الملكية ؛

E : حقوق الملكية.

<sup>1</sup> Sarbapriya Ray, **Efficacy of Economic Value Added Concept in Business Performance Measurement**, Advances in Information Technology and Management, Vol. 2, No. 2, 2012, p 262.

<sup>2</sup> Salaga Jakub et al, **Economic Value Added as a measurement tool of financial Performance**, Procedia Economics and Finance, N 26, 2015, P 486.

من خلال الصيغة السابقة نستنتج أن القيمة الاقتصادية المضافة تكون موجبة إذا كانت قيمة العائد على حقوق الملكية أعلى من تكلفة حقوق الملكية و في هذه الحالة نقول أن المؤسسة لديها القدرة على خلق القيمة للمساهمين، أما إذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة سالبة فان المؤسسة قد قامت بتدمير قيمة المساهمين، و في حال كانت القيمة الاقتصادية المضافة معدومة و هي حالة نادرة الحدوث هنا تكون المؤسسة قادرة على تلبية مستحقات المدينين فقط.

## II - 2. 1. 4 مكونات القيمة الاقتصادية المضافة :

لحساب القيمة الاقتصادية المضافة لابد من حساب نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب و تكلفة رأس المال .

## II - 2. 1. 4 . 1 . 1 نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب :

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} - \text{IBS}$$

حيث

**EBIT** : نتيجة الاستغلال قبل الضرائب والفوائد ؛

**IBS** : الضرائب على أرباح الشركات.

تعد نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب مقياسا لقدرة المؤسسة على توليد الأرباح من خلال نشاطها الأساسي.

## II - 2. 1. 4 . 2 . 1 . 2 تكلفة رأس المال (Coût du capital) :

تكلفة رأس المال هي عبارة عن معدل العائد المطلوب من قبل مانحي الأموال للمؤسسة سواء كانوا حملة الأسهم أو دائنون الذين يتوقعون الحصول على عائد يفوق تلك التكلفة، و قبل قيام المؤسسة بأي استثمار فإنها تضع نصب عينيها هذه التكلفة بحيث تقوم باختيار الاستثمار الذي يحقق أعلى عائد بأقل تكلفة.

✓ تكلفة رأس المال هي عبارة عن معدل العائد الذي يجب أن تحصل عليه المؤسسة من استثماراتها و الذي يعني بنفس الوقت معدل العائد المطلوب من المستثمر، و ذلك بعد الأخذ بعين الاعتبار مصاريف الإصدار التي تتحملها المؤسسة للحصول على الأموال، و معدل الضريبة على المؤسسة حيث أنها تحصل على إعفاء ضريبي على الفوائد المدفوعة على الديون<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 286.

- ✓ تكلفة رأس المال هي عبارة عن معدل العائد الذي يقبل أو يطالب به المستثمرون لاستثمار أموالهم في الشركة، كما يمكن تعريفها بأحد تعاريف سولومون (Solomon: 1963) على أنها " :أدنى معدل عائد مطلوب على الاستثمار"، كما أنها معيار للأداء المالي، أي هي مقياس لحسن استخدام الأموال<sup>1</sup>.
- ✓ و تعرف بأنها المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة، وبذلك فهي تكلفة مصادر التمويل<sup>2</sup>،
- ويعتبر تعظيم قيمة ثروة المؤسسة هدفا أساسيا لها وذلك لتعظيم قيمة الأسهم التي تصدرها، وبالتالي خلق قيمة مضافة للمساهمين، بالمقابل عليها توفير مصادر التمويل التي تحاول الحصول عليها بأقل تكلفة ممكنة من أجل تحقيق قيمة أعلى، ومن هنا تظهر أهمية تكلفة رأس المال وتأثيرها على قيمة الأسهم، ويمكن تحديد أهميتها أكثر من خلال النقاط التالية :
- ✓ لتكلفة رأس المال تأثير على قرارات الموازنة من خلال الاعتماد عليها في خصم التدفقات النقدية وحساب صافي القيمة الحالية أو معدل العائد الداخلي؛
- ✓ تحقيق أكبر عائد وتعظيم ثروة المساهمين يجب تخفيض تكلفة رأس المال، كما يجب الموازنة بين التكاليف والمخاطر المصاحبة لها ؛
- ✓ تعتبر معيار لتحديد مدى القدرة على الاستثمار في مشروع معين<sup>3</sup>.

## II- 2. 1. 4. 1. العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال :

يوجد نوعين من العوامل التي تؤثر على تكلفة رأس المال، النوع الأول يمكن للمؤسسة التحكم فيه و هي عبارة عن طريقة اختيارها لمصادر التمويل، أما النوع الثاني فهي عوامل لا يمكن أن تتحكم فيها.

### أ- العوامل التي لا تخضع لسيطرة المؤسسة :

يعتبر مستوى أسعار الفائدة وكذا معدلات الضرائب السائدة من أهم العوامل غير الخاضعة لسيطرة المؤسسة والمؤثرة على تكلفة التمويل.

- ✓ **مستوى أسعار الفائدة** : إذا كان الاتجاه العام لأسعار الفائدة السائدة في الاقتصاد الوطني يميل نحو الارتفاع فتكلفة التمويل ستزيد وترتفع بنفس النسق.

<sup>1</sup> عبد الكريم خيري، مرجع سبق ذكره، ص 95.

<sup>2</sup> ددان عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، العدد 04، 2006، جامعة ورقلة، ص 107.

<sup>3</sup> صيفي حسنية، مرجع سبق ذكره، ص 34.

- ✓ **معدلات الضرائب** : أسعار الضرائب تتحدد بموجب تشريعات ضريبية خارجة عن نطاق سيطرة المؤسسة، وبالتالي تؤثر على تكلفة الأموال بصفة عامة ومن ثم على التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال
- ✓ **هيكل رأس مال المؤسسة** : إن لكل من الخصائص المميزة لكل مصدر تمويل وكذا الحقوق التي يتمتع بها تأثيراً على تكلفة الأموال بحيث درجات المخاطر التي تتعرض لها تكون مختلفة ومتفاوتة
- ب- **العوامل التي تخضع لسيطرة المؤسسة** : تتعدد العوامل التي تخضع لسيطرة المؤسسة والتي تؤثر على هيكلها المالي وبالتالي على تكلفة التمويل فيها، ومن بين هذه العوامل نجد :
  - ✓ **سياسة المؤسسة بشأن الهيكل المالي** : إن تغيير المؤسسة لهيكلها المالي من شأنه أن يغير تكلفة الأموال ؛
  - ✓ **سياسة التوزيعات** : إن ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة عند مستوى معين من الأرباح المحققة يؤدي إلى انخفاض نسبة الأرباح المحتجزة مما قد يجعل المؤسسة في حالة لا تكفيها الأرباح المحتجزة لتمويل احتياجاتها من الموارد الإضافية لتنفيذ الاستثمارات الجديدة مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال.
  - ✓ **السياسة الاستثمارية للمؤسسة** : يمكن القول أن تغيير السياسة الاستثمارية للمؤسسة ينعكس على تكلفة الأموال نتيجة تباين مستويات الخطر بين الأنواع المختلفة للاستثمار<sup>1</sup>.

## II - 2. 1. 4. 1. 1. قياس تكلفة رأس المال :

كما ذكرنا سابقاً فحساب تكلفة رأس المال يعني حساب معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر، و يتطلب حسابه تحديد تكلفة مصادر التمويل و المتمثلة في تكلفة الديون و تكلفة الأسهم الممتازة و الأسهم العادية.

### أ - تكلفة الديون :

تمثل تكلفة الاستدانة في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمقرض، وبإمكان المؤسسة تحقيق وفورات ضريبية من خلال فوائد القروض وأعبائها، كما أن عملية الاقتراض تحقق للمؤسسة تدفقات داخلية وتدفقات خارجة. و يحسب بالعلاقة التالية :

$$i = i (1 - T)$$

حيث تمثل  $i$  سعر الفائدة على الاستدانة من البنوك والمؤسسات المالية ويقصد بها تكلفة المديونية الجديدة ولكن قبل معالجتها ضريبياً، و  $T$  تمثل معدل الضريبة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عبد الكريم خيري، مرجع سبق ذكره ص 67.

<sup>2</sup> صيفي حسنية ، مرجع سبق ذكره، ص 36.

ب تكلفة الأسهم الممتازة :

تكلفة هذا المكون هي عبارة عن معدل العائد المطلوب من قبل أصحاب الأسهم الممتازة ، وتعتبر الأسهم الممتازة أحد أشكال التمويل بالملكية وهو التزام طويل الأجل وذلك من خلال توزيع الشركة أرباح ثابتة. وتكون تكلفة لأسهم الممتازة المستخدمة في حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عبارة عن حصص الأرباح الممتازة مقسومة على صافي سعر الإصدار، وهو السعر الذي تحصل عليه الشركة بعد استقطاع تكاليف الإصدار<sup>1</sup>.

ج- تكلفة الأسهم العادية :

بينما يكون الدين والأسهم المفضلة التزاما تعاقديا لها تكاليف تتحدد بسهولة ، إلا أن من أكثرها صعوبة هو تحديد تكلفة الأسهم العادية، حيث توجد ثلاثة طرق لحسابها .

✓ نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Assets Pricing Model (CAPM) :

تعود جهود تطوير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية إلى شارب (sharp) و ذلك في عام 1964، و يعتبر هذا النموذج من النماذج الرائدة في سوق الأوراق المالية حيث يعتبر من أدوات التحليل التي تأخذ بعين الاعتبار العلاقة بين العائد والمخاطرة الملازمة لهذا السهم، إن المخاطر التي يعتمدها هذا النموذج هي المخاطر السوقية و التي تقاس بمعامل بيتا (Beta) و يقصد بمخاطر السوق هي تلك المخاطر التي تترك آثارها على جميع الأوراق المالية نتيجة عوامل مشتركة اقتصادية و سياسية و اجتماعية و غيرها حيث تصيب الاقتصاد الوطني ككل و لا يمكن تجنبها من خلال التنوع في محفظة الأوراق المالية، حيث أن المستثمر يجب أن يحصل على علاوة مقابل تحمله المخاطر و لكن السوق يعوضه مقابل تحمله للمخاطر المنتظمة (مخاطر السوق) أما المخاطر غير المنتظمة فلا يتم تعويضه عنها لأنه يمكن للمستثمر أن يتخلص منها من خلال التنوع في المحفظة<sup>2</sup>.

يتمثل الإسهام الرئيسي لنظرية المحفظة في السماح بتحديد معدل العائد المفروض من قبل المساهم إذ يرى شارب أن هذا النموذج يسمح بتحديد المعدل المفروض الذي يمثل المجموع الجبري لمعدل العائد بدون مخاطرة كتعويض عن عنصر الزمن و علاوة مخاطر السوق النظامية مرجحة بمعامل الحساسية  $\beta$  و يحسب بالعلاقة التالية :

$$t = rf + \beta_i(Rm-rf)$$

حيث :

t : تكلفة الأموال الخاصة (تكلفة الأسهم العادية) ؛

<sup>1</sup> محمد حاسم محمد، علاقة نسبة الرفع المالي و WACC في مؤشرات سوق الأوراق المالية، دراسة تحليلية في مجموعة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 10، العدد 37، 2014، ص 162.

<sup>2</sup> محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر للنشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2011، ص 125.

$r_f$  : معدل العائد الخالي من المخاطر؛

$R_m$  : معدل العائد لمحفظه السوق؛

$\beta_i$  : معامل المخاطر يبين حساسية معدل العائد للسهم.

معامل المخاطر يبين حساسية معدل العائد للسهم بالنسبة لمعدل العائد السائد في السوق ويحسب بالعلاقة التالية :

$$\beta = \frac{cov(R_i R_m)}{var(R_m)}$$

وغالبا ما تسعى المؤسسة إلى تحقيق هيكل مالي أمثل من خلال الحصول على مزيج متمائل من مصادر التمويل المختلفة، وذلك بهدف تعظيم العوائد، ومن هنا تظهر أهمية الأوزان النسبية لمصادر التمويل أو العناصر المختلفة لرأس المال<sup>1</sup>.

#### ✓ طريقة التدفق النقدي المخصوم (Discounted cash Flow (DCF) Method) :

هذه الطريقة أو النموذج يفترض أن العائد المتوقع يساوي العائد المطلوب لذلك يتوقع المستثمرون أن يحصلوا على عائد على حقوق الملكية بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية والصيغة العامة لهذه الطريقة هي :

$$R_s = D / P_0 + r_s$$

حيث :

$P_0$  : السعر الحالي للسهم.

$D$  : توزيعات الأرباح.

$r_s$  : لنمو المتوقع في حصص الأرباح (التوزيعات).

يعد معدل النمو المتوقع في حصص الأرباح العنصر الأكثر صعوبة في تقديره وتوجد طريقتين هي الأكثر استخداما في التقدير وهي معدلات النمو التاريخية أو تنبؤ المحللين.

<sup>1</sup>علي بن الضب وسيدى أحمد عياد، تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02 ، 2013، ص 131.

✓ طريقة ناتج السند مع علاوة المخاطرة (Bond-Yield-Plus-Risk-Premium Approach) :

يستخدم بعض المحللين إجراء خاص أكثر تحيزاً لتقدير تكلفة حقوق الملكية العادية وذلك من خلال إضافة علاوة مخاطرة بسيطة تتراوح بين (3% إلى 5%) إلى معدل الفائدة على الدين طويل الأجل أي تصبح كلفة حق الملكية ناتجة من كلفة الدين طويل الأجل مضافاً لها علاوة مخاطرة السند<sup>1</sup>.

✓ تصبح الصيغة النهائية للتكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال كالتالي :

$$WACC = C_D + C_{Ps} + C_s$$

حيث :

$C_D$  : تكلفة الديون ؛

$C_{Ps}$  : تكلفة الأسهم الممتازة ؛

$C_s$  : تكلفة الاسهم العادية .

## II - 2. 1. 5 التعديلات الواجب القيام بها لتحسين القيمة الاقتصادية المضافة

بعد عرضنا لمكونات القيمة الاقتصادية المضافة في الجزء السابق سنتطرق في هذا الجزء لمجموعة من التعديلات الواجب القيام بها لكي تعكس القيمة الاقتصادية المضافة الأرباح الاقتصادية بصورة أفضل، و هي مبينة في الجدول التالي :

<sup>1</sup> محمد جاسم محمد، مرجع سبق ذكره، ص 163.

الجدول (1-1) : التعديلات الواجب القيام بها لحساب القيمة الاقتصادية المضافة

حساب NOPAT	
<p>نتيجة الإستغلال المحاسبية EBIT + (الزيادة في الفروق الضريبية + الزيادة في الفائض الناجم عن استخدام قاعدة LIFO + قسط إهلاك الشهرة للعام الجاري + قسط إهلاك العناصر غير الملموسة كمصاريف الأبحاث والتطوير + الزيادة في المؤونات والمخصصات الأخرى + فوائد البيع الإيجاري) = نتيجة الإستغلال قبل الضريبة - الضرائب = صافي دخل التشغيل المعدل بعد الضريبة NOPAT</p>	
حساب CI - مدخل الأصول-	حساب CI - مدخل الخصوم-
<p>الأصول الثابتة بالقيمة المحاسبية الصافية + الأصول المعنوية بالقيمة المحاسبية الإجمالية + فارق الاندماج (شهرة المحل) + القيمة المحاسبية الصافية لمصاريف الأبحاث والتطوير + احتياجات رأس المال العامل بالقيمة المحاسبية الإجمالية + الاستثمارات المالية = الأموال المستثمرة المعدلة CI</p>	<p>الأموال الخاصة + الفروق الضريبية + القيمة المحاسبية الصافية للعناصر غير الملموسة + الفائض الناجم عن استخدام قاعدة LIFO + الإهلاك المتراكم لشهرة المحل + المؤونات و المخصصات الأخرى + القيمة الحالية لأقساط البيع الإيجاري (مخصومة بتكلفة الاقتراض) = الأموال الخاصة المعدلة + الديون المالية = الأموال المستثمرة المعدلة CI</p>

المصدر : معالم سعد، مرجع سبق ذكره، ص 407.

تنقسم التعديلات التي يتم إجرائها على عناصر القيمة الاقتصادية المضافة إلى ثلاثة أقسام :

القسم الأول من التعديلات : التعديلات على الدخل

- ✓ زملة مصاريف البحث و التطوير باعتبارها استثمارات ؛
- ✓ اهلاك شهرة المحل فهي عبارة عن أصول ثابتة غير قابلة للاهلاك ؛
- ✓ فوائد عقود البيع بالإيجار فالمؤجر هو من يتحمل مصاريف الاهلاك و الضريبة على الأصل المؤجر ؛
- ✓ الفروق الضريبية (الضرائب المؤجلة) ؛
- ✓ الزيادة في المؤونات و المخصصات الأخرى ؛
- ✓ الزيادة في الفائض الناجم عن استخدام قاعدة LIFO .

القسم الثاني من التعديلات : التعديلات على رأس المال المستثمر ؛

القسم الثالث من التعديلات : و هي معالجة المكاسب و الخسائر غير المتكررة (الاستثنائية) بمجرد حدوثها<sup>1</sup>.

## II - 2. 1. 6 ايجابيات القيمة الاقتصادية المضافة

- ✓ تستخدم القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر داخلي و خارجي لتقييم أداء المؤسسات المؤسسة ؛
- ✓ تتضمن تكلفة جميع مصادر التمويل و بالتالي فهي تعطي صورة حقيقية عن القيمة التي تم إنشائها للمساهمين ؛
- ✓ المعطيات المستخدمة في حساب القيمة الاقتصادية المضافة متوفرة في التقارير المالية و بالتالي هناك صعوبة أقل في القياس الكمي .
- ✓ تستخدم القيمة الاقتصادية المضافة كهدف مالي ينبغي الوصول إليه، المقارنة بين أداء الشركات، تحفيز العاملين و المكافآت، تقييم الشركات و تقييم كفاءة الاستثمار<sup>2</sup> ؛
- ✓ يمكن استخدامها كأساس لاتخاذ القرارات المالية و وضع الاستراتيجيات المالية<sup>3</sup>.

## II - 2. 1. 7 الانتقادات الموجهة للقيمة الاقتصادية المضافة

بالرغم مما تحمله القيمة الاقتصادية المضافة من ايجابيات خاصة أنها تتضمن تكلفة جميع مصادر التمويل إلا أنها واجهت مجموعة من الانتقادات و هي كالتالي :

- ✓ إن مدخل القيمة الاقتصادية المضافة يتركز - مثله مثل باقي المؤشرات المالية الأخرى- على البيانات التاريخية و المعطيات الماضية في قياس كفاءة أداء الإدارة دون أن يكون له دور بارز في رصد النتائج المتوقعة لاستراتيجيات الإدارة الحالية ولعل ذلك يفسر إحجام الشركات الناشئة على اكتساب القيمة الاقتصادية المضافة خوفاً من النتائج السلبية نظراً لكبر حجم التدفقات النقدية الخارجية وضآلة صافي الربح في بداية نشاطها.

<sup>1</sup> Eduardo Kayo et all. **The major accounting adjustments to calculate EVA. An application to Brazilian firms**, Social Science Research Network, 2005 , p 13.

<sup>2</sup> Konecny Zdenek, op.cit, p 71-72.

<sup>3</sup> مقبل علي أحمد علي ، دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقويم أداء الشركات الصناعية و التعديلات المقترحة لاحتسابها "دراسة تطبيقية"، مجلة دراسات محاسبية و مالية، المعهد العالي للدراسات المالية و المحاسبية، جامعة بغداد: العراق، المجلد 05، العدد 11، 2010، ص 05.

- ✓ إن القيمة الاقتصادية المضافة تقيس الأداء في الأجل القصير كما أسلفنا إذ تقيس رأس المال على أساس التكلفة التاريخية للأصول المقتناة منذ سنوات طويلة وتعد تكلفة الشراء في هذه الحالة تكلفة غير ملائمة لاتخاذ أي قرار.
- ✓ يتطلب الوصول إلى القيمة الاقتصادية المضافة إجراء عدد كبير من التسويات الضرورية على صافي الدخل المحاسبي و تصل إلى 120 تعديلا ، كما أن بعض هذه التسويات قد يخضع للتقديرات الشخصية المتباينة أو قد يتم تك يفيها لتنسجم مع أهداف معينة و ذلك سيقبل من مصداقيتها ويضعف فاعليتها<sup>1</sup>.

## II - 2. القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة :

قدم Stewart (1991) نموذج القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس للأداء المالي حيث تعكس الربح الحقيقي للمؤسسة فهي تأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال في قياس الثروة المنشأة، و تماهت الدراسات بعد ذلك في دراسة أفضلية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة و مدى تفوقها على بقية المقاييس في تفسير عوائد الأسهم، فاختلفت النتائج المتوصل إليها فهناك من أكد الطرح الذي قدمه Stewart الذي يقضي بتفوق القيمة الاقتصادية المضافة و البعض الآخر توصل إلى رفض هذا الطرح.

قام Bacidore و آخرون (1997) في مقال بعنوان (EVA AND TOTAL QUALITY MANAGEMENT) بتقديم نموذج القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة (REVA) حيث انتقد استخدام القيمة الدفترية لأصول الشركة في حساب القيمة الاقتصادية المضافة و قام بإدخال القيمة السوقية للأصول بدلا من القيمة الدفترية و ذلك لان تكلفة رأس المال للشركة تحسب انطلاقا من التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال التي تحسب على أساس أسعار السوق. و من ثم قام بالمقارنة بين القوة التفسيرية للقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) و القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة (REVA) و توصل إلى تفوق الأخيرة في تفسير العوائد غير الطبيعية للأسهم<sup>2</sup>. يتم حسابها بنفس الصيغة المستخدمة في حساب القيمة الاقتصادية المضافة و هي كالتالي :

$$REVA = (NOPAT - WACC(Mcapital))$$

حيث :

REVA : القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة

WACC : التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال

<sup>1</sup> شعبان محمد لولو، مرجع سبق ذكره، ص 51.

<sup>2</sup> Mansour Garkaz et all, Studying the Relationship between the Refined Economical Value Added and Earning Per Share and Price /Earning Ratio in Tehran Stock Exchange, International Research Journal of Applied and Basic Sciences. Vol 3,N 5, 2012, p 1105.

Mcapital : القيمة السوقية لإجمالي رأس المال المستثمر<sup>1</sup>.

## II - 2. 3 القيمة السوقية المضافة (MVA) :

تعد القيمة السوقية المضافة (MVA) مؤشرا لقياس الأداء المالي و مقياس للثروة المحققة للمساهمين، و هي عبارة عن الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة و القيمة الدفترية لإجمالي رأس المال المستثمر فيها ، و يتم حسابها وفق العلاقة التالية :

القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية للمؤسسة - القيمة الدفترية لإجمالي رأس المال المستثمر

تشير القيمة السوقية المضافة الموجبة إلى أن المؤسسة قد قامت بإنشاء قيمة، أما القيمة السوقية السالبة فتعني أن قيمة الاستثمارات التي تملكها المؤسسة أقل من رأس المال المقدم للمؤسسة من قبل أسواق رأس المال مما يعني أن الثروة قد دمرت، و بالتالي فإن القيمة السوقية المضافة (MVA) هي انعكاس لتوقعات المستثمرين بشأن القيمة الإجمالية المستقبلية التي يتوقعون من المؤسسة إنشائها مقابل إجمالي رأس المال المستثمر في المؤسسة<sup>2</sup>.

وفقا ل stern stewart فإن القيمة السوقية المضافة هي الفرق بين القيمة السوقية للأسهم و القيمة الدفترية للأسهم و ذلك بافتراض تساوي القيمة السوقية و القيمة الدفترية للديون، وبذلك تصبح العلاقة على النحو التالي :

القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية لحقوق الملكية - القيمة الدفترية لحقوق الملكية

فإذا كانت القيمة السوقية الإجمالية للشركة أكبر من مبلغ رأس المال المستثمر فيها فقد تمكنت الشركة من إنشاء قيمة للمساهمين، و إذا كانت القيمة السوقية أقل من رأس المال المستثمر فقد تم تدمير القيمة<sup>3</sup>.

إن العلاقة بين القيمة السوقية المضافة و الاقتصادية المضافة تتمثل في كون القيمة الاقتصادية المضافة هي المؤشر الذي يقوم بالربط بين أرباح المؤسسة و تكلفة رأس المال في حين أن القيمة السوقية المضافة ما هي إلا القيمة الاقتصادية المضافة المستقبلية المتوقعة<sup>4</sup>

<sup>1</sup> القيمة السوقية لإجمالي رأس المال المستثمر هي القيمة السوقية للأسهم العادية و الممتازة للمؤسسة بالإضافة إلى قيمة الديون.

<sup>2</sup> Muhammad Mara Ikbar, **Andrieta Shintia Dewi, The Analysis of Effect of Economic Value Added (EVA) and Market Value Added (MVA) on Share Price of Subsector Companies of Property Incorporated in LQ45 Indonesia Stock Exchange in Period of 2009-2013**, International Journal of Science and Research, Vol 4, Issue 4, 2015, p 2311.

<sup>3</sup> Satender Kumar Joshi, Ravinder Goel, **Market Value Added and Share Price Behaviour an Empirical Study of BSE SENSEX Companies**, Delhi Business Review, Vol 1, No 1, 2000, p 1.

<sup>4</sup> Nicolae Sighiea, Laura Vasilescu, **Economic Value Added and Market Value Added -Modern Indicators for Assessment the Firm's value**, web site : [https://www.utgjiu.ro/revista/ec/pdf/2015Special%20ECOTREND/81\\_Sighiea,%20Vasilescu.pdf](https://www.utgjiu.ro/revista/ec/pdf/2015Special%20ECOTREND/81_Sighiea,%20Vasilescu.pdf), date : 12-03-2019, a 10 : 30.

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

حيث:

EVA : تمثل القيمة الاقتصادية المضافة للسنة t؛

K : تمثل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال في السنة.

## II - 2. 4. العائد الإجمالي للمساهم (TSR) :

اعتبرت مجموعة بوسطن الاستشارية (BCG) أن مقياس العائد الإجمالي للمساهم يعتبر أفضل مقياس لإنشاء القيمة في السوق المالي، كونه يتضمن قيمة التوزيعات و التدفقات النقدية (الأرباح الرأسمالية) التي يمكن أن يتحصل عليها المساهم.

كما أن من السهل تحديد الحد الأدنى لـ (TSR) الواجب الوصول إليه إذ يمكن استخدامه كمعدل للعائد الداخلي الذي يقدم للمستثمرين خلال فترة زمنية معينة، حيث يتم تحديده إما من خلال تكلفة حقوق الملكية للمؤسسة أو من خلال المتوسط المتوقع لـ (TSR) (على افتراض أن هذا المتوسط أعلى من تكلفة الأسهم)، لذلك يمكن للشركة أن تحدد بسهولة مقدار الارتفاع الذي يجب أن تصل إليه اعتمادا على تطلعات المساهمين.

كما يستخدم كمؤشر طويل المدى في التقييم من خلال المقارنة بين ما حققته المؤسسة من خلق للقيمة للمساهمين في السوق المالي.

يعرف العائد الإجمالي للمساهم على أنه الربح الرأسمالي الناتج عن تغير أسعار الأسهم مضافا إليها توزيعات الأرباح خلال فترة زمنية معينة، و هو عبارة عن مقياس شامل يقيم جميع نشاطات المؤسسة. كما يعد مقياسا للثروة<sup>1</sup>. و تكتب علاقته بالصيغة التالية :

$$TSR = \frac{P_1 - P_0}{P_0} + \frac{D}{P_0}$$

$\downarrow$                        $\downarrow$   
 المكاسب الرأسمالية      عائد توزيعات الأرباح

أما بالنسبة لسلبيات هذا المقياس فتتمثل في كونه لا يمتاز بالقوة على اعتبار أنه يتأثر بالاضطرابات التي تصيب السوق المالي، وبالتالي يعد كمقياس أداء غير مثالي لتحديد قيمة المكافآت. و نظرا لاعتماده على عوائد الأسهم في السوق المالي، فإنه لا يمكن استخدامه من طرف الشركات غير المدرجة في البورصة بالإضافة إلى وحدات الأعمال التابعة للمنشأة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Ruchi Sharma, **Total Shareholder Return (TSR): as a Performance Measure**, Asian Journal of Marketing and Management Research, Vol.2 Issue 7, 2013, p 80-81.

<sup>2</sup> هشام بحري، مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم : بين النظرية والتطبيق، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 01، 2012، ص 19.

## خلاصة الفصل الأول

تميز موضوع تقييم أداء المؤسسات من وجهة نظر خلق القيمة -منذ ظهوره- بأهمية بالغة في مختلف مجالات علوم التسيير نظرا لما يفره من معلومات حول قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها و في المقام الأول مدى قدرتها على تحقيق تراكم للثروة الذي يقاس بمدى قدرتها على خلق القيمة، حيث أنه في ظل التغيرات السريعة التي باتت تشكل الميزة الأساسية لمحيط المؤسسة في وقتنا الحالي أصبحت عملية خلق القيمة من بين أهم التحديات التي تواجه المؤسسات الاقتصادية ، قمنا في هذا الفصل بالتطرق لمفهوم خلق القيمة الذي ظهر في منتصف التسعينات كمييار لقياس الأداء و الذي يرتبط بقدرة المؤسسة على تحقيق مردودية تفوق تكلفة مختلف مصادر التمويل و هو مفهوم يتحقق على المدى الطويل، يهدف هذا المفهوم إلى تعظيم قيمة الأسهم أي خلق قيمة للمساهمين من أجل تلبية توقعاتهم و تحقيق تدفقات نقدية كافية لضمان حد أدنى من التوزيعات، لذا يتوجب على مسيري المؤسسات توجيه مختلف القرارات المالية ذات الطبيعة الإستراتيجية نحو ذلك الهدف.

يتم قياس خلق القيمة من خلال مجموعة من المؤشرات و يعد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة أبرزها، إذ يعد من أهم المقاييس المستخدمة لقياس الأداء و التي لاقت استعمالا واسعا فكانت في بداية ظهورها عبارة عن مقياس أداء محاسبي تقليدي، فهي تعتبر امتدادا لمقياس الربح المتبقي الذي جاء به ألفريد مارشال (1890)، و على ضوء قصور مدخل "الربح المتبقي" قام كل من Joel Stern et G.Bennett Stewart (1991) بسلسلة من التعديلات المحاسبية على هذا المؤشر.

ظهرت القيمة الاقتصادية المضافة نتيجة لقصور المقاييس التقليدية في قياس الربح الحقيقي الذي حققته المؤسسة، إذ يعد مؤشر العائد على حقوق الملكية أهمها و الذي اعتبر لفترة طويلة مؤشرا متكاملًا لوصف و قياس الأداء، حيث تتميز القيمة الاقتصادية المضافة لونها تأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال بالإضافة لمجموعة من التعديلات التي يتم إجراؤها عليها تجعلها أكثر مصداقية في تحديد الربح الحقيقي المحقق، ثم قامت نفس الشركة بإصدار مؤشر القيمة السوقية المضافة التي تمثل الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة و القيمة الدفترية لإجمالي رأس المال المستثمر فيها.

قام Bacidore (1997) بتقديم نموذج القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة (REVA) كبديل للقيمة الاقتصادية المضافة، حيث انتقدت استخدام القيمة الدفترية لأصول الشركة في حساب القيمة الاقتصادية المضافة و قام بإدخال القيمة السوقية للأصول بدلا من القيمة الدفترية و ذلك لان تكلفة رأس المال للشركة تحسب انطلاقا من التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال التي تحسب على أساس أسعار السوق.

# الفصل الثاني

## الدراسات السابقة

## تمهيد :

إن من أهم المواضيع التي يعالجها التسيير المالي هو عملية تقييم الأداء المالي للمؤسسة، حيث تسعى المؤسسة الاقتصادية إلى تعظيم ثروة المساهمين فيها كهدف أساسي تهدف إلى بلوغه و ذلك من خلال تعظيم القيمة السوقية لها، و هذا من شأنه أن يعكس كفاءة أداء المدراء الماليين في هذه المؤسسات، كما يعد استخدام طرق تقييم الأداء في التسيير المالي لتفسير التغير في القيم السوقية للأسهم هي الأكثر استخداما عند جمهور المستثمرين و إدارات المؤسسات. كما أن العديد من المؤسسات قد حققت معدلات مرتفعة في الربحية إلا أن هذه النتيجة لم تنعكس على أسعار أسهمها، الأمر الذي أدى إلى إقالة العديد من مجالس إدارات هذه المؤسسات كما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية و الاتحاد الأوروبي، و ذلك بسبب تأثر مصالح المستثمرين ليس فقط بربحية المؤسسة و لكن أيضا بالتغيرات في القيمة السوقية لأسهم هذه المؤسسات، و هذا ما تطلب ضرورة تبني مقاييس ملائمة تمكن المستثمرين من التعرف على مدى تحقيق القيمة، حيث أن المقاييس التقليدية تركز على النتائج دون الوقوف على مسيبتها فهي تكاد تكون بعيدة عن أنشطة تحقيق القيمة. و هذا ما أدى إلى ظهور مقاييس الأداء الحديثة التي أصبحت محط اهتمام الباحثين و الممارسين. و التي استطاعت أن تعالج بعض نقاط الضعف المأخوذة على الطرق التقليدية، و من أهم نماذج تقييم المؤسسات الحديثة نموذج القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة.

و من خلال هذا البحث تم الحصول على مجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت مدى ارتباط المقاييس الحديثة و التقليدية للأداء مع القيمة السوقية و التي تم التعبير عنها من خلال ثلاث متغيرات و هي عوائد الأسهم، القيمة السوقية للسهم و القيمة السوقية المضافة كأسلوب لتقييم الأداء السوقي، ثم سنقوم بعرض مجموعة من الدراسات التي تدرس تأثير القرارات المالية على القيمة السوقية، و سنقوم بعرض الدراسات في سياق تاريخي.

**II-1- الدراسات المفسرة لعوائد الأسهم :**

**1. Study of Shimin Chen entitled Economic Value Added (EVA) : An Empirical Examination Of A New Corporate Performance Measure, 1997<sup>1</sup>.**

هدفت هذه الدراسة إلى المقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) و المقاييس التقليدية للأداء أيهما أكثر ترابط مع عوائد الأسهم، و شملت الدراسة 1000 مؤسسة ناشطة في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة من 1983-1992، و قد تم استخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد لاختبار العلاقة .

وقد تم التوصل إلى النتائج التالية :

بلغت القوة التفسيرية للنموذج الذي يضم كل من القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد ( EVAPS)، التغير في القيمة الاقتصادية المضافة (STDEVA)، النمو في رأس المال (growth) و المتوسط بين العائد على رأس المال و تكلفة رأس المال (SPREAD) 41.5%، أي أن المتغيرات فسرت ما يقارب نصف التغير الذي يحدث في عوائد الأسهم، كما أشارت النتائج وفق هذا النموذج إلى أن :

عند إضافة المتغير EVAPS للنموذج تزداد القوة التفسيرية ب 11.01 %، أما عند إضافة المتغير STDEV فإن الزيادة تقدر ب 7.44 % في حين تقدر الزيادة عند إضافة المتغير Growth تقدر ب 7.67 % و أخيرا عند إضافة المتغير SPREA تزداد القوة التفسيرية ب 5.01 % ؛

• بلغت القوة التفسيرية للنموذج الذي يحتوي على المقاييس التقليدية ( العائد على الأصول، عائد السهم الواحد، العائد على حقوق الملكية) 36.5 % ؛

• و بلغت القوة التفسيرية للنموذج الذي يضم جميع المتغيرات 47% .

و بالتالي فإن استخدام المؤشرات الأربعة المرتبطة بالقيمة الاقتصادية المضافة من شأنه أن يساهم في الرفع من القوة التفسيرية لعوائد الأسهم، فيوصى باستخدامها مع القيمة الاقتصادية المضافة. في حين أن المتغيرات التقليدية للأداء تتفوق على القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير عوائد الأسهم حيث أن القيمة الاقتصادية المضافة لا يمكنها تفسير سوى 26% من التغير في عوائد الأسهم.

<sup>1</sup> Shimin Chen, James L. Doddn, **Economic Value Added (EVA<sup>TM</sup>): An Empirical Examination Of A New Corporate Performance Measur**, Journal of Managerial Issues, Vol. IX, Number 3 Fall 1997.

## 2. Study of Andrew C. Worthington, Tracey West entitled **Australian Evidence Concerning the Information Content of Economic Value-Added, 2004**<sup>1</sup>.

هدفت الدراسة إلى اختبار قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير عوائد الأسهم مقارنة مع المقاييس التقليدية للأداء متمثلة في الأرباح قبل العناصر الاستثنائية، صافي التدفقات النقدية و الدخل المتبقي، و شملت عينة الدراسة 110 مؤسسة استرالية و ذلك خلال الفترة من 1992-1998 وقد تم استخدام نماذج البانل لاختبار الفرضيات.

و قد تم التوصل إلى أن نموذج الآثار الثابتة هو الأفضل من الناحية التجريبية، وقد كانت النتائج كالتالي :

- القيمة الاقتصادية المضافة تفسر ما مقداره 38 % من التغير في عوائد الأسهم ؛
  - الدخل المتبقي يفسر ما مقداره 23 % من التغير في عوائد الأسهم ؛
  - في حين أن الأرباح تفسر 17 % و صافي التدفقات النقدية يفسر 17 % من التغير في عوائد الأسهم.
- و بالتالي فان العوائد أكثر ارتباطا مع القيمة الاقتصادية المضافة من غيرها من المقاييس، يليها الدخل المتبقي ثم الأرباح و صافي التدفق النقدي.

## 3. Study of Ahmed Ismail entitled **Is Economic Value Added more associated with stock return than accounting earning ? The UK evidence, 2006**<sup>2</sup>.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار ما إذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة متفوقة على غيرها من المقاييس التقليدية للأداء في تفسير التغير في عوائد الأسهم، و قد تمثلت عينة الدراسة في 2252 مشاهدة سنوية في سوق المملكة المتحدة، وذلك خلال الفترة من 1990 إلى 1997 و قد تم استخدام الانحدار الخطي المتعدد لاختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة و غيرها من المقاييس في شرح عوائد الأسهم.

وقد تم التوصل إلى النتائج التالية :

- النتيجة التشغيلية بعد الضرائب تتفوق على كل من النتيجة الصافية، القيمة الاقتصادية المضافة، و الدخل المتبقي في تفسير التغير في عوائد الأسهم، بقدره تفسير قدرت ب 25.78 % ؛
- أما النتيجة الصافية فتفسر 25.03 % من التغير في عوائد الأسهم، بنسبة متقاربة مع النتيجة التشغيلية بعد الضرائب ؛
- في حين أن القيمة الاقتصادية المضافة تفسر ما مقداره 20.20 % بنسبة متقاربة مع الدخل المتبقي الذي يفسر ما مقداره 20.79 % من التغير في قيمة عوائد الأسهم ؛
- في الأخير نجد التدفق النقدي التشغيلي و الذي يفسر ما مقداره 19.87 % من التغير في عوائد الأسهم.

<sup>1</sup> Andrew C. Worthington, Tracey West, **Australian Evidence Concerning the Information Content of Economic Value-Added**, Australian Journal of Management, vol 29(2), 2004.

<sup>2</sup> Ahmed Ismail, **Is Economic Value Added more associated with stock return than accounting earning ? The UK evidence**, International Journal of Managerial Finance, Vol. 2 No. 4, 2006.

و منه يتم رفض الفرضية التي تنص على أن القيمة الاقتصادية المضافة تتفوق على غيرها من المقاييس التقليدية و المتمثلة في النتيجة التشغيلية بعد الضرائب، الدخل الصافي، الدخل المتبقي ، في حين نجد أنها تتفوق على التدفق النقدي التشغيلي و ذلك في بورصة المملكة المتحدة.

#### 4. Study of Dimitris Kyriazis entitled Christos Anastassis, The Validity of the Economic Value Added Approach : an Empirical Application, 2007<sup>1</sup>.

هدفت هذه الدراسة لاختبار القوة التفسيرية للقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في تفسير التغير في عوائد الأسهم وكذا القيمة السوقية المضافة، مقارنة مع المقاييس التقليدية للأداء، و ذلك في بورصة أثينا، و تمثلت عينة الدراسة في 749 مشاهدة و قد تم الحصول على المعلومات من القوائم المالية ل 121 مؤسسة يونانية غير مالية و ذلك خلال الفترة (1996-2003)، و قد تم استخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد لاختبار العلاقة.

وقد تم التوصل إلى النتائج التالية :

تم اختبار نموذجين الأول يقارن بين القدرة التفسيرية للقيمة الاقتصادية المضافة و المقاييس التقليدية (الدخل التشغيلي بعد الضريبة، الدخل الصافي و الدخل المتبقي) في تفسير العوائد غير الطبيعية، أما النموذج الثاني فيفسر التغير في القيمة السوقية المضافة.

- بالنسبة للنموذج الأول تم ملاحظة أن معامل التحديد الأكبر كان للدخل التشغيلي حيث بلغ 16.85 %، أي أنه يفسر ما مقداره 16.85 % من التغير في العوائد غير الطبيعية ؛
  - في حين بلغ معامل التحديد للدخل الصافي 9.31 %، أما الدخل المتبقي فيفسر ما مقداره 7.91 % أما القيمة الاقتصادية المضافة فتفسر 6.89 % من التغير في عوائد الأسهم و هي أضعف قوة تفسيرية.
- من خلال النتائج السابقة فان الدخل التشغيلي هو المقياس الأكثر تفسيراً للتغير في عوائد الأسهم من بين بقية المتغيرات و ذلك في بورصة أثينا و بالتالي فان القيمة الاقتصادية المضافة ليست المقياس الأفضل في تفسير عوائد الأسهم.

#### 5. دراسة عبد النور شنين و محمد زرقون بعنوان قدرة المؤشرات التقليدية و الحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة- دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة من (2000-2013)، 2015<sup>2</sup>.

هدفت هذه الدراسة إلى قياس و مقارنة القدرة التفسيرية لمؤشرات الأداء المالي التقليدية و الحديثة لمؤسستي صيدال و فندق الاوراسي المسعرتين في بورصة الجزائر، حيث تعتبر المؤشرات التقليدية و الحديثة متغيرات مستقلة و الأداء المالي مقاسا بعوائد

<sup>1</sup> Dimitris Kyriazis, Christos Anastassis, The Validity of the Economic Value Added Approach : an Empirical Application, journal of European Financial Management, Vol. 13, No. 1, 2007.

<sup>2</sup> عبد النور شنين، محمد زرقون، دراسة قدرة المؤشرات التقليدية و الحديثة على تفسير الاداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة- دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة من (2000-2013)، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، العدد 01، 2015.

الأسهم كمتغير تابع و ذلك للفترة ( 2000-2013)، تم استخدام مصفوفة الارتباط لإبراز العلاقة بين المؤشرات، بالإضافة إلى نماذج الانحدار الخطية و غير الخطية لمعرفة القدرة التفسيرية.

وقد تم التوصل إلى النتائج التالية :

- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المالي التقليدية (العائد على حقوق الملكية، العائد على الأصول، العائد على الاستثمار، الرافعة المالية، الاحتياج في رأس مال العامل للاستغلال) و عوائد أسهم المؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر ؛
- أما بالنسبة لمؤشرات الأداء المالي الحديثة فقط مؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار له علاقة ذات دلالة إحصائية، في حين أن كلا من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة ليس لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع عوائد أسهم المؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر ؛
- كما أن المؤشرات التقليدية هي الأكثر قدرة على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم، وخاصة منها نسب الربحية التي تجاوزت قوة التفسير فيها 50 % ، وهذا مقارنة بالمؤشرات الحديثة التي لم تتجاوز فيها نسبة التفسير 14%.

و عليه فان المؤشرات التقليدية للأداء المالي هي الأكثر قدرة على تفسير التغير في عوائد الأسهم من المؤشرات الحديثة، في ظل عجز الأدوات الحديثة للأداء بشكل خاص القيمة الاقتصادية المضافة في شرح التغير في قيمة الأسهم في بورصة الجزائر.

## 6. دراسة عمر الجعيدي بعنوان مدى اختلاف العلاقة بين ROA و EVA مع العوائد غير العادية للأسهم و تأثير العلاقة بنوع القطاع و الحجم (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة عمان)، 2015<sup>1</sup>.

هدفت الدراسة إلى معرفة العلاقة بين العائد على الأصول (ROA) كمقياس أداء تقليدي و العوائد غير العادية للأسهم من جهة و العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) كمقياس حديث للأداء و العوائد غير العادية للأسهم من جهة أخرى. كما هدفت إلى معرفة ما إذا كان هناك أثر لمتغيري نوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، و حجم الشركة على العلاقات السابقة. و شملت عينة الدراسة على 60 شركة أردنية مساهمة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية من قطاعي الصناعة و الخدمات أختيرت مناصفة بشكل عشوائي خلال الفترة من 2008-2011 و استخدمت الدراسة أسلوب الانحدار البسيط في اختبار الفرضيات.

و توصلت الدراسة إلى أن :

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة والعوائد غير العادية للأسهم، و تجاوزت نسبة التفسير 70%؛
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول والعوائد غير العادية للأسهم ؛
- الشركات الكبيرة توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة والعوائد غير العادية للأسهم، وعدم وجود علاقة بين العائد على الأصول والعوائد غير العادية للأسهم ؛

<sup>1</sup> عمر عيد الجعيدي، مرجع سبق ذكره.

- الشركات الصغيرة توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة والعوائد غير العادية للأسهم. وعدم وجود علاقة بين العائد على الأصول والعوائد غير العادية للأسهم ؛
- الشركات الصناعية توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة والعوائد غير العادية للأسهم. وعدم وجود علاقة بين العائد على الأصول والعوائد غير العادية للأسهم ؛
- الشركات الخدمية لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة والعوائد غير العادية للأسهم. وعدم وجود علاقة بين العائد على الأصول والعوائد غير العادية للأسهم لكرها كانت أقرب للمعنوية حيث بلغت الدلالة 0.08 تقريبا.

و من خلال ما سبق نستنتج أن الاعتماد على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA كمؤشر لقياس الأداء في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، و الاعتماد على المؤشرات التقليدية كمؤشرات لقياس الأداء للشركات الخدمية في بورصة عمان.

#### 7. دراسة صيفي حسنية و نوال بن عمارة بعنوان قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2008-2013، 2015<sup>1</sup>.

سعت هذه الدراسة إلى تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على قياس الأداء المالي من خلال تحديد مدى قدرتها على تفسير عوائد الأسهم، و ذلك مقارنة بالمؤشرات المحاسبية التقليدية للأداء المالي و المتمثلة في ( العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، التدفقات النقدية، حصة السهم من الأرباح، العائد على الاستثمار، الربح التشغيلي بعد الضرائب ) إلى جانب مؤشر القيمة السوقية المضافة، و لتحقيق هدف الدراسة تم اختيار عينة تضم المؤسسات المدرجة بمؤشر CAC40 و التي تنشط بسوق باريس للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين سنة 2008 و 2013 و قد تم استخدام أسلوب التحليل المقطعي للبيانات.

و قد تم التوصل إلى النتائج التالية :

- عدم وجود دلالة إحصائية بين العائد على السهم والمؤشرات المحاسبية التقليدية باستثناء مؤشر العائد على حقوق الملكية الذي أظهرت النتائج أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بينه وبين العائد على السهم ؛
  - أظهرت الدراسة عدم وجود دلالة إحصائية بين مؤشر العائد على السهم والقيمة الاقتصادية المضافة، نتائج التقدير أثبتت عدم قدرة هذا المؤشر على تفسير عوائد الأسهم وهي لا تتفوق على المقاييس المحاسبية التقليدية في ذلك ؛
  - للقيمة السوقية المضافة قدرة أكبر على تفسير عوائد الأسهم مقارنة بجميع المؤشرات و هذا يعود إلى درجة الارتباط بينها وبين العائد على السهم نظرا لاستخدام القيمة السوقية والدفترية للأسهم في حسابه ؛
- من خلال نتائج الدراسة نجد تفوق مقياس القيمة السوقية المضافة على باقي مؤشرات الأداء في تفسير عوائد الأسهم و من بينها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

<sup>1</sup> حسنية صيفي، نوال بن عمارة، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2008-2013، مجلة الباحث، العدد 15، 2015.

**II-2- الدراسات المفسرة للقيمة السوقية للأسهم :****8. Study of M.Thenmozhi Market entitled Value Added And Share Price Behaviour An Empirical Study Of BSE Sensex Companies, 2000<sup>1</sup>.**

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة بين سعر السهم و القيمة السوقية المضافة مع مقاييس أخرى مثل العائد على الاستثمار، العائد على القيمة الصافية، و نصيب السهم من الأرباح و ذلك لـ 27 شركة من بورصة بومباي و ذلك خلال الفترة من 1997-1999. و قد تم استخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد.

وقد تم التوصل إلى :

من أصل خمسة متغيرات و المتمثلة في العائد على القيمة الصافية (RONW)، العائد على الاستثمار (ROCE)، نصيب السهم من الأرباح (EPS)، القيمة السوقية المضافة و القيمة السوقية للسهم الواحد أربعة متغيرات فقط تشرح التغير في أسعار الأسهم للشركات عينة الدراسة حيث نجد أن :

- كل من نصيب السهم من الأرباح (EPS)، القيمة السوقية المضافة و العائد على الاستثمار (ROCE) مجتمعة تفسر ما مقداره 71.9 % من التغير في أسعار الأسهم.
  - العائد على الاستثمار لوحده يفسر 55.5 % من التغير في أسعار الأسهم و هو الأكثر تأثيراً، يليه نصيب السهم من الأرباح إذ يفسر 37.2 % أما القيمة السوقية المضافة فتفسر 21.3 % من التغير في سعر الأسهم ؛
  - أما القيمة السوقية المضافة للسهم الواحد تفسر ما مقداره 80.6 % من التغير في قيمة أسعار الأسهم و هي النسبة الأكبر .
- و بالتالي فان القيمة السوقية المضافة للسهم الواحد هي المقياس الأفضل لتفسير التغير في أسعار الأسهم مقارنة مع بقية المقاييس.

**9. Study of Woo Gon Kim entitled Eva and Traditional Accounting Measures: which metric is a better predictor of market value of hospitality companies?, 2006<sup>2</sup>.**

هدفت الدراسة إلى اختبار فرضية ما إذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة ترتبط ارتباطاً وثيقاً بقيم شركات الضيافة أكثر من المقاييس التقليدية، متمثلة في نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب و صافي التدفق النقدي، و تمثلت عينة الدراسة في 89 شركة ضيافة (مؤسسات فندقية و مطاعم) في الفترة من 1995 إلى غاية 2001، و قد تم استخدام الانحدار الخطي البسيط و المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغيرات.

<sup>1</sup> M. Thenmozhi, Market Value Added and share price Behaviour an Empirical Study of Bse Sensex Companies, Delhi Business Review , Vol. 1, No. 1, Jan.2000.

<sup>2</sup> Woo Gon Kim, Eva and Traditional Accounting Measures: which metric is a better predictor of market value of hospitality companies? , Journal of Hospitality & Tourism Research, Vol. 30, No. 1, February 2006.

و تم التوصل إلى أن نتيجة الاستغلال هي الأكثر تفسيراً للقيمة السوقية لشركات الضيافة مقارنة بالتدفق النقدي ، و أن القيمة الاقتصادية المضافة لا تساهم إلا مساهمة هامشية في تفسير القيمة السوقية بما يتجاوز الأرباح و التدفقات النقدية.

- حيث تفسر نتيجة الاستغلال الصافية ما مقداره 16.9 % من التغير في القيمة السوقية، في حين يفسر مؤشر التدفق صافي النقدي 14.2 % ؛
- أما بالنسبة للقيمة الاقتصادية المضافة فقد فسرت ما مقداره 10.3 % ؛
- يظهر نموذج الانحدار الخطي المتعدد أنه عند إضافة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة للنموذج تزداد القدرة التفسيرية للنموذج بما مقداره 2 %.

بالتالي تم رفض الفرضية التي مفادها أن القيمة الاقتصادية المضافة تتفوق على المقاييس التقليدية للأداء في تفسير القيمة السوقية للأسهم شركات الضيافة.

### 10. Study of Chunghuey Huang, Mao-Chang Wang entitled The Effects of Economic Value Added and Intellectual Capital on the Market Value of Firm : An Empirical Study, 2008<sup>1</sup>.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة قدرة القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير القيمة السوقية للأسهم مقارنة بمؤشر الدخل المتبقي بالنسبة للشركات المدرجة في بورصة تايوان ، و تمثل عينة الدراسة في 14 شركة تنشط في الصناعات التقليدية، و 23 شركة في الصناعة الإلكترونية، أي ما مجموعه 37 شركة، و قد تم استخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد لاختبار العلاقة.

و قد تم التوصل إلى النتائج التالية :

تم تقسيم الدراسة حسب القطاع، كما تم وضع نموذجين الأول يضم القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد، الدخل المتبقي للسهم و القيمة الدفترية للسهم، أما النموذج الثاني فتم إضافة كل من الدخل التشغيلي لكل موظف، مصاريف التسويق للسهم الواحد، نمو الدخل التشغيلي، نسبة نفقات البحث و التطوير على الدخل التشغيلي، النفقات الإدارية لكل موظف و استقرار التنظيم، بالإضافة إلى متغيرات النموذج الأول.

- في النموذج الأول : بلغت قيمة معامل التحديد في قطاع الصناعات التقليدية 0.724 و هذا بالنسبة للنموذج الذي يضم مؤشر الدخل المتبقي، في حين بلغ 0.432 في النموذج الذي يضم القيمة الاقتصادية المضافة، أما في قطاع الصناعات الإلكترونية فقدر معامل التحديد ب 0.792 و هذا بالنسبة للنموذج الذي يضم مؤشر الدخل المتبقي و 0.645 في النموذج الذي يضم القيمة الاقتصادية المضافة، أما معامل التحديد للعينة ككل فقدر ب 0.761 للنموذج الذي يضم مؤشر الدخل المتبقي و 0.609 للنموذج الذي يضم القيمة الاقتصادية المضافة.
- من خلال نتائج النموذج الأول نلاحظ أن مقياس الدخل المتبقي يتفوق على مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير القيمة السوقية للأسهم.

<sup>1</sup>Chunghuey Huang, Mao-Chang Wang, **The Effects of Economic Value Added and Intellectual Capital on the Market Value of Firms: An Empirical Study**, International Journal of Management, Vol. 25 No. 4, December 2008.

- أما في النموذج الثاني : فقد بلغ معامل التحديد بالنسبة للمؤسسات التي تنشط في قطاع الصناعات التقليدية 0.834 بالنسبة للنموذج الذي يحتوي مقياس الدخل المتبقي و بالمقابل بلغ 0.821 بالنسبة للنموذج الذي يحتوي على القيمة الاقتصادية المضافة ؛
  - في حين بلغ في المؤسسات التي تنشط في قطاع الصناعات الالكترونية 0.834 و ذلك في النموذج الذي يضم الدخل المتبقي و قدر ب 0.761 في النموذج الذي يحتوي على القيمة الاقتصادية المضافة، أما بالنسبة للعينة ككل فقد قدر ب 0.824 في النموذج الذي يضم الدخل المتبقي و 0.704 بالنسبة للنموذج الذي يحتوي على القيمة الاقتصادية المضافة.
- إذن من خلال النموذج الثاني نلاحظ قيمة معامل التحديد للنموذجين متقاربة و بالتالي القيمة الاقتصادية المضافة لا تتفوق على الدخل المتبقي في تفسير التغيرات في القيمة السوقية، كما أن المتغيرات التي تم إضافتها في النموذج الثاني لم تساهم بشكل كبير في تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للشركة ما عدا في قطاع الصناعات التقليدية.

### 11. Study of Seoki Lee, Woo Gon Kim entitled EVA refined EVA, MVA, or traditional performance measures for the hospitality industry, 2009<sup>1</sup>.

هدفت هذه الدراسة إلى المقارنة بين المقاييس التقليدية و القيمة الاقتصادية المضافة أيهم يمثل مؤشر أفضل يعكس القيمة السوقية لشركات الضيافة، وتمثلت عينة الدراسة في 353 مؤسسة تدرج ضمن ثلاثة قطاعات و هي الفنادق (46 فندق)، 134 مطعم، 135 كازينو و 38 مشاهدة تمثلت في خطوط الرحلات البحرية و مدينة ملاح، و ذلك خلال الفترة (1985-2004) و قد تم الحصول على معلومات الدراسة عن طريق قاعدة المعطيات stern stewart & co's EVA database و هي عبارة عن بيانات مالية سنوية. و قد تم استخدام الانحدار الخطي المتعدد لاختبار هذه العلاقة.

وقد خلصت الدراسة إلى أن:

- القيمة الاقتصادية المضافة لديها قوة تفسير سالب للتغيرات في القيمة السوقية بالنسبة للقطاع الفنادق و المطاعم في حين لا توجد تفسير للقيمة السوقية بالنسبة للكازينوهات<sup>2</sup> ؛
- القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و القيمة السوقية المضافة تقدم تفسير ايجابي للقيمة السوقية في كل القطاعات، ما عدا في قطاع الفنادق فلا توجد علاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و القيمة السوقية ؛
- أما بالنسبة للمقاييس التقليدية للأداء المالي بالنسبة للعائد على حقوق الملكية فقد كانت قوة التفسير موجبة بالنسبة لشركات الضيافة في حين نجد أن العائد على الأصول كان له علاقة موجبة مع القيمة السوقية فقط في قطاع الفنادق ؛
- متغير الحجم يظهر باستمرار تأثير سلبي و كبير على القيمة السوقية ما عدا في قطاع المطاعم ،

<sup>1</sup> Seoki Lee, Woo Gon Kim, **EVA, refined EVA, MVA, or traditional performance measures for the hospitality industry?**, International Journal of Hospitality Management, vol 28, 2009.

<sup>2</sup> في الأسواق المالية التي تتمتع بمستوى كفاءة متوسط أو القوي لا تعكس أسعار الأسهم المعلومات الداخلية، و يعود سبب العلاقة العكسية بين القيمة السوقية و القيمة الاقتصادية إلى التذبذب الواضح في قيم القيمة هذه الأخيرة.

• كما تم التوصل إلى أن القوة التفسيرية الأكبر للقيمة السوقية كانت في قطاع الفنادق و الذي قدرت ب 0,19 يليها قطاع الكازينوهات.

بالتالي فان القيمة الاقتصادية المضافة ليست متفوقة على غيرها من المقاييس التقليدية، كما تم التوصل إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و القيمة السوقية المضافة هي المقاييس التي تعكس القيمة السوقية للشركات أكثر من غيرها من المقاييس ، وذلك بالنسبة لشركات الضيافة (فنادق، مطاعم، كازينوهات).

## 12. دراسة نائر عدنان قدومي و قيس أديب الكيلاني و أسماء إبراهيم العمارنة بعنوان أيهما أكثر قدرة على تفسير

التغيير في القيم السوقية للأسهم أهي القيمة الاقتصادية المضافة EVA أم معايير الأداء التقليدية، 2011<sup>1</sup>.

هدفت هذه الدراسة إلى التوصل لمعرفة أيهما أكثر قدرة القيمة الاقتصادية المضافة أو المقاييس التقليدية في تفسير التغيير في القيم السوقية للأسهم، و ذلك من خلال تحليل القدرة التفسيرية لمعايير تقييم الأداء التقليدية متمثلة في (القيمة الدفترية، التوزيعات النقدية، الأرباح المحققة للسهم، العائد على الأصول ، العائد على حقوق الملكية و التدفق النقدي التشغيلي) والقيمة الاقتصادية المضافة كمتغيرات مستقلة والتغيير في القيم السوقية للأسهم كمتغير تابع لعينة مكونة من 40 شركة مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، و لاختبار فرضيات الدراسة تم استخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط و الانحدار الخطي المتعدد.

و قد تم التوصل إلى النتائج التالية :

معايير تقييم الأداء التقليدية لها قدرة تفسيرية للتغيير الذي يحصل في القيم السوقية للأسهم أكبر من القدرة التفسيرية لمعيار القيمة الاقتصادية المضافة، حيث بلغ معامل التحديد 0.826، أي أن مقاييس الأداء التقليدية تفسر ما مقداره 82.6% من التغيير في القيمة السوقية، في حين بلغ معامل التحديد بين القيم الاقتصادية المضافة و القيم السوقية للأسهم 0.171، أي أن القيمة الاقتصادية المضافة تفسر فقط 17.1% من التغيير الذي يحصل في القيم السوقية للأسهم.

و من خلال ما سبق نستنتج أن مقاييس تقييم الأداء التقليدية لها قدرة تفسيرية أعلى من القيمة الاقتصادية المضافة للتغيير في القيمة السوقية للأسهم في سوق عمان، و بالتالي فيجب الأخذ بعين الاعتبار المقاييس التقليدية لتقييم الأداء عند اتخاذ القرار الاستثماري فيما يتعلق بالأسهم.

<sup>1</sup> نائر عدنان قدومي، قيس أديب الكيلاني وآخرون، أيهما أكثر قدرة على تفسير التغيير في القيم السوقية للأسهم أهي القيمة الاقتصادية المضافة أم معايير الأداء التقليدية، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، المجلد 14، 2011.

### 13. Study of Satish Kumar, A.k.Sharma entitled Association of EVA and accounting earnings with market value : evidence from India, 2011<sup>1</sup>.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار مدى تفوق القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس للأداء المالي للشركات في تفسير التغير في القيمة السوقية، مقارنة بمقاييس الأداء التقليدية في الشركات غير المالية الهندية ، و تمثلت عينة الدراسة في 97 مؤسسة من السوق المالي الهندي، للفترة 2000-2008 و قد تم استخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط و المتعدد. و تم التوصل إلى النتائج التالية :

- بالنسبة للانحدار الخطي البسيط بين المتغير التابع و المتغيرات المستقلة فنجد أن الربح الصافي التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT) له أكبر قوة تفسير للتغير في القيمة السوقية بنسبة 44.98، يليه التدفق النقدي التشغيلي (OCF) بنسبة تفسير قدرت ب 31.44 تليها كل من القيمة الاقتصادية المضافة 22.50 ، نسبة الدخل الصافي بعد الضريبة 14.79 ثم معدل الأرباح قبل الضريبة على رأس المال العامل بنسبة 10.37.
- أما بالنسبة للانحدار الخطي المتعدد فنجد أن النموذج الأول و الذي يضم القيمة الاقتصادية المضافة كانت القوة التفسيرية له كانت مساوية لـ 0.674 في حين النموذج الثاني الذي لا يشمل القيمة الاقتصادية المضافة كانت القوة التفسيرية له 0.653، و بالتالي فلا يوجد فرق كبير بين القيمتين.

و عليه فان كل من الربح الصافي التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT) و التدفق النقدي التشغيلي (OCF) تتفوق على القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في تفسير القيمة السوقية للشركات عينة الدراسة، و بالتالي تؤخذ بعين الاعتبار عند الاستثمار في السوق المالي الهندي الأخذ بعين الاعتبار المقاييس الثلاث في لاتخاذ القرار الاستثماري.

### 14. Study of Ibrahim Mustafa Sweiti entitled The Relationship between Economic Value Added, Accounting Profit and Cash Flow with the Market Value: Evidence from Saudi Arabia, 2015<sup>2</sup>.

ركزت هذه الدراسة على تأثير القيمة الاقتصادية المضافة، ومقاييس الربحية و التدفق النقدي على القيمة السوقية للشركات، تمثلت عينة الدراسة في 62 شركة مدرجة في البورصة السعودية من قطاعات مختلفة و ذلك خلال الفترة من 2009-2014، باستخدام تحليل الانحدار المتعدد و قد تم اختبار العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي و القيمة السوقية للشركة ، و تم استخدام نموذجين الأول بوجود EVA و الثاني تم حذفها و هذا من أجل تأكيد قوة EVA مقارنة بالمؤشرات الأخرى في تفسير القيمة السوقية للشركة .

<sup>1</sup> Satish Kumar, A.K. Sharma, Association of EVA and accounting earnings with marketvalue: evidence from India, Asia-Pacific Journal of Business Administration, Vol. 3 No. 2, 2011.

<sup>2</sup> Ibrahim Mustafa Sweiti, The Relationship between Economic Value Added, Accounting Profit and Cash Flow with the Market Value: Evidence from Saudi Arabia, Australian Journal of Basic and Applied Sciences vol 9(36), December 2015.

وقد تم التوصل الى النتائج التالية :

- النموذج الأول الذي يضم القيمة الاقتصادية المضافة يفسر ما مقداره 0.461 من التغير في القيمة السوقية ؛
- النموذج الثاني و الذي تم فيه حذف القيمة الاقتصادية المضافة قدرت قوة تفسيره للتغير في القيمة السوقية للشركة ب0.16 ؛

- و عليه فان القيمة الاقتصادية المضافة لوحدها تفسر ما مقداره 0,30 من التغير في القيمة السوقية للشركات عينة الدراسة.

إن استخدام القيمة الاقتصادية المضافة لديها مساهمة أكبر في شرح القيمة السوقية مقارنة بالمقاييس التقليدية ، و العائد على الأصول له ثاني أكبر تأثير على القيمة السوقية، و بالتالي فان القيمة الاقتصادية المضافة مؤشر مهم من شأنه مساعدة المستثمرين في البورصة السعودية.

### 15. Study of Gregory Laing, Kirsty Dunbar entitled EVA, EPS, ROA and ROE as Measures of Performance in Australian Banks: A Longitudinal Study, 2015<sup>1</sup>.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة و قياس القدرة التفسيرية لمقاييس الأداء المتمثلة في EVA, EPS, ROA و ROE مع القيمة السوقية للسهم كمتغير تابع، تمثلت عينة الدراسة في أربعة بنوك أسترالية كبرى، و ذلك خلال الفترة من 2003-2011، و لتحقيق هدف الدراسة تم استخدام أسلوب الارتباط الخطي المتعدد.

وقد تم التوصل إلى النتائج التالية :

- معامل التحديد للنموذج الذي يضم عائد السهم الواحد قدر ب 82,5 % و الذي يمثل مقدار تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم ؛
- بإضافة بقية المتغيرات للنموذج نجد أن :

إن إضافة القيمة الاقتصادية المضافة للنموذج يؤدي إلى زيادة معامل التحديد بقيمة 0,13 %، إضافة العائد على حقوق الملكية يؤدي إلى زيادة معامل التحديد ب 0.01 % و العائد على الأصول يؤدي إلى زيادة معامل التحديد بما مقداره 0.03 % . و بالتالي فان القيمة الاقتصادية المضافة ليست متفوقة على غيرها من المقاييس التقليدية في تفسير التغير في القيمة السوقية.

<sup>1</sup> Gregory Laing, Kirsty Dunbar, **EVA, EPS, ROA and ROE as Measures of Performance in Australian Banks: A Longitudinal Study**, JAMAR, Vol 13, No 1, 2015.

**II-3- الدراسات المفسرة للقيمة السوقية المضافة :**

**16. Study of Saeid Jabbarzadeh kangarlouei et al entitled The Investigation Of The Impact Of Ownership Concentration on Financial Performance Measurement Criteria and Market Value Added, 2012 <sup>1</sup>.**

هدفت هذه الدراسة لاختبار قدرة القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة (REVA) و غيرها من المقاييس الحديثة و التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة (MVA)، كما تم دراسة تأثير نوع الملكية<sup>2</sup> على قدرة هذه المؤشرات في تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة، تمثلت عينة الدراسة في 108 مؤسسة (62 مؤسسة ذات تركيز مرتفع و 42 ذات تركيز منخفض) مدرجة في السوق المالي الإيراني خلال الفترة من 2005-2010، و قد تم استخدام الانحدار الخطي البسيط لاختبار العلاقة. و النتائج المتوصل إليها ملخصة في الجدول التالي :

**الجدول رقم (2-1) : نتائج الانحدار الخطي البسيط مع القيمة السوقية المضافة**

(R <sup>2</sup> ) للمؤسسات ذات التركيز المنخفض	(R <sup>2</sup> ) للمؤسسات ذات التركيز المرتفع	(R <sup>2</sup> ) للعينة	
0.532	0.604	0.319	القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة
0.408	0.428	0.171	القيمة الاقتصادية المضافة
0.352	0.374	0.139	العائد على حقوق الملكية
0.319	0.351	0.114	العائد على الاستثمار
0.209	0.286	0.076	الدخل المتبقي
0.246	0.279	0.084	نمو حصة السهم من الأرباح
0.077	0.105	0.011	العائد على المبيعات
0.109	0.083	0.001	مضاعف الرملة
0.284	0.282	0.050	نسبة التوزيعات للسهم على الأرباح للسهم

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على المرجع السابق

<sup>1</sup> Saeid Jabbarzadeh Kangarlouei, The Investigation of The Impact of Ownership Concentration on Financial Performance Measurement Criteria and Market Value Added, International Journal of Economics and Management Sciences, Vol. 1, No. 9, 2012.

<sup>2</sup> يقصد بنوع الملكية تركيز مرتفع أو منخفض، التركيز المرتفع هو أن تكون معظم أسهم الشركة تعود إلى عدد صغير و محدود من الملاك، و بالتالي ملكية معظم حقوق التصويت و العكس بالنسبة للشركات ضعيفة التركيز.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة تتفوق على بقية المتغيرات في تفسير القيمة السوقية المضافة، كما أن نوعية الملكية تؤثر على العلاقة بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع، و عليه فالقيمة الاقتصادية المضافة المعدلة (REVA) تمثل المقياس الأفضل للمستثمرين في السوق المالي الإيراني لاتخاذ قرار الاستثمار.

### 17. Study of Muhammad Ismail et al entitled Effect of Traditional and Modern Performance Instruments on selected Companies from Pakistan, 2014<sup>1</sup>.

هدفت الدراسة إلى المقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة و المقاييس التقليدية للأداء في تفسير القيمة السوقية المضافة، لعينة تضم 35 مؤسسة مدرجة في بورصة كراتشي، خلال الفترة 2010-2011، و قد تم استخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد لاختبار العلاقة، وتم التوصل إلى :

- عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة، الدخل الصافي، الدخل المتبقي، العائد على الأصول، العائد على الاستثمار، حصة السهم من الأرباح، العائد على راس المال العامل و التدفق النقدي التشغيلي خلال فترة الدراسة ؛
- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب و العائد على حقوق الملكية في سنة 2011 ؛
- كما تشير النتائج إلى تفوق معدل العائد على حقوق الملكية على بقية المتغيرات.

### 18. Study of P.Muraleetharan entitled “Impact of Economic Value Added on Market Value Added”: Special Reference to Selected Private Banks in Sri Lanka, 2014<sup>2</sup>.

- هدفت الدراسة إلى قياس مدى تأثير القيمة الاقتصادية المضافة على القيمة السوقية المضافة، تمثلت عينة الدراسة في 5 بنوك خاصة في سريلانكا، و ذلك خلال الفترة 2006-2012 و لاختبار هذه العلاقة تم استخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط. تشير النتائج المتوصل إليها أن :
- هناك علاقة قوية موجبة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة حيث قدر معامل الارتباط ب 0.87 عند مستوى المعنوية 0.05 ؛
  - تفسر القيمة الاقتصادية المضافة ما مقداره 75 % من التغير الحاصل في القيمة السوقية المضافة.

<sup>1</sup> Muhammad Ismail, Effect of Traditional and Modern Performance Instruments on Selected Companies from Pakistan, Lahore , 26(5), 2014. OnLine : <http://www.sciint.com/pdf/5540696772617-2619-1%20A--Dr.%20Ismail%20paper.pdf> (Visited 18/09/2019).

<sup>2</sup> P.Muraleetharan, Impact of Economic Value Added on Market Value Added : Special Reference to Selected Private Banks in Sri Lanka, European Journal of Business and Management, Vol.6, No.7, 2014 .

19. دراسة رامي أبو وادي و نهيل سقف الحيط بعنوان القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لتقييم أداء المصارف التجارية الأردنية، 2016<sup>1</sup>.

سعى الباحث من خلال هذه الدراسة إلى تحديد المؤشر الأكثر ارتباطا بالقيمة السوقية المضافة، و ذلك بالمقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة و معدل العائد على حقوق الملكية، حيث شملت عينة الدراسة في 13 مصرفا تجاريا أردنيا خلال الفترة 2000-2013، و لتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية ( Panal Data)، و أشارت النتائج المتوصل إليها أن :

- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة و معدل العائد على حقوق الملكية و كذا القيمة الاقتصادية المضافة ؛
- القدرة التفسيرية لمعدل العائد على حقوق الملكية هي 27 % من التغير الحاصل في القيمة السوقية المضافة ؛
- القدرة التفسيرية للقيمة الاقتصادية المضافة قدرت ب 46 % من التغير الحاصل في القيمة السوقية المضافة .

و بالتالي فان تحقق فرضية تفوق القيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس التقليدية في تفسير القيمة السوقية المضافة، و بهذا تعتبر المقياس الأفضل لقياس الاداء المالي في المصارف الاردنية.

## 20. Study of Ali Ihsan Akgun et al entitled The Impact of Profitability on Market Value Added: Evidence from Turkish Informatics and Technology Firms, 2018<sup>2</sup>.

هدف الباحث من خلال هذه الدراسة لاختبار علاقة العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية و القيمة الاقتصادية المضافة بالقيمة السوقية المضافة، تمثلت عينة الدراسة في 13 مؤسسة مدرجة في السوق المالي باسطنبول تنشط في مجالي الإعلام الآلي و التكنولوجيا و ذلك خلال الفترة 2004-2015، و قد استخدم نموذج البانل لاختبار العلاقة، و أظهرت النتائج المتوصل على أن :

- عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين القيمة السوقية المضافة و المقاييس التقليدية للأداء متمثلة في العائد على الأصول و العائد على حقوق الملكية في الفترة قبل و بعد الازمة المالية العالمية 2008 ؛
- وجود علاقة قوية موجبة ذات دلالة احصائية بين القيمة السوقية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة قبل الأزمة المالية العالمية 2008 ؛
- وجود علاقة سالبة ذات دلالة احصائية بين القيمة السوقية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة بعد الأزمة المالية العالمية 2008.

<sup>1</sup> رامي أبو وادي، و نهيل سقف الحيط، القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لتقييم أداء المصارف التجارية الاردنية ، مجلة جامعة النجاح للأبحاث (العلوم الانسانية)، المجلد 30، العدد 12، 2016.

<sup>2</sup> Ali Ihsan Akgun et al, The Impact of Profitability on Market Value Added: Evidence from Turkish Informatics and Technology Firms, International Journal of Economics and Financial Issues, 8(4), 2018.

## 21. Study of Andrea Quintiliani entitled The Relationship between the Market Value Added of SMEs Listed on AIM Italia and Internal Measures of Value Creation The Role of Corporate Strategic Planning, 2018<sup>1</sup>.

سعت هذه الدراسة إلى تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة بالمقارنة مع مقاييس حديثة و تقليدية للأداء، شملت عينة الدراسة 75 مؤسسة صغيرة و متوسطة مدرجة في بورصة ايطاليا خلال الفترة 2010-2015، ولاختبار العلاقة تم استخدام نماذج البائل، أشارت النتائج المتوصل إلى أن :

- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، توزيعات السهم الواحد، هامش الربح، صافي الأصول التشغيلية، معدل دوران الاستثمار، الدخل التشغيلي المتبقي، الدخل المتبقي؛
- عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة و إجمالي عائد المساهمين، حصة السهم من الأرباح، السعر/ القيمة الدفترية و مضاعف الرسملة ؛
- القيمة الاقتصادية المضافة تفسر 0.12 من التغير الحاصل في القيمة السوقية المضافة ؛
- القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة تفسر 0.39 من التغير الحاصل في القيمة السوقية المضافة، و هي تتفوق على جميع المتغيرات و بالتالي فهو المقياس الأفضل لقياس الأداء في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

## II -4- الدراسات التي تناولت تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة:

## 22. Study of Famil Samiloglu et al entitled The Effect of Capital Structure on Economic Value Added: Evidence from Turkey,<sup>2</sup>2014 .

هدف الباحث من خلال هذه الدراسة لاختبار مدى تأثير اختيار الهيكل المالي على ربحية المؤسسة التي تم التعبير عنها بالقيمة الاقتصادية المضافة، حيث تمثلت عينة الدراسة في 120 مؤسسة مدرجة في السوق المالي باسطنبول و ذلك خلال الفترة 2003-2012، و قد تم استخدام نماذج البائل لاختبار العلاقة. و أظهرت النتائج المتوصل إليها أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة و نسبة الديون قصيرة الأجل على إجمالي الأصول حيث بلغت قوة التفسير 24 %، و علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة و نسبة الديون طويلة الأجل على إجمالي الأصول حيث بلغت قوة التفسير 42 % .

<sup>1</sup> Andrea Quintiliani, **The Relationship between the Market Value Added of SMEs Listed on AIM Italia, and Internal Measures of Value Creation The Role of Corporate Strategic Planning**, International Journal of Financial Research, Vol. 9, No. 1, 2018.

<sup>2</sup> Famil Samiloglu et al, **The Effect of Capital Structure on Economic Value Added: Evidence from Turkey**, International Research Journal of Finance and Economics, Issues119, 2014 .

### 23. Study of Assous Nassima entitled *l'impact des décisions financières sur la creation de valeur au sien des entreprises publiques Algeriennes cotees a la bourse d'alger : cat de Saidal et l'E.G.H-aurassi, 2015*<sup>1</sup>.

هدفت الدراسة إلى اختبار مدى تأثير كل من قرار التمويل و قرار الاستثمار على خلق القيمة في المؤسسة حيث تم قياسها بمؤشرين هما القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة، و تمثلت عينة الدراسة في مجمع صيدال و مؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي خلال الفترة (1998-2012)، حيث تم استخدام معامل الارتباط لاختبار العلاقة. و قد تم التوصل إلى أن قرار الاستثمار له تأثير عكسي على القيمة الاقتصادية المضافة إذ يفسر ما مقداره 29 % من التغير الحاصل بها في مؤسسة الاوراسي و 47 % في مجمع صيدال، في حين أن له تأثير موجب و لكن ضعيف على القيمة السوقية المضافة قدر ب 5 % و 2 %، أما بالنسبة لقرار التمويل فكانت العلاقة عكسية مع القيمة الاقتصادية المضافة قدرت ب 34 % في مؤسسة الاوراسي و علاقة طردية ضعيفة قدرت ب 3 % في مجمع صيدال، كما أشارت النتائج إلى وجود علاقة طردية ذات تأثير ضعيف قدر ب 1 % بين قرار التمويل و القيمة السوقية المضافة في مؤسسة الأوراسي و علاقة عكسية قدرت ب 18 % في مجمع صيدال.

### 24. Study of Hechmi Soumaya entitled *Investment Decision and Value Creation, 2015*<sup>2</sup>.

هدفت الدراسة لتحليل العلاقة بين قرار الاستثمار و مدى القدرة على خلق القيمة و المعبر عنها بالقيمة السوقية للأموال الخاصة، شملت عينة الدراسة 82 مؤسسة فرنسية مدرجة في مؤشر SBF 250 خلال الفترة (1999-2005)، حيث تم استخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد، و تم التوصل إلى أن هناك أثر موجب لقرار الاستثمار ذو دلالة إحصائية على القيمة السوقية حيث يفسر 52 % من التغير في القيمة السوقية.

<sup>1</sup> Assous Nassima (2015), *l'impact des décisions financières sur la creation de valeur au sien des entreprises publiques Algeriennes cotees a la bourse d'alger : cat de Saidal et l'E.G.H-aurassi*, thèse de doctorat, université de Tizi-ouzou, Algérie.

<sup>2</sup> Hechmi Soumaya (2015), *Investment Decision and Value Creation*, Corporate Ownership & Control, Volume 12, Issue 2, Winter 2015.

25. الكريم خيرى، أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية 2019<sup>1</sup>.

سعت هذه الدراسة إلى تحليل القرارات المالية و علاقتها بالقيمة السوقية للمؤسسة، و لتحقيق هدف الدراسة تم اختيار عينة تضم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية المسعرة في بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة بين سنة 2013 و 2016، وقد استخدم الباحث أسلوب تحليل المركبات الأساسية (ACP). و تم التوصل إلى أن هناك علاقة ارتباط قوية بين القيمة السوقية و نسبة الرفع المالي بلغت 78 % إلا أن المتغيرات الممثلة للقرارات المالية لا تعتبر محددات لقيمة المؤسسة.

## II -5- مناقشة الدراسات السابقة :

من خلال عرضنا للدراسات السابقة نلاحظ عدم وجود اتفاق بينها حول المؤشر الذي يتم من خلاله قياس خلق القيمة، كما نجد عدم اتفاق حول أفضلية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في التفسير مقارنة بالمقاييس التقليدية و بالتالي عدم تحديد مؤشر معين يتمتع بقوة تفسير لعوائد الأسهم أو القيمة السوقية من شأنه مساعدة المستثمرين في اتخاذ قرار الاستثمار، مما يدعو إلى مزيد من البحث في هذا المجال للتوصل إلى مؤشر أو عدة مؤشرات هي الأفضل في التفسير، فلكل سوق مالي خصائص تميزه عن غيره و بالتالي يختلف المؤشر الأفضل من سوق لآخر، وقد يختلف من قطاع لآخر، كما أن حجم العينة و مستوى كفاءة السوق له دور في هذا الاختلاف.

و قد انقسمت الدراسات السابقة بناء على النتائج المتوصل إليها إلى أن :

- ✓ المقاييس التقليدية هي الأفضل في تفسير التغير في أسعار الأسهم أو عوائدها، مثل دراسة عدنان قدومي و آخرون، و دراسة Gregory Laing, Kirsty Dunbar و بالتالي الاعتماد عليها في عملية اتخاذ القرار بالنسبة للمستثمرين في السوق المالي أو في تقييم أداء المسيرين من قبل المساهمين.
- ✓ في حين أن هناك دراسات أخرى توصلت إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة تتفوق على بقية المقاييس في تفسير عوائد الأسهم، مثل دراسة Ibrahim Mustafa Sweiti.

كما نلاحظ أن هناك اختلاف حول تأثير القرارات المالية على القيمة السوقية للمؤسسة أو قدرة المؤسسة على خلق القيمة (إنشاء القيمة) سواء من خلال القيمة السوقية للأسهم، القيمة السوقية المضافة أو القيمة الاقتصادية المضافة.

<sup>1</sup> عبد الكريم خيرى (2019)، أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، جامعة المسيلة، الجزائر.

## ➤ مساهمة الدراسة :

من حيث الموضوع : تختلف دراساتنا كون جل الدراسات السابقة اكتفت بدراسة المؤشر الأهم الذي له القدرة الأكبر على تفسير الثروة المنشأة للمساهمين، في حين أن دراستنا تشمل على جوانب ألا وهي :

إيجاد المؤشر الأفضل الذي له القدرة الأفضل على تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة كمقياس للثروة، كما تقيس مدى تأثير المردودية المالية، عائد توزيعات الأسهم (يمثل سياسة توزيع الأرباح)، نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول (تمثل سياسة التمويل) و نسبة إجمالي الاستثمارات على إجمالي الأصول (تمثل سياسة الاستثمار) على القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة كمقاييس للثروة.

من حيث العينة : تتشارك دراستنا مع دراسة عبد النور شنين و دراسة Assous Nassima من حيث العينة و لكن تختلف من حيث الفترة المدروسة، و كذا دراسة كل مؤسسة على حدا.

من حيث متغيرات الدراسة : حاولنا الإلمام بأهم المتغيرات التي تم استخدامها في الدراسات السابقة و جمعها.

## خلاصة الفصل

قمنا في هذا الفصل باستعراض مجموعة من الدراسات السابقة التي حاولت التأكد من الطرح الذي قدمته شركة stern الذي ينص على تفوق القيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس التقليدية في قياس خلق القيمة، و التي قامت فيما بعد بصياغة مؤشر القيمة السوقية المضافة لتعزيز مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة الذي يعد مؤشر خارجي للأداء، و قد اختلفت الدراسات السابقة في تحديد المتغير الذي يمثل خلق القيمة في المؤسسة فتم استخدام عوائد الأسهم أو القيمة السوقية للأسهم و في دراسات أخرى تم استخدام القيمة السوقية المضافة.

كما تم مقارنة القيمة الاقتصادية المضافة بعدة مقاييس تقليدية للأداء من أهمها العائد على الأصول و العائد على حقوق الملكية، كما تم مقارنتها مع مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة الذي يعد تعديل للقيمة الاقتصادية المضافة و ذلك باستبدال القيمة الدفترية للأموال الخاصة بالقيمة السوقية لها، و قد اختلفت الدراسات حول تفوق القيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس التقليدية فقد اختلفت النتائج باختلاف العينة المدروسة فهي تختلف من دولة إلى أخرى و من سوق مالي إلى آخر، و بالتالي لا يمكن قبول الطرح المقدم من قبل شركة stern Stewart بشكل مسلم به، و هذا ما أثبتته الدراسات السابقة فنجد أن هناك دراسات تتفوق فيها المقاييس التقليدية على القيمة الاقتصادية المضافة.

## الفصل الثالث :

تقييم مؤسسة الأوراسي و مجمع صيدال من

منظور القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة

السوقية المضافة

## تمهيد

أدى تطور دور الأسواق المالية إلى بروز هدف تحقيق قيمة للمساهمين، الذي أصبح هدفا رئيسا يسعى المسكرون للوصول إليه، حيث أصبحت جميع القرارات المتخذة في المؤسسة تسعى لخدمة هذا الهدف، وقد اختلفت الأدوات المستخدمة لقياس خلق القيمة في المؤسسة، مما أدى إلى ظهور مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة الذي أحدث جدل كبير حول تفوقه على بقية المقاييس.

وقد سعت العديد من الدراسات لاختبار هذه الفرضية، فمن خلال ما تم عرضه في الدراسات السابقة لاحظنا إجماع من حيث الأدوات الإحصائية المستعملة إذ أن معظم الدراسات استعملت مصفوفة الارتباط لدراسة العلاقة بين متغيرات المستقلة و كل من الانحدار الخطي البسيط و المتعدد لاختبار القوة التفسيرية للمتغيرات المستقلة في تفسير المتغير التابع و الممثل إما بعوائد الأسهم العادية أو غير العادية، أسعار الأسهم و القيمة السوقية المضافة، و قد اختلفت الدراسات حول قبول الطرح الذي قدمه ستيرن ستوارت الذي يقتضي تفوق القيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس التقليدية للأداء في تفسير عوائد الأسهم.

فبعد التطرق إلى الجانب النظري للدراسة و عرض الدراسات السابقة، سيتم في هذا الفصل قياس مدى قدرة المؤسسات المدرجة في السوق المالي الجزائري على خلق قيمة لمساهميها، و كذا اختبار مدى تفوق القيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس التقليدية للأداء في تفسير القيمة السوقية المضافة، و من ثم سنقوم بدراسة تأثير القرارات المالية على خلق القيمة في مؤسسة الأوراسي و مجمع صيدال و التي يتم قياسها عن طريق القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة.

**I- تقديم بورصة الجزائر :****I-1- نشأة بورصة الجزائر :**

عرفت بورصة الجزائر عدة مراحل لإنشائها، فمنذ 1990 اتخذت الحكومة عدة إجراءات كان من بينها إنشاء شركة بتسمية مؤقتة عرفت بـ "شركة القيم المتداولة"، إذ تم تأسيسها بتاريخ 09 نوفمبر 1990 برأس مال يقدر بمبلغ 320000 دج، يديرها مجلس الإدارة المتكون من 08 أعضاء حيث كل عضو يمثل أحد الصناديق المساهمة، مرت هذه شركة بمرحلة صعبة تتعلق بمهمتها ووظيفتها، و تم تعديل قوانينها و رفع رأسمالها في فبراير 1992 إلى 9.320.00.000 دج، كما غير اسمها لتحمل بذلك اسم بورصة الأوراق المالية .

بدأت الانطلاقة الفعلية لبورصة الجزائر سنة 1993 وذلك راجع لعدة مشاكل بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 1993/24/25 المتتم و المعدل لأمر المتضمن قانون التجارة و المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 1993/05/23 المتعلق بسوق القيم المتداولة، و بناء على هذين المرسومين التشريعيين تم انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر حيث نص المرسوم رقم 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم و مراقبة البورصة و عملياتها.

تم تحديد المحاور الكبرى لسير القيم المنقولة في الجزائر عن طريق الهيئات العاملة ببورصة القيم المنقولة، و المتمثلة في لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة (تم تشكيلها في فيفري 1996) (COSOB) و التي تشكل سلطة سوق القيم المنقولة، و لجنة تسيير بورصة القيم (SGBV) مكلفة بالسهر على ضمان السير الحسن للعمليات المتداولة في البورصة . كان الافتتاح الرسمي والفعلية لبورصة الجزائر يوم الأربعاء 17 ديسمبر 1997، تم إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 2 جانفي 1998، متمثلا في القرض السندي لسوناطراك<sup>1</sup>.

**I-2- المؤسسات المكونة لبورصة الجزائر : تتكون بورصة الجزائر من****I-2-1- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV)<sup>2</sup>: وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475200000.00**

دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 وتحقق إنجازها في 25 مايو 1997؛ وتمثل الشركة إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها .

وقد شرعت الشركة، منذ نشأتها، في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة

تتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالأنشطة التالية

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة؛
- التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة

ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبته (COSOB).

<sup>1</sup> عبد القادر بن شني، أثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في الجزائر، مجلة المالية والأسواق، الحجم 2، العدد 3، 2015، ص82.

<sup>2</sup> <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=154>, date 29/01/2018,08:59

**I-2-2- لـجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها (COSOB)**

تتمثل مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة، لاسيما من خلال الحرص

على :

- ✓ حماية المستثمرين في القيم المنقولة ؛
- ✓ السير الحسن وشفافية سوق القيم المنقولة.

**I-2-3- الوطاء في عمليات البورصة**

ويتضمن سوق المال في الجزائر حالياً تسعة وطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية التالية:

- ✓ بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR) ؛
- ✓ وبنك التنمية المحلية (BDL) ؛
- ✓ وبنك الجزائر الخارجي (BEA) ؛
- ✓ والبنك الوطني الجزائري (BNA) ؛
- ✓ والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط- بنك (CNEP-Banque) ؛
- ✓ والقرض الشعبي الجزائري (CPA) ؛
- ✓ البنكين الخاصين بي ان بي و باريبا الجزائر (BNP, Paribas El djazair) ؛
- ✓ سوسيتي جنيرال (Société Générale Algérie) ؛
- ✓ وشركة خاصة (Tell Markets).

**I-2-4- المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر**

يضم السوق المالي الجزائري المؤسسات التالية :

المؤسسات المصدرة للأسهم :

- ✓ مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي الكمية المعروضة هي 1200000 سهم تمثل 20% من رأس المال سعر العرض 400 دينار

جزائري ؛

- ✓ أليانس للتأمينات الكمية المعروضة هي 1804511 سهم، تمثل 31% من رأس المال سعر الإصدار 830 دينار جزائري ؛

- ✓ أن سي أ-روبية الكمية المعروضة هي 1222988 سهم تمثل 25% من رأس المال سعر الإصدار 400 دينار جزائري ؛

- ✓ المجمع الصناعي صيدال الكمية المعروضة 2000000 سهم تمثل 20% من رأس المال الاجتماعي .سعر العرض 800 دينار

جزائري ؛

- ✓ بيوفارم الكمية المعروضة 5104375 سهم تمثل 20% من رأس المال الاجتماعي سعر العرض 1.225 دينار جزائري.

**II- الإطار العام للدراسة التطبيقية:****II-1- عينة الدراسة:**

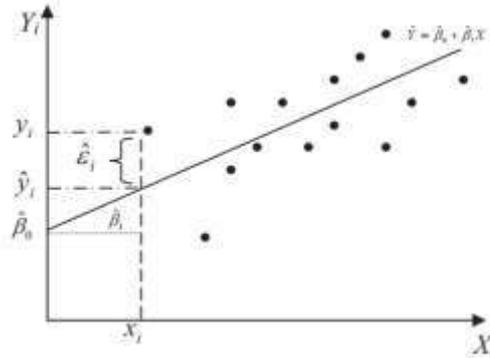
للوصول إلى أهداف الدراسة و اختبار فرضيات البحث، قمنا باختيار المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، و قد شملت عينة الدراسة كل من المجمع الصناعي صيدال و مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، اللتان تنشطان على التوالي في القطاع الصناعي و الخدمي، و ذلك للأسباب التالية :

- توافق فترة الدراسة، حيث تم إدراج أسهم مجمع صيدال سنة 1999، أما مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي فقد تم إدراجها في بورصة الجزائر في سنة 2000<sup>1</sup>؛
  - كلاهما عبارة عن سند رأس مال؛
  - توفر البيانات المالية خلال فترة الدراسة.
- و تم تجميع معطيات الدراسة من الموقع الخاص ببورصة الجزائر، حيث امتدت فترة الدراسة من 2002 إلى غاية 2017.

**II-2- الطريقة المستخدمة:**

لاختبار فرضيات الدراسة سيتم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية و هي طريقة واسعة الاستخدام في الدراسات الاقتصادية، من خلالها يتم قياس العلاقة بين المتغير التابع و المتغير أو المتغيرات المستقلة و تستند هذه الطريقة على محاولة إيجاد الخط المستقيم الذي يتخلل نقاط الشكل الانتشاري بالشكل الذي يجعل مجموع مربعات أبعاد النقاط عنه أقل ما يمكن<sup>2</sup>، أي محاولة إيجاد أحسن تصحيح خطي بتدئة مربعات الانحراف بين المشاهدات الفعلية و المقدرة<sup>3</sup> و يمكن تمثيلها بالشكل التالي :

الشكل رقم (3-1) : الهدف من طريقة المربعات الصغرى العادية



المصدر : المرجع السابق، ص 21.

<sup>1</sup> [http://www.sgbv.dz/ar/?page=details\\_societe&id\\_soc=28](http://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=28), date 23/04/2018 : (9 : 32) .

<sup>2</sup> صفاء بونس الصفاوي، عمار حازم طه، بعض طرائق المقدرات التقليدية ومقدر بيز لمعاملات نموذج الانحدار الخطي العام (دراسة مقارنة مع تطبيق في مجال طبي)، مجلة تنمية الرافدين، العدد 27، 2005، ص 94، بتصرف.

<sup>3</sup> محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات و تطبيقات، دار الحامد، الطبعة الأولى، 2011، ص 21.

إن عملية تقدير نموذج الانحدار يمر بثلاث مراحل ألا و هي :

1. مرحلة صياغة النموذج حيث يتم تحديد العلاقة إما خطية أو غير خطية، و في هذه المرحلة يتم الاستعانة بالشكل الذي تشكله النقاط في المنحنى الذي يربط المتغير التابع بالمتغير المستقل ؛
2. مرحلة تقدير النموذج في هذه المرحلة يتم تقدير معاملات النموذج ؛
3. مرحلة تشخيص النموذج في هذه المرحلة يتم اكتشاف أخطاء النموذج (مشاكل النموذج)، إن طريقة المربعات الصغرى العادية تقوم على ثلاث فرضيات أساسية و عدم تحققها يؤدي إلى ظهور مشاكل قياسية تتمثل في :  
 ✓ الارتباط الذاتي للأخطاء<sup>1</sup>: إن مشكل الارتباط الخطي للأخطاء ينشأ من وجود ارتباط خطي بين حد الخطأ في فترة زمنية معينة مع حد الخطأ للفترة الزمنية السابقة، أي أن

$$Cov(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0, \quad \forall i \neq j$$

و ينشأ لعدة أسباب أهمها :

- ✓ إهمال بعض المتغيرات التفسيرية في النموذج المراد تقديره ؛
- ✓ الصياغة الرياضية الخاطئة للنموذج ؛
- ✓ عدم دقة بيانات السلاسل الزمنية .

و يتم الكشف عن الارتباط الذاتي للأخطاء عن طريق الاختبارات التالية :

- يعتبر اختبار Durbin-Watson من أهم الاختبارات الشائعة المستخدمة في اكتشاف الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى، حيث تنص فرضية العدم ( $H_0$ ) على عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، و لاختبارها لابد من حساب إحصائية دارين واتسون (DW) و من ثم تحديد المجال الذي تقع فيه وفق الشكل التالي :

### الشكل (3-2) : مناطق القبول والرفض لاختبار Durbin-Watson

0	$d_L$	d	2	4- $d_U$	4- $d_L$	4
$P > 0$	?	$P=0$	$P=0$	?	$P < 0$	
ارتباط ذاتي موجب رفض $H_0$	غير محدد (منطقة الشك)	عدم وجود ارتباط قبول $H_0$	عدم وجود ارتباط قبول $H_0$	غير محدد (منطقة الشك)	ارتباط ذاتي سالب رفض $H_0$	

المصدر : المرجع السابق ص99.

و يتم الحصول على قيم كل من  $d_U$  و  $d_L$  عن طريق جدول (Durbin-Watson Significance Tables).

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن اختبار دارين واتسون لا يستطيع تحديد ما اذا كان هناك ارتباط أم لا في المجالين  $[d_L, d_U]$  و  $[4-d_U, 4-d_L]$  و بالتالي يصبح الاختبار غير فعال.

### ➤ اختبار Breusch-Godfrey

يرتكز هذا الاختبار على مضاعف لاغرانج و الذي يسمح باختبار وجود ارتباط ذاتي من درجة أكبر من الواحد، نموذج الانحدار الذاتي للأخطاء من الدرجة P تكتب على الشكل التالي :

$$\varepsilon_t = \rho_1 \varepsilon_{t-1} + \rho_2 \varepsilon_{t-2} + \dots + \rho_p \varepsilon_{t-p} + u_t$$

<sup>1</sup>محمد شيخي، المرجع السابق، ص 97 بتصرف.

✓ عدم ثبات تباين حد الخطأ<sup>1</sup>:

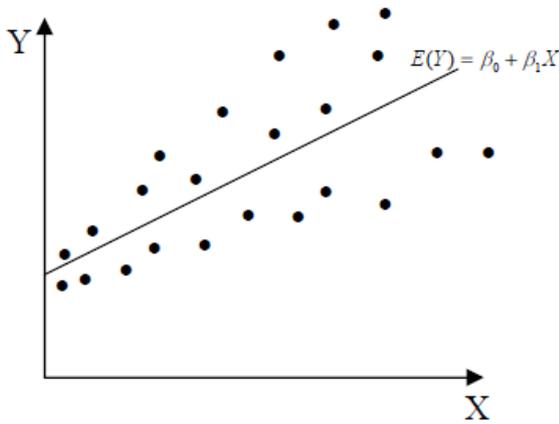
ان تحقق فرضية ثبات التباين تستلزم تحقق المساوات التالية :

$$(Var(\varepsilon_i) = E(\varepsilon_i^2) = \sigma^2, \forall i = 1, \dots, n)$$

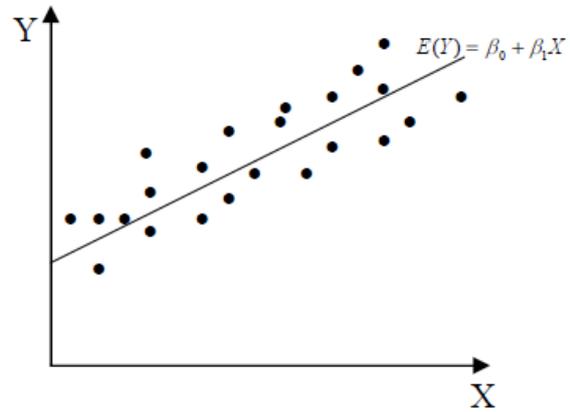
و يترتب على إسقاط هذا الافتراض، حدوث عدم ثبات تباين حد الخطأ، و الشكلين التاليين يوضحان العلاقة بين المتغير التابع و المستقل في حالة ثبات و عدم ثبات تباين الخطأ :

الشكل (3-3) : ثبات و عدم ثبات التباين في نموذج الانحدار الخطي البسيط

عدم ثبات تباين الخطأ في نموذج الانحدار البسيط



ثبات تباين الخطأ في نموذج الانحدار البسيط



المصدر : المرجع السابق ص 121.

✓ التوزيع الطبيعي للمعطيات .

4. مرحلة التنبؤ : بعد التأكد من صلاحية النموذج و خلوه من المشاكل القياسية السابقة يتم التنبؤ بقيم المتغير التابع بناء على قيم المتغير المستقل.

II-3- متغيرات الدراسة:

من أجل اختبار قدرة المقاييس التقليدية و الحديثة للأداء في تفسير القيمة السوقية المضافة، و محاولة قياس تأثير محددات خلق القيمة من منظور القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة في مؤسسة الأوراسي و مجمع صيدال، تم اختيار مجموعة من المؤشرات التي تؤدي هذا الغرض، و هي كالتالي :

<sup>1</sup> سعيد هنات، دراسة اقتصادية و قياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، علوم اقتصادية، جامعة ورقلة، ص 121.

**II-3-1- القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):**

يعد من أبرز و أشهر مقاييس الأداء المبنية على القيمة، إذ تقيس مدى قدرة المؤسسة على خلق قيمة لمساهميها، و ذلك بطرح تكلفة رأس المال من عائد رأس المال المستثمر، و قد تم حسابها بالعلاقة التالية :

$$EVA = \text{الأموال الخاصة} * (\text{تكلفة الأموال الخاصة} - \text{العائد على حقوق الملكية}) / \text{عدد الأسهم}$$

حيث :

تقدر نسبة تكلفة الأموال الخاصة في مجمع صيدال ب 19%<sup>1</sup>، و قد تم حسابها وفق العلاقة التالية :

$$K_e = \text{معدل الفائدة الخالي من الخطر} + \text{متوسط علاوة الخطر} + \text{علاوة الخطر الخاص بالبلد} + \text{علاوة محددة الفترة} + \text{مخطر السيولة (ضيق السوق)}$$

$$19 = 2 + 2 + 4 + 5 + 6 = K_e$$

أما بالنسبة لمؤسسة الأوراسي فتم حساب تكلفة رأس المال كالتالي :

$$K_e = \text{المعدل الخالي من المخاطرة} + \text{علاوة المخاطرة}^2$$

$$6.14 = K_e$$

**II-3-2- القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة (REVA) :**

إن هذه النسبة ما هي إلا تعديل للقيمة الاقتصادية المضافة، و يكمن الاختلاف في أن هذه النسبة يدخل في حسابها قيمة الأموال الخاصة وفقا للقيمة السوقية بدل القيمة الدفترية كما هو الحال في القيمة الاقتصادية المضافة، و بالتالي تصبح العلاقة كالتالي :

$$REVA = \text{الأموال الخاصة المعدلة} * (\text{تكلفة الأموال الخاصة} - \text{العائد على حقوق الملكية}) / \text{عدد}$$

**II-3-3- القيمة السوقية المضافة (MVA) :**

هي عبارة عن الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة و القيمة المحاسبية لها، كما أنها عبارة عن توقعات القيمة الاقتصادية المضافة المستقبلية، و قد تم حسابها بالعلاقة :

$$MVA = \text{القيمة السوقية للأموال الخاصة} - \text{القيمة المحاسبية للأموال الخاصة}$$

<sup>1</sup> Abdelkader gliz, le problème de l'évaluation de l'entreprise en privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché, les cahiers de CRAED, n° 54/2000, page 25.

<sup>2</sup> Nassima asous, Op.Cit.p 157-158.

**II-3-4- العائد على حقوق الملكية (ROE):**

العائد على حقوق الملكية (المردودية المالية) هو مؤشر يعكس مدى كفاءة المسيرين في استغلال الأموال الخاصة، و يحسب بالعلاقة

التالية :

$$\text{ROE} = \text{النتيجة الصافية} / \text{الأموال الخاصة}$$

**II-3-5- العائد على الاستثمار (ROI) :**

هو عبارة عن العائد المحقق من رأس المال المستثمر في نشاط المؤسسة و ذلك بغض النظر عن مصادر تمويله ويتم حسابه وفق

العلاقة التالية :

$$\text{ROI} = \text{النتيجة الصافية قبل الضرائب} / \text{رأس المال المستثمر}$$

**II-3-6- العائد على الأصول (ROA) :**

يعد أحد نسب الربحية، و يعبر عن العلاقة بين الأرباح و حجم الأموال المتاحة لتحقيقها، ويتم الحصول عليه وفق العلاقة :

$$\text{ROA} = \text{النتيجة الصافية} / \text{إجمالي الأصول}$$

**II-3-7- حصة السهم من الأرباح (EPS) :**

تكمن أهمية هذا المؤشر بالنسبة للمساهمين في معرفة قدرة المؤسسة على توليد دخل إضافي، و تحسب وفق العلاقة التالية :

$$\text{EPS} = \text{النتيجة الصافية} / \text{مجموع الأسهم العادية القائمة}$$

**II-3-8- نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب (NOPAT) :**

يقيس هذا المؤشر أداء نشاط الاستغلال، و يحسب وفق العلاقة التالية :

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} - \text{T}$$

حيث :

**EBIT** : نتيجة الاستغلال قبل الفائدة و الضريبة؛

**T** : الضرائب على الأرباح.

**II-3-9- إجمالي عائد المساهمين (TSR):**

هذا المؤشر يشرح مدى خلق قيمة للمساهمين أي الربحية التي تم تحقيقها للمساهمين، ويحسب بالعلاقة التالية :

$$P_{t-1} / DEV + ( P_{t-1} - P_t) = TSR$$

حيث :

**Pt** : أسعار الأسهم للفترة t ؛

**Pt-1** : أسعار الأسهم للفترة t-1 ؛

**DEV** : التوزيعات.

**II-3-10- المردودية الاقتصادية (Re) :**

هي عبارة عن الربح الذي قامت المؤسسة بتحقيقه من خلال نشاطها الأساسي، إذ يقوم على الربط بين نتيجة الاستغلال و رأس المال المستثمر، و تحسب وفق العلاقة التالية :

$$Re = \text{نتيجة التشغيل بعد الضريبة} / \text{الأصل الاقتصادي}$$

**II-3-11- نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول :**

تعتبر هذه النسبة أحد نسب الرفع المالي، إذ سيتم استخدامها لدراسة تأثير الهيكل المالي على خلق القيمة في المؤسسة، وتمثل هذه النسبة حجم الديون مقارنة مع أصول المؤسسة، و تحسب وفق العلاقة التالية :

$$T.debt/T.assets = \text{إجمالي الديون} / \text{إجمالي الأصول}$$

**II-3-12- نسبة إجمالي الاستثمارات على إجمالي الأصول :**

سنستخدم هذه النسبة للتعبير عن سياسة الاستثمار، و هي تمثل حجم استثمارات المؤسسة مقارنة بأصولها، و تحسب بالعلاقة

التالية:

$$T.inv/T.assets = \text{إجمالي الاستثمار} / \text{إجمالي الأصول}$$

**II-3-13- عائد توزيعات الأسهم :**

هذا المؤشر يمثل سياسة توزيع الأرباح، و يمثل أرباح المساهمين موزعة بين التوزيعات و سعر السهم الواحد، و تتكون هذه النسبة من

إجمالي المردودية الناتجة عن توزيعات الأرباح، و يتم قياسها وفق العلاقة التالية :

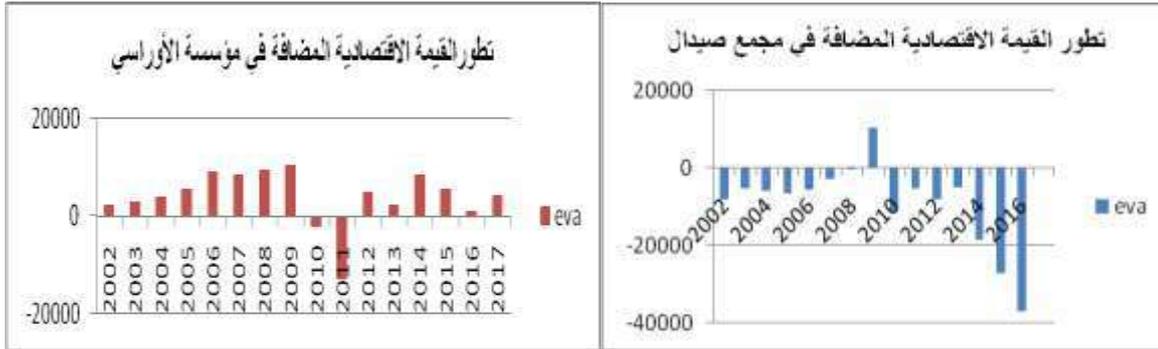
$$\text{Cours boursier} / \text{Dividendes} = \text{Dividend-yield}$$

## II-4-2- تطور مقاييس خلق القيمة لمجمع صيدال و مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي

من أجل مقارنة قدرة المؤسسات محل الدراسة على خلق قيمة لمساهميها، سنقوم فيما يلي بعرض تطور متغيرات خلق القيمة لمجمع صيدال و مؤسسة الأوراسي.

### II-4-2-1- القيمة الاقتصادية المضافة

الشكل (3-4) : تطور قيم القيمة الاقتصادية المضافة لمجمع صيدال و مؤسسة الأوراسي

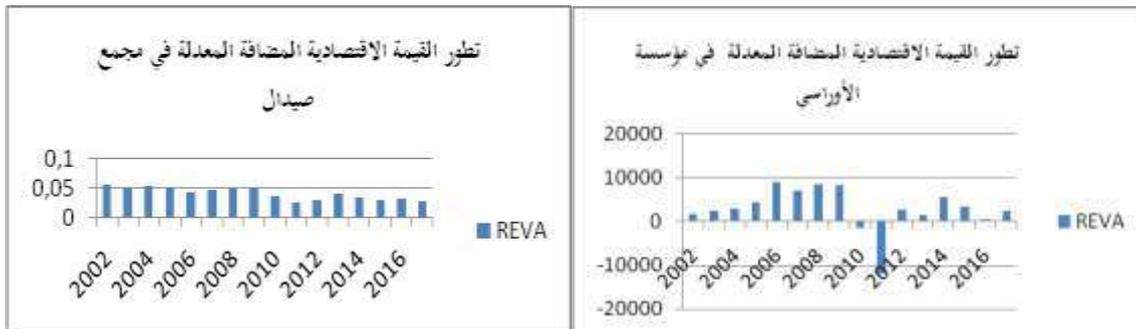


المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (01).

من خلال الشكل (3-1) نلاحظ أن معظم قيم القيمة الاقتصادية المضافة لمجمع صيدال كانت سالبة خلال فترة الدراسة، ما عدا قيمتها سنة 2009 حيث بلغت 10,24,149، و بالتالي فهي لم تحقق خلق قيمة لمساهميها من خلال مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة إلا في تلك السنة، أما بالنسبة لمؤسسة الأوراسي فقد استطاعت خلق قيمة لمساهميها من منظور القيمة الاقتصادية المضافة، فقد كانت قيم هذه الأخيرة موجبة ماعدا سنتي 2010، 2011.

### II-4-2-2- القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة

الشكل (3-5) : تطور قيم القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة لمجمع صيدال و مؤسسة الأوراسي



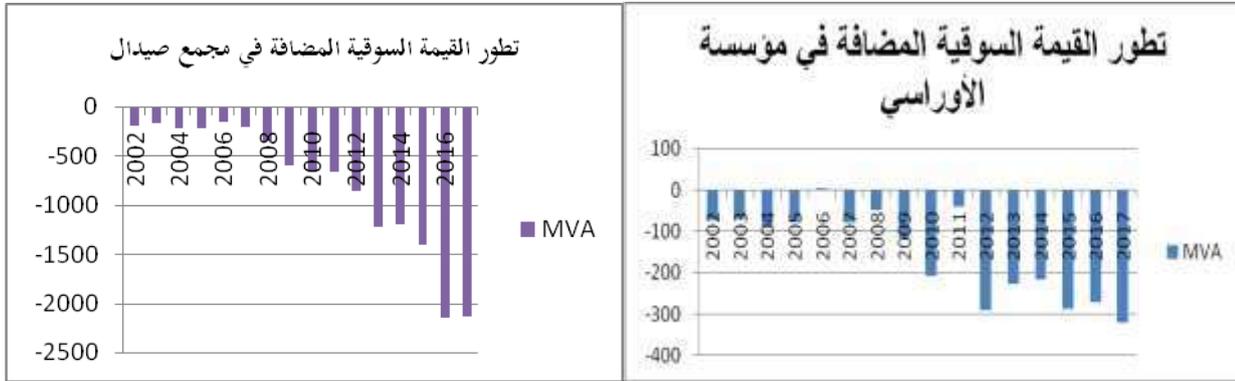
المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (01).

من خلال الشكل (3-2) نلاحظ أن قيم القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة لمجمع صيدال كانت هي الأخرى سالبة خلال فترة الدراسة، إلا أنها بقيت أقل ما عدا سنة 2009 حيث بلغت قيمتها 32,3991، و بالتالي فهي لم تحقق خلق قيمة لمساهميها من خلال مؤشر

القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، أما بالنسبة لمؤسسة الأوراسي فقد استطاعت خلق قيمة لمساهميها من منظور القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، فقد كانت قيم هذه الأخيرة موجبة إلا في السنتين 2010، 2011.

## II-4-2-3- القيمة السوقية المضافة

الشكل (3-6) : تطور قيم القيمة السوقية المضافة لمجمع صيدال و مؤسسة الأوراسي

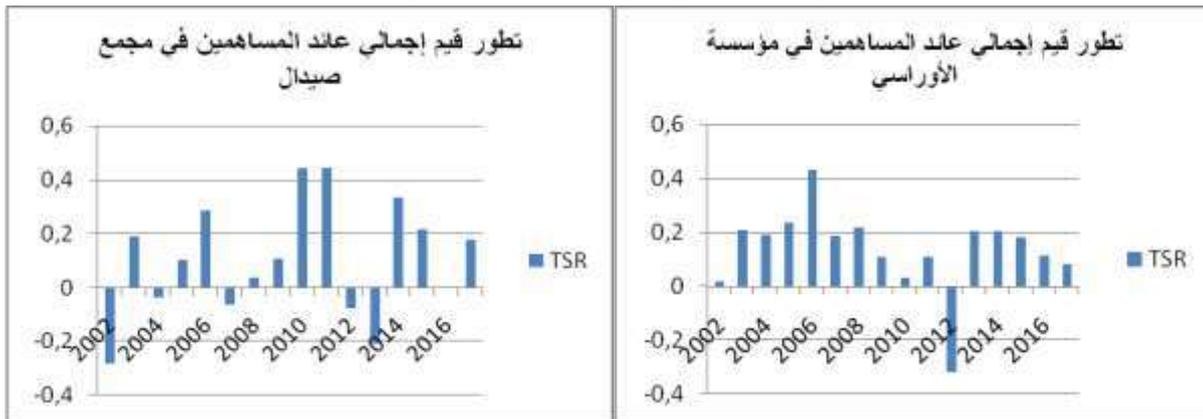


المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (01).

من خلال الشكل (3-3) نلاحظ أن معظم قيم القيمة السوقية المضافة لمجمع صيدال و مؤسسة الأوراسي سالبة خلال فترة الدراسة، فكلاهما قام بتدمير القيمة من منظور القيمة السوقية المضافة، إلا في سنة 2006 فقد حققت مؤسسة الأوراسي قيمة موجبة و لكنها تكاد تكون معدومة، و بالتالي فكلاهما لم يحقق خلق قيمة للمساهمين من خلال مؤشر القيمة السوقية المضافة.

## II-4-2-4 إجمالي عائد المساهمين

الشكل (3-4) : تطور قيم مؤشر إجمالي عائد المساهمين لمجمع صيدال و مؤسسة الأوراسي



المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (01).

من خلال الشكل (3-4) نلاحظ أن قيم مؤشر إجمالي عائد المساهمين لمجمع صيدال و مؤسسة الأوراسي خلال فترة الدراسة كانت موجبة، ما عدا سنتي 2012 و 2013 بالنسبة لمجمع صيدال، إلا أن قيم هذا المؤشر في مجمع صيدال كانت أعلى، و بالتالي فكلاهما حقق خلق قيمة من خلال مؤشر إجمالي عائد المساهمين.

## II-4- الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

من أجل اختبار فرضيات الدراسة و الوصول إلى الأهداف المرجوة تم استخدام برنامج Excel لتبويب البيانات و حساب متغيرات الدراسة، كما تم الاستعانة ببرنامج Eviews 9 لتحديد الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة.

### الجدول رقم(3-1) : الخصائص الإحصائية للمقاييس التقليدية و الحديثة للأداء لمؤسسة الأوراسي

المتغيرات المستقلة								المتغير التابع	
NOPAT	EPS	ROE	ROA	ROI	TSR	REVA	EVA	MVA	
402912484.63	72.68	14.23	0.05	0.09	0.13	2932.46	3904.86	-150.35	Mean
437421950.90	83.39	14.59	0.05	0.09	0.18	2749.09	4541.54	-100.39	Median
857801807.31	138.32	29.78	0.11	0.21	0.43	9103.38	10364.98	4.68	Maximum
-703561714	-95.97	-17.73	-0.05	-0.06	-0.32	-11936.47	-12921.13	-319.34	Minimum
348425258.21	56.51	11.11	0.04	0.06	0.15	4999.56	5658.18	106.33	Std. Dev.
-2.00	-1.63	-1.37	-0.61	-0.26	-1.29	-1.50	-1.62	-0.27	Skewness
7.54	5.98	5.39	3.42	2.80	6.29	6.01	5.95	1.55	Kurtosis
16	16	16	16	16	16	16	16	16	N

المصدر : مخرجات برنامج Eviews 9 بتصريف.

من خلال نتائج الجدول رقم (3-1) تظهر الخصائص الوصفية للمتغير التابع و المتغيرات المستقلة، حيث بلغ عدد المشاهدات 16 مشاهدة خلال الفترة الممتدة من سنة 2002 إلى غاية 2017، و كانت الخصائص كالتالي :

بالنسبة للمتغير التابع (MVA) فقد بلغ متوسطه -150.35 بانحراف معياري قدر ب 106.33، في حين بلغت أعلى قيمة 4.68 و قد كانت في سنة 2006، أقل قيمة قدرت ب -319.34 و قد كانت في سنة 2017. أما بالنسبة للمتغيرات المستقلة فنلاحظ أن :

✓ متوسط القيمة الاقتصادية المضافة قد بلغ 3904.86 بانحراف معياري قدر ب 106.33، في حين بلغت أعلى قيمة 10364.98 و قد سجلت في سنة 2009، و أقل قيمة قدرت ب -12921.13 و قد كانت في سنة 2011.

✓ القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة قد بلغ متوسطها -353.856 بانحراف معياري قدر ب 4999.56، في حين بلغت أعلى قيمة 9103.38 سجلت في سنة 2006 و أقل قيمة قدرت ب -11936.47 كانت في سنة 2011.

✓ إجمالي عائد المساهمين بلغ متوسطه 0.13 بانحراف معياري قدر ب -1.29، في حين بلغت أعلى قيمة 0.43 سجلت في سنة 2006 و أقل قيمة قدرت ب -11936.47 كانت في سنة 2012.

✓ متوسط العائد على الاستثمار قد بلغ 0.09 بانحراف معياري قدر ب 0.06، في حين بلغت أعلى قيمة 0.21 و قد سجلت في سنة 2009، و أقل قيمة قدرت ب -0.06 و قد كانت في سنة 2011.

✓ العائد على الأصول قد بلغ متوسطها 0.05 بانحراف معياري قدر ب 0.04، في حين بلغت أعلى قيمة لهذا المتغير 0.11 سجلت في سنتي 2007-2008، و أقل قيمة قدرت ب -0.05 كانت في سنة 2011.

- ✓ متوسط المردودية المالية قد بلغ 14.23 بانحراف معياري قدر ب 11.11، في حين بلغت أعلى قيمة 29.78 وقد سجلت في سنة 2006، و أقل قيمة قدرت ب 17.73- وقد كانت في سنة 2011.
- ✓ حصة السهم من الأرباح قد بلغ متوسطها 72.68 بانحراف معياري قدر ب 56.51، في حين بلغت أعلى قيمة 138.32 سجلت في سنة 2009 و أقل قيمة قدرت ب 95.97- كانت في سنة 2011.
- ✓ متوسط نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب قد بلغ 402912484.63 بانحراف معياري قدر ب 348425258.21، في حين بلغت أعلى قيمة 857801807.31 وقد سجلت في سنة 2014، و أقل قيمة قدرت ب 703561714- وقد كانت في سنة 2011.

الجدول رقم(3-2) : الخصائص الإحصائية للمقاييس التقليدية و الحديثة للأداء لمجمع صيدال

المتغيرات المستقلة								المتغير التابع	
NOPAT	EPS	ROE	ROA	ROI	TSR	REVA	EVA	MVA	
1378873379.46	127.95	11.05	0.05	0.08	0.09	-4105.91	-11178.74	-768.98	Mean
1161857019.02	123.62	9.05	0.04	0.06	0.06	-4007.62	-6431.26	-626.26	Median
2938329393.03	287.50	29.36	0.12	0.20	0.44	3991.32	10149.25	-106.98	Maximum
407067439.99	18.73	3.48	0.01	0.03	-0.20	-9287.92	-39306.95	-2146.40	Minimum
651524016.45	80.03	6.51	0.02	0.04	0.20	3346.61	13186.79	677.95	Std. Dev.
0.87	0.54	1.39	1.13	1.39	0.38	0.55	-0.95	-0.93	Skewness
3.25	2.39	4.85	3.88	4.52	2.03	3.41	3.24	2.72	Kurtosis
16	16	16	16	16	16	16	16	16	N

المصدر : مخرجات برنامج 9 Eviews بتصرف.

- بالنسبة للمتغير التابع (MVA) فقد بلغ متوسطه 768.98- بانحراف معياري قدر ب 677.95، في حين بلغت أعلى قيمة 106.98- و قد كانت في سنة 2002، أقل قيمة قدرت ب 2146.40- وقد كانت في سنة 2016. أما بالنسبة للمتغيرات المستقلة فنلاحظ أن :
- ✓ متوسط القيمة الاقتصادية المضافة قد بلغ 11178.74- بانحراف معياري قدر ب 13186.79، في حين بلغت أعلى قيمة 10149.25 وقد سجلت في سنة 2009، و أقل قيمة قدرت ب 39306.95- وقد كانت في سنة 2017.
- ✓ القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة قد بلغ متوسطها 4105.91- بانحراف معياري قدر ب 3346.61، في حين بلغت أعلى قيمة 3991.32 سجلت في سنة 2009 و أقل قيمة قدرت ب 9287.92- كانت في سنة 2017.
- ✓ إجمالي عائد المساهمين بلغ متوسطه 0.09 بانحراف معياري قدر ب 0.20، في حين بلغت أعلى قيمة 0.44 سجلت في سنة 2010 و أقل قيمة قدرت ب 0.20- كانت في سنة 2013.
- ✓ متوسط العائد على الاستثمار قد بلغ 0.08 بانحراف معياري قدر ب 0.04، في حين بلغت أعلى قيمة 0.20 وقد سجلت في سنة 2009، و أقل قيمة قدرت ب 0.03 وقد كانت في سنة 2002.
- ✓ العائد على الأصول قد بلغ متوسطها 0.05 بانحراف معياري قدر ب 0.02، في حين بلغت أعلى قيمة 0.12 سجلت في سنتي 2009، و أقل قيمة قدرت ب 0.01 كانت في سنة 2002.
- ✓ متوسط المردودية المالية قد بلغ 11.05 بانحراف معياري قدر ب 6.51، في حين بلغت أعلى قيمة 29.36 وقد سجلت في سنة 2009، و أقل قيمة قدرت ب 3.48 وقد كانت في سنة 2002.

✓ حصة السهم من الأرباح قد بلغ متوسطها 127.95 بانحراف معياري قدر ب 80.03، في حين بلغت أعلى قيمة 287.50 سجلت في سنة 2009 و أقل قيمة قدرت ب 18.73 كانت في سنة 2002.

✓ متوسط نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب قد بلغ 1378873379.46 بانحراف معياري قدر ب 651524016.45، في حين بلغت أعلى قيمة 2938329393.03 وقد سجلت في سنة 2009، و أقل قيمة قدرت ب 407067439.99 وقد كانت في سنة 2002.

الجدول رقم(3-3) : الخصائص الوصفية لمحددات خلق القيمة لمؤسسة الأوراسي

T.inv/ T.assets	T.debt/T.assets	dividend yield	RE	
0.61	0.55	0.08	0.06	Mean
0.65	0.51	0.09	0.07	Median
0.89	0.73	0.13	0.16	Maximum
0.34	0.39	0.00	-0.07	Minimum
0.17	0.10	0.04	0.05	Std. Dev.
-0.18	0.32	-0.84	-0.90	Skewness
1.77	1.85	2.56	4.72	Kurtosis
16	16	16	16	N

المصدر : مخرجات برنامج 9 Eviews بتصرف.

الجدول رقم(3-4) : الخصائص الوصفية لمحددات خلق القيمة لمجمع صيدال

T.inv/ T.assets	T.debt/T.assets	dividend yield	RE	
0.42	0.51	0.06	0.07	Mean
0.36	0.51	0.06	0.07	Median
0.87	0.71	0.09	0.17	Maximum
0.30	0.41	0.02	0.03	Minimum
0.15	0.07	0.01	0.03	Std. Dev.
1.76	1.02	0.29-	1.16	Skewness
5.12	4.45	2.82	4.52	Kurtosis
16	16	16	16	N

المصدر : مخرجات برنامج 9 Eviews بتصرف.

من خلال نتائج الجدولين (3-3)، (3-4) نلاحظ أن :

✓ متوسط المردودية الاقتصادية في مؤسسة الأوراسي قد بلغ 0.06 بانحراف معياري قدر ب 0.05، في حين بلغت أعلى قيمة 0.16 وقد سجلت في سنة 2006، و أقل قيمة قدرت ب -0.07 وقد كانت في سنة 2011.

✓ متوسط المردودية الاقتصادية في مجمع صيدال قد بلغ 0.07 بانحراف معياري قدر ب 0.03، في حين بلغت أعلى قيمة 0.17 وقد سجلت في سنة 2009، و أقل قيمة قدرت ب -0.07 وقد كانت في سنة 2017.

✓ نسبة عائد توزيعات الأسهم لمؤسسة الأوراسي قد بلغ متوسطها 0.08 بانحراف معياري قدر ب 0.04، حيث بلغت أعلى قيمة 0.13 سجلت في سنتي 2004-2005، و أقل قيمة قدرت ب 0.00 كانت في سنتي 2011-2012.

- ✓ نسبة عائد توزيعات الأسهم لمجمع صيدال قد بلغ متوسطها 0.06 بانحراف معياري قدر ب 0.01، حيث بلغت أعلى قيمة 0.09 سجلت في سنتي 2008-2009، و أقل قيمة قدرت ب 0.02 كانت في سنة 2002.
- ✓ نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول لمؤسسة الأوراسي قد بلغ متوسطها 0.55 بانحراف معياري قدر ب 0.10، حيث بلغت أعلى قيمة 0.73 سجلت في سنة 2017، و أقل قيمة قدرت ب 0.39 كانت في سنة 2009.
- ✓ نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول لمجمع صيدال قد بلغ متوسطها 0.51 بانحراف معياري قدر ب 0.07، حيث بلغت أعلى قيمة 0.71 سجلت في سنة 2010 و أقل قيمة قدرت ب 0.41 كانت في سنة 2015.
- ✓ نسبة إجمالي الاستثمارات على إجمالي الأصول لمؤسسة الأوراسي قد بلغ متوسطها 0.61 بانحراف معياري قدر ب 0.17، حيث بلغت أعلى قيمة 0.89 سجلت في سنة 2012، و أقل قيمة قدرت ب 0.34 كانت في سنة 2009.
- ✓ نسبة إجمالي الاستثمارات على إجمالي الأصول لمجمع صيدال قد بلغ متوسطها 0.42 بانحراف معياري قدر ب 0.15، حيث بلغت أعلى قيمة 0.87 سجلت في سنتي 2016، و أقل قيمة قدرت ب 0.30 كانت في سنتي 2007-2008.

### III- تحليل نتائج الدراسة :

#### III-1- تحليل الارتباط:

من أجل دراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة تم الاستعانة بمصفوفة الارتباط و التي من خلالها يظهر مدى الارتباط بين المتغير التابع و المتغيرات المستقلة حيث تشير الإشارة الموجبة إلى وجود علاقة طردية في حين العلاقة السالبة تعني وجود علاقة عكسية أما قيمة معامل الارتباط فتدل على مدى قوة العلاقة، ليتم فيما بعد تقدير معادلات الانحدار وفق طريقة المربعات الصغرى العادية.

الجدول رقم (3-5) : مصفوفة الارتباط للمقاييس التقليدية و الحديثة للأداء لمؤسسة الأوراسي

	MVA	EVA	REVA	TSR	ROE	ROI	ROA	EPS	NOPAT
MVA	1								
EVA	0.01	1							
REVA	0.11	0.98	1						
TSR	0.51	0.24	0.31	1					
ROE	0.22	0.96	0.98	0.34	1				
ROI	0.43	0.88	0.91	0.34	0.94	1			
ROA	0.37	0.92	0.95	0.37	0.97	0.99	1		
EPS	-0.13	0.98	0.95	0.18	0.91	0.80	0.84	1	
NOPAT	-0.29	0.89	0.86	0.12	0.81	0.61	0.69	0.92	1

المصدر: مخرجات برنامج Eviwes9.

بناءً على معطيات الجدول رقم (3-5) أظهرت مصفوفة الارتباط أن هناك ارتباط موجب عند مستوى المعنوية 5 % بين المتغير التابع (القيمة السوقية المضافة) و كل من المتغيرات المستقلة التالية :

حيث نلاحظ عدم وجود ارتباط مع القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) حيث قدر معامل الارتباط ب (0.01)، و قدر معامل الارتباط مع القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة (REVA) ب (0.11)، و نلاحظ وجود ارتباط ضعيف مع العائد على حقوق الملكية (ROE) ارتباط قدر ب (0.22).

أما أكبر معامل ارتباط فكان مع مؤشر إجمالي عائد المساهمين (TSR) حيث بلغ (0.51)، يليها العائد على الاستثمار (ROI) بنسبة (0.43)، و من ثم العائد على الأصول (ROA) بنسبة (0.37).  
كما نلاحظ أن هناك ارتباط سالب ضعيف بين القيمة السوقية المضافة و حصة السهم من الأرباح (EPS) قدر ب (-0.13) و نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب (NOPAT) فكانت نسبة الارتباط (-0.29).  
أما بالنسبة للارتباط بين المتغيرات المستقلة فيما بينها أظهرت النتائج على وجود ارتباط قوي بين القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، و بين العائد على حقوق الملكية مع القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة بنفس النسبة قدرت ب 0.98 ، كما نجد أن هناك ارتباط قوي بين كل من العائد على حقوق الملكية و العائد على الأصول قدر ب 0.97.

الجدول رقم (3-6) : مصفوفة الارتباط للمقاييس التقليدية و الحديثة للأداء لمجمع صيدال

	MVA	EVA	REVA	TSR	ROE	ROI	ROA	EPS	NOPAT
MVA	1								
EVA	0.83	1							
REVA	0.52	0.88	1						
TSR	-0.11	-0.17	-0.18	1					
ROE	0.04	0.58	0.84	-0.90	1				
ROI	0.00	0.54	0.83	-0.05	0.98	1			
ROA	0.23	0.69	0.93	-0.04	0.95	0.95	1		
EPS	-0.43	0.11	0.46	0.04	0.84	0.86	0.70	1	
NOPAT	-0.24	0.31	0.64	0.01	0.92	0.94	0.83	0.95	1

المصدر: مخرجات برنامج Eviwes9.

بناء على معطيات الجدول رقم (3-6) أظهرت مصفوفة الارتباط أن هناك ارتباط موجب عند مستوى المعنوية 5 % بين المتغير التابع (القيمة السوقية المضافة) و كل من المتغيرات المستقلة التالية :  
حيث نلاحظ أن هناك ارتباط موجب قوي مع القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) قدر ب (0.83)، و مع القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة (REVA) فكانت قيمة الارتباط (0.52)، و ارتباط موجب ضعيف مع العائد على حقوق الملكية (ROE) بنسبة ارتباط قدرت ب (0.04)، و عدم وجود ارتباط بين القيمة السوقية المضافة و العائد عائد على الاستثمار.  
كما نلاحظ أن هناك ارتباط سالب قوي بين القيمة السوقية المضافة و حصة السهم من الأرباح (EPS) قدر ب (-0.43)، و ارتباط سالب ضعيف مع نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب (NOPAT) فكانت نسبة الارتباط (-0.24) و إجمالي عائد المساهمين فكان معامل الارتباط مساويا لـ -0.11.  
أما بالنسبة للارتباط بين المتغيرات المستقلة فيما بينها أظهرت النتائج على وجود ارتباط قوي بين العائد على حقوق الملكية و العائد على الاستثمار قدر ب 0.98، و بين العائد على الأصول مع العائد على حقوق الملكية و العائد على الاستثمار بنفس النسبة قدرت ب 0.95 ، كما نجد أن هناك ارتباط قوي بين كل القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة قدر ب 0.88.

الجدول رقم (3-7) : مصفوفة الارتباط للقيمة الاقتصادية المضافة و محددات خلق القيمة بمؤسسة الأوراسي

	EVA	RE	T.debt/T.assets	T.inv/ T.assets	dividend yield
EVA	1				
RE	0.88	1			
T.debt/T.assets	-0.52	-0.63	1		
T.inv/ T.assets	-0.59	-0.65	0.68	1	
dividend yield	0.62	0.71	-0.40	-0.79	1

المصدر: مخرجات برنامج Eviwes9.

من خلال الجدول (3-7) نلاحظ أن هناك ارتباط قوي ذو إشارة موجبة بين القيمة الاقتصادية المضافة و المردودية الاقتصادية قدر ب 0.88، و بين القيمة الاقتصادية المضافة و عائد توزيعات الأسهم قدر ب 0.62، و ارتباط قوي ذو إشارة سالبة بين القيمة الاقتصادية المضافة و كل من نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول بنسبة -0.52 و نسبة إجمالي الاستثمارات على إجمالي أصول بمعامل ارتباط قدر ب -0.59.

أما بالنسبة للارتباط بين المتغيرات المستقلة فيما بينها فنلاحظ أن الارتباط الأقوى كان بين نسبة إجمالي الاستثمارات على إجمالي أصول و عائد توزيعات الأسهم بنسبة قدرت ب -0.79، و بين المردودية الاقتصادية مع عائد توزيعات الأسهم بنسبة بلغت -0.79.

الجدول رقم (3-8) : مصفوفة الارتباط للقيمة الاقتصادية المضافة و محددات خلق القيمة بمجمع صيدال

	EVA	RE	T.debt/T.assets	T.inv/ T.assets	dividend yield
EVA	1				
RE	0.76	1			
T.debt/T.assets	0.47	0.41	1		
T.inv/ T.assets	0.21	-0.16	-0.15	1	
dividend yield	-0.84	-0.53	0.12	0.07	1

المصدر: مخرجات برنامج Eviwes9.

من خلال الجدول (3-8) نلاحظ أن هناك ارتباط قوي ذو إشارة سالبة بين القيمة الاقتصادية المضافة و عائد توزيعات الأسهم قدر ب -0.84، و ارتباط قوي ذو إشارة موجبة بين القيمة الاقتصادية المضافة و المردودية الاقتصادية قدر ب 0.76، كذلك بين القيمة الاقتصادية المضافة و نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول، في حين نلاحظ أن هناك ارتباط ضعيف بين القيمة الاقتصادية المضافة و نسبة إجمالي الاستثمارات على إجمالي أصول.

أما بالنسبة للارتباط بين المتغيرات المستقلة فيما بينها فنلاحظ أن الارتباط الأقوى كان بين المردودية الاقتصادية و عائد توزيعات الأسهم بنسبة قدرت ب -0.53، و بين المردودية الاقتصادية مع نسبة إجمالي الديون على إجمالي أصول بنسبة بلغت 0.41.

## الجدول رقم (3-9) : مصفوفة الارتباط للقيمة السوقية المضافة ومحددات خلق القيمة لمؤسسة الأوراسي

	MVA	RE	T.debt/T.assets	T.inv/ T.assets	dividend yield
MVA	1				
RE	0.30	1			
T.debt/T.assets	-0.45	-0.63	1		
T.inv/ T.assets	-0.67	-0.65	0.68	1	
dividend yield	0.46	0.71	-0.40	-0.79	1

المصدر: مخرجات برنامج Eviwes9.

نلاحظ من خلال نتائج الجدول رقم (3-9) أن هناك ارتباط قوي ذو إشارة سالبة بين القيمة السوقية المضافة و نسبة إجمالي الاستثمارات على إجمالي أصول قدر ب -0.67، وكذلك مع نسبة إجمالي الديون على إجمالي أصول بنسبة -0.45. و ارتباط ذو إشارة سالبة بين المرودية الاقتصادية و عائد توزيعات الأسهم قدر على التوالي ب 0.30، 0.46. أما بالنسبة للارتباط بين المتغيرات المستقلة فيما بينها فنلاحظ أن الارتباط الأقوى كان بين نسبة إجمالي الاستثمارات على إجمالي أصول و عائد توزيعات الأسهم بنسبة قدرت ب -0.79، و بين المرودية الاقتصادية مع عائد توزيعات الأسهم بنسبة بلغت 0.71.

## الجدول رقم (3-10) : مصفوفة الارتباط للقيمة السوقية المضافة ومحددات خلق القيمة لمجمع صيدال

	MVA	RE	T.debt/T.assets	T.inv/ T.assets	dividend yield
MVA	1				
RE	0.34	1			
T.debt/T.assets	0.37	-0.16	1		
T.inv/ T.assets	-0.84	-0.53	0.07	1	
dividend yield	-0.35	0.41	-0.15	0.12	1

المصدر: مخرجات برنامج Eviwes9.

من خلال الجدول (3-10) نلاحظ أن هناك ارتباط ذو إشارة سالبة بين القيمة السوقية المضافة و كل من نسبة إجمالي الاستثمارات على إجمالي الأصول و عائد توزيعات الأسهم بنسب على قدرت على التوالي ب -0.8، -0.35. و ارتباط ذو إشارة موجبة بين القيمة السوقية المضافة و المرودية الاقتصادية قدر ب 0.34، نسبة ارتباط بلغت 0.37 مع نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول.

أما بالنسبة للارتباط بين المتغيرات المستقلة فيما بينها فنلاحظ أن الارتباط الأقوى كان بين نسبة إجمالي الاستثمارات على إجمالي أصول و المرودية الاقتصادية بنسبة قدرت ب -0.53، و بين المرودية الاقتصادية مع عائد توزيعات الأسهم بنسبة بلغت 0.41.

## III-2- تحليل نماذج الانحدار و اختبار الفرضيات

## III-2-1- اختبار قدرة المقاييس التقليدية و الحديثة للأداء في تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة

لاختبار قدرة المقاييس التقليدية و الحديثة للأداء على تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة، سنقوم باستخدام طريقة المربعات الصغرى، حيث سيتم تقدير نموذجين للانحدار، النموذج الأول يقيس العلاقة بين القيمة السوقية المضافة و المقاييس التقليدية، و النموذج الثاني يقيس العلاقة بين القيمة السوقية المضافة و المقاييس الحديثة للأداء، بناء على ذلك تم طرح النموذجين الأساسيين على النحو التالي :

النموذج الأول :

$$MVA = B_0 + B_1 ROI + B_2 ROA + B_3 ROE + B_4 EPS + B_5 NOPAT + \varepsilon_{it}$$

النموذج الثاني :

$$MVA = B_0 + B_1 EVA + B_2 REVA + B_3 TSR + \varepsilon_{it}$$

## III-2-1-1- اختبار قدرة المقاييس التقليدية و الحديثة للأداء في تفسير التغير في القيمة السوقية

المضافة في مؤسسة الأوراسي

## III-2-1-1-1- اختبار قدرة المقاييس التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة في مؤسسة

الأوراسي

من أجل الوصول إلى النموذج الأمثل الذي يعكس العلاقة بين المتغير التابع و المتغيرات المستقلة، سنقوم باختبار صيغ مختلفة باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية، و الجدول الموالي يعرض مختلف النماذج الرياضية ذات المعنوية الإحصائية الكلية التي تمثل علاقة القيمة السوقية المضافة مع المقاييس التقليدية للأداء في مؤسسة الأوراسي، و سيتم اختيار النموذج الأمثل من بين تلك النماذج بناء على النقاط التالية :

- معنوية المعامل المقدرة ( وجود دلالة أحسن إحصائية لمعاملات المعادلة) ؛
- المعنوية الكلية للنموذج ( وجود أحسن دلالة إحصائية للنموذج الكلي) ؛
- معامل التحديد R2 (أحسن جودة توفيق) ؛
- معيار AKAIKE ( أقل قيمة لمعامل التفضيل AKAIKE) ؛
- معيار SCHWORZ (أقل قيمة لمعامل التفضيل SCHWORZ) ؛
- معيار HANNAN-QUINN (أقل قيمة لمعامل التفضيل HANNAN-QUINN).

الجدول رقم (3-11) : نماذج الانحدار للقيمة السوقية المضافة و المقاييس التقليدية للأداء في مؤسسة الأوراسي.

Hannan-Quinn	Schwarz	AKAIKE	R2	المعالم المقدرة						صيغة المعادلة	رقم المعادلة
			الكيفية المعنوية	B <sub>5</sub>	B <sub>4</sub>	B <sub>3</sub>	B <sub>2</sub>	B <sub>1</sub>	B <sub>0</sub>		
10.62	10.89	10.60	0.89 (0.00)	-7.36 (0.77)	-2.84 (0.02)	3.94 (0.80)	3795.36 (0.36)	-301.42 (0.84)	265.16 (0.00)	MVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ROI +B <sub>2</sub> ROA+B <sub>3</sub> ROE +B <sub>4</sub> EPS + B <sub>5</sub> NOPAT	01
9.61	9.89	9.60	0.96 (0.00)	7.67 (0.96)	-2.98 (0.00)	9.31 (0.35)	3490.71 (0.11)	-99.05 (0.00)	-202.02 (0.10)	MVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(ROI) +B <sub>2</sub> ROA +B <sub>3</sub> ROE +B <sub>4</sub> EPS + B <sub>5</sub> NOPAT	02
9.87	10.15	9.86	0.94 (0.00)	-2.31 (0.00)	-2.16 (0.00)	25.51 (0.00)	-18.59 (0.91)	-80.69 (0.64)	-210.55 (0.18)	MVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(ROI) +B <sub>2</sub> Ln(ROA) +B <sub>3</sub> ROE +B <sub>4</sub> EPS +B <sub>5</sub> NOPAT	03
9.66	9.93	9.64	0.95 (0.00)	1.06 (0.21)	-3.39 (0.00)	90.94 (0.50)	5728.26 (0.00)	-178.85 (0.17)	-660.67 (0.36)	MVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(ROI) +B <sub>2</sub> ROA +B <sub>3</sub> Ln(ROE) +B <sub>4</sub> EPS + B <sub>5</sub> NOPAT	04
10.03	10.31	10.02	0.94 (0.00)	-2.48 (0.10)	-294.43 (0.00)	23.86 (0.04)	-2431.33 (0.17)	159.23 (0.07)	1781.27 (0.01)	MVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(ROI) +B <sub>2</sub> ROA +B <sub>3</sub> ROE +B <sub>4</sub> Ln(EPS) + B <sub>5</sub> NOPAT	05
9.61	9.88	9.59	0.96 (0.00)	-36.87 (0.76)	-2.80 (0.00)	11.40 (0.12)	2718.54 (0.27)	-67.18 (0.54)	626.79 (0.82)	MVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(ROI) +B <sub>2</sub> ROA +B <sub>3</sub> ROE +B <sub>4</sub> EPS + B <sub>5</sub> Ln(NOPAT)	06
1.47	1.75	1.46	0.76 (0.00)	2.46 (0.15)	-0.01 (0.04)	-10.26 (0.00)	9.80 (0.08)	-0.01 (0.99)	62.86 (0.00)	Ln (MVA) = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(ROI) +B <sub>2</sub> Ln (ROA) +B <sub>3</sub> Ln(ROE) +B <sub>4</sub> EPS + B <sub>5</sub> NOPAT	07
9.97	10.24	9.95	0.94 (0.00)	1.68 (0.03)	-657.41 (0.00)	-211.88 (0.27)	1017.97 (0.00)	-275.97 (0.18)	5827.39 (0.00)	MVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(ROI) +B <sub>2</sub> Ln (ROA) +B <sub>3</sub> Ln(ROE) +B <sub>4</sub> Ln(EPS) + B <sub>5</sub> NOPAT	09
10.30	10.58	10.29	0.92 (0.00)	-268.79 (0.23)	-440.68 (0.00)	413.00 (0.36)	426.27 (0.35)	-178.95 (0.44)	7231.57 (0.00)	MVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(ROI) +B <sub>2</sub> Ln (ROA) +B <sub>3</sub> Ln(ROE) +B <sub>4</sub> Ln(EPS) + B <sub>5</sub> Ln(NOPAT)	10

9.25	9.53	9.24	0.97 (0.00)	-3.20 (0.63)	-516.41 (0.00)	8.49 (0.00)	682.00 (0.00)	-295.54 (0.04)	3532.97 (0.00)	MVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(ROI) +B <sub>2</sub> Ln (ROA) +B <sub>3</sub> ROE +B <sub>4</sub> Ln(EPS) + B <sub>5</sub> NOPAT	11
9.49	9.76	9.47	0.96 (0.00)	-227.52 (0.00)	-2.27 (0.00)	18.27 (0.00)	303.08 (0.12)	-190.35 (0.22)	5027.41 (0.00)	MVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(ROI) +B <sub>2</sub> Ln (ROA) +B <sub>3</sub> ROE +B <sub>4</sub> EPS + B <sub>5</sub> Ln(NOPAT)	12
11.01	11.28	10.99	0.84 (0.00)	-748.93 (0.00)	-0.14 (0.80)	982.68 (0.13)	-239.63 (0.67)	-35.15 (0.91)	11831.13 (0.00)	MVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(ROI) +B <sub>2</sub> Ln (ROA) +B <sub>3</sub> Ln(ROE) +B <sub>4</sub> EPS + B <sub>5</sub> Ln(NOPAT)	13
9.27	9.55	9.26	0.97 (0.00)	-12.56 (0.84)	-533.60 (0.00)	7.57 (0.00)	709.59 (0.00)	-297.18 (0.05)	3934.40 (0.00)	MVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(ROI) +B <sub>2</sub> Ln (ROA) +B <sub>3</sub> ROE +B <sub>4</sub> Ln(EPS) + B <sub>5</sub> Ln(NOPAT)	14
9.90	10.17	9.88	0.94 (0.00)	-2.21 (0.13)	-2.13 (0.00)	25.00 (0.00)	-101.65 (0.00)	-20.68 (0.98)	-233.43 (0.13)	MVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ROI +B <sub>2</sub> Ln(ROA)+B <sub>3</sub> ROE +B <sub>4</sub> EPS + B <sub>5</sub> NOPAT	15
10.66	10.94	10.65	0.88 (0.00)	2.03 (0.23)	-3.16 (0.00)	-184.37 (0.67)	109.48 (0.79)	2617.72 (0.00)	984.11 (0.68)	MVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ROI +B <sub>2</sub> Ln(ROA)+B <sub>3</sub> Ln(ROE) +B <sub>4</sub> EPS + B <sub>5</sub> NOPAT	16
9.95	10.23	9.94	0.94 (0.00)	5.33 (0.57)	-560.67 (0.00)	232.08 (0.44)	213.58 (0.47)	768.45 (0.16)	2554.59 (0.16)	MVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ROI +B <sub>2</sub> Ln(ROA)+B <sub>3</sub> Ln(ROE) +B <sub>4</sub> Ln(EPS) + B <sub>5</sub> NOPAT	17
9.97	10.24	9.95	0.94 (0.00)	-81.37 (0.68)	-496.02 (0.00)	467.06 (0.23)	15.51 (0.95)	905.35 (0.05)	2707.38 (0.30)	MVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ROI +B <sub>2</sub> Ln(ROA)+B <sub>3</sub> Ln(ROE) +B <sub>4</sub> Ln(EPS) + B <sub>5</sub> Ln(NOPAT)	18
9.29	9.56	9.27	0.97 (0.00)	-1.72 (0.10)	-422.97 (0.00)	18.69 (0.00)	284.94 (0.00)	-1140.06 (0.05)	2746.43 (0.00)	MVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ROI +B <sub>2</sub> Ln(ROA)+B <sub>3</sub> ROE +B <sub>4</sub> Ln(EPS) + B <sub>5</sub> NOPAT	19
9.32	9.60	9.31	0.97 (0.00)	-210.79 (0.12)	-399.58 (0.00)	15.23 (0.00)	450.93 (0.00)	-1567.74 (0.06)	7370.35 (0.01)	MVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ROI +B <sub>2</sub> Ln(ROA)+B <sub>3</sub> ROE +B <sub>4</sub> Ln(EPS) + B <sub>5</sub> Ln(NOPAT)	20
9.44	9.71	9.42	0.96 (0.00)	-350.80 (0.00)	-1.81 (0.00)	22.47 (0.00)	211.58 (0.06)	-1289.39 (0.16)	7743.32 (0.01)	MVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ROI +B <sub>2</sub> Ln(ROA)+B <sub>3</sub> ROE +B <sub>4</sub> EPS + B <sub>5</sub> Ln(NOPAT)	21

9.77	10.04	9.75	0.95 (0.00)	1.39 (0.10)	-3.31 (0.00)	-102.01 (0.00)	6448.08 (0.00)	-915.86 (0.37)	360.78 (0.00)	$MVA = B_0 + B_1 ROI + B_2 ROA + B_3 Ln(ROE) + B_4 EPS + B_5 NOPAT$	22
9.25	9.52	9.23	0.97 (0.00)	-4.31 (0.36)	-528.43 (0.00)	404.77 (0.00)	4360.26 (0.00)	-1402.36 (0.09)	1262.75 (0.00)	$MVA = B_0 + B_1 ROI + B_2 ROA + B_3 Ln(ROE) + B_4 Ln(EPS) + B_5 NOPAT$	23
9.23	9.51	9.22	0.97 (0.00)	-104.02 (0.32)	-500.56 (0.00)	476.06 (0.00)	4038.27 (0.00)	-1464.39 (0.08)	3037.72 (0.09)	$MVA = B_0 + B_1 ROI + B_2 ROA + B_3 Ln(ROE) + B_4 Ln(EPS) + B_5 Ln(NOPAT)$	24
10.03	10.31	10.02	0.94 (0.00)	78.63 (0.71)	-2.86 (0.00)	-154.22 (0.47)	7056.57 (0.00)	-1241.19 (0.31)	-1029.25 (0.78)	$MVA = B_0 + B_1 ROI + B_2 ROA + B_3 Ln(ROE) + B_4 EPS + B_5 Ln(NOPAT)$	25
10.21	10.49	10.20	0.92 (0.00)	-4.55 (0.00)	-142.07 (0.00)	33.73 (0.00)	-479.23 (0.86)	-1600.64 (0.22)	625.51 (0.00)	$MVA = B_0 + B_1 ROI + B_2 ROA + B_3 ROE + B_4 Ln(EPS) + B_5 NOPAT$	26
10.53	10.80	10.51	0.90 (0.00)	594.15 (0.01)	-734.93 (0.00)	-17.52 (0.01)	8613.35 (0.02)	-522.29 (0.72)	-8761.49 (0.02)	$MVA = B_0 + B_1 ROI + B_2 ROA + B_3 ROE + B_4 Ln(EPS) + B_5 Ln(NOPAT)$	27
9.48	9.75	9.46	0.96 (0.00)	-119.52 (0.00)	-2.55 (0.00)	13.47 (0.01)	3452.51 (0.07)	-1148.13 (0.20)	2460.16 (0.00)	$MVA = B_0 + B_1 ROI + B_2 ROA + B_3 ROE + B_4 EPS + B_5 Ln(NOPAT)$	28

المصدر: مخرجات برنامج Eviwes9.

من خلال نتائج الجدول رقم (3-11) فإن النموذج رقم 11 يمثل النموذج الأمثل للدراسة ، و يمكن تمثيله بالعلاقة التالية :

$$MVA_{it} = 3532.97 - 295.54 \ln(ROI_{it}) + 682 \ln(ROA_{it}) + 8.49 ROE_{it} - 516.41 \ln(EPS_{it}) - 3.20 NOPAT_{it} + 21.38$$

الجدول رقم (3-12) : النموذج الأمثل للعلاقة بين القيمة السوقية المضافة و المقاييس التقليدية للأداء في

مؤسسة الأوراسي

المتغير التابع $MVA_{it}$		
الدلالة	المعاملات	المتغيرات المستقلة
0.04	-295.54	ROI
0.00	682	ROA
0.00	8.49	ROE
0.00	-516.41	EPS
0.63	-3.20	NOPAT
0.00	3532.97	القيمة الثابتة c
0.97		معامل التحديد $R^2$
72.17		قيمة إحصائية فيشر F
0.00		احتمال F
2.32		DW

المصدر : مخرجات برنامج 9 Eviews بتصرف.

من خلال الجدول رقم (3-12) نلاحظ أن النموذج له دلالة إحصائية كلية، حيث أن الاحتمال F المرفق بإحصائية فيشر قدر ب 0.00 و هو أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05)، و للمتغيرات المستقلة القدرة على تفسير 97 % من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية المضافة، و هذا بناء على قيمة  $R^2$ .

أما بالنسبة للمعنوية الجزئية للنموذج، فقد أشارت النتائج على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من العائد على الاستثمار العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية و حصة السهم من الأرباح مع المتغير التابع و المتمثل في القيمة السوقية المضافة، و ذلك كون الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05).

أما بالنسبة لنتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب فليس لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع القيمة السوقية المضافة، لان الاحتمال المرفق بإحصائية t لهذا المتغير أكبر من مستوى المعنوية 0.05.

### التفسير الاقتصادي

من خلال النموذج المقدر نلاحظ أن معاملات المتغيرات المستقلة غير معدومة أي أنها تفسر نظريا التغير في القيمة السوقية المضافة، كما نلاحظ أن :

- هناك علاقة سالبة بين القيمة السوقية المضافة و العائد على الاستثمار و هو ما يفسر على أنه كلما زادت القيمة لوغاريتم العائد على الاستثمار بوحدة واحدة انخفضت القيمة السوقية المضافة بما مقداره 295.54 وحدة.
- وجود علاقة سالبة بين القيمة السوقية المضافة و حصة السهم من الأرباح و الذي يفسر بأنه كلما زادت القيمة لوغاريتم حصة السهم من الأرباح بوحدة واحدة انخفضت القيمة السوقية المضافة بما مقداره 516.41 وحدة.
- وجود علاقة موجبة بين القيمة السوقية المضافة مع العائد على الأصول و المردودية المالية، فكلما ارتفعت القيمة لوغاريتم العائد على الأصول بوحدة واحدة أدى ذلك إلى ارتفاع قيمة القيمة السوقية المضافة بما مقداره 682 وحدة، و كلما ارتفعت قيمة العائد على حقوق الملكية بوحدة واحدة ارتفعت القيمة السوقية المضافة ب 8.49 وحدة.

- أما بالنسبة للقيمة الثابتة **C** نلاحظ انه يختلف عن الصفر أي أن هناك متغيرات أخرى تؤثر على القيمة السوقية المضافة لم يتضمنها النموذج، كما أن الاحتمال المرفق بالإحصائية **t** لمعامل الحد الثابت أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي فانه يمكن تفسيرها اقتصاديا.

### III - 2-1-2-2 - اختبار قدرة المقاييس الحديثة على تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة في

#### مؤسسة الأوراسي

عند اختيار النموذج الأمثل سنقوم بالاختيار على أساس النقاط السابقة، و الجدول الموالي يعرض النموذجين الوحيدين الذين لهما دلالة إحصائية كلية.

الجدول رقم (3-13) : نماذج الانحدار للقيمة السوقية المضافة و المقاييس الحديثة للأداء في مؤسسة الاوراسي.

Hannan-Quinn	Schwarz	AKAIKE	R <sup>2</sup>		المعالم المقدرة				صيغة المعادلة	رقم المعادلة
			الكثبة	المعنوية	B <sub>3</sub>	B <sub>2</sub>	B <sub>1</sub>	B <sub>0</sub>		
11.85	12.04	11.84	0.53 (0.02)		184.03 (0.26)	0.02 (0.03)	-222.90 (0.02)	1800.44 (0.02)	MVA = B <sub>0</sub> + B <sub>1</sub> ln (EVA) + B <sub>2</sub> REVA + B <sub>3</sub> TSR	01
11.87	12.05	11.86	0.52 (0.02)		34.52 (0.29)	0.03 (0.01)	-238.70 (0.01)	2021.70 (0.00)	MVA = B <sub>0</sub> + B <sub>1</sub> ln (EVA) + B <sub>2</sub> REVA + B <sub>3</sub> ln (TSR)	02

المصدر: مخرجات برنامج Eviwes9.

من خلال نتائج الجدول رقم (3-13) فإن النموذج رقم 1 يمثل النموذج الأمثل للدراسة ، و يمكن تمثيله بالعلاقة التالية :

$$MVA_{it} = 1800.44 - 222.90 \ln (EVA_{it}) + 0.02 REVA_{it} + 184.03 TSR_{it} + 81.43$$

الجدول رقم (3-14) : النموذج الأمثل للعلاقة بين القيمة السوقية المضافة و المقاييس الحديثة للأداء في

مؤسسة الأوراسي

المتغير التابع $MVA_{it}$		
المتغيرات المستقلة	المعاملات	الدلالة
EVA	- 222.90	0.02
REVA	0.02	0.03
TSR	184.03	0.26
القيمة الثابتة c	1800.44	0.02
معامل التحديد $R^2$	0.53	
قيمة إحصائية فيشر F	4.52	
احتمال F	0.02	
DW	0.25	

المصدر: مخرجات برنامج 9 Eviews بتصريف.

من خلال الجدول رقم (3-14) نلاحظ أن النموذج له دلالة إحصائية كلية، حيث أن الاحتمال F المرفق بإحصائية فيشر قدر ب 0.02 و هو أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05)، و للمتغيرات المستقلة القدرة على تفسير 53 % من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية المضافة، و هذا بناء على قيمة  $R^2$ .

أما بالنسبة للمعنوية الجزئية للنموذج، فقد أشارت النتائج على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة مع المتغير التابع و المتمثل في القيمة السوقية المضافة، و ذلك كون الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05).

أما بالنسبة لمؤشر إجمالي عائد المساهمين فليس له علاقة ذات دلالة إحصائية مع القيمة السوقية المضافة، لان الاحتمال المرفق بإحصائية t لهذا المتغير أكبر من مستوى المعنوية 0.05.

### التفسير الاقتصادي

من خلال النموذج المقدر نلاحظ أن معاملات المتغيرات المستقلة غير معدومة أي أنها تفسر نظريا التغير في القيمة السوقية المضافة، كما نلاحظ أن :

- هناك علاقة سالبة بين القيمة السوقية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة و هو ما يفسر على أنه كلما زادت القيمة لوغاريتم القيمة الاقتصادية المضافة بوحدة واحدة انخفضت القيمة السوقية المضافة بما مقداره 222.90 وحدة.

- وجود علاقة موجبة بين القيمة السوقية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، فكلما ارتفعت قيمة القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة بوحدة واحدة ارتفعت القيمة السوقية المضافة ب 0.02 وحدة.

- أما بالنسبة للقيمة الثابتة C نلاحظ انه يختلف عن الصفر أي أن هناك متغيرات أخرى تؤثر على القيمة السوقية المضافة لم يتضمنها النموذج، كما أن الاحتمال المرفق بالإحصائية t لمعامل الحد الثابت أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي فانه يمكن تفسيرها اقتصاديا.

### III-2-1-2- اختبار قدرة المقاييس التقليدية و الحديثة للأداء على تفسير التغير في القيمة السوقية

#### المضافة في مجمع صيدال

سنقوم بمحاولة إيجاد النموذج الأمثل الذي يعكس العلاقة بين المتغير التابع و المتغيرات المستقلة في مجمع صيدال، و ذلك بإتباع نفس الأسس المتبعة في إيجاد النموذج الأمثل في مؤسسة الأوراسي، وذلك باختبار القدرة التفسيرية للمقاييس التقليدية ثم قياس القدرة التفسيرية للمقاييس الحديثة و المقارنة بينهما.

### III-2-1-2-1- اختبار قدرة المقاييس التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة في

#### مجمع صيدال

سنقوم بمحاولة إيجاد النموذج الأمثل الذي يعكس العلاقة بين المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية المضافة و المتغيرات المستقلة ممثلة في المقاييس التقليدية في مجمع صيدال، و ذلك بإتباع نفس الأسس المتبعة في إيجاد النموذج الأمثل في مؤسسة الأوراسي، و الجدول الموالي يعرض مختلف النماذج ذات الدلالة الإحصائية.

الجدول رقم (3-15) : نماذج الانحدار للقيمة السوقية المضافة و المقاييس التقليدية للأداء في مجمع صيدال.

رقم المعادلة	صيغة المعادلة	المعالم المقدرة								R2	AKAIKE	Schwarz	Hannan-Quinn
		B <sub>5</sub>	B <sub>4</sub>	B <sub>3</sub>	B <sub>2</sub>	B <sub>1</sub>	B <sub>0</sub>	الكلفة المعنوية					
01	$MVA = B_0 + B_1 ROI + B_2 ROA + B_3 ROE + B_4 EPS + B_5 NOPAT$	-966.97 (0.00)	16007.60 (0.18)	37589.63 (0.25)	-65.24 (0.46)	-17.25 (0.01)	-1.63 (0.82)	0.85 (0.00)	14.65	14.94	14.66		
02	$MVA = B_0 + B_1 Ln(ROI) + B_2 ROA + B_3 ROE + B_4 EPS + B_5 NOPAT$	932.43 (0.73)	531.74 (0.49)	39604.37 (0.30)	-20.36 (0.82)	-15.54 (0.02)	-1.56 (0.84)	0.83 (0.00)	14.78	15.07	14.80		
03	$MVA = B_0 + B_1 Ln(ROI) + B_2 Ln(ROA) + B_3 ROE + B_4 EPS + B_5 NOPAT$	1537.11 (0.53)	1612.67 (0.09)	-803.88 (0.30)	69.26 (0.13)	-11.94 (0.03)	9.98 (0.89)	0.83 (0.00)	14.78	15.07	14.80		
04	$MVA = B_0 + B_1 Ln(ROI) + B_2 ROA + B_3 Ln(ROE) + B_4 EPS + B_5 NOPAT$	1419.76 (0.72)	633.66 (0.51)	33629.83 (0.12)	-86.14 (0.90)	-14.95 (0.01)	-1.68 (0.83)	0.82 (0.00)	14.79	15.08	14.80		
05	$MVA = B_0 + B_1 Ln(ROI) + B_2 ROA + B_3 ROE + B_4 Ln(EPS) + B_5 NOPAT$	7454.07 (0.01)	1397.13 (0.05)	-5526.05 (0.82)	63.17 (0.29)	-942.92 (0.00)	-4.97 (0.38)	0.88 (0.00)	14.38	14.67	14.39		
06	$MVA = B_0 + B_1 Ln(ROI) + B_2 ROA + B_3 ROE + B_4 EPS + B_5 Ln(NOPAT)$	19558.86 (0.09)	975.82 (0.19)	33279.83 (0.31)	-15.69 (0.84)	-12.50 (0.01)	-850.50 (0.09)	0.87 (0.00)	14.50	14.79	14.52		
07	$MVA = B_0 + B_1 Ln(ROI) + B_2 Ln(ROA) + B_3 Ln(ROE) + B_4 EPS + B_5 NOPAT$	-10236.2 (0.07)	1105.340 (0.18)	-2633.91 (0.01)	2116.79 (0.01)	-6.46 (0.21)	2.19 (0.71)	0.88 (0.00)	14.43	14.72	14.45		
09	$MVA = B_0 + B_1 Ln(ROI) + B_2 Ln(ROA) + B_3 Ln(ROE) + B_4 Ln(EPS) + B_5 NOPAT$	61.30 (0.98)	422.32 (0.43)	-526.77 (0.55)	1372.29 (0.02)	-924.26 (0.00)	-1.32 (0.60)	0.94 (0.00)	13.65	13.94	13.67		
10	$MVA = B_0 + B_1 Ln(ROI) + B_2 Ln(ROA) + B_3 Ln(ROE) + B_4 Ln(EPS) + B_5 Ln(NOPAT)$	5941.13 (0.58)	302.16 (0.51)	-427.17 (0.64)	1406.12 (0.01)	-849.47 (0.01)	-309.83 (0.51)	0.94 (0.00)	13.64	13.93	13.65		
11	$MVA = B_0 + B_1 Ln(ROI) + B_2 Ln(ROA) + B_3 ROE$	10288.73 (0.00)	591.11 (0.38)	1164.28 (0.12)	27.74 (0.42)	-1237.31 (0.00)	-4.13 (0.27)	0.91 (0.00)	14.14	14.43	14.15		

											$+B_4 \text{ Ln}(\text{EPS}) + B_5 \text{ NOPAT}$	
14.62	14.90	14.61	0.85 (0.00)	-946.19 (0.19)	-8.57 (0.01)	60.12 (0.10)	104.15 (0.91)	1297.09 (0.15)	23122.31 (0.16)		$MVA = B_0 + B_1 \text{ Ln}(\text{ROI})$ $+B_2 \text{ Ln}(\text{ROA}) + B_3 \text{ ROE}$ $+B_4 \text{ EPS} + B_5 \text{ Ln}(\text{NOPAT})$	12
14.23	14.51	14.22	0.90 (0.00)	-883.40 (0.14)	-2.97 (0.34)	1985.53 (0.01)	-1660.87 (0.13)	827.14 (0.28)	10672.48 (0.46)		$MVA = B_0 + B_1 \text{ Ln}(\text{ROI})$ $+B_2 \text{ Ln}(\text{ROA}) + B_3 \text{ Ln}(\text{ROE})$ $+B_4 \text{ EPS} + B_5 \text{ Ln}(\text{NOPAT})$	13
14.23	14.51	14.22	0.90 (0.00)	-408.22 (0.51)	-1309.29 (0.00)	10.46 (0.74)	1547.10 (0.06)	353.56 (0.59)	19351.84 (0.15)		$MVA = B_0 + B_1 \text{ Ln}(\text{ROI})$ $+B_2 \text{ Ln}(\text{ROA}) + B_3 \text{ ROE}$ $+B_4 \text{ Ln}(\text{EPS}) + B_5 \text{ Ln}(\text{NOPAT})$	14
14.77	15.04	14.75	0.83 (0.00)	-6.21 (0.93)	-14.79 (0.01)	-3.28 (0.96)	302.56 (0.59)	21803.12 (0.08)	309.57 (0.88)		$MVA = B_0 + B_1 \text{ ROI}$ $+B_2 \text{ Ln}(\text{ROA}) + B_3 \text{ ROE} + B_4 \text{ EPS}$ $+ B_5 \text{ NOPAT}$	15
14.46	14.73	14.44	0.87 (0.00)	-6.34 (0.92)	-7.34 (0.18)	1763.26 (0.08)	-1680.58 (0.16)	10625.83 (0.19)	-9765.70 (0.10)		$MVA = B_0 + B_1 \text{ ROI}$ $+B_2 \text{ Ln}(\text{ROA}) + B_3 \text{ Ln}(\text{ROE})$ $+B_4 \text{ EPS} + B_5 \text{ NOPAT}$	16
13.73	14.01	13.72	0.94 (0.00)	-3.55 (0.92)	-959.97 (0.00)	1450.21 (0.02)	-302.56 (0.73)	32.70 (0.99)	-483.61 (0.92)		$MVA = B_0 + B_1 \text{ ROI}$ $+B_2 \text{ Ln}(\text{ROA}) + B_3 \text{ Ln}(\text{ROE})$ $+B_4 \text{ Ln}(\text{EPS}) + B_5 \text{ NOPAT}$	17
13.70	13.97	13.68	0.94 (0.00)	-296.54 (0.54)	-865.92 (0.01)	1443.84 (0.01)	-179.45 (0.83)	-94.61 (0.97)	5643.456 (0.61)		$MVA = B_0 + B_1 \text{ ROI}$ $+B_2 \text{ Ln}(\text{ROA}) + B_3 \text{ Ln}(\text{ROE})$ $+B_4 \text{ Ln}(\text{EPS}) + B_5 \text{ Ln}(\text{NOPAT})$	18
14.23	14.50	14.21	0.90 (0.00)	-3.62 (0.45)	-1287.53 (0.00)	28.78 (0.52)	1581.20 (0.01)	1271.90 (0.87)	10088.27 (0.00)		$MVA = B_0 + B_1 \text{ ROI}$ $+B_2 \text{ Ln}(\text{ROA}) + B_3 \text{ ROE}$ $+B_4 \text{ Ln}(\text{EPS}) + B_5 \text{ NOPAT}$	19
14.25	14.52	14.23	0.90 (0.00)	-383.89 (0.54)	-1287.24 (0.00)	30.63 (0.50)	1775.21 (0.01)	-2444.53 (0.69)	18515.80 (0.17)		$MVA = B_0 + B_1 \text{ ROI}$ $+B_2 \text{ Ln}(\text{ROA}) + B_3 \text{ ROE}$ $+B_4 \text{ Ln}(\text{EPS}) + B_5 \text{ Ln}(\text{NOPAT})$	20
14.62	14.90	14.61	0.85 (0.00)	-866.61 (0.23)	-11.73 (0.01)	1.97 (0.97)	917.58 (0.22)	17087.34 (0.15)	20201.74 (0.23)		$MVA = B_0 + B_1 \text{ ROI}$ $+B_2 \text{ Ln}(\text{ROA}) + B_3 \text{ ROE} + B_4 \text{ EPS}$ $+ B_5 \text{ Ln}(\text{NOPAT})$	21
14.66	14.93	14.64	0.85 (0.00)	-2.04 (0.78)	-12.68 (0.01)	412.74 (0.46)	4195.26 (0.88)	15990.72 (0.18)	-1383.26 (0.08)		$MVA = B_0 + B_1 \text{ ROI} + B_2 \text{ ROA} + B_3$ $\text{Ln}(\text{ROE}) + B_4 \text{ EPS}$ $+ B_5 \text{ NOPAT}$	22

13.73	14.00	13.71	0.94 (0.00)	1.58 (0.97)	-1018.05 (0.00)	1361.15 (0.00)	-7650.08 (0.67)	2563.50 (0.74)	1027.94 (0.15)	MVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ROI +B <sub>2</sub> ROA +B <sub>3</sub> Ln(ROE) +B <sub>4</sub> Ln(EPS) + B <sub>5</sub> NOPAT	23
13.68	13.96	13.67	0.94 (0.00)	-301.59 (0.52)	-879.19 (0.00)	1401.32 (0.00)	-6135.37 (0.69)	2465.34 (0.74)	6560.45 (0.45)	MVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ROI +B <sub>2</sub> ROA +B <sub>3</sub> Ln(ROE) +B <sub>4</sub> Ln(EPS) + B <sub>5</sub> Ln(NOPAT)	24
14.35	14.62	14.33	0.89 (0.00)	-1072.39 (0.08)	-6.68 (0.15)	1085.64 (0.08)	-1329.43 (0.95)	9603.38 (0.36)	19339.80 (0.10)	MVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ROI +B <sub>2</sub> ROA +B <sub>3</sub> Ln(ROE) +B <sub>4</sub> EPS + B <sub>5</sub> Ln(NOPAT)	25
14.78	15.06	14.77	0.83 (0.00)	-7.46 (0.28)	-845.54 (0.01)	61.37 (0.39)	26538.38 (0.42)	-3282.87 (0.80)	2369.61 (0.03)	MVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ROI +B <sub>2</sub> ROA +B <sub>3</sub> ROE +B <sub>4</sub> Ln(EPS) + B <sub>5</sub> NOPAT	26
14.89	15.16	14.87	0.81 (0.00)	298.45 (0.71)	-1138.93 (0.02)	90.85 (0.20)	10082.13 (0.75)	-6811.40 (0.61)	-2707.64 (0.85)	MVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ROI +B <sub>2</sub> ROA +B <sub>3</sub> ROE +B <sub>4</sub> Ln(EPS) + B <sub>5</sub> Ln(NOPAT)	27
14.60	14.87	14.58	0.86 (0.42)	-418.30 (0.42)	-16.14 (0.00)	-60.12 (0.49)	43020.65 (0.19)	11873.26 (0.34)	7434.19 (0.48)	MVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ROI +B <sub>2</sub> ROA +B <sub>3</sub> ROE +B <sub>4</sub> EPS + B <sub>5</sub> Ln(NOPAT)	28

المصدر: مخرجات برنامج Eviwes9.

من خلال نتائج الجدول رقم (3-15) فإن النموذج رقم 10 يمثل النموذج الأمثل للدراسة ، و يمكن تمثيله بالعلاقة التالية :

$$MVA_{it} = 5941.13 + 302.16 \ln(ROI_{it}) - 427.17 \ln(ROA_{it}) + 1406.12 \ln(ROE_{it}) - 849.47 \ln(EPS_{it}) - 309.83 \ln(NOPAT_{it}) + 192.81$$

الجدول رقم (3-16) : النموذج الأمثل للعلاقة بين القيمة السوقية المضافة و المقاييس التقليدية للأداء

في مجمع صيدال

المتغير التابع $MVA_{it}$		
الدلالة	المعاملات	المتغيرات المستقلة
0.51	302.16	ROI
0.64	- 427.17	ROA
0.01	1406.12	ROE
0.01	- 849.47	EPS
0.51	- 309.83	NOPAT
0.58	5941.13	القيمة الثابتة c
0.94		معامل التحديد $R^2$
35.08		قيمة إحصائية فيشر F
0.00		احتمال F
1.24		DW

المصدر : مخرجات برنامج 9 Eviews بتصرف

من خلال الجدول رقم (3-16) نلاحظ أن النموذج له دلالة إحصائية كلية، حيث أن الاحتمال F المرفق بإحصائية فيشر قدر ب 0.00 و هو أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05)، و للمتغيرات المستقلة القدرة على تفسير 94 % من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية المضافة، و هذا بناء على قيمة  $R^2$  .

أما بالنسبة للمعنوية الجزئية للنموذج، فقد أشارت النتائج على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من العائد على حقوق الملكية و حصة السهم من الأرباح مع المتغير التابع و المتمثل في القيمة السوقية المضافة، و ذلك كون الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05).

أما بالنسبة للعائد على الاستثمار، العائد على الأصول و نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب فليس لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع القيمة السوقية المضافة، لان الاحتمال المرفق بإحصائية t لهذه المتغيرات أكبر من مستوى المعنوية 0.05.

## التفسير الاقتصادي

من خلال النموذج المقدر نلاحظ أن معاملات المتغيرات المستقلة غير معدومة أي أنها تفسر نظريا التغير في القيمة السوقية المضافة، كما نلاحظ أن :

- وجود علاقة سالبة بين القيمة السوقية المضافة و حصة السهم من الأرباح و الذي يفسر بأنه كلما زادت القيمة لوغارتم حصة السهم من الأرباح بوحدة واحدة انخفضت القيمة السوقية المضافة بما مقداره 849.47 وحدة.
- وجود علاقة موجبة بين القيمة السوقية المضافة و المردودية المالية، فكلما ارتفعت قيمة العائد على حقوق الملكية بوحدة واحدة ارتفعت القيمة السوقية المضافة ب 1406.12 وحدة.

- أما بالنسبة للقيمة الثابتة C نلاحظ انه يختلف عن الصفر أي أن هناك متغيرات أخرى تؤثر على عوائد الأسهم لم يتضمنها النموذج، إلا أن الاحتمال المرفق بالإحصائية t معامل الحد الثابت أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي فانه لا يمكن تفسيرها اقتصاديا.

## III-2-1-2- اختبار قدرة المقاييس الحديثة على تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة في

## مجمع صيدال

بعد اختبار قدرة المقاييس التقليدية للأداء على تفسير القيمة السوقية المضافة، سنقوم باختبار مدى قدرة المقاييس الحديثة للأداء في تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة، و ذلك بالقيام بتقدير العديد من النماذج بغية الوصول إلى النموذج الأمثل الذي يمثل العلاقة بين المتغير التابع و المتغيرات المستقلة.

الجدول رقم (3-17) : نماذج الانحدار للقيمة السوقية المضافة و المقاييس الحديثة للأداء في مجمع صيدال.

Hannan-Quinn	Schwarz	AKAIKE	R <sup>2</sup>	المعالم المقدرة				صيغة المعادلة	رقم المعادلة
				B <sub>3</sub>	B <sub>2</sub>	B <sub>1</sub>	B <sub>0</sub>		
13.09	13.27	13.08	0.89 (0.00)	45.07 (0.81)	-0.18 (0.00)	0.07 (0.00)	1019.33 (0.00)	MVA = B <sub>0</sub> + B <sub>1</sub> EVA + B <sub>2</sub> REVA + B <sub>3</sub> TSR	01
1.95	2.13	1.94	0.58 (0.01)	0.99 (0.19)	-0.00 (0.03)	1.08 (0.00)	-2.17 (0.34)	Ln (MVA) = B <sub>0</sub> + B <sub>1</sub> ln (EVA) + B <sub>2</sub> REVA + B <sub>3</sub> TSR	02
14.25	14.43	14.24	0.65 (0.00)	262.23 (0.45)	-365.75 (0.03)	0.05 (0.00)	3176.97 (0.02)	MVA = B <sub>0</sub> + B <sub>1</sub> EVA + B <sub>2</sub> ln (REVA) + B <sub>3</sub> TSR	03
13.08	13.26	13.07	0.89 (0.00)	21.60 (0.68)	-0.18 (0.00)	0.07 (0.00)	1062.60 (0.00)	MVA = B <sub>0</sub> + B <sub>1</sub> EVA + B <sub>2</sub> REVA + B <sub>3</sub> ln (TSR)	04
0.05	0.23	0.04	0.93 (0.00)	0.45 (0.13)	-1.91 (0.00)	1.66 (0.00)	7.57 (0.00)	Ln (MVA) = B <sub>0</sub> + B <sub>1</sub> ln (EVA) + B <sub>2</sub> ln (REVA) + B <sub>3</sub> TSR	05
14.27	14.46	14.26	0.64 (0.00)	45.48 (0.63)	-392.55 (0.01)	0.05 (0.00)	3582.04 (0.00)	MVA = B <sub>0</sub> + B <sub>1</sub> EVA + B <sub>2</sub> ln (REVA) + B <sub>3</sub> ln (TSR)	06
2.01	2.19	2.00	0.55 (0.01)	0.20 (0.32)	-0.00 (0.01)	1.12 (0.00)	-1.61 (0.48)	MVA = B <sub>0</sub> + B <sub>1</sub> ln (EVA) + B <sub>2</sub> REVA + B <sub>3</sub> ln (TSR)	07
0.15	0.34	0.14	0.93 (0.00)	0.08 (0.00)	-1.98 (0.31)	1.68 (0.00)	8.29 (0.00)	Ln (MVA) = B <sub>0</sub> + B <sub>1</sub> ln (EVA) + B <sub>2</sub> ln (REVA) + B <sub>3</sub> ln (TSR)	08

المصدر: مخرجات برنامج Eviwes9.

من خلال نتائج الجدول رقم (3-17) فإن النموذج رقم 05 يمثل النموذج الأمثل للدراسة ، و يمكن تمثيله بالعلاقة التالية :

$$MVA_{it} = 7.57 + 1.66 EVA_{it} - 1.91 REVA_{it} + e^{0.45} TSR_{it} + 0.22$$

الجدول رقم (3-18) : النموذج الأمثل للعلاقة بين القيمة السوقية المضافة و المقاييس الحديثة للأداء

في مجمع صيدال

المتغير التابع $MVA_{it}$		
الدلالة	المعاملات	المتغيرات المستقلة
0.00	1.66	EVA
0.00	-1.91	REVA
0.13	$e^{0.45}$	TSR
0.00	7.57	القيمة الثابتة c
0.93		معامل التحديد $R^2$
59.82		قيمة إحصائية فيشر F
0.00		احتمال F
2.28		DW

المصدر: مخرجات برنامج 9 Eviews بتصرف

من خلال الجدول رقم (3-18) نلاحظ أن النموذج له دلالة إحصائية كلية، حيث أن الاحتمال F المرفق بإحصائية فيشر قدر ب 0.00 و هو أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05)، و للمتغيرات المستقلة القدرة على تفسير 93 % من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية المضافة، و هذا بناء على قيمة  $R^2$  .

أما بالنسبة للمعنوية الجزئية للنموذج، فقد أشارت النتائج على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة مع المتغير التابع و المتمثل في القيمة السوقية المضافة، و ذلك كون الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05).

أما بالنسبة لمؤشر إجمالي عائد المساهمين فليس له علاقة ذات دلالة إحصائية مع القيمة السوقية المضافة، لان الاحتمال المرفق بإحصائية t لهذا المتغير أكبر من مستوى المعنوية 0.05.

### التفسير الاقتصادي

من خلال النموذج المقدر نلاحظ أن معاملات المتغيرات المستقلة غير معدومة أي أنها تفسر نظريا التغير في القيمة السوقية المضافة، كما نلاحظ أن :

- هناك علاقة موجبة بين القيمة السوقية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة و هو ما يفسر على أنه كلما زادت القيمة الاقتصادية المضافة بوحدة واحدة ارتفعت القيمة السوقية المضافة بما مقداره 1.66 وحدة.

- وجود علاقة سالبة بين القيمة السوقية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، فكلما ارتفعت القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة بوحدة واحدة انخفضت القيمة السوقية المضافة ب 1.91 وحدة.

- أما بالنسبة للقيمة الثابتة C نلاحظ انه يختلف عن الصفر أي أن هناك متغيرات أخرى تؤثر على القيمة السوقية المضافة لم يتضمنها النموذج، كما أن الاحتمال المرفق بالإحصائية t لمعامل الحد الثابت أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي فإنه يمكن تفسيرها اقتصاديا.

### III-2-2- محددات خلق القيمة في مجمع صيدال و مؤسسة الأوراسي من منظور القيمة الاقتصادية المضافة

قمنا في الجزئين السابقين بدراسة قدرة المقاييس التقليدية و الحديثة للأداء على تفسير القيمة السوقية المضافة في مؤسسة الأوراسي و مجمع صيدال، و في هذا الجزء سنقوم بدراسة محددات خلق القيمة من منظور القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة اللذين سيشكلان المتغير التابع، في حين ستكون المتغيرات المستقلة هي عبارة عن المردودية الاقتصادية، عائد توزيعات الأسهم، نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول و نسبة إجمالي الاستثمارات على إجمالي الأصول. بناءا على ذلك تم طرح النموذج الأساسي على النحو التالي :

$$EVA = B0 + B1RE + B2DIV + B3 DEB + B4 INV + \epsilon it$$

### III-2-2-1- محددات خلق القيمة في مؤسسة الأوراسي من منظور القيمة الاقتصادية المضافة

و في هذا الجزء سنقوم بدراسة تأثير محددات خلق القيمة على القيمة الاقتصادية المضافة، و الجدول الموالي يعرض مختلف النماذج المقدر ذات الدلالة الإحصائية.

الجدول رقم (3-19) : محددات خلق القيمة في مؤسسة الأوراسي من منظور القيمة الاقتصادية المضافة

Hannan-Quinn	Schwarz	AKAIKE	R2	المعالم المقدرة					صيغة المعادلة	رقم المعادلة
			القيمة المعنوية	B <sub>4</sub>	B <sub>3</sub>	B <sub>2</sub>	B <sub>1</sub>	B <sub>0</sub>		
19.12	19.35	19.11	0.79 (0.00)	-4798.46 (0.63)	7448.26 (0.57)	-15992.95 (0.68)	104755.9 (0.00)	4490.81 (0.65)	EVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> RE +B <sub>2</sub> DIV +B <sub>3</sub> DEB +B <sub>4</sub> INV	01
-1.03	-0.80	-1.04	0.97 (0.00)	-0.58 (0.21)	0.99 (0.09)	-2.67 (0.15)	0.96 (0.00)	11.98 (0.00)	Ln(EVA) = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(RE) +B <sub>2</sub> DIV+B <sub>3</sub> DEB +B <sub>4</sub> INV	02
-0.97	-0.74	-0.98	0.97 (0.00)	-0.54 (0.29)	1.05 (0.12)	-0.38 (0.23)	0.96 (0.00)	10.77 (0.00)	Ln (EVA) = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(RE) +B <sub>2</sub> Ln(DIV) +B <sub>3</sub> DEB +B <sub>4</sub> INV	03
-0.87	-0.64	-0.88	0.97 (0.00)	-0.42 (0.44)	0.46 (0.24)	-0.32 (0.35)	0.95 (0.00)	11.62 (0.00)	Ln (EVA) = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(RE) +B <sub>2</sub> Ln(DIV)+B <sub>3</sub> Ln(DEB) +B <sub>4</sub> INV	04
-0.98	-0.75	-0.99	0.97 (0.00)	-0.36 (0.18)	0.62 (0.10)	-0.41 (0.16)	0.97 (0.00)	11.16 (0.00)	Ln (EVA) = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(RE) +B <sub>2</sub> Ln(DIV) +B <sub>3</sub> Ln(DEB) +B <sub>4</sub> Ln( INV)	05
-1.10	-0.87	-1.11	0.97 (0.00)	-0.39 (0.11)	1.27 (0.04)	-0.43 (0.11)	0.98 (0.00)	10.05 (0.00)	Ln (EVA) = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(RE) +B <sub>2</sub> Ln(DIV) +B <sub>3</sub> DEB +B <sub>4</sub> Ln( INV)	06
-0.93	-0.70	-0.94	0.97 (0.00)	-0.49 (0.32)	0.45 (0.18)	-2.46 (0.21)	0.95 (0.00)	12.69 (0.00)	Ln (EVA) = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(RE) +B <sub>2</sub> DIV +B <sub>3</sub> Ln(DEB) +B <sub>4</sub> INV	07
-1.05	-0.82	-1.06	0.97 (0.00)	-0.38 (0.13)	0.58 (0.08)	-2.83 (0.10)	0.96 (0.00)	12.35 (0.00)	Ln (EVA) = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(RE) + B <sub>2</sub> DIV +B <sub>3</sub> Ln(DEB) +B <sub>4</sub> Ln( INV)	08

-1.16	-0.93	-1.17	0.97 (0.00)	- 0.40 (0.08)	1.17 (0.04)	-2.86 (0.07)	0.97 (0.00)	11.36 (0.00)	$\ln(EVA) = B_0 + B_1 \ln(RE) + B_2 \text{DIV} + B_3 \text{DEB} + B_4 \ln(INV)$	09
19.14	19.37	19.12	0.78 (0.00)	-1828.42 (0.85)	4613.44 (0.74)	19.25 (0.99)	98446.57 (0.00)	2260.65 (0.88)	$EVA = B_0 + B_1 RE + B_2 \ln(DIV) + B_3 \text{DEB} + B_4 \text{INV}$	10
19.15	19.38	19.13	0.78 (0.00)	296.48 (0.97)	193.54 (0.98)	1159.57 (0.85)	93638.25 (0.00)	6294.53 (0.52)	$EVA = B_0 + B_1 RE + B_2 \ln(DIV) + B_3 \ln(\text{DEB}) + B_4 \text{INV}$	11
19.13	19.36	19.12	0.78 (0.00)	-2226.53 (0.68)	2707.08 (0.73)	-646.09 (0.91)	96461.11 (0.00)	3297.31 (0.78)	$\ln(EVA) = B_0 + B_1 RE + B_2 \ln(DIV) + B_3 \ln(\text{DEB}) + B_4 \ln(INV)$	12
19.11	19.33	19.09	0.79 (0.00)	-3092.84 (0.54)	8533.35 (0.53)	-1378.24 (0.80)	100544.3 (0.00)	-5390.75 (0.78)	$EVA = B_0 + B_1 RE + B_2 \ln(DIV) + B_3 \text{DEB} + B_4 \ln(INV)$	13
19.14	19.37	19.13	0.78 (0.00)	-3141.36 (0.76)	2195.66 (0.76)	-10846.12 (0.79)	100916.2 (0.00)	8545.17 (0.56)	$EVA = B_0 + B_1 RE + B_2 \text{DIV} + B_3 \ln(\text{DEB}) + B_4 \text{INV}$	14
19.11	19.34	19.09	0.79 (0.00)	-3679.24 (0.49)	4220.67 (0.57)	-18902.71 (0.60)	102877.5 (0.00)	7087.30 (0.23)	$EVA = B_0 + B_1 RE + B_2 \text{DIV} + B_3 \ln(\text{DEB}) + B_4 \ln(INV)$	15
19.07	19.30	19.06	0.80 (0.00)	-4308.01 (0.39)	10536.08 (0.41)	-21786.48 (0.53)	106062.1 (0.00)	-1579.87 (0.85)	$EVA = B_0 + B_1 RE + B_2 \text{DIV} + B_3 \text{DEB} + B_4 \ln(INV)$	16

المصدر: مخرجات برنامج Eviwes9.

من خلال نتائج الجدول رقم (3-19) فإن النموذج رقم 09 يمثل النموذج الأمثل للدراسة ، و يمكن تمثيله بالعلاقة التالية :

$$EVA = 11.36 + 0.97 RE + e^{-2.86} DIV + e^{1.17} DEB - 0.40 INV + 0.11$$

الجدول رقم (3-20) : النموذج الأمثل للعلاقة بين محددات خلق القيمة و القيمة الاقتصادية المضافة في مؤسسة الأوراسي

المتغير التابع $EVA_{it}$		
الدلالة	المعاملات	المتغيرات المستقلة
0.00	0.97	RE
0.07	$e^{-2.86}$	DIV
0.04	$e^{1.17}$	DEB
0.08	- 0.40	INV
0.00	11.36	القيمة الثابتة c
0.97		معامل التحديد $R^2$
127.15		قيمة إحصائية فيشر F
0.00		احتمال F
2.01		DW

المصدر: مخرجات برنامج 9 Eviews بتصرف.

حيث :

RE : المردودية الاقتصادية ؛

DIV : عائد توزيعات الأسهم ؛

DEB : إجمالي الديون على إجمالي أصول ؛

INV : إجمالي الاستثمارات على إجمالي أصول ؛

من خلال الجدول رقم (3-20) نلاحظ أن النموذج له دلالة إحصائية كلية، حيث أن الاحتمال F المرفق بإحصائية فيشر قدر بـ 0.00 و هو أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05)، و للمتغيرات المستقلة القدرة على تفسير 97 % من التغيرات الحاصلة في القيمة الاقتصادية المضافة، و هذا بناء على قيمة  $R^2$ .

أما بالنسبة للمعنوية الجزئية للنموذج، فقد أشارت النتائج على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من المردودية الاقتصادية و نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول مع المتغير التابع و المتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة، و ذلك كون الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05).

أما بالنسبة لمؤشر عائد توزيعات الأسهم و نسبة إجمالي الاستثمارات على إجمالي الأصول فليس له علاقة ذات دلالة إحصائية مع القيمة السوقية المضافة، لان الاحتمال المرفق بإحصائية t لهذا المتغير أكبر من مستوى المعنوية 0.05.

## التفسير الاقتصادي

من خلال النموذج المقدر نلاحظ أن معاملات المتغيرات المستقلة غير معدومة أي أنها تفسر نظريا التغير في القيمة السوقية المضافة، كما نلاحظ أن :

- هناك علاقة موجبة بين القيمة الاقتصادية المضافة و المرودية الاقتصادية و هو ما يفسر على أنه كلما زادت المرودية الاقتصادية بوحدة واحدة ارتفعت القيمة الاقتصادية المضافة بما مقداره 0.97 وحدة، كما نلاحظ وجود علاقة موجبة مع نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول فكلما زادت قيمة هذه الاخيرة بوحدة واحدة ارتفعت القيمة الاقتصادية المضافة بما مقداره  $e^{1.17}$ .

أما بالنسبة للقيمة الثابتة C نلاحظ انه يختلف عن الصفر أي أن هناك متغيرات أخرى تؤثر على القيمة السوقية المضافة لم يتضمنها النموذج، كما أن الاحتمال المرفق بالإحصائية t لمعامل الحد الثابت أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي فانه يمكن تفسيرها اقتصاديا.

## III-2-2-1- محددات خلق القيمة في مجمع صيدال من منظور القيمة الاقتصادية المضافة

سيتم دراسة تأثير محددات خلق القيمة على القيمة الاقتصادية المضافة في مجمع صيدال، و الجدول الموالي يعرض مختلف النماذج المقدر ذات الدلالة الإحصائية.

الجدول رقم (3-21) : محددات خلق القيمة في مجمع صيدال من منظور القيمة الاقتصادية المضافة

Hannan-Quinn	Schwarz	AKAIKE	R2	المعالم المقدرة					صيغة المعادلة	رقم المعادلة
			القيمة المعنوية	B <sub>4</sub>	B <sub>3</sub>	B <sub>2</sub>	B <sub>1</sub>	B <sub>0</sub>		
18.95	19.18	18.94	0.96 (0.00)	-48094.04 (0.00)	60153.50 (0.00)	-33557.29 (0.48)	197391.1 (0.00)	-34179.95 (0.00)	EVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> RE +B <sub>2</sub> DIV +B <sub>3</sub> DEB +B <sub>4</sub> INV	01
19.61	19.84	19.60	0.93 (0.00)	-44900.86 (0.00)	53036.21 (0.00)	-5438.55 (0.93)	14550.41 (0.00)	20241.96 (0.12)	EVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(RE) +B <sub>2</sub> DIV+B <sub>3</sub> DEB +B <sub>4</sub> INV	02
19.59	19.82	19.58	0.93 (0.00)	-42950.29 (0.00)	52387.49 (0.00)	-1659.35 (0.62)	15246.47 (0.00)	16592.61 (0.14)	EVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(RE) +B <sub>2</sub> Ln(DIV)+B <sub>3</sub> DEB +B <sub>4</sub> INV	03
19.63	19.86	19.62	0.93 (0.00)	-43136.18 (0.00)	27663.64 (0.00)	-1197.32 (0.72)	14796.71 (0.00)	62357.88 (0.00)	EVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(RE) +B <sub>2</sub> Ln(DIV)+B <sub>3</sub> Ln(DEB) +B <sub>4</sub> INV	04
19.68	19.91	19.67	0.93 (0.00)	-23140.22 (0.00)	26994.49 (0.00)	-508.11 (0.88)	13958.52 (0.00)	22286.58 (0.11)	EVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(RE) +B <sub>2</sub> Ln(DIV) +B <sub>3</sub> Ln(DEB) +B <sub>4</sub> Ln( INV)	05
19.61	19.84	19.60	0.93 (0.00)	-23292.82 (0.00)	51958.50 (0.00)	-857.16 (0.80)	14278.21 (0.00)	-22894.75 (0.10)	EVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(RE) +B <sub>2</sub> Ln(DIV) +B <sub>3</sub> DEB +B <sub>4</sub> Ln( INV)	06
19.64	19.87	19.63	0.93 (0.00)	-45086.00 (0.00)	28172.93 (0.00)	3912.43 (0.95)	14063.39 (0.00)	64694.11 (0.00)	EVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(RE) +B <sub>2</sub> DIV +B <sub>3</sub> Ln(DEB) +B <sub>4</sub> INV	07
19.68	19.91	19.67	0.93 (0.00)	-24059.31 (0.00)	27434.87 (0.00)	13180.22 (0.84)	13261.76 (0.00)	20486.18 (0.25)	EVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(RE) +B <sub>2</sub> DIV +B <sub>3</sub> Ln(DEB) +B <sub>4</sub> Ln( INV)	08
19.61	19.84	19.60	0.93 (0.00)	-24225.78 (0.00)	52570.62 (0.00)	6209.42 (0.92)	13603.00 (0.00)	-23839.74 (0.21)	EVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(RE) +B <sub>2</sub> DIV +B <sub>3</sub> DEB	09

									+B <sub>4</sub> Ln( INV)	
18.90	19.13	18.89	0.96 (0.00)	-47153.73 (0.00)	60149.84 (0.00)	-2480.03 (0.30)	200330.4 (0.00)	-43901.63 (0.00)	EVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> RE +B <sub>2</sub> Ln(DIV) +B <sub>3</sub> DEB +B <sub>4</sub> INV	10
18.93	19.16	18.92	0.96 (0.00)	-46917.43 (0.00)	31960.60 (0.00)	-2007.31 (0.41)	195948.9 (0.00)	10141.64 (0.35)	EVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> RE +B <sub>2</sub> Ln(DIV) +B <sub>3</sub> Ln(DEB) +B <sub>4</sub> INV	11
19.12	19.35	19.11	0.96 (0.00)	-24831.68 (0.00)	30983.12 (0.00)	-1296.27 (0.63)	185408.4 (0.00)	-30174.91 (0.00)	EVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> RE +B <sub>2</sub> Ln(DIV) +B <sub>3</sub> Ln(DEB) +B <sub>4</sub> Ln( INV)	12
19.01	19.24	19.00	0.96 (0.00)	-25169.58 (0.00)	59180.46 (0.00)	-1657.44 (0.52)	188537.2 (0.00)	-83056.25 (0.00)	EVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> RE +B <sub>2</sub> Ln(DIV) +B <sub>3</sub> DEB +B <sub>4</sub> Ln( INV)	13
18.97	19.20	18.96	0.96 (0.00)	-47863.87 (0.00)	32051.33 (0.00)	-23887.16 (0.62)	192439.8 (0.00)	18031.42 (0.00)	EVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> RE +B <sub>2</sub> DIV +B <sub>3</sub> Ln(DEB) +B <sub>4</sub> INV	14
19.14	19.37	19.13	0.96 (0.00)	-25233.92 (0.00)	31040.16 (0.00)	-14021.95 (0.79)	182343.5 (0.00)	-25733.54 (0.00)	EVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> RE+B <sub>2</sub> DIV +B <sub>3</sub> Ln(DEB) +B <sub>4</sub> Ln( INV)	15
19.04	19.26	19.02	0.96 (0.00)	-25573.75 (0.00)	59180.95 (0.00)	-21408.29 (0.67)	185892.1 (0.00)	-77204.44 (0.00)	EVA = B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> RE+B <sub>2</sub> DIV +B <sub>3</sub> DEB+B <sub>4</sub> Ln( INV)	16

المصدر: مخرجات برنامج Eviwes9.

من خلال نتائج الجدول رقم (3-21) فإن النموذج رقم 10 يمثل النموذج الأمثل للدراسة ، و يمكن تمثيله بالعلاقة التالية :

$$EVA = - 43901.63 + 200330.4 RE - 2480.03 Ln(DIV) + 60149.84 DEB - 47153.73 INV + 2701.33$$

الجدول رقم (3-22) : النموذج الأمثل للعلاقة بين محددات خلق القيمة و القيمة الاقتصادية المضافة في مجمع

صيدال

المتغير التابع $EVA_{it}$		
الدالة	المعاملات	المتغيرات المستقلة
0.00	200330.4	RE
0.00	- 2480.03	DIV
0.30	60149.84	DEB
0.00	- 47153.73	INV
0.00	- 43901.63	القيمة الثابتة c
0.96		معامل التحديد $R^2$
86.61		قيمة إحصائية فيشر F
0.00		احتمال F
1.86		DW

المصدر : مخرجات برنامج 9 Eviews بتصرف.

RE : المردودية الاقتصادية ؛

DIV : عائد توزيعات الأسهم ؛

DEB : إجمالي الديون على إجمالي أصول ؛

INV : إجمالي الاستثمارات على إجمالي أصول ؛

من خلال الجدول رقم (3-22) نلاحظ أن النموذج له دلالة إحصائية كلية، حيث أن الاحتمال F المرفق بإحصائية فيشر قدر ب 0.00 و هو أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05)، و للمتغيرات المستقلة القدرة على تفسير 96 % من التغيرات الحاصلة في القيمة الاقتصادية المضافة، و هذا بناء على قيمة  $R^2$ .

أما بالنسبة للمعنوية الجزئية للنموذج، فقد أشارت النتائج على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من المردودية الاقتصادية، نسبة إجمالي الاستثمارات على إجمالي الأصول و مؤشر عائد توزيعات الأسهم مع المتغير التابع و المتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة، و ذلك كون الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05).

أما بالنسبة لنسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول فليس له علاقة ذات دلالة إحصائية مع القيمة السوقية المضافة، لان الاحتمال المرفق بإحصائية t لهذا المتغير أكبر من مستوى المعنوية 0.05.

### التفسير الاقتصادي

من خلال النموذج المقدر نلاحظ أن معاملات المتغيرات المستقلة غير معدومة أي أنها تفسر نظريا التغير في القيمة السوقية المضافة، كما نلاحظ أن :

- هناك علاقة موجبة بين القيمة الاقتصادية المضافة و المردودية الاقتصادية و هو ما يفسر على أنه كلما زادت المردودية الاقتصادية بوحدة واحدة ارتفعت القيمة الاقتصادية المضافة بما مقداره 200330.4 وحدة، كما نلاحظ وجود علاقة سالبة مع عائد توزيعات الأسهم، فالزيادة في لوغاريتم هذا الأخير بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض القيمة الاقتصادية المضافة بقيمة 2480.03، كذلك نسبة إجمالي الاستثمارات على إجمالي الأصول فكلما زادت قيمة هذه الأخيرة بوحدة واحدة انخفضت القيمة الاقتصادية المضافة بما مقداره 47153.73.

أما بالنسبة للقيمة الثابتة C نلاحظ انه يختلف عن الصفر أي أن هناك متغيرات أخرى تؤثر على القيمة السوقية المضافة لم يتضمنها النموذج، كما أن الاحتمال المرفق بالإحصائية t لمعامل الحد الثابت أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي فانه يمكن تفسيرها اقتصاديا.

### III-2-4- محددات خلق القيمة في مجمع صيدال و مؤسسة الأوراسي من منظور القيمة السوقية

#### المضافة

بعد التطرق في العنصر السابق إلى دراسة تأثير محددات خلق القيمة على القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر لقياس خلق القيمة، سنقوم الآن بدراسة تأثير محددات خلق القيمة على القيمة السوقية المضافة لمؤسسة الأوراسي و مجمع صيدال. بناء على ذلك تم طرح النموذج الأساسي على النحو التالي :

$$MVA = B_0 + B_1RE + B_2DIV + B_3 DEB + B_4 INV + \epsilon_{it}$$

### III-2-4-2- محددات خلق القيمة في مؤسسة الأوراسي من منظور القيمة السوقية المضافة

و في هذا الجزء سنقوم بدراسة تأثير محددات خلق القيمة على القيمة السوقية المضافة بالنسبة لمؤسسة الأوراسي، و الجدول الموالي يعرض مختلف النماذج المقدر ذات الدلالة الإحصائية.

الجدول رقم (3-23) : محددات خلق القيمة في مؤسسة الأوراسي من منظور القيمة السوقية المضافة

Hannan-Quinn	Schwarz	AKAIKE	R2	المعالم المقدرة					صيغة المعادلة	رقم المعادلة
			القيمة المعنوية	B <sub>4</sub>	B <sub>3</sub>	B <sub>2</sub>	B <sub>1</sub>	B <sub>0</sub>		
11.54	11.77	11.53	0.69 (0.00)	-219.59 (0.38)	-395.68 (0.20)	1250.71 (0.21)	-101.96 (0.01)	113.87 (0.67)	$MVA = B_0 + B_1 \ln(RE) + B_2 DIV + B_3 DEB + B_4 INV$	01
11.59	11.82	11.58	0.68 (0.00)	-246.40 (0.36)	-417.09 (0.24)	174.44 (0.31)	-102.74 (0.02)	671.10 (0.01)	$MVA = B_0 + B_1 \ln(RE) + B_2 \ln(DIV) + B_3 DEB + B_4 INV$	02
11.63	11.86	11.62	0.66 (0.01)	-274.64 (0.34)	-200.43 (0.32)	162.29 (0.37)	-98.36 (0.03)	323.83 (0.08)	$MVA = B_0 + B_1 \ln(RE) + B_2 \ln(DIV) + B_3 \ln(DEB) + B_4 INV$	03
11.68	11.91	11.67	0.65 (0.01)	-94.58 (0.53)	-253.17 (0.23)	227.67 (0.17)	-107.18 (0.02)	167.26 (0.46)	$MVA = B_0 + B_1 \ln(RE) + B_2 \ln(DIV) + B_3 \ln(DEB) + B_4 \ln(INV)$	04
11.63	11.86	11.62	0.66 (0.01)	-87.05 (0.53)	-499.91 (0.16)	230.55 (0.14)	-110.49 (0.01)	600.01 (0.16)	$MVA = B_0 + B_1 \ln(RE) + B_2 \ln(DIV) + B_3 DEB + B_4 \ln(INV)$	05
11.58	11.81	11.57	0.68 (0.00)	-237.32 (0.36)	-196.35 (0.26)	1218.59 (0.24)	-99.09 (0.01)	-201.77 (0.66)	$MVA = B_0 + B_1 \ln(RE) + B_2 DIV + B_3 \ln(DEB) + B_4 INV$	06
11.62	11.85	11.61	0.67 (0.00)	-86.98 (0.52)	-229.27 (0.21)	1535.20 (0.11)	-104.24 (0.01)	-482.63 (0.07)	$MVA = B_0 + B_1 \ln(RE) + B_2 DIV + B_3 \ln(DEB) + B_4 \ln(INV)$	07
11.58	11.81	11.56	0.68 (0.00)	-82.42 (0.52)	-448.89 (0.16)	1530.46 (0.09)	-106.63 (0.01)	-96.41 (0.60)	$MVA = B_0 + B_1 \ln(RE) + B_2 DIV + B_3 DEB + B_4 \ln(INV)$	08

المصدر: مخرجات برنامج Eviwes9.

من خلال نتائج الجدول رقم (3-23) فإن النموذج رقم 01 يمثل النموذج الأمثل للدراسة ، و يمكن تمثيله بالعلاقة التالية :

$$MVA = 113.87 - 101.96 \ln(RE) + 1250.71 \text{ DIV} - 395.68 \text{ DEB} - 219.59 \text{ INV} + 68.26$$

الجدول رقم (3-24) : النموذج الأمثل للعلاقة بين محددات خلق القيمة و القيمة السوقية المضافة في مؤسسة الأوراسي

المتغير التابع $MVA_{it}$		
الدلالة	المعاملات	المتغيرات المستقلة
0.01	- 101.96	RE
0.21	1250.71	DIV
0.20	- 395.68	DEB
0.38	- 219.59	INV
0.67	113.87	القيمة الثابتة c
0.69		معامل التحديد $R^2$
6.35		قيمة إحصائية فيشر F
0.00		احتمال F
1.38		DW

المصدر : مخرجات برنامج 9 Eviews بتصرف.

RE : المردودية الاقتصادية ؛

DIV : عائد توزيعات الأسهم ؛

DEB : إجمالي الديون على إجمالي أصول ؛

INV : إجمالي الاستثمارات على إجمالي أصول ؛

من خلال الجدول رقم (3-24) نلاحظ أن النموذج له دلالة إحصائية كلية، حيث أن الاحتمال F المرفق بإحصائية فيشر قدر بـ 0.00 و هو أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05)، و للمتغيرات المستقلة القدرة على تفسير 69 % من التغيرات الحاصلة في القيمة الاقتصادية المضافة، و هذا بناء على قيمة  $R^2$ .

أما بالنسبة للمعنوية الجزئية للنموذج، فقد أشارت النتائج على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة و المردودية الاقتصادية فقط، لأن الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05).

أما بالنسبة لعائد توزيعات الأسهم، نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول و نسبة إجمالي الاستثمارات على إجمالي الأصول فليس له علاقة ذات دلالة إحصائية مع القيمة السوقية المضافة، لان الاحتمال المرفق بإحصائية t لهذا المتغير أكبر من مستوى المعنوية 0.05.

## التفسير الاقتصادي

من خلال النموذج المقدر نلاحظ أن معاملات المتغيرات المستقلة غير معدومة أي أنها تفسر نظريا التغير في القيمة السوقية المضافة، كما نلاحظ أن :

- هناك علاقة سالبة بين القيمة الاقتصادية المضافة و المردودية الاقتصادية و هو ما يفسر على أنه كلما زاد لوغاريتم المردودية الاقتصادية بوحدة واحدة انخفضت القيمة الاقتصادية المضافة بما مقداره 101.96 وحدة.

- أما بالنسبة للقيمة الثابتة C نلاحظ انه يختلف عن الصفر أي أن هناك متغيرات أخرى تؤثر على عوائد الأسهم لم يتضمنها النموذج، إلا أن الاحتمال المرفق بالإحصائية t لمعامل الحد الثابت أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي فإنه لا يمكن تفسيرها اقتصاديا.

## III -2-4-1- محددات خلق القيمة في مجمع صيدال من منظور القيمة السوقية المضافة

و في هذا الجزء سنقوم بدراسة تأثير محددات خلق القيمة على القيمة السوقية المضافة بالنسبة لمؤسسة الأوراسي، و الجدول الموالي يعرض مختلف النماذج المقدر ذات الدلالة الإحصائية.

الجدول رقم (3-25) : محددات خلق القيمة في مجمع صيدال من منظور القيمة السوقية المضافة

Hannan-Quinn	Schwarz	AKAIKE	R2	المعالم المقدرة					صيغة المعادلة	رقم المعادلة
			القيمة المعنوية	B <sub>4</sub>	B <sub>3</sub>	B <sub>2</sub>	B <sub>1</sub>	B <sub>0</sub>		
13.58	13.81	13.57	0.94 (0.00)	-3473.18 (0.00)	3796.98 (0.00)	-7670.67 (0.03)	1135.26 (0.58)	-837.82 (0.08)	$MVA = B_0 + B_1 RE + B_2 DIV + B_3 DEB + B_4 INV$	01
13.61	13.84	13.60	0.94 (0.00)	-3578.98 (0.00)	3766.04 (0.00)	-6878.01 (0.05)	21.48 (0.90)	-683.96 (0.28)	$MVA = B_0 + B_1 Ln(RE) + B_2 DIV + B_3 DEB + B_4 INV$	02
13.63	13.86	13.62	0.94 (0.00)	-3568.44 (0.00)	3823.70 (0.00)	-349.91 (0.05)	0.14 (0.99)	-2194.29 (0.00)	$MVA = B_0 + B_1 Ln(RE) + B_2 Ln(DIV) + B_3 DEB + B_4 INV$	03
13.53	13.76	13.52	0.94 (0.00)	-3588.71 (0.00)	2081.87 (0.00)	-311.68 (0.07)	-34.12 (0.83)	1200.37 (0.04)	$MVA = B_0 + B_1 Ln(RE) + B_2 Ln(DIV) + B_3 Ln(DEB) + B_4 INV$	04
13.21	13.44	13.20	0.96 (0.00)	-1998.71 (0.00)	2033.07 (0.00)	-228.05 (0.13)	-142.48 (0.34)	-2225.00 (0.00)	$MVA = B_0 + B_1 Ln(RE) + B_2 Ln(DIV) + B_3 Ln(DEB) + B_4 Ln( INV)$	05
13.21	13.44	13.19	0.96 (0.00)	-2007.26 (0.00)	3801.78 (0.00)	-257.61 (0.09)	-118.00 (0.42)	-5576.28 (0.00)	$MVA = B_0 + B_1 Ln(RE) + B_2 Ln(DIV) + B_3 DEB + B_4 Ln( INV)$	06
13.52	13.75	13.51	0.94 (0.00)	-3598.67 (0.00)	2053.32 (0.00)	-6124.68 (0.07)	-14.99 (0.92)	2500.49 (0.00)	$MVA = B_0 + B_1 Ln(RE) + B_2 DIV + B_3 Ln(DEB) + B_4 INV$	07
13.14	13.37	13.13	0.96 (0.00)	-1989.20 (0.00)	2002.45 (0.00)	-4930.63 (0.08)	-116.41 (0.42)	-1214.15 (0.08)	$MVA = B_0 + B_1 Ln(RE) + B_2 DIV + B_3 Ln(DEB) + B_4 Ln( INV)$	08
13.12	13.35	13.11	0.96 (0.00)	-1998.48 (0.00)	3744.85 (0.00)	-5506.10 (0.05)	-90.59 (0.52)	-4393.07 (0.00)	$MVA = B_0 + B_1 Ln(RE) + B_2 DIV + B_3 DEB$	09

									$+B_4 \text{Ln}(\text{INV})$	
13.62	13.85	13.60	0.94 (0.00)	-3476.22 (0.00)	3846.88 (0.00)	-378.79 (0.04)	679.54 (0.73)	-2378.14 (0.00)	$MVA = B_0 + B_1 \text{RE}$ $+B_2 \text{Ln}(\text{DIV}) + B_3 \text{DEB}$ $+B_4 \text{INV}$	10
13.53	13.76	13.52	0.94 (0.00)	-3461.39 (0.00)	2083.63 (0.00)	-346.83 (0.05)	414.29 (0.82)	1108.99 (0.14)	$MVA = B_0 + B_1 \text{RE}$ $+B_2 \text{Ln}(\text{DIV}) + B_3 \text{Ln}(\text{DEB})$ $+B_4 \text{INV}$	11
13.28	13.51	13.27	0.95 (0.00)	-1897.03 (0.00)	2009.65 (0.00)	-270.06 (0.08)	-762.67 (0.66)	-1827.10 (0.00)	$MVA = B_0 + B_1 \text{RE}$ $+B_2 \text{Ln}(\text{DIV}) + B_3 \text{Ln}(\text{DEB})$ $+B_4 \text{Ln}(\text{INV})$	12
13.26	13.48	13.24	0.95 (0.00)	-1918.93 (0.00)	3775.52 (0.00)	-294.37 (0.06)	-578.42 (0.73)	-5225.96 (0.00)	$MVA = B_0 + B_1 \text{RE}$ $+B_2 \text{Ln}(\text{DIV}) + B_3 \text{DEB}$ $+B_4 \text{Ln}(\text{INV})$	13
13.50	13.73	13.49	0.94 (0.00)	-3459.36 (0.00)	2057.41 (0.00)	-7022.11 (0.04)	830.99 (0.67)	2478.42 (0.00)	$MVA = B_0 + B_1 \text{RE}$ $+B_2 \text{DIV} + B_3 \text{Ln}(\text{DEB})$ $+B_4 \text{INV}$	14
13.20	13.43	13.19	0.96 (0.00)	-1886.88 (0.00)	1983.79 (0.00)	-5862.34 (0.05)	-307.56 (0.86)	-739.64 (0.02)	$MVA = B_0 + B_1 \text{RE} + B_2$ $\text{DIV} + B_3 \text{Ln}(\text{DEB}) + B_4 \text{Ln}(\text{INV})$	15
13.16	13.39	13.15	0.96 (0.00)	1908.37 (0.00)	3729.23 (0.00)	-6356.12 (0.03)	-93.05 (0.95)	-3999.56 (0.00)	$MVA = B_0 + B_1 \text{RE}$ $+B_2 \text{DIV} + B_3 \text{DEB}$ $+B_4 \text{Ln}(\text{INV})$	16

المصدر: مخرجات برنامج Eviwes9.

من خلال نتائج الجدول رقم (3-25) فإن النموذج رقم 16 يمثل النموذج الأمثل للدراسة ، و يمكن تمثيله بالعلاقة التالية :

$$MVA = - 3999.56 - 93.05 RE - 6356.12 DIV + 3729.23 DEB - 1908.37 Ln( INV) + 153.25$$

الجدول رقم (3-26) : النموذج الأمثل للعلاقة بين محددات خلق القيمة و القيمة السوقية المضافة

في مجمع صيدال

المتغير التابع $MVA_{it}$		
المتغيرات المستقلة	المعاملات	الدلالة
RE	- 93.05	0.95
DIV	- 6356.12	0.03
DEB	3729.23	0.00
INV	- 1908.37	0.00
القيمة الثابتة c	- 3999.56	0.00
معامل التحديد $R^2$	0.96	
قيمة إحصائية فيشر F	70.63	
احتمال F	0.00	
DW	1.22	

المصدر : مخرجات برنامج 9 Eviews بتصريف.

RE : المردودية الاقتصادية ؛

DIV : عائد توزيعات الأسهم ؛

DEB : إجمالي الديون على إجمالي أصول ؛

INV : إجمالي الاستثمارات على إجمالي أصول ؛

من خلال الجدول رقم (3-26) نلاحظ أن النموذج له دلالة إحصائية كلية، حيث أن الاحتمال F المرفق بإحصائية فيشر قدر ب 0.00 و هو أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05)، و للمتغيرات المستقلة القدرة على تفسير 96 % من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية المضافة، و هذا بناء على قيمة  $R^2$ .

أما بالنسبة للمعنوية الجزئية للنموذج، فقد أشارت النتائج على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من القيمة السوقية المضافة مع عائد توزيعات الأسهم، إجمالي الديون على إجمالي الأصول و إجمالي الاستثمارات على إجمالي الأصول ذلك كون الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05).

أما بالنسبة للمردودية الاقتصادية فليس لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع القيمة السوقية المضافة، لان الاحتمال المرفق بإحصائية t لهذا المتغير أكبر من مستوى المعنوية (0.05).

## التفسير الاقتصادي

من خلال النموذج المقدر نلاحظ أن معاملات المتغيرات المستقلة غير معدومة أي أنها تفسر نظريا التغير في القيمة السوقية المضافة، كما نلاحظ أن :

- هناك علاقة موجبة بين القيمة السوقية المضافة و نسبة إجمالي الديون على إجمالي أصول حيث كلما زادت هذه الأخيرة بوحدة واحدة أدى ذلك إلى ارتفاع القيمة السوقية المضافة بما مقداره 3729.23 وحدة.
- وجود علاقة سالبة بين القيمة السوقية المضافة و كل من عائد توزيعات الأسهم و إجمالي الاستثمارات على إجمالي الأصول، فكلما ارتفعت قيمة عائد توزيعات الأسهم بوحدة واحدة انخفضت القيمة السوقية المضافة ب 6356.12 وحدة، و كلما زادت قيمة لوغاريتم إجمالي الاستثمارات على إجمالي الأصول بوحدة واحدة انخفضت القيمة السوقية المضافة ب 1908.37 وحدة.
- أما بالنسبة للقيمة الثابتة C نلاحظ انه يختلف عن الصفر أي أن هناك متغيرات أخرى تؤثر على القيمة السوقية المضافة لم يتضمنها النموذج، كما أن الاحتمال المرفق بالإحصائية t لمعامل الحد الثابت أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي فإنه يمكن تفسيرها اقتصاديا.

IV- مناقشة نتائج الدراسة :

نسعى من خلال هذه الدراسة للوقوف على مدى قدرة مؤسسة الأوراسي و مجمع صيدال على إنشاء القيمة باستعمال المؤشرات الحديثة للأداء، كما سنقوم بلختبار القدرة التفسيرية للمقاييس الحديثة للأداء و هي القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و إجمالي عائد المساهمين في تفسير التغير الحاصل في القيمة السوقية المضافة للتحقق من الطرح الذي جاء به ستيرن ستوارت حول أفضلية القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير القيمة السوقية مقارنة بالمقاييس التقليدية للأداء ، و دراسة مدى تأثير القرارات المالية على إنشاء القيمة من خلال مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة، و قد تم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية لاختبار العلاقة، و تم التوصل إلى النتائج التالية :

1- قامت مؤسسة الأوراسي بإنشاء قيمة لمساهميها من منظور القيمة الاقتصادية المضافة عدا سنتي 2010-2011 و ذلك نتيجة للانخفاض الحاد في رقم أعمالها بسبب إغلاق وحدة الجزائر العاصمة التي تعد من أهم الوحدات في سلسلة فندق الأوراسي، أما بالنسبة لمجمع صيدال فلم يحقق إنشاء للقيمة على مدى سنوات الدراسة بسبب ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة مقابل العائد على حقوق الملكية إلا في سنة 2009 فقد استطاعت تحقيق إنشاء للقيمة بسبب الارتفاع الملحوظ في النتيجة الصافية الذي أدى بدوره إلى ارتفاع العائد على حقوق الملكية نتيجة الانتقال من المخطط المحاسبي الوطني ( PCN ) إلى النظام المحاسبي المالي (SCF) ؛

2- قامت مؤسسة الأوراسي بإنشاء القيمة من منظور القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة حيث كانت معظم قيمها موجبة وهذا راجع إلى ارتفاع قيمة العائد على حقوق الملكية مقابل تكلفة الأموال الخاصة، إلا أنها لم تحقق خلق للقيمة في سنتي 2010-2011 بسبب الانخفاض الملحوظ في النتيجة الصافية سنة 2010 و النتيجة الصافية السلبية في سنة 2011، أما بالنسبة لمجمع صيدال فلم يستطع تحقيق إنشاء للقيمة إلا في سنة 2009 نظرا للارتفاع الملحوظ في النتيجة الصافية خلال تلك السنة و الذي قدر بالضعف؛

3- لم تستطع مؤسسة الأوراسي إنشاء قيمة من منظور القيمة السوقية المضافة فقد كانت معظم القيم سالبة إلا في سنة 2006 لكنها تكاد تكون معدومة بسبب ارتفاع في سعر السهم و ثبات القيمة المحاسبية للأموال الخاصة نتج عنه أن القيمة السوقية للأموال الخاصة أقل من القيمة الدفترية لها، فغياب ثقافة الاستثمار في الأسهم في الجزائر و ضعف السوق المالي الجزائري

من شأنه أن يضعف الرفع من قيمة الأسهم و من تحركها و بالتالي تحقيق المؤسسات لإنشاء القيمة من خلال ارتفاع قيمة أسهمها، أما بالنسبة لمجمع صيدال فلم يستطع إنشاء قيمة من منظور القيمة السوقية المضافة خلال فترة الدراسة ؛

4- استطاعت مؤسسة الأوراسي إنشاء قيمة من خلال مؤشر إجمالي عائد المساهمين خلال فترة الدراسة فقد كانت معظم القيم موجبة نظرا لارتفاع قيمة السهم، إلا في سنتي 2002 و 2012 فقد انخفض سعر السهم للسنة الحالية مقارنة بالسنة السابقة، أما في مجمع صيدال فقد استطاع هو الآخر تحقيق إنشاء للقيمة من خلال هذا المؤشر في السنوات التالية (2005، 2006، 2008، 2009، 2010، 2011، 2014، 2015، 2017)، إلا أنه قام بتدمير القيمة في السنوات (2002، 2003، 2004، 2007، 2012، 2013، 2016) بسبب انخفاض في قيمة السهم ؛

من خلال ملاحظة قيم مؤشرات إنشاء القيمة في مؤسسة الأوراسي و مجمع صيدال توصلت الباحثة إلى أن المؤسسات محل الدراسة لا تولي أهمية لمؤشرات إنشاء القيمة في عملية تقييم الأداء بل تعتمد على المقاييس المحاسبية فقط.

5- أظهرت نتائج تقدير نماذج الانحدار في مؤسسة الأوراسي فيما يتعلق بعلاقة القيمة السوقية المضافة و المقاييس التقليدية للأداء:

✓ وجود ارتباط قوي بين القيمة السوقية المضافة و العائد على الاستثمار و ارتباط ضعيف مع كل من العائد على

الأصول، العائد على حقوق الملكية و حصة السهم من الأرباح و نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب ؛

✓ وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة و كل من العائد على الاستثمار، العائد على الأصول،

العائد على حقوق الملكية و حصة السهم من الأرباح، في حين عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية مع نتيجة

الاستغلال الصافية بعد الضرائب و هذا عكس ما توصلت إليه دراسة Ahmed Ismail (2006).

6- أظهرت نتائج تقدير نماذج الانحدار في مجمع صيدال فيما يتعلق بعلاقة القيمة السوقية المضافة و المقاييس التقليدية للأداء:

✓ وجود ارتباط ضعيف بين القيمة السوقية المضافة و العائد على الاستثمار، العائد على الأصول، العائد على حقوق

الملكية و حصة السهم من الأرباح و نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب ؛

✓ وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة و العائد على حقوق الملكية و حصة السهم من الأرباح، و عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية مع العائد على الاستثمار، العائد على الأصول و نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب هو عكس ما توصلت إليه دراسة (2000) M.Thenmozhi و (2006) Woo Gon Kim.

7- أظهرت نتائج تقدير نماذج الانحدار في مؤسسة الأوراسي فيما يتعلق بعلاقة القيمة السوقية المضافة و المقاييس الحديثة للأداء:

✓ وجود ارتباط ضعيف بين القيمة السوقية المضافة مع القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، و ارتباط قوي بين القيمة السوقية المضافة و إجمالي عائد المساهمين ؛

✓ وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة، و هذا راجع إلى العلاقة التي تربطهما فالقيمة السوقية المضافة هي عبارة عن مجموع التوقعات المستقبلية للقيمة السوقية المضافة، كما نلاحظ وجود علاقة بين القيمة السوقية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و لكن معامل الارتباط بينها و بين القيمة السوقية المضافة أعلى باعتبار أن القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة تحسب على أساس الأسعار السوقية و هو ما يتوافق مع ما توصل إليه (2012) said jabbarzadeh et al، و عدم وجود علاقة مع إجمالي عائد المساهمين.

8- أظهرت نتائج تقدير نماذج الانحدار في مجمع صيدال فيما يتعلق بعلاقة القيمة السوقية المضافة و المقاييس الحديثة للأداء:

✓ وجود ارتباط قوي للقيمة السوقية المضافة مع القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، و ارتباط ضعيف بين القيمة السوقية المضافة و إجمالي عائد المساهمين ؛

✓ وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة كما نلاحظ وجود علاقة بين القيمة السوقية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و لكن ارتباطهما أقل على الرغم من أن القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة تحسب على أساس الأسعار السوقية و بالتالي هذا يتعارض مع ما جاء به ستيرن ستوارت الذي يرى بأن القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة أكثر ارتباطا مع القيمة السوقية المضافة .

9- أظهرت نتائج تقدير نماذج الانحدار في مؤسسة الأوراسي أن المقاييس التقليدية للأداء تتفوق على القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة في تفسير تغيرات القيمة السوقية المضافة و التنبؤ بحركتها ، و تعتقد الباحثة أن ضعف نشاط

السوق المالي الجزائري وقلة التداول في أسهم المؤسسة و التحكم في الأسعار في البورصة له أثر كبير على النتائج المتوصل إليها، وهذا عكس مع ما توصلت إليه دراسة رامي أبو وادي و نجيل سقف الحيط (2016).

10- أظهرت نتائج تقدير نماذج الانحدار في مجمع صيدال عدم تفوق للقيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس التقليدية في مجمع صيدال فقد كانت نسبة التفسير متقاربة، بالتالي عدم تحقق الطرح الذي جاء به ستيرن ستوارت (Stern Stewart) حول أفضلية القيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس التقليدية و يتوافق مع ما توصل اليه Chung Huey Huang, Mao-Chang (2008) Wang.

وعليه فالمقاييس الحديثة للأداء لا تلغي دور و أهمية المقاييس التقليدية في قياس أداء المسيرين و الأداء المالي للمؤسسة

11- أما فيما يخص تأثير القرارات المالية على خلق القيمة في مؤسسة الأوراسي فتم التوصل إلى :

✓ **قرار التمويل** : تميزت سياسة التمويل في مؤسسة الأوراسي بالاستقرار خلال الفترة من (2002-2009)، و في سنة 2010 تضاعف حجم الديون بمقدار 70 % عن السنة السابقة ذلك بسبب الحاجة إلى الأموال من أجل عصرنة و إعادة تأهيل فندق الأوراسي الذي يمثل 23,8 % من رأس مال المؤسسة و ذلك في إطار تجسيد مخطط الجودة و الامتياز في المجال السياحي حيث مولت المؤسسة 30 % من عملية التهيئة و 70 % المتبقية هي عبارة عن قرض و الذي يتم ضخه في شكل 4 دفعات على مدى ثلاث سنوات. حيث أظهرت نماذج الانحدار أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة و نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول و لكن تؤثر هذه الأخيرة بشكل سالب إذ تساهم في خفض القيمة المنشأة من خلال مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة و يعود هذا التأثير كون المؤسسة استخدمت الديون بشكل كبير في تمويل استثماراتها و بالتالي لم تعد قادرة على الاستفادة من الوفورات الضريبية الناجمة عن المصاريف المالية، إلا أنه لم ينعس على الأداء السوقي الممثل في القيمة السوقية المضافة حيث لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة و نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول و هو ما يتوافق مع ما توصلت له دراسة عبد الكريم خيربي (2019)، كما تشير النتائج إلى أن المردودية الاقتصادية تساهم في الرفع من القيمة المنشأة في المؤسسة سواء عن طريق القيمة الاقتصادية المضافة أو القيمة السوقية المضافة ؛

✓ **قرار الاستثمار :** نلاحظ استقرارا في قيمة استثمارات المؤسسة في بداية الفترة إلى غاية سنة 2010 حيث تحول فندق الأوراسي إلى سلسلة فنادق و ذلك بضم 3 فنادق أخرى و هي فندق البستان في المنيعه و فندق المهري بورقلة و رم في بني عباس (بشار)، بالرغم من أن الاستثمارات التي قامت بها المؤسسة انعكست على النتيجة الصافية للمؤسسة إلا أنها لم تنعكس على خلق القيمة من منظور القيمة الاقتصادية المضافة إذ أظهرت نماذج الانحدار عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة و نسبة إجمالي الاستثمارات على إجمالي الأصول، أيضا عدم وجود تأثير لهذه النسبة على القيمة السوقية المضافة ؛

✓ **قرار توزيع الأرباح :** عرفت قيمة توزيعات الأرباح معدل ارتفاع خلال السنوات الأولى للدراسة حيث تبنت المؤسسة سياسة توزيع أرباح منتظمة مما يدل على أداء مالي جيد، لكنها انخفضت بشكل كبير في سنة 2010 لتتعدم خلال السنتين التاليتين نظرا للانخفاض الملحوظ في النتيجة الصافية و التي كانت سالبة في سنة 2011، ليعود للارتفاع في سنة 2013 ثم يستقر عند 40 دج خلال الثلاث سنوات الأخيرة للدراسة. في حين أظهرت نتائج الانحدار عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عائد توزيعات الأسهم و القيمة المنشأة سواء عن طريق القيمة الاقتصادية المضافة أو القيمة السوقية المضافة.

12- أما فيما يخص تأثير القرارات المالية على خلق القيمة في مجمع صيدال فتم التوصل إلى :

✓ **قرار التمويل :** لقد قام مجمع صيدال بتمويل عمليات الشراكة الإستراتيجية عن طريق القروض التي حصلت عليها كونها تتمتع باستقلال مالي، حيث أشارت نتائج تقدير العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة و نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بينهما و هو عكس ما توصلت له دراسة famil samiloglu (2014)، في حين أن هذه النسبة لها تأثير سلبي على الأداء السوقي الممثل بالقيمة السوقية المضافة، كما تشير النتائج إلى أن المردودية الاقتصادية تؤثر على القيمة الاقتصادية المضافة و لا تؤثر على القيمة السوقية المضافة بشكل إيجابي ؛

✓ قرار الاستثمار : قام مجمع صيدال بمجموعة من الاتفاقيات المهمة من أجل الرفع من الأرباح خلال فترة الدراسة حيث زاد قيمت الاستثمارات في سنة 2004 و ذلك بعد توقيعها اتفاقية شراكة مع مؤسسة أبوليد (Abolmed) لإنتاج المضادات الحيوية و إبرام اتفاقية مع سولوفارم (Solupharm) المتخصص في إنتاج الحقن، مضادات الروماتيزم و مضادات السرطان ؛

✓ كما قام المجمع بإبرام اتفاقية سنة 2012 مع نوفونورديسك (Novo Nordisk) من أجل إنتاج الأنسولين حيث قسم المشروع على مرحلتين الأولى يتم إنتاج الأنسولين في أواخر سنة 2015 و المرحلة الثانية هي عبارة عن إنتاج مصنع جديد يبدأ عملية الإنتاج في سنة 2017، و حيث أشارت نتائج تقدير نموذج الانحدار إلى أن هناك تأثيرا للاستثمارات التي قامت بها المؤسسة على خلق القيمة في المؤسسة سواء عن طريق القيمة الاقتصادية المضافة أو القيمة السوقية المضافة و لكن التأثير كان سالباً على الرغم من كون هذه الاستثمارات أثرت بشكل إيجابي على أرباح المؤسسة و هو عكس ما توصلت له دراسة Hechmi Soumaya (2015) ؛

✓ عرفت توزيعات الأرباح في مجمع عدم استقرار خلال الفترة (2002-2007) و من ثم عرفت ثباتاً خلال الفترة (2008-2011) و من ثم ترتفع خلال السنة 2012 إلى 40 دج للسهم و تبقى ثابتة حتى سنة 2017 حيث تميزت الفترة (2009-2017) بثبات في قيمة التوزيعات بسبب استقرار النتائج، إذ نلاحظ من خلال نتائج تقدير العلاقة بين عائد توزيعات الأسهم مع القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية تؤثر إيجاباً على خلق القيمة من خلال المؤشرين.

## خلاصة الفصل

قمنا في هذا الفصل بالإجابة عن الإشكالية المطروحة المتمثلة ما مدى قدرة مؤسسة الأوراسي و مجمع صيدال على خلق القيمة من منظور القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة و ذلك في كل من مؤسسة الأوراسي و مجمع صيدال كل على حدا، حيث تهدف هذه الدراسة لقياس مدى قدرة هذه المؤسسات على خلق القيمة من خلال المؤشرات الحديثة للأداء، إلى جانب دراسة مدى ارتباط المقاييس الحديثة للأداء بالقيمة السوقية المضافة مقارنة بالمقاييس التقليدية، ثم قمنا بدراسة تأثير القرارات المالية على خلق القيمة من منظور القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة، و توصلنا للنتائج التالية:

- استطاعت مؤسسة الأوراسي تحقيق خلق للقيمة من خلال مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و مؤشر إجمالي عائد المساهمين، في حين أنها لم تحقق خلق للقيمة من خلال مؤشر القيمة السوقية المضافة، أما مجمع صيدال فلم يحقق خلق للقيمة إلا من خلال مؤشر إجمالي عائد المساهمين ؛
- أظهرت نتائج تقدير نماذج الانحدار في مؤسسة الأوراسي أن المقاييس التقليدية للأداء تتفوق على القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة في تفسير تغيرات القيمة السوقية المضافة و التنبؤ بحركتها ، كما أظهرت نتائج تقدير نماذج الانحدار في مجمع صيدال عدم تفوق للقيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس التقليدية في مجمع صيدال فقد كانت نسبة التفسير متقاربة ؛
- أظهرت نماذج الانحدار أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة و نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول و لكن هذه الأخيرة تؤثر بشكل سالب إذ تساهم في خفض القيمة المنشأة من خلال مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، كما توصلنا إلى عدم وجود تأثير لهذه النسبة على خلق القيمة من خلال مؤشر القيمة السوقية المضافة، بالإضافة إلى عدم وجود تأثير لقرار الاستثمار و سياسة توزيع الأرباح على خلق القيمة من خلال القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة ؛
- من خلال دراسة نماذج الانحدار توصلنا إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة و نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول في حين نجد أن لها تأثير سلبي على القيمة السوقية المضافة، بالإضافة إلى وجود تأثير لقرار الاستثمار على خلق القيمة من خلال القيمة السوقية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة و لكن التأثير سلبي، كما أن قرار توزيع الأرباح يساهم في الرفع من خلق القيمة من خلال المؤشرين.

الخاتمة

## الخاتمة

لقد تم في ثنايا هذه الأطروحة معالجة موضوع تقييم المؤسسات الاقتصادية من منظور القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة و ذلك في إطار الإشكالية المتعلقة بدراسة مدى قدرة هذه المؤسسات على خلق القيمة، حيث قمنا بقياس القدرة على خلق القيمة من خلال المؤشرات الحديثة للأداء المتمثلة في القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، القيمة السوقية المضافة و إجمالي عائد المساهمين، كما قمنا باختبار الطرح الذي ينص على تفوق القيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس التقليدية في تفسير الأداء السوقي الذي قمنا بالتعبير عنه باستخدام مؤشر القيمة السوقية المضافة، ثم قمنا بدراسة مساهمة القرارات المالية في خلق القيمة في المؤسسات محل الدراسة.

قامت الجزائر في مطلع التسعينات بمجموعة من الإصلاحات الاقتصادية من أجل التوجه نحو اقتصاد السوق، حيث كان من الضروري إعادة النظر في الحثيات المتعلقة بعملية التقييم المالي في ظل ما جاءت به المعايير المحاسبية الدولية من مفاهيم و مبادئ تعزز بشكل واضح مفهوم تعظيم ثروة الملاك، حيث أصبح مفهوم خلق القيمة محورا أساسيا في تسيير مختلف المؤسسات و فرض نفسه كمؤشر معياري للأداء و مقياس لمدى نجاعة القرارات الإستراتيجية للمؤسسة.

و عليه، فإن تحقيق هدف خلق القيمة بات من أهم التحديات التي تواجه المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، حيث استفاد كل من مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي و مجمع صيدال من مجموعة الامتيازات التي من شأنها أن ترفع من القدرة على خلق القيمة و ذلك بعد إدراج أسهمها في بورصة الجزائر، في إطار السياسات المالية المنتهجة سعيا لتشجيع القطاع الصناعي و النهوض بقطاع السياحة و الرفع من مستوى المؤسسات الفندقية استفادت المؤسسات الفندقية سنة 2014 من معدل مغض للحقوق الجمركية على التآثيثات و التجهيزات غير المنتجة محليا بالإضافة إلى حساب التخصيص 057-302 الذي عنوانه صندوق دعم الاستثمار و ترقية الأنشطة السياحية، كما استفاد قطاع صناعة الأدوية للمعدل المنخفض 7 % من الرسم على القيمة المضافة سنة 2002 و كذا قامت الدولة سنة 2015 بمنع استيراد المواد الصيدلانية و المستلزمات الطبية الموجهة للطب البشري المصنعة في الجزائر.

تعددت أدوات قياس خلق القيمة في المؤسسة و يعد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من أهمها و أشهرها فهو مقياس لتحديد مدى كفاءة المسيرين في تعظيم ثروة الملاك من خلال أداء كفاء و فعال، كما تعكس الربح الحقيقي المحقق و ذلك كونها

## الخاتمة

تعتمد في حسابها على نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب و تكلفة جميع مصادر التمويل، بالإضافة إلى إجراء مجموعة من التعديلات على في عملية حسابها و هو ما يسمح بالتخلص من التشوهات التي من الممكن أن تتعرض لها البيانات المحاسبية.

و في هذا السياق حاولت العديد من الدراسات إبراز العلاقة الموجودة بين القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية

المعبر عنها إما عن طريق القيمة السوقية للسهم، عوائد الأسهم أو القيمة السوقية المضافة، للتأكد مما قدمه Stewart بشأن

تفوق القيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس التقليدية للأداء، و من خلال الفصل المتعلق بالدراسات السابقة للموضوع نلاحظ

أن الدراسات انقسمت بين مؤيد و معارض لهذا الطرح.

و من خلال التعرض لموضوع تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية المدرجة في السوق المالي الجزائري باستخدام مؤشري

القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة، أفضت هذه الدراسة عن جملة من النتائج النظرية و أخرى تطبيقية:

### النتائج النظرية :

1- تسعى المؤسسة من خلال عملية تقييم الأداء المالي إلى الحكم على مدى كفاءة و فعالية المؤسسة في تحقيق

الأهداف المسطرة و بالدرجة الأولى خلق القيمة للمساهمين ؛

2- يعرف مفهوم خلق القيمة على أنه الربح المتبقي المتاح للمساهمين بعد تخفيض تكلفة رأس المال، ويتحدد من خلال

ثلاثة نقاط و هي قدرة المؤسسة على النمو، الزيادة في الأرباح و ارتفاع أسعار الأسهم على المدى الطويل و بالتالي فان مفهوم

خلق القيمة هو عبارة عن قدرة المؤسسة على النمو و تحقيق الأرباح الذي يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم في المدى الطويل ؛

3- يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مؤشرا للتقييم الداخلي و الخارجي للأداء من خلال ارتباطه بمؤشر القيمة

السوقية المضافة و الذي يعد مؤشر لقياس الثروة المحققة في السوق المالي و ذلك من خلال الارتفاع في أسعار أسهم المؤسسة،

و بالتالي ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة مقارنة بالقيمة الدفترية لها؛

4- لقد وجهت مجموعة من الانتقادات لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة إلا أنه يبقى مؤشر له القدرة على تحديد الربح

الحقيقي المحقق مقارنة بالمقاييس التقليدية للأداء التي أهملت تكلفة رأس المال في تحديد الربح الحقيقي، بالإضافة لل تعديلات

المحاسبية التي يتم من خلالها التخلص من بعض التشوهات التي قد تتعرض لها البيانات المحاسبية

### النتائج التطبيقية :

قمنا من خلال الجانب التطبيقي للدراسة بمحاولة اختبار الفرضيات المطروحة و كانت النتائج كالتالي :

**1 -الفرضية الأولى :** استطاعت مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي و مجمع صيدال خلق قيمة لمساهميها من خلال مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة فقط.

أظهرت نتائج الدراسة عدم صحة الفرضية الأولى، حيث استطاعت مؤسسة الأوراسي تحقيق خلق للقيمة من خلال مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و مؤشر إجمالي عائد المساهمين، في حين أنها لم تحقق خلق للقيمة من خلال مؤشر القيمة السوقية المضافة، أما مجمع صيدال فلم يحقق خلق للقيمة إلا من خلال مؤشر إجمالي عائد المساهمين.

**2 -الفرضية الثانية :** تكتسي المؤشرات التقليدية و الحديثة للأداء تأثيرا نسبيا في القيمة السوقية المضافة لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي و مجمع صيدال خلال الفترة (2002-2017).

من خلال نتائج الدراسة فان الفرضية الثانية محققة بشكل جزئي، فنلاحظ أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة و المقاييس التقليدية للأداء المتمثلة في العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية و حصة السهم من الأرباح في مؤسسة الأوراسي، أما في مجمع صيدال فنلاحظ وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة و العائد على الاستثمار، العائد على الأصول و نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب.

أما علاقة القيمة السوقية المضافة مع المقاييس الحديثة للأداء فنجد أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة مع القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة المعدلة و عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية مع مؤشر إجمالي عائد المساهمين.

**3 -الفرضية الثالثة :** تعد المؤشرات الحديثة للأداء أكثر نجاعة عن المؤشرات التقليدية في تفسير الأداء السوقي و المعبر عنه بالتغير في القيمة السوقية المضافة لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي و مجمع صيدال خلال الفترة

(2017-2002).

## الخاتمة

أظهرت نتائج تقدير نماذج الانحدار في مؤسسة الأوراسي أن المقاييس التقليدية للأداء تتفوق على القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة في تفسير تغيرات القيمة السوقية المضافة و التنبؤ بحركتها ، كما أظهرت نتائج تقدير نماذج الانحدار في مجمع صيدال عدم تفوق للقيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس التقليدية في مجمع صيدال فقد كانت نسبة التفسير متقاربة، بالتالي عدم تحقق الطرح الذي جاء به ستيرن ستوارت (Stern Stewart) حول أفضلية القيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس التقليدية، و بالتالي عدم تحقق الفرضية الثالثة.

**4 -الفرضية الرابعة : يعد قرار الاستثمار ذو أهمية بالغة من خلال مساهمته في خلق القيمة للمساهم في مؤسسة الأوراسي خلال الفترة (2002-2017).**

حيث أظهرت نماذج الانحدار أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة و نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول و لكن هذه الأخيرة تؤثر بشكل سالب إذ تساهم في خفض القيمة المنشأة من خلال مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، كما توصلنا إلى عدم وجود تأثير لهذه النسبة على خلق القيمة من خلال مؤشر القيمة السوقية المضافة، بالإضافة إلى عدم وجود تأثير لقرار الاستثمار و سياسة توزيع الأرباح على خلق القيمة من خلال القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة، و بالتالي رفض الفرضية الرابعة.

**5 -الفرضية الخامسة : يساهم قرار التمويل بشكل كبير في خلق القيمة مقارنة بقرار الاستثمار و قرار توزيع الأرباح في مجمع صيدال خلال الفترة (2002-2017).**

من خلال دراسة نماذج الانحدار توصلنا إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة و نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول في حين نجد أن لها تأثير سلبي على القيمة السوقية المضافة، بالإضافة إلى وجود تأثير لقرار الاستثمار على خلق القيمة من خلال القيمة السوقية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة و لكن التأثير سلبي، كما أن قرار توزيع الأرباح يساهم في الرفع من خلق القيمة من خلال المؤشرين، و بالتالي عدم تحقق الفرضية الخامسة.

### التوصيات :

من خلال الدراسة التي قمنا بها يمكننا الخروج بالتوصيات التالية :

- تفعيل و تنشيط دور السوق المالي الجزائري للمساهمة في تمويل المؤسسات بدل اللجوء إلى الاقتراض ؛
- اختيار المشاريع الاستثمارية التي تساهم في الرفع من القدرة على خلق القيمة للرفع من القدرة على النمو ؛
- \_ اتخاذ القرارات المالية على أساس تحقيق هدف تعظيم القيمة للمساهم و كذا نظام المكافآت، و استخدام المؤشرات الحديثة و التقليدية للأداء في عملية تقييم الأداء ؛
- \_ على مجمع صيدال و مؤسسة الأوراسي الانتباه إلى الأثر العكسي للديون على خلق القيمة و محاولة الاعتماد على التمويل الذاتي.

### آفاق الدراسة :

بعد الانتهاء من معالجة إشكالية بحثنا، تبينت لنا مجموعة من المواضيع التي يمكن أن تكون موضوع دراسة مستقبلية للمهتمين في هذا المجال وهي :

- توسيع العينة بإدراج مؤسسات أخرى، و استخدام أساليب إحصائية أخرى مثل التحليل المقطعي للبيانات أو ما يعرف بنماذج البانل (Panal)، فقد تعذر على الباحثة استخدام هذا الأسلوب بسبب قلة عدد المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر؛
- تطبيق الدراسة على عينة من المؤسسات الصغيرة و المتوسطة المدرجة السوق المالي ؛
- و من الممكن إجراء دراسة مماثلة و ذلك في أسواق مالية مختلفة من حيث الحجم و مستوى الكفاءة و المقارنة بينها، و تعزيز الدراسة بإدراج متغيرات أخرى كالحجم، طبيعة النشاط؛
- دراسة أثر الاندماج و الاستحواذ على خلق القيمة باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة مع محاولة إدراج مفاهيم النظرية المالية السلوكية و هذا من خلال دراسة أثر العوامل السلوكية على قيمة المؤسسة.

## قائمة المصادر والمراجع

أولاً: قائمة الكتب:

1. فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، دار إثراء للنشر و التوزيع، الطبعة الثالثة، الأردن 2013.
2. محمود عزت اللحام و آخرون، الإدارة المالية المعاصرة، دار الإعصار العلمي للنشر و التوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2016.
3. محمد الصيرفي، التحليل المالي من وجهة نظر محاسبية إدارية، دار الفجر للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، مصر، 2014.
4. محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر للنشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2011.
5. محي الدين عبد الرزاق حمزة، أساسيات التحليل المالي، دار الإعصار العلمي للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2017.
6. محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات و تطبيقات، دار الحامد، الطبعة الأولى، 2011.
7. ناصر نور الدين، المحاسبة الإدارية المتقدمة للأغراض قياس و تصميم و تقييم الأداء و ترشيد التكاليف، دار التعليم الجامعي، مصر، 2015.

ثانياً : البحوث الجامعية:

أطروحات الدكتوراه :

8. الهاشمي بن واضح، تأثير متغيرات البيئة الخارجية على أداء المؤسسات الاقتصادية الجزائرية حالة قطاع خدمة الهاتف النقال في الجزائر (2008-2011)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2014.
9. بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لقطاع المحروقات في الجزائر دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار (ENSP)، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2010.
10. دادن عبد الوهاب، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية - نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية-، أطروحة دكتوراه مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008، ص 127.
11. سويسسي الهواري، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008.
12. عبد الكريم خيرى، أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، غير منشورة، جامعة المسيلة، الجزائر، 2019.

13. محبوب فاطمة، تأثير التحالفات الإستراتيجية على الأداء التنافسي للمؤسسة الصناعية دراسة حالة مجمع صيدال ، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016.

14. صيفي حسنية، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40 خلال الفترة 2008-2013، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2016.

15. Fateh Saci, La Creation de Valeur des Alliances Stratégiques et des Fusions Acquisitions : Justification Comparative par le modèle de mesure de la valeur financière « Cas des Societes du SBF 250 », these Doctorat en Sciences de Gestion, l'Université de Nice Sophia-Antipolis, 2013.

16. Nassima assous, L'impact des décisions financières sur la création de valeur au sien des entreprises publiques algériennes cotées a la bourse d'alger : cas de Saidal et l'E.G.H-Aurassi, thèse de doctorat en Sciences économiques, université tizi-ouzou, Algérie.

#### مذكرات الماجستير:

17. علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة - دراسة حالة عينة من المؤسسات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في مالية المؤسسة، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009، ص 03.

18. شعبان محمد لولو، قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة و التمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2015، ص 43.

19. سميحة بوحفص، دراسة نظام المعلومات المحاسبية في حساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة دراسة حالة : مؤسسة صناعة الكوابل - فرع جنرال كابل - بسكرة، مذكرة مقدمة لاستكمال نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2013، ص 8.

20. سعيد هتهات، دراسة اقتصادية و قياسية لظاهرة التضخم في الجزائر ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006.

#### المقالات المنشورة:

21. بريش عبد القادر، بدروني عيسى، سياسة توزيع الأرباح كألية لحوكمة الشركات، مجلة البحوث في العلوم المالية و المحاسبية، العدد 02، 2016.

22. ثائر عدنان قدومي، قيس أديب الكيلاني وآخرون ، أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في القيم السوقية للأسهم أهي القيمة الاقتصادية المضافة أم معايير الأداء التقليدية، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، المجلد 14، 2011.

23. حسنية صيفي، نوال بن عمارة، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2008-2013، مجلة الباحث، العدد 15، 2015.
24. دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، العدد 04، 2006.
- 1.25. رامي أبو وادي، و نهيل سقف الحيط، القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لتقييم أداء المصارف التجارية الاردنية، مجلة جامعة النجاح للأبحاث (العلوم الانسانية)، المجلد 30، العدد 12، 2016.
26. زهواني رضا و آخرون، دور الإدارة المالية في صنع القرارات المالية قرارا التمويل، قرار الاستثمار و قرار توزيع الأرباح، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد 01، العدد 2017، 01.
27. سعود حاييد منصور، زهور عبد السلام صادق، العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح و القيمة السوقية للسهم و أثرهما على حجم التداول "دراسة عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الدنانير، العدد 15، 2019.
28. صفاء يونس الصفاوي، عمار حازم طه، بعض طرائق المقدرات التقليدية ومقدر بيز لمعاملات نموذج الانحدار الخطي العام (دراسة مقارنة مع تطبيق في مجال طبي)، مجلة تنمية الرافدين، العدد 27، 2005.
29. عبد الحسين توفيق شلبي، استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي و التشغيلي في الوحدات الاقتصادية، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 23، المجلد السادس، 2009.
30. عبد الغني دادن، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، عدد 04، 2006.
31. عبد القادر بن شني، أثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في الجزائر، مجلة المالية والأسواق، الحجم 2، العدد 3، 2015.
32. عبد اللطيف أولاد حيمودة و آخرون، قياس الأداء المصرفي للبنوك التجارية باستخدام نموذج العائد على حقوق الملكية دراسة حالة بنكي CPA و BBA للفترة (2014-2016)، مجلة الادارة و التنمية للبحوث و الدراسات، العدد 12، 2017.
33. علاء عبد الحسين صالح، عدي صفاء الدين فاضل، تقييم أداء الشركات العراقية باستخدام نموذج العائد على حقوق الملكية دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة 2008-2010، الغري للعلوم الاقتصادية و الإدارية، المجلد 8، العدد 25، 2012.
34. علي بن الضب وسيدي أحمد عياد، تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2013.
35. عمر عيد الجعيدي، مدى اختلاف العلاقة لكل من ROA و EVA مع العوائد غير العادية للأسهم وتأثير العلاقة بنوع القطاع والحجم دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة عمان، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد الثالث والعشرون، العدد الأول، يناير 2015.
36. محمد جاسم محمد، علاقة نسبة الرفع المالي و WACC في مؤشرات سوق الأوراق المالية، دراسة تحليلية في مجموعة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 10، العدد 37، 2014.

37. محمد جموعي قريشي، تقييم أداء المؤسسات المصرفية دراسة حالة لمجموعة من البنوك الجزائرية- خلال الفترة من 1994-2000 الجزء الأول، مجلة الباحث، العدد 3، 2004.
38. معاليم سعاد، بوحفص سميحة، إنشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA دراسة حالة مؤسسة صناعة الكوابل فرع جنرال كابل - بسكرة، مجلة العلوم الإنسانية و الاجتماعية، العدد 30، 2017.
39. مقبل علي أحمد علي، دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقييم أداء الشركات الصناعية و التعديلات المقترحة لاحتسابها "دراسة تطبيقية"، مجلة دراسات محاسبية و مالية، المعهد العالي للدراسات المالية و المحاسبية، جامعة بغداد: العراق، المجلد 05، العدد 11، 2010.
40. نبراس جاسم كاظم، تباين العائد على الاستثمار دالة لاختلاف الحصة السوقية بحث تطبيقي على عينة من المصارف الخاصة المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة دراسات محاسبية و مالية، المجلد 10، العدد 32، 2015.
41. هاشمي عباس، الدور المحوري لتسيير الموارد البشرية في خلق القيمة لجميع الأطراف الآخذة ، مجلة أبحاث إدارية و اقتصادية، العدد الثالث، 2008.
42. هشام بحري، مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم : بين النظرية والتطبيق، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 01، 2012.
43. هوارى سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة ، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 07، 2010.
44. Abdullah Al Mamun, Shazali Abu Mansor, EVA as Superior Performance Measurement Tool, Journal of Modern Economy, N 3, 2012.
45. Ahmed Ismail, Is Economic Value Added more associated with stock return than accounting earning ? The UK evidence, International Journal of Managerial Finance, Vol. 2 No. 4, 2006.
46. Ali Ihsan Akgun et al, The Impact of Profitability on Market Value Added: Evidence from Turkish Informatics and Technology Firms, International Journal of Economics and Financial Issues, 8(4), 2018.
47. Andrea Quintiliani, The Relationship between the Market Value Added of SMEs Listed on AIM Italia, and Internal Measures of Value Creation The Role of Corporate Strategic Planning, International Journal of Financial Research, Vol. 9, No. 1, 2018.
48. Andrew C. Worthington, Tracey West, Australian Evidence Concerning the Information Content of Economic Value-Added, Australian Journal of Management, vol 29(2), 2004.
49. Anil K. Sharma, Satish Kumar, Economic Value Added (EVA) – Literature Review and Relevant Issues, International Journal of Economics and Finance, Vol 2, No 2, 2010
50. Cengiz Haksever et al, A Model of Value Creation: Strategic View, Journal of Business Ethics, N 49, 2004.
51. Chunghuey Huang, Mao-Chang Wang, The Effects of Economic Value Added and Intellectual Capital on the Market Value of Firms: An Empirical Study, International Journal of Management, Vol. 25 No. 4, December 2008.
52. Dimitris Kyriazis, Christos Anastassis, The Validity of the Economic Value Added Approach : an Empirical Application, journal of European Financial Management, Vol. 13, No. 1, 2007.

53. Dyah Purnamasari, **The Effect of Changes in Return on Assets, Return on Equity, and Economic Value Added to the Stock Price Changes and Its Impact on Earnings Per Share**, Research Journal of Finance and Accounting, Vol.6, No.6, 2015.
54. Eduardo Kayo et all. **The major accounting adjustments to calculate EVA. An application to Brazilian firms**, Social Science Research Network, 2005.
55. Famil Samiloglu et al, **The Effect of Capital Structure on Economic Value Added: Evidence from Turkey**, International Research Journal of Finance and Economics, Issues119, 2014.
56. Gregory Laing, Kirsty Dunbar, **EVA, EPS, ROA and ROE as Measures of Performance in Australian Banks: A Longitudinal Study**, JAMAR, Vol 13, No 1, 2015.
57. Hechmi Soumaya (2015), **Investment Decision and Value Creation**, Corporate Ownership & Control, Volume 12, Issue 2, Winter 2015.
58. Ibrahim Mustafa Sweiti, **The Relationship between Economic Value Added, Accounting Profit and Cash Flow with the Market Value: Evidence from Saudi Arabia**, Australian Journal of Basic and Applied Sciences vol 9(36), December 2015.
59. Konecny Zdenek, **Economic Value Added as a Dependence on the Corporate- and Market-life Cycle**, Journal of Competitiveness, Issue 2, 2011.
60. Laurent Cappelletti, Djamel Khouatra, **Concepts et Mesure de la Création de Valeur Organisationnelle**, Revue Comptabilité - Contrôle – Audit, Tome 10-Volume1.
61. M Geyser, IE Liebenberg, **Creating a new Valuation tool for South African Agricultural CO-Operatives**, Agreko, Vol 42, No 2, 2003.
62. M. Thenmozhi, **Market Value Added and share price Behaviour an Empirical Study of Bse Sensex Companies**, Delhi Business Review , Vol. 1, No. 1, Jan.2000.
63. Mansour Garkaz et all, **Studying the Relationship between the Refined Economical Value Added and Earning Per Share and Price /Earning Ratio in Tehran Stock Exchange**, International Research Journal of Applied and Basic Sciences. Vol 3,N 5, 2012.
64. Melchior Salgado, **La performance : une dimension fondamentale pour l'évaluation des entreprises et des organisations**, HAL, 2013, web site : <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00842219>, 12-03-2019, 10 : 50.
65. Muhammad Ismail, **Effect of Traditional and Modern Performance Instruments on Selected Companies from Pakistan**, Lahore , 26(5), 2014.
66. Muhammad Mara Ikbar, **Andrieta Shintia Dewi, The Analysis of Effect of Economic Value Added (EVA) and Market Value Added (MVA) on Share Price of Subsector Companies of Property Incorporated in LQ45 Indonesia Stock Exchange in Period of 2009-2013**, International Journal of Science and Research, Vol 4, Issue 4, 2015.
67. Nikhil Chandra Shil, **Performance Measures: An Application of Economic Value Added**, International Journal of Business and Management Vol. 4, No. 3.
68. P. Muraleetharan, **Impact of Economic Value Added on Market Value Added : Special Reference to Selected Private Banks in Sri Lanka**, European Journal of Business and Management, Vol.6, No.7, 2014 .
69. Rosikah et al, **Effects of Return on Asset, Return On Equity, Earning Per Share on Corporate Value**, The International Journal of Engineering and Science, Vol 7, Issue 3, 2018.
70. Ruchi Sharma, **Total Shareholder Return (TSR): as a Performance Measure**, Asian Journal of Marketing and Management Research, Vol.2 Issue 7, 2013.

71. Saeid Jabbarzadeh Kangarlouei, **The Investigation of The Impact of Ownership Concentration on Financial Performance Measurement Criteria and Market Value Added**, International Journal of Economics and Management Sciences, Vol. 1, No. 9, 2012.
72. Salaga Jakub et al, **Economic Value Added as a measurement tool of financial Performance**, Procedia Economics and Finance, N 26, 2015.
73. Sarbapriya Ray, **Efficacy of Economic Value Added Concept in Business Performance Measurement**, Advances in Information Technology and Management, Vol. 2, No. 2, 2012.
74. Satender Kumar Joshi, Ravinder Goel, **Market Value Added and Share Price Behaviour an Empirical Study of BSE SENSEX Companies**, Delhi Business Review, Vol 1, No 1, 2000.
75. Satish Kumar, A.K. Sharma, **Association of EVA and accounting earnings with marketvalue: evidence from India**, Asia-Pacific Journal of Business Administration, Vol. 3 No. 2, 2011.
76. Seoki Lee, Woo Gon Kim, **EVA, refined EVA, MVA, or traditional performance measures for the hospitality industry?**, International Journal of Hospitality Management, vol 28, 2009.
77. Serge Agbodjo, Isabelle Martinez, **La création de valeur actionnariale est-elle pertinente pour la prise de décision d'investissement ? Une étude empirique du SBF250 par secteurs d'activité**, P 9-10, <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00935809>.
78. Shimin Chen, James L. Dodd, **Economic Value Added (EVA™): An Empirical Examination Of A New Corporate Performance Measur**, JOURNAL OF MANAGERIAL ISSUES, Vol. IX, Number 3 Fall 1997.
79. Woo Gon Kim, **Eva and Traditional Accounting Measures: which metric is a better predictor of market value of hospitality companies?**, Journal of Hospitality & Tourism Research, Vol. 30, No. 1, February 2006.

### مؤتمرات وأوراق علمية :

80. السعيد بريك، سمير مسعي، تقييم المنشأة الاقتصادية : مدخل القيمة الاقتصادية المضافة **EVA**، الملتقى الدولي : صنع القرار في المؤسسات الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف- المسيلة، الجزائر، أبريل 2009.
81. شهرزاد زغيب، عماني لمياء، **قدرة المؤسسة الاقتصادية على خلق الثروة للمساهمين**، ص 6، بتصرف. موقع التحميل : [efpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/03/للمساهمين-شهرزاد-زغيب.pdf](http://efpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/03/للمساهمين-شهرزاد-زغيب.pdf). بتاريخ 2017/03/20 على 11:02.
82. Eva Malichova, Mária Durisova, **Evaluation of Financial Performance of Enterprises in IT Sector**, Procedia Economics and Finance, 34, University of Zilina, Slovakia, 2015.

### ثالثا : البحوث والدراسات

83. Abdelkader gliz, le problème de l'évaluation de l'entreprise en privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché, les cahiers de CRAED, n° 54/2000.

84. Nicolae Sighicea, Laura Vasilescu, **Economic Value Added and Market Value Added –Modern Indicators for Assessment the Firm’s value**, web site : [https://www.utgjiu.ro/revista/ec/pdf/2015Special%20ECOTREND/81\\_Sighicea,%20Vasilescu.pdf](https://www.utgjiu.ro/revista/ec/pdf/2015Special%20ECOTREND/81_Sighicea,%20Vasilescu.pdf) , date : 12-03-2019, a 10 : 30.

**رابعاً : المواقع الالكترونية**

85. <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=154>, date 29/01/2018, a 08:59.  
86. [http://www.sgbv.dz/ar/?page=details\\_societe&id\\_soc=28](http://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=28), date 23/04/2018 , a 9 : 32.

الملاحق

الملحق رقم ( 10 ) : القوائم المالية لمجمع صيدال خلال الفترة 2002-2017

**SAIDAL SPA**  
DATE DE CLOTURE : 31/12/2002

**BILAN (ACTIF) RETRAITE**

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
10	Capital social	3 900 000 000,00				3 900 000 000,00	
13	Reserves	1 432 018 000,00				1 432 018 000,00	
14	Subventions reçues	104 889 178,03				104 889 178,03	
15	Écart de réévaluation	1 060 796 239,23				1 060 796 239,23	
18	R.A.	3 139 745,97				3 139 745,97	
19	Provisions pour perte et charges	85 006 291,02				85 006 291,02	
<b>FONDS PROPRES</b>		<b>6 583 948 954,25</b>				<b>6 583 948 954,25</b>	
52	Dettes d'investissement	1 653 941 696,34		6 351 350,30		1 647 590 346,04	
53	Dettes de stocks	2 561 317 477,94		1 816 019 044,24		745 298 433,70	
54	Détention pour compte	30 684 142,59				30 684 142,59	
55	Dettes sur ass et stes app	11 599 061 467,85		10 679 702 991,39		919 358 476,46	
56	Dettes d'exploitation	720 129 200,00		59 506 786,24		660 622 413,76	
57	Avances commerciales	13 659 124,28				13 659 124,28	
58	Dettes financières	1 340 696 823,20				1 340 696 823,20	
50	Comptes créditeurs de factif	97 393 619,46		61 510 839,40		35 882 780,06	
<b>DETTES</b>		<b>18 216 192 917,21</b>		<b>18 216 192 917,21</b>		<b>18 216 192 917,21</b>	
<b>RESULTAT (BENEFICE)</b>		<b>439 003 036,27</b>				<b>439 003 036,27</b>	
<b>TOTAL PASSIF</b>		<b>25 240 945 607,61</b>				<b>25 240 945 607,61</b>	

**SAIDAL SPA**  
DATE DE CLOTURE : 31/12/2002

**BILAN (PASSIF) RETRAITE**

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	3 900 000 000,00	1 400 000 000,00		2 500 000 000,00
13	Reserves	1 432 018 000,00		211 249 283,48	1 643 267 283,48
14	Subventions reçues	104 889 178,03			104 889 178,03
15	Écart de réévaluation	1 060 796 239,23			1 060 796 239,23
18	R.A.	3 139 745,97			3 139 745,97
19	Provisions pour perte et charges	85 006 291,02			85 006 291,02
<b>FONDS PROPRES</b>		<b>6 583 948 954,25</b>			<b>6 583 948 954,25</b>
52	Dettes d'investissement	1 653 941 696,34	6 351 350,30		1 647 590 346,04
53	Dettes de stocks	2 561 317 477,94	1 816 019 044,24		745 298 433,70
54	Détention pour compte	30 684 142,59			30 684 142,59
55	Dettes sur ass et stes app	11 599 061 467,85	10 679 702 991,39		919 358 476,46
56	Dettes d'exploitation	720 129 200,00	59 506 786,24		660 622 413,76
57	Avances commerciales	13 659 124,28			13 659 124,28
58	Dettes financières	1 340 696 823,20			1 340 696 823,20
50	Comptes créditeurs de factif	97 393 619,46	61 510 839,40		35 882 780,06
<b>DETTES</b>		<b>18 216 192 917,21</b>	<b>18 216 192 917,21</b>		<b>18 216 192 917,21</b>
<b>RESULTAT (BENEFICE)</b>		<b>439 003 036,27</b>			<b>439 003 036,27</b>
<b>TOTAL PASSIF</b>		<b>25 240 945 607,61</b>			<b>25 240 945 607,61</b>

**SAIDAL SPA**  
DATE DE CLOTURE : 31/12/2002

**BILAN (TCR) RETRAITE**

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		4 589 539 156,05	4 553 791 605,96			15 747 547,09
60	Marchandises consommées	4 317 940 743,55			4 308 463 061,05	9 477 662,50	
<b>MARGE BRUTE</b>			<b>251 598 412,50</b>				<b>6 269 884,59</b>
71	Production vendue		5 484 303 491,43		192 363 435,98		5 676 666 927,41
72	Production stockée	122 974 388,11		20 107,44		122 974 388,11	
73	P.E.P.E.M		91 220,00				91 220,00
74	Prestations fournies		198 548 871,58	70 153 301,85			128 395 569,73
75	Transfert de charges de production		72 286 818,85				72 286 818,85
61	Matières et four consommées	2 682 028 898,78			54 450 754,14	2 627 578 144,64	
62	Services	444 817 696,89			148 704 762,48	296 112 934,41	
<b>VALEUR AJOUTEE</b>			<b>2 757 208 030,58</b>				<b>2 837 225 055,90</b>
77	Produits divers		226 053 270,29	211 249 283,48			14 803 986,81
78	Transfert de charges d'exploitation		59 001 904,64				59 001 904,64
63	Frais de personnel	1 429 416 244,18				1 429 416 244,18	
64	Impôts et taxes	181 945 398,28				181 945 398,28	
65	Frais financiers	283 680 504,60				283 680 504,60	
66	Frais divers	75 963 004,93			29 034 961,23	46 928 043,70	
68	Dot aux amortissements	402 666 656,62				402 666 656,62	
<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>			<b>668 591 397,30</b>				<b>566 394 106,45</b>
79	Produits hors exploitation		1 300 956 348,65	109 051 986,63			1 191 904 362,02
69	Charges hors exploitation	1 358 670 039,60			9 874 185,65	1 348 795 854,94	
<b>RESULTAT HORS EXPLOITATION</b>			<b>57 713 653,64</b>				<b>158 831 484,82</b>
<b>RESULTAT brut de l'exercice</b>			<b>610 877 704,28</b>				<b>409 502 606,43</b>
<b>Marque sur stocks P.F</b>							<b>50 288 700,61</b>
<b>Impôts sur le bénéfice</b>		171 874 667,99				171 874 667,99	
<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>			<b>439 003 036,27</b>				<b>187 339 237,63</b>

**SAIDAL SPA**  
DATE DE CLOTURE : 31/12/2002

**BILAN (PASSIF) RETRAITE**

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	3 900 000 000,00	1 400 000 000,00		2 500 000 000,00
13	Reserves	1 432 018 000,00		165 668 850,46	1 809 090 850,46
14	Subventions reçues	104 889 925,02			104 889 925,02
15	Écart de réévaluation	966 557 107,19			966 557 107,19
18	R.A.	3 139 745,97			3 139 745,97
19	Provisions pour perte et charges	85 006 291,02			85 006 291,02
<b>FONDS PROPRES</b>		<b>6 538 965 185,23</b>			<b>6 538 965 185,23</b>
52	Dettes d'investissement	1 653 941 696,34	16 667 539,69		1 637 274 156,65
53	Dettes de stocks	2 482 442 265,24	1 689 266 301,54		793 175 963,70
54	Détention pour compte	30 684 142,59			30 684 142,59
55	Dettes sur ass et stes app	11 599 061 467,85	9 905 680 563,47		1 693 380 904,38
56	Dettes d'exploitation	720 129 200,00	100 739 637,45		619 389 562,55
57	Avances commerciales	13 659 124,28			13 659 124,28
58	Dettes financières	1 340 696 823,20			1 340 696 823,20
50	Comptes créditeurs de factif	97 393 619,46	83 653 144,57		13 740 474,89
<b>DETTES</b>		<b>18 216 192 917,21</b>	<b>18 216 192 917,21</b>		<b>18 216 192 917,21</b>
<b>RESULTAT (BENEFICE)</b>		<b>439 003 036,27</b>			<b>439 003 036,27</b>
<b>TOTAL PASSIF</b>		<b>25 240 945 607,61</b>			<b>25 240 945 607,61</b>

**SAIDAL SPA**  
DATE DE CLOTURE : 31/12/2002

**BILAN (ACTIF) RETRAITE**

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
10	Capital social	3 900 000 000,00				3 900 000 000,00	
13	Reserves	1 432 018 000,00				1 432 018 000,00	
14	Subventions reçues	104 889 178,03				104 889 178,03	
15	Écart de réévaluation	1 060 796 239,23				1 060 796 239,23	
18	R.A.	3 139 745,97				3 139 745,97	
19	Provisions pour perte et charges	85 006 291,02				85 006 291,02	
<b>FONDS PROPRES</b>		<b>6 583 948 954,25</b>				<b>6 583 948 954,25</b>	
52	Dettes d'investissement	1 653 941 696,34		6 351 350,30		1 647 590 346,04	
53	Dettes de stocks	2 561 317 477,94		1 816 019 044,24		745 298 433,70	
54	Détention pour compte	30 684 142,59				30 684 142,59	
55	Dettes sur ass et stes app	11 599 061 467,85		10 679 702 991,39		919 358 476,46	
56	Dettes d'exploitation	720 129 200,00		59 506 786,24		660 622 413,76	
57	Avances commerciales	13 659 124,28				13 659 124,28	
58	Dettes financières	1 340 696 823,20				1 340 696 823,20	
50	Comptes créditeurs de factif	97 393 619,46		61 510 839,40		35 882 780,06	
<b>DETTES</b>		<b>18 216 192 917,21</b>		<b>18 216 192 917,21</b>		<b>18 216 192 917,21</b>	
<b>RESULTAT (BENEFICE)</b>		<b>439 003 036,27</b>				<b>439 003 036,27</b>	
<b>TOTAL PASSIF</b>		<b>25 240 945 607,61</b>				<b>25 240 945 607,61</b>	

**SAIDAL SPA**  
DATE DE CLOTURE : 31/12/2002

**BILAN (PASSIF) RETRAITE**

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	3 900 000 000,00	1 400 000 000,00		2 500 000 000,00
13	Reserves	1 432 018 000,00		165 668 850,46	1 809 090 850,46
14	Subventions reçues	104 889 925,02			104 889 925,02
15	Écart de réévaluation	966 557 107,19			966 557 107,19
18	R.A.	3 139 745,97			3 139 745,97
19	Provisions pour perte et charges	85 006 291,02			85 006 291,02
<b>FONDS PROPRES</b>		<b>6 538 965 185,23</b>			<b>6 538 965 185,23</b>
52	Dettes d'investissement	1 653 941 696,34	16 667 539,69		1 637 274 156,65
53	Dettes de stocks	2 482 442 265,24	1 689 266 301,54		793 175 963,70
54	Détention pour compte	30 684 142,59			30 684 142,59
55	Dettes sur ass et stes app	11 599 061 467,85	9 905 680 563,47		1 693 380 904,38
56	Dettes d'exploitation	720 129 200,00	100 739 637,45		619 389 562,55
57	Avances commerciales	13 659 124,28			13 659 124,28
58	Dettes financières	1 340 696 823,20			1 340 696 823,20
50	Comptes créditeurs de factif	97 393 619,46	83 653 144,57		13 740 474,89
<b>DETTES</b>		<b>18 216 192 917,21</b>	<b>18 216 192 917,21</b>		<b>18 216 192 917,21</b>
<b>RESULTAT (BENEFICE)</b>		<b>439 003 036,27</b>			<b>439 003 036,27</b>
<b>TOTAL PASSIF</b>		<b>25 240 945 607,61</b>			<b>25 240 945 607,61</b>

SAIDAL SPA  
DATE DE CLOTURE : 31/12/2003

BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		5 212 597 875,67	5 167 265 965,98			45 331 910,11
60	Marchandises consommées	4 795 877 686,17			4 761 244 960,15	34 632 726,02	
80	MARGE BRUTE		416 720 189,50				10 639 184,03
71	Production vendue		5 770 572 211,53		187 757 439,29		5 958 329 650,82
72	Production stockée		118 773 335,58		151 380 235,66		270 153 571,24
73	P.E.P.E.M						0,00
74	Prestations fournies		179 432 904,48	53 582 750,79			125 850 153,69
75	Transfert de charges de production		35 572 199,87				35 572 199,87
61	Matières et four consommées	2 822 306 876,65			71 845 424,85	2 750 461 451,20	
62	Services	445 353 695,59			134 374 822,03	310 978 873,56	
81	VALEUR AJOUTEE		3 253 410 269,32				3 339 164 434,95
77	Produits divers		325 537 213,45	325 000 000,00			10 537 213,45
78	Transfert de charges d'exploitation		29 025 629,59				29 025 629,59
63	Frais de personnel	1 498 086 234,95				1 498 086 234,95	
64	Impôts et taxes	193 206 693,44				193 206 693,44	
65	Frais financiers	267 953 160,40				267 953 160,40	
66	Frais divers	36 666 649,58				36 666 649,58	
68	Dot. aux amortissements	350 412 693,38				350 412 693,38	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		1 271 647 680,41				1 832 461 846,04
79	Produits hors exploitation		551 024 829,63	85 754 165,63			465 270 464,00
69	Charges hors exploitation	656 328 558,50				656 328 558,50	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION		105 303 928,87				181 658 084,50
	Resultat brut de l'exercice		1 186 343 751,54				841 343 751,54
	Marge sur stocks P.F						-55 230 871,95
	Impôts sur le bénéfice	303 821 982,59				303 821 982,59	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		882 521 768,95				482 239 897,09

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2004

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATION	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		DEBIT	AVERTI	NETO	DEBIT	CREDIT	DEBIT	AVERTI	NETO
01	Pris générale	54 475 000,00	46 941 000,00	12 534 000,00			54 475 000,00	46 941 000,00	12 534 000,00
02	Value honoraires	54 126 634,00	17 881 455,00	1 519 300,00			54 126 634,00	17 881 455,00	1 519 300,00
03	Terrain	29 622 700,00		29 622 700,00			29 622 700,00		29 622 700,00
04	Equipement de production	10 293 201 543,00	12 162 221 020,00	1 869 019 477,00			10 293 201 543,00	12 162 221 020,00	1 869 019 477,00
05	Equipement social	36 977 263,00	34 229 369,00	11 777 894,00			36 977 263,00	34 229 369,00	11 777 894,00
06	Investissements et out	54 079 862,00		54 079 862,00			54 079 862,00		54 079 862,00
	INVESTISSEMENTS	10 880 201 750,00	12 196 442,00	4 012 171,00			10 880 201 750,00	12 196 442,00	4 012 171,00
07	Immobilisations	60 941 171,00		60 941 171,00	60 941 02,00		60 941 171,00		60 941 02,00
08	Valores et fortunes	1 521 411 731,00	16 346 222,00	1 537 757 953,00			1 521 411 731,00	16 346 222,00	1 537 757 953,00
09	Produit actif fixe	5 701 907,00		5 701 907,00			5 701 907,00		5 701 907,00
10	Produit fixe	1 482 321 407,00	22 225 712,00	1 504 547 119,00	60 941 02,00		1 482 321 407,00	22 225 712,00	1 504 547 119,00
11	Dettes etat								
12	Dette à l'étranger	141 701 854,00		141 701 854,00			141 701 854,00		141 701 854,00
	STOCKS	4 390 100 000,00	10 842 800,00	4 390 100 000,00			4 390 100 000,00	10 842 800,00	4 390 100 000,00
42	Dettes d'investissement	1 700 000 000,00	17 000 000,00	1 717 000 000,00	1 717 000 000,00		1 700 000 000,00	17 000 000,00	1 717 000 000,00
43	Dettes de trésorerie	41 000 000,00		41 000 000,00			41 000 000,00		41 000 000,00
44	Dettes de 60 jours max	6 000 000 000,00		6 000 000 000,00	6 000 000 000,00		6 000 000 000,00		6 000 000 000,00
45	Avances pour compte	60 000 000,00		60 000 000,00			60 000 000,00		60 000 000,00
46	Avances d'exploitation	10 000 000,00		10 000 000,00			10 000 000,00		10 000 000,00
47	Dettes de 60 jours	1 000 000 000,00	10 000 000,00	1 010 000 000,00	1 010 000 000,00		1 000 000 000,00	10 000 000,00	1 010 000 000,00
48	Dépôts	10 000 000,00		10 000 000,00			10 000 000,00		10 000 000,00
49	Comptes débiteurs à court	1 000 000 000,00		1 000 000 000,00			1 000 000 000,00		1 000 000 000,00
	CREANCES	10 000 000 000,00	10 000 000,00	10 010 000 000,00	10 010 000 000,00		10 000 000 000,00	10 000 000,00	10 010 000 000,00
	RESULTAT (PERTE)								
	TOTAL ACTIF	10 000 000 000,00	10 010 000 000,00	10 010 000 000,00			10 000 000 000,00	10 010 000 000,00	10 010 000 000,00

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2004

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	4 477 500 000,00	1 977 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Reserves	1 684 427 686,62		407 839 630,35	2 092 267 316,97
14	Subventions reçues	60 801 231,70			60 801 231,70
15	Ecart de réévaluation	674 877 161,81			674 877 161,81
16	PLA	-342 160 469,65		342 160 469,65	0,00
19	Provisions pour perte et charges	137 117 075,45			137 117 075,45
	FONDS PROPRES	6 882 682 686,94			6 882 682 686,94
52	Dettes d'investissement	2 600 466 107,08	5 305 711,49		2 595 160 395,59
53	Dettes de stocks	2 681 652 414,62	2 007 918 673,78		673 733 740,84
54	Détention pour compte	60 286 634,71			60 286 634,71
55	Dettes sur 60 et plus app	11 774 162 887,75	10 680 618 947,31		1 093 543 940,44
56	Dettes d'exploitation	823 624 901,73	1 211 680,59		822 413 221,14
57	Avances commerciales	66 489 201,61			66 489 201,61
58	Dettes financières	2 174 978 242,42	624 176 951,74		1 550 801 290,68
59	Comptes créditeurs de l'actif	19 753 053,75			19 753 053,75
	DETTES	20 201 816 160,88	801 749 438,38		6 882 488 818,11
	RESULTAT (BENEFICE)	1 237 680 886,09			486 231 456,73
	TOTAL PASSIF	20 201 816 160,88			10 000 000 000,00

SAIDAL SPA  
DATE DE CLOTURE : 31/12/2004

BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		5 707 329 134,26	5 652 083 187,20			55 245 947,06
60	Marchandises consommées	5 236 932 384,78			5 192 554 924,45	44 377 460,25	
80	MARGE BRUTE		470 396 749,48				10 888 486,77
71	Production vendue		5 893 970 077,87		516 972 740,88		6 410 942 818,75
72	Production stockée		704 964 665,36	104 526 499,59		0,00	600 438 165,77
73	P.E.P.E.M		0,00				0,00
74	Prestations fournies		155 562 464,44	43 129 671,87			112 432 792,57
75	Transfert de charges de production		41 519 040,50				41 519 040,50
61	Matières et fourns consommées	2 869 215 882,79			39 420 212,87	2 829 795 669,92	
62	Services	418 164 718,66			50 791 480,42	367 373 238,24	
81	VALEUR AJOUTEE		3 879 032 386,20				3 879 032 386,20
77	Produits divers		764 769 855,52	750 000 000,00			14 769 855,52
78	Transfert de charges d'exploitation		109 800 470,33				109 800 470,33
63	Frais de personnel	1 801 487 320,76				1 801 487 320,76	
64	Impôts et taxes	194 302 572,88				194 302 572,88	
65	Frais financiers	379 887 812,48				379 887 812,48	
66	Frais divers	30 557 606,50				30 557 606,50	
68	Dot aux amortissements	385 913 421,45				385 913 421,45	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		2 081 463 887,98				1 311 483 887,98
79	Produits hors exploitation		567 400 536,89				567 400 536,89
69	Charges hors exploitation	1 096 389 621,73				1 096 389 621,73	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	628 888 084,84				628 888 084,84	
	Resultat brut de l'exercice		1 532 464 903,14				782 464 903,14
	Marge sur stocks P.F						-51 749 438,36
	Impôts sur le bénéfice	274 484 008,05				274 484 008,05	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 267 980 895,09				468 281 468,73

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2005

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS			MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		BRUT	PROV	NET	DEBIT	CREDIT	BRUT	PROV	NET	
10	Pais ymltrahs	15 04 732,8	15 03 993,0	12 14 894,06			15 04 732,8	15 03 993,0	12 14 894,06	
21	Valeurs incorporees	94 911 484,4	10 021 187,3	3 023 071,15			94 911 484,4	10 021 187,3	3 023 071,15	
22	Terrains	381 632 214,6		381 632 214,6			381 632 214,6		381 632 214,6	
24	Equipement de prod	15 021 781 000,0	15 475 484 004,4	3 942 071 819,8			15 021 781 000,0	15 475 484 004,4	3 942 071 819,8	
25	Equipement assou	31 889 748,7	20 024 979,3	11 774 769,42			31 889 748,7	20 024 979,3	11 774 769,42	
26	Investissements en cas	1 024 759 493,8		1 024 759 493,8			1 024 759 493,8		1 024 759 493,8	
	INVESTISSEMENTS	17 889 166 671,3	15 496 667 982,0	4 392 500 967,8			17 889 166 671,3	15 496 667 982,0	4 392 500 967,8	
30	Autonomie	121 071 093,4		121 071 093,4			121 071 093,4		121 071 093,4	
31	Reserves et fndmets	1 789 571 422,2	191 283 914,7	1 598 287 507,48			1 789 571 422,2	191 283 914,7	1 598 287 507,48	
33	Produits vent fin	52 810 978,7	1 783 246,4	51 027 732,3			52 810 978,7	1 783 246,4	51 027 732,3	
35	Produits fin	1 020 091 943,4	1 020 091 943,4	1 020 091 943,4	121 071 093,4	86 181 072,3	1 020 091 943,4	1 020 091 943,4	1 020 091 943,4	
36	Dettes a reval			0,00					0,00	
37	Chocs / Revalur	281 662 982,0		281 662 982,0			281 662 982,0		281 662 982,0	
	STOCKS	4 817 901 678,0	16 094 882,0	3 024 019 796,0			4 817 901 678,0	16 094 882,0	3 024 019 796,0	
42	Dettes d'investissement	2 180 942 011,2	37 387 487,0	2 143 554 524,15			2 180 942 011,2	37 387 487,0	2 143 554 524,15	
43	Dettes de stocks	81 891 940,0		81 891 940,0			81 891 940,0		81 891 940,0	
44	Dettes sur ass et stes	9 910 018 093,4		9 910 018 093,4			9 910 018 093,4		9 910 018 093,4	
46	Honors pour compte	483 04 486,0		483 04 486,0			483 04 486,0		483 04 486,0	
46	Honors d'exploitator	105 03 093,4	104 550,0	104 550,0			105 03 093,4	104 550,0	104 550,0	
47	Dettes sur detrs	3 012 234 932,4	629 88 946,0	2 382 345 986,4			3 012 234 932,4	629 88 946,0	2 382 345 986,4	
48	Disponibles	1 187 552 763,7	78 886 891 34	1 108 665 872,4			1 187 552 763,7	78 886 891 34	1 108 665 872,4	
49	Comptes de detrs de	102 018 400,0		102 018 400,0			102 018 400,0		102 018 400,0	
	CREDANCES	28 018 780 842,7	74 087 480,0	27 278 303 362,7			28 018 780 842,7	74 087 480,0	27 278 303 362,7	
	RESULTAT (PERTE)									
	TOTAL ACTIF	41 880 940 480,8	15 880 884 170,0	25 999 056 308,8			41 880 940 480,8	15 880 884 170,0	25 999 056 308,8	

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2005

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	4 477 500 000,00	1 977 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Reserves	1 918 853 944,04		480 251 331,02	2 399 105 275,06
14	Subventions reçues	44 792 164,06			44 792 164,06
15	Ecart de reevaluation	783 200 691,16			783 200 691,16
18	R.L.A	-19 748 668,98		19 748 668,98	0,00
19	Provisions pour perte et	44 893 326,36			44 893 326,36
	FONDS PROPRES	7 248 481 418,84			6 771 881 418,84
52	Dettes d'investissement	3 129 536 783,98	42 573 644,18		3 086 963 139,80
53	Dettes de stocks	2 780 008 648,97	1 743 262 152,83		1 036 746 496,14
54	Detention pour compte	68 207 066,66			68 207 066,66
55	Dettes sur ass et stes	10 394 135 970,48	9 255 572 433,34		1 138 563 537,14
56	Dettes d'exploitation	940 143 510,42	73 691 913,84		866 451 596,58
57	Avances commerciales	102 636 984,85	21 543 081,06		81 093 903,79
58	Dettes financières	2 675 436 188,76	889 512 417,03		1 785 923 771,73
50	Comptes créditeurs de	38 955 660,70			38 955 660,70
	DETTES	20 128 080 816,82			8 102 806 178,84
	RESULTAT (BENEFICE)	996 707 073,10	566 151 872,36		430 555 200,74
	TOTAL PASSIF	28 376 568 806,66			14 806 461 780,82

SAIDAL SPA  
DATE DE CLOTURE : 31/12/2005  
BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		6 088 417 043,60	6 030 393 087,18			58 023 956,42
60	Marchandises consommées	5 609 001 184,81			5 564 012 718,70	44 988 466,11	
80	<b>MARGE BRUTE</b>		<b>479 416 858,79</b>				<b>13 036 490,31</b>
71	Production vendue		6 206 862 010,23		331 388 346,16		6 538 250 356,39
72	Production stockée	219 309 671,04			93 866 312,77	125 443 358,27	0,00
73	P.E.P.E.M		8 845 079,15				8 845 079,15
74	Prestations fournies		196 177 718,61	71 609 350,13			124 568 368,48
75	Transfert de charges de production		73 182 350,86				73 182 350,86
61	Matières et four cons	2 550 610 120,44			23 612 153,97	2 526 997 966,47	
62	Services	484 708 851,55			86 905 999,96	397 802 851,59	
81	<b>VALEUR AJOUTEE</b>		<b>3 708 864 374,81</b>				<b>3 707 837 468,88</b>
77	Produits divers		553 581 123,79	500 000 000,00			53 581 123,79
78	Transfert de charges d'exploitation		50 170 780,11				50 170 780,11
63	Frais de personnel	1 995 047 609,77				1 995 047 609,77	
64	Impôts et taxes	199 615 681,11				199 615 681,11	
65	Frais financiers	255 011 835,70			2 216 905,75	655 769 888,06	
66	Frais divers	56 741 913,74				56 741 913,74	
68	Dot aux amortissements	440 018 601,96				440 018 601,96	
83	<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>		<b>1 987 170 838,23</b>				<b>884 953 730,48</b>
79	Produits hors exploitation		518 416 621,36				518 416 621,36
69	Charges hors exploitation	657 986 793,81					
84	<b>RESULTAT HORS EXPL</b>		<b>139 670 172,46</b>				<b>137 363 288,70</b>
	Résultat brut de l'exercice		1 227 600 463,78				727 600 463,78
	Marge sur stocks P.F						66 151 872,36
	Impôts sur le bénéfice	230 893 390,68				230 893 390,68	
	<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>996 707 073,10</b>				<b>430 656 200,74</b>

SAIDAL SPA  
D.P.S.F  
DATE DE CLOTURE : 31/12/2006

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		DEBIT	CREDIT	NETS	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	NETS
20	Fab. immobilisées	22 738 383,4	17 178 847,2	5 559 536,2			22 738 383,4	17 178 847,2	5 559 536,2
21	Autres immobilisées	30 838 574,8	10 140 887,38	20 697 687,42			30 838 574,8	10 140 887,38	20 697 687,42
22	Terminé	30 838 574,8	30 838 574,8				30 838 574,8	30 838 574,8	
23	Évaluations de production	17 955 878,52	10 882 48 854,9	7 073 393,62			17 955 878,52	10 882 48 854,9	7 073 393,62
24	Évaluations stocks	22 464 793,2	21 488 394,7	976 398,5			22 464 793,2	21 488 394,7	976 398,5
25	Amortissements et cumul	89 322 857,7	78 589 250,2	10 733 607,5			89 322 857,7	78 589 250,2	10 733 607,5
	<b>IMMOBILISATIONS</b>	178 817 852,8	121 388 462,2	57 429 390,6			178 817 852,8	121 388 462,2	57 429 390,6
30	Actif circulant	78 889 174,2	78 889 174,2				78 889 174,2	78 889 174,2	
31	Autres et fournitures	182 288 732,8	175 288 732,8	7 000 000,0			182 288 732,8	175 288 732,8	7 000 000,0
32	Produit sur fin	55 404 868,8	479 788,2	54 925 080,6			55 404 868,8	479 788,2	54 925 080,6
33	Produit fin	174 844 868,8	22 228 868,2	152 616 000,6			174 844 868,8	22 228 868,2	152 616 000,6
37	Stocks à rétroceder	274 128 847,2	28 728 847,2	245 400 000,0			274 128 847,2	28 728 847,2	245 400 000,0
	<b>STOCKS</b>	4 888 817,2	21 228 868,2	16 340 051,0			4 888 817,2	21 228 868,2	16 340 051,0
42	Dettes d'investissement	1 227 417 248,0	62 300 868,0	1 165 116 380,0			1 227 417 248,0	62 300 868,0	1 165 116 380,0
43	Dettes de stocks	82 388 282,0	82 388 282,0				82 388 282,0	82 388 282,0	
44	Dettes sur associés et tiers	1 714 888 874,8	1 814 888 874,8	100 000 000,0			1 714 888 874,8	1 814 888 874,8	100 000 000,0
45	Dettes pour compte	50 223 242,0	48 300 868,0	1 922 374,0			50 223 242,0	48 300 868,0	1 922 374,0
46	Dettes exploitation	84 849 272,0	84 849 272,0				84 849 272,0	84 849 272,0	
47	Dettes sur dettes	6 854 228 868,0	887 772 242,0	5 966 456 626,0			6 854 228 868,0	887 772 242,0	5 966 456 626,0
48	Disponibilités	81 821 852,0	78 889 174,2	2 932 677,8			81 821 852,0	78 889 174,2	2 932 677,8
49	Comptes affectés à usage	82 388 282,0	12 228 868,2	70 159 413,8			82 388 282,0	12 228 868,2	70 159 413,8
	<b>PREVOUS</b>	21 428 872,0	88 128 868,2	66 700 000,0			21 428 872,0	88 128 868,2	66 700 000,0
	<b>RESULTAT NET</b>								
	<b>TOTAL ACTIF</b>	4 228 228 872,0	14 300 888,2	3 841 340 000,0			4 228 228 872,0	14 300 888,2	3 841 340 000,0

SAIDAL SPA  
D.P.S.F  
DATE DE CLOTURE : 31/12/2006

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	4 477 500 000,00	1 977 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Reserves	2 079 810 634,08		560 000 000,00	2 639 810 634,08
14	Subventions reçues	33 620 084,58			33 620 084,58
15	Écart de réévaluation	701 696 803,62			701 696 803,62
18	R.I.A	3 019 848,32			3 019 848,32
19	Provisions pour perte et charges	28 591 382,50			28 591 382,50
	<b>FONDS PROPRES</b>	<b>7 324 228 853,10</b>			<b>5 906 728 853,10</b>
52	Dettes d'investissement	2 774 418 756,83	82 105 328,86		2 712 313 427,97
53	Dettes de stocks	2 749 133 273,70	1 797 499 664,21		951 633 609,49
54	Détention pour compte	50 662 563,33			50 662 563,33
55	Dettes sur associés et tiers	11 878 818 111,29	10 613 180 320,55		1 265 637 790,74
56	Dettes d'exploitation	902 791 245,10	41 596 988,61		861 194 256,49
57	Avances commerciales	175 124 920,00	10 607 842,07		164 517 077,93
58	Dettes financières	2 614 804 518,57	758 790 959,89		1 856 013 558,68
50	Comptes créditeurs de factif	54 307 650,73	18 501 538,13		35 806 112,60
	<b>DETTES</b>	<b>21 289 881 829,52</b>			<b>7 888 778 385,37</b>
	<b>RESULTAT (BENEFICE)</b>	<b>1 111 993 224,60</b>	<b>624 509 692,24</b>		<b>547 483 532,36</b>
	<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>29 898 293 417,45</b>			<b>14 343 001 071,43</b>

SAIDAL SPA  
D.P.S.F  
DATE DE CLOTURE : 31/12/2006

BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		6 469 288 543,64	5 939 281 559,47		530 006 984,17	
60	Marchandises consommées	5 971 565 028,66			5 464 773 144,83	506 791 883,83	
80	<b>MARGE BRUTE</b>		<b>497 723 514,98</b>				<b>23 215 100,34</b>
71	Production vendue		5 958 186 830,70		454 555 769,78		6 412 742 600,48
72	Production stockée		522 934 918,11	34 184 752,88			488 750 165,23
73	P.E.P.E.M		796 081,37				796 081,37
74	Prestations fournies		353 759 565,55	74 148 026,71			279 611 538,84
75	Transfert de charges de production		104 122 239,29				104 122 239,29
61	Matières et fourns consommées	2 591 048 910,19			27 057 291,04	2 563 991 619,15	
62	Services	558 513 541,63			92 702 229,65	465 811 311,98	
81	<b>VALEUR AJOUTEE</b>		<b>4 287 962 698,18</b>				<b>4 279 436 814,42</b>
77	Produits divers		578 226 988,51	580 000 000,00			18 226 988,51
78	Transfert de charges d'exploitation		48 687 103,48				48 687 103,48
63	Frais de personnel	2 122 146 018,69				2 122 146 018,69	
64	Impôts et taxes	175 465 035,28				175 465 035,28	
65	Frais financiers	223 700 807,38				223 700 807,38	
66	Frais divers	68 183 350,67				68 183 350,67	
68	Dot aux amortissements	537 190 191,38				537 190 191,38	
83	<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>		<b>1 788 191 385,77</b>				<b>1 213 665 503,01</b>
79	Produits hors exploitation		406 799 987,76	718 860,38			406 081 107,48
69	Charges hors exploitation	795 313 979,54			9 244 764,04	786 069 215,50	
84	<b>RESULTAT HORS EXPLOITATION</b>	<b>388 513 991,78</b>				<b>379 988 188,82</b>	
	Resultat brut de l'exercice		1 399 677 394,99				839 677 394,99
	Marge sur stocks P.F						-64 589 892,24
	Impôts sur le bénéfice	227 683 870,19				227 683 870,19	
	<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>1 171 993 524,80</b>				<b>547 483 832,56</b>

SAIDAL SPA  
D.P.S.F  
DATE DE CLOTURE : 31/12/2007

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		DEBIT	CREDIT	NETS	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	NETS
3	Frais pérennes	33 07 010,0	13 969 010,0	33 07 010,0		33 07 010,0	13 969 010,0	33 07 010,0	
2	Salut honoraires	30 52 080,0	3 029 010,0	28 49 070,0		30 52 080,0	3 029 010,0	28 49 070,0	
2	Termin	27 11 010,0		27 11 010,0		27 11 010,0		27 11 010,0	
2	Equiments de location	11 01 010,0	1 000 000,0	10 01 010,0		11 01 010,0	1 000 000,0	10 01 010,0	
2	Equiments locaux	3 15 010,0	1 000 000,0	2 15 010,0		3 15 010,0	1 000 000,0	2 15 010,0	
2	Investiments et cur	10 00 010,0		10 00 010,0		10 00 010,0		10 00 010,0	
	<b>INVESTISSEMENTS</b>	<b>10 00 010,0</b>	<b>1 000 000,0</b>	<b>10 00 010,0</b>		<b>10 00 010,0</b>	<b>1 000 000,0</b>	<b>10 00 010,0</b>	
3	Reserves	84 10 010,0	1 000 000,0	84 10 010,0		84 10 010,0	1 000 000,0	84 10 010,0	
3	Reserves et fusions	11 01 010,0	10 000 000,0	1 01 010,0		11 01 010,0	10 000 000,0	1 01 010,0	
3	Produit sur les	1 000 010,0	10 000 000,0	1 000 010,0		1 000 010,0	10 000 000,0	1 000 010,0	
3	Produit fin	1 000 010,0	10 000 000,0	1 000 010,0		1 000 010,0	10 000 000,0	1 000 010,0	
3	Dettes etites								
3	Dettes etites								
	<b>STOCKS</b>	<b>1 000 010,0</b>	<b>10 000 000,0</b>	<b>1 000 010,0</b>		<b>1 000 010,0</b>	<b>10 000 000,0</b>	<b>1 000 010,0</b>	
4	Dettes d'investissement	1 000 010,0	10 000 000,0	1 000 010,0		1 000 010,0	10 000 000,0	1 000 010,0	
4	Dettes de stock	1 000 010,0	10 000 000,0	1 000 010,0		1 000 010,0	10 000 000,0	1 000 010,0	
4	Dettes sur les etites	1 000 010,0	10 000 000,0	1 000 010,0		1 000 010,0	10 000 000,0	1 000 010,0	
4	Avances sur compte	10 01 010,0	10 000 000,0	10 01 010,0		10 01 010,0	10 000 000,0	10 01 010,0	
4	Avances exploitation	10 01 010,0	10 000 000,0	10 01 010,0		10 01 010,0	10 000 000,0	10 01 010,0	
4	Dettes sur dettes	10 01 010,0	10 000 000,0	10 01 010,0		10 01 010,0	10 000 000,0	10 01 010,0	
4	Dettes	10 01 010,0	10 000 000,0	10 01 010,0		10 01 010,0	10 000 000,0	10 01 010,0	
4	Dettes dettes (passif)	10 01 010,0	10 000 000,0	10 01 010,0		10 01 010,0	10 000 000,0	10 01 010,0	
	<b>DETTES</b>	<b>10 01 010,0</b>	<b>10 000 000,0</b>	<b>10 01 010,0</b>		<b>10 01 010,0</b>	<b>10 000 000,0</b>	<b>10 01 010,0</b>	
	<b>RESULTAT (PASSIF)</b>								
TOTAL ACTIF		1 000 010,0	10 000 000,0	1 000 010,0		1 000 010,0	10 000 000,0	1 000 010,0	

SAIDAL SPA  
D.P.S.F  
DATE DE CLOTURE : 31/12/2007

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	5 077 500 000,00	2 577 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Reserves	2 683 513 404,14		262 000 000,00	2 945 513 404,14
14	Subventions reçues	27 699 328,76			27 699 328,76
15	Ecart de réévaluation	620 193 156,27			620 193 156,27
16	R.I.A.	5 887 289,03			5 887 289,03
19	Provisions pour perte et charges	34 041 845,53			34 041 845,53
	<b>FONDS PROPRES</b>	<b>6 438 833 023,73</b>			<b>6 143 335 023,73</b>
52	Dettes d'investissement	2 679 493 907,01	67 407 543,47		2 612 086 363,54
53	Dettes de stocks	2 740 747 236,16	1 888 983 895,26		4 631 731 231,42
54	Détention pour compte	69 780 544,96			69 780 544,96
55	Dettes sur les etites app	13 037 312 068,37	11 560 907 932,93		1 476 404 135,44
56	Dettes d'exploitation	983 424 579,45	51 180 868,88		1 034 605 448,33
57	Avances commerciales	228 327 716,79	14 982 553,06		243 310 269,85
58	Dettes financières	2 621 853 855,36	782 807 381,59		3 404 661 236,95
50	Comptes créditeurs de l'actif	6 442 276,44			6 442 276,44
	<b>DETTES</b>	<b>22 365 582 156,54</b>	<b>18 975 652 271,26</b>		<b>44 341 234 427,80</b>
	<b>RESULTAT (BENEFICE)</b>	<b>1 232 962 869,67</b>	<b>360 543 034,00</b>		<b>1 593 505 903,67</b>
	<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>32 937 210 013,34</b>			<b>45 934 740 331,47</b>

SAIDAL SPA  
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2007

## BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	5 077 500 000,00	2 577 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Reserves	2 683 513 404,14		262 000 000,00	2 965 513 404,14
14	Subventions reçues	27 699 328,76			27 699 328,76
15	Ecart de réévaluation	620 193 156,27			620 193 156,27
18	R.I.A	5 887 289,03			5 887 289,03
19	Provisions pour perte et charges	24 041 845,53			24 041 845,53
	<b>FONDS PROPRES</b>	<b>8 438 838 023,73</b>			<b>8 143 335 023,73</b>
52	Dettes d'investissement	2 679 493 907,01	67 407 543,47		2 612 086 363,54
53	Dettes de stocks	2 740 747 236,16	1 868 983 895,26		4 609 731 131,42
54	Détention pour compte	69 780 544,96			69 780 544,96
55	Dettes sur ass et stes app	13 037 312 068,37	11 580 907 932,93		1 456 404 135,44
56	Dettes d'exploitation	983 424 579,45	51 180 868,86		932 243 710,59
57	Avances commerciales	226 327 716,79	14 982 553,06		211 345 163,73
58	Dettes financières	2 621 853 856,36	762 807 381,59		1 859 046 474,77
50	Comptes créditeurs de l'actif	6 442 276,44			6 442 276,44
	<b>DETTES</b>	<b>22 365 382 184,54</b>			<b>7 999 112 069,37</b>
	<b>RESULTAT ( BENEFICE )</b>	<b>1 232 992 869,67</b>	<b>360 843 034,80</b>		<b>872 149 770,87</b>
	<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>32 937 210 013,94</b>			<b>15 014 596 863,97</b>

SAIDAL SPA  
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2008

## BILAN (ACTIF)

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS
	<b>INVESTISSEMENTS</b>			
20	Frais préliminaires	541 488 510,88	252 965 499,03	288 523 011,85
21	Valeurs Incorporées	99 805 796,24	97 154 784,73	2 651 011,51
22	Terrains	817 594 733,02		817 594 733,02
24	Equipements de production	18 638 625 922,84	14 601 584 086,56	4 037 041 836,28
25	Equipements sociaux	38 992 053,62	24 557 348,94	14 434 704,68
26	Investissements en cours	505 707 226,64		505 707 226,64
	<b>TOTAL</b>	<b>20 642 214 243,24</b>	<b>14 976 261 719,26</b>	<b>5 665 952 523,98</b>
	<b>STOCKS</b>			
30	Marchandises	17 067 385,62	249 112,90	16 818 272,72
31	Matières et fournitures	2 286 852 532,08	221 602 891,93	2 065 249 640,15
33	Produits semi finis	159 257 587,91	38 409 511,46	120 848 076,45
34	Produits et travaux en cours	67 393 457,39		67 393 457,39
35	Produits finis	3 570 139 636,41	222 044 966,24	3 348 094 670,17
36	Déchets et rebuts			0,00
37	Stocks à l'extérieur	583 032 468,51	94 174,81	582 938 293,70
	<b>TOTAL II</b>	<b>6 683 743 067,92</b>	<b>482 400 657,34</b>	<b>6 201 342 410,58</b>
	<b>CREANCES</b>			
42	Créances d'investissement	158 818 497,32	12 980 706,78	145 837 790,54
43	Créances de stocks	71 221 024,64	4 532 473,19	66 688 551,45
44	Créances sur ass et stes app	90 168 085,42		90 168 085,42
45	Avances pour compte	361 186 010,92	144 203 868,50	216 982 142,42
46	Avances d'exploitation	129 532 775,39	604 555,00	128 928 220,39
47	Créances sur clients	5 625 649 963,39	897 188 214,56	4 728 461 748,83
48	Disponibilités	1 451 510 421,46	113 249 004,56	1 338 261 416,90
40	Comptes débiteurs du passif	31 579 259,76		31 579 259,76
	<b>TOTAL III</b>	<b>7 919 665 638,34</b>	<b>1 112 758 822,59</b>	<b>6 806 906 815,75</b>
	<b>RESULTAT ( PERTE )</b>			<b>0,00</b>

SAIDAL SPA  
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2008

## BILAN (PASSIF)

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	MONTANTS
	<b>FONDS PROPRES</b>		<b>7 257 107 387,77</b>
10	Capital social	2 500 000 000,00	
12	Primes d'apport		-384 494,76
13	Reserves	3 942 774 959,34	
14	Subventions reçues	21 647 567,55	
16	Difference de consolidation	-59 569 651,82	
15	Ecart de réévaluation	538 689 408,91	
18	R.I.A	75 470 723,87	
19	Provisions pour perte et charges	234 478 774,68	
	<b>TOTAL I</b>	<b>7 257 107 387,77</b>	<b>7 257 107 387,77</b>
	<b>DETTES</b>		<b>10 088 493 252,78</b>
52	Dettes d'investissement	2 550 734 406,62	
53	Dettes de stocks	2 167 475 318,42	
54	Détention pour compte	87 098 815,24	
55	Dettes sur ass et stes app	1 595 143 233,99	
56	Dettes d'exploitation	1 569 411 163,08	
57	Avances commerciales	268 489 693,25	
58	Dettes financières	1 829 761 718,03	
50	Comptes créditeurs de l'actif	20 378 902,13	
	<b>TOTAL II</b>	<b>10 088 493 252,76</b>	<b>10 088 493 252,78</b>
	<b>RESULTAT ( BENEFICE )</b>	<b>1 328 601 109,78</b>	<b>1 328 601 109,78</b>
	<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>18 674 201 750,31</b>	<b>18 674 201 750,31</b>

SAIDAL SPA  
D.P.S.F  
DATE DE CLOTURE : 31/12/2008

BILAN (TCR)

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		366 700 515,70
80	Marchandises consommées	292 559 106,58	
<b>80</b>	<b>MARGE BRUTE</b>		<b>13 240 349,14</b>
71	Production vendue		10 915 950 151,70
72	Production stockée		331 300 843,30
73	P.E.P.E.M		
74	Productions fournies		198 000 053,70
75	Transfert de charges de production		61 014 316,40
81	Matières et fourn. consommées	4 301 190 521,41	
82	Services	716 794 629,70	
<b>81</b>	<b>VALEUR AJOUTEE</b>		<b>4 881 126 583,40</b>
77	Produits divers		18 280 967,00
78	Transfert de charges d'exploitation		54 430 382,57
83	Frais de personnel	3 661 841 789,81	
84	Impôts et taxes	275 624 072,69	
85	Frais financiers	273 387 343,07	
86	Frais divers	93 488 859,46	
88	Dotations aux amortissements	761 734 123,00	
<b>83</b>	<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>		<b>2 188 769 795,84</b>
79	Produits hors exploitation		1 082 300 548,83
89	Charges hors exploitation	1 383 472 445,11	
<b>84</b>	<b>RESULTAT HORS EXPLOITATION</b>	<b>381 162 894,18</b>	
	Résultat brut de l'exercice		1 807 606 809,58
	Quote part résultat consolidée		5 869 198,18
	Impôts sur stocks		16 453 114,00
	Impôts sur le bénéfice	456 683 476,07	
	<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>1 328 601 199,79</b>

2- Bilan Consolidé / Exercice 2009

1 - Actif du Bilan :

N° DE COMPTES	DESIGNATION	MONTANTS BRUTS	MONTANTS AMORTIS OU PROVS	U : DA
				MONTANTS NETS
<b>INVESTISSEMENTS</b>				
20	Frais préliminaires	714 347 221	387 286 738	327 158 503
21	Matières accumulées	30 896 881	98 475 507	3 470 800
22	Terreins	1 804 646 779		7 884 446 779
24	Equipements de production	10 357 324 846	11 466 333 832	3 996 646 633
25	Equipements sociaux	30 306 481	28 884 687	32 701 769
26	Investissements en cours	1 488 332 023		1 488 332 023
<b>TOTAL</b>	<b>21 682 217 526</b>	<b>15 948 094 815</b>	<b>7 526 352 675</b>	
<b>STOCKS</b>				
30	Marchandises	35 428 138	83 513	80 344 614
31	Matières et fournitures	2 914 008 321	228 125 481	2 284 884 886
33	Produits sans fin	387 134 719	46 152 134	142 982 586
34	Produits et travaux en cours	83 710 482		51 710 482
35	Produits finis	1 630 648 840	234 890 222	5 284 458 738
38	Déchet et rebuts			
37	Stocks à destination	323 372 634	84 387	323 276 413
<b>TOTAL II</b>	<b>6 936 700 349</b>	<b>613 055 513</b>	<b>8 828 644 728</b>	
<b>CRÉANCES</b>				
42	Créances d'investissement	167 411 396	25 652 707	141 758 687
43	Créances de stocks	360 577 929	14 141 066	374 436 914
44	Créances sur ass. et tiers app.	49 248 431		49 248 431
45	Avances pour compte	302 442 013	195 789 338	106 652 675
46	Avances d'exploitation	158 495 958	894 393	151 601 395
47	Créances sur clients	3 910 309 882	1 862 817 819	4 347 487 345
48	Disponibilités	2 379 642 308	113 251 389	2 160 491 841
40	Comptes débiteurs du groupe	3 388 419		3 388 419
<b>TOTAL III</b>	<b>6 936 880 869</b>	<b>1 812 258 082</b>	<b>7 406 426 871</b>	
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>41 738 638 739</b>	<b>18 452 311 358</b>	<b>33 386 627 881</b>	

2- Bilan Consolidé / Exercice 2009

2 - Passif du Bilan :

N° DE COMPTES	DESIGNATION	U : DA	
		MONTANTS	MONTANTS
<b>FONDS PROPRES</b>			
			<b>9 789 871 730</b>
10	Capital social	2 500 000 000	
12	Primes d'apport		-357 445
13	Réserves	4 823 196 125	
14	Subventions reçues		15 666 223
15	Écart de réévaluation		457 264 505
16	Intérêts minoritaires		276 838 221
18	R.J.A.		47 120 605
19	Provisions pour pertes et charges		1 588 093 495
<b>TOTAL I</b>		<b>4 766 871 730</b>	<b>9 789 871 730</b>
<b>DETTES</b>			
			<b>10 801 959 288</b>
52	Dettes d'investissement		2 508 161 829
53	Dettes de stocks		3 157 962 129
54	Détention pour compte		74 876 658
55	Dettes sur ass. et tiers app.		1 946 286 091
56	Dettes d'exploitation		1 438 080 604
57	Avances commerciales		262 402 832
58	Dettes financières		1 230 217 206
50	Comptes créditeurs de l'actif		25 873 827
<b>TOTAL II</b>		<b>10 801 355 266</b>	<b>10 801 959 288</b>
<b>RESULTAT (BÉNÉFICE)</b>			
		<b>2 879 886 868</b>	<b>2 879 886 868</b>
<b>TOTAL PASSIF</b>		<b>23 286 427 381</b>	<b>23 286 427 381</b>

## 2- Bilan Consolidé / Exercice 2009

## 3 - Tableau de Comptes de Résultats :

U : DA

N° DE CPTES	DESIGNATION	MONTANTS	MONTANTS
26	Ventes marchandises		333 844 886
60	Marchandises consommées	312 568 594	
<b>60</b>	<b>MARGE BRUTE</b>		<b>21 636 632</b>
71	Production vendue		11 386 147 307
72	Production stockée		2 214 175 042
73	P.F.P.E.M		
74	Prestations fournies		381 713 741
75	Transfert de charges de production		10 243 622
81	Matières et fournitures consommées	9 861 623 728	
82	Services	768 618 176	
<b>82</b>	<b>VALEUR AJOUTÉE</b>		<b>8 497 528 062</b>
77	Produits divers		62 136 570
78	Transfert de charges d'exploitation		43 941 199
83	Frais de personnel	3 889 420 784	
84	Impôts et taxes	213 846 541	
85	Frais financiers	289 673 980	
86	Frais divers	128 112 624	
88	Dépenses aux amortissements	1 170 613 655	
<b>88</b>	<b>RÉSULTAT D'EXPLOITATION</b>		<b>3 992 628 867</b>
76	Produits hors exploitation		2 832 768 233
46	Charges hors exploitation	2 688 985 329	
<b>46</b>	<b>RÉSULTAT HORS EXPLOITATION</b>		<b>75 329 068</b>
	Résultat brut de l'exercice		3 817 799 838
	Quota part résultat consolidé	6 638 748	
	Impôts sur le bénéfice	848 346 737	
	<b>RÉSULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>2 875 089 363</b>

## 3.1: Actif du Bilan :

U : DA

DESIGNATIONS	31/12/2010			31/12/2009
	MONTANTS BRUTS	AMORTIS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
Ecart d'acquisition (ou goodwill)				
Immobilisations incorporelles	183 932 041,81	151 954 925,96	31 977 115,85	37 264 640,71
Immobilisations corporelles				
Terrains	7 208 256 149,96		7 208 256 149,96	2 750 188 480,92
Bâtimens	7 323 221 848,82	4 847 102 396,41	2 676 119 452,41	1 550 814 289,16
Autres immobilisations corporelles	14 206 128 771,89	11 622 294 076,10	2 583 834 695,59	2 476 366 616,27
Immobilisations en concession				
Immobilisations en cours	413 652 826,73		413 652 826,73	1 454 638 573,71
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence				
entrepris associées				
Autres participations et créances rattachées	114 898 125,00	38 777 706,78	76 120 418,22	12 575 884,73
Autres titres immobilisés	104 583,33		104 583,33	334 668,67
Prêts et autres actifs financiers non courants	35 036 204,18		35 036 204,18	28 073 796,83
Impôts différés actif	187 722 185,64		187 722 185,64	
<b>TOTAL ACTIFS NON COURANTS</b>	<b>29 672 352 736,96</b>	<b>18 469 129 105,25</b>	<b>13 212 823 631,71</b>	<b>8 497 999 134,44</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>				
Stocks et encours	7 196 264 826,15	539 840 280,79	6 666 444 545,36	7 693 391 067,85
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 988 206 332,35	1 575 695 832,73	4 412 510 499,62	4 269 831 281,08
Autres débiteurs	304 789 906,44	14 745 561,20	290 044 345,24	217 184 420,22
Impôts	445 364 472,17	210 591 786,15	234 772 686,02	272 276 779,32
Autres actifs courant	170 718 068,32		170 718 068,32	
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19		18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	3 370 089 732,41	118 975 535,19	3 251 114 197,22	2 207 441 432,24
<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>	<b>17 494 813 367,03</b>	<b>2 455 648 976,26</b>	<b>15 038 364 336,97</b>	<b>14 678 684 969,70</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>47 166 366 043,99</b>	<b>18 915 778 081,31</b>	<b>28 251 187 968,68</b>	<b>23 176 684 104,14</b>

## 3.2: Passif du Bilan :

DESIGNATIONS	31/12/2010	31/12/2009
<b>CAPITAUX PROPRES</b>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé		
Primes et réserves - (réserves consolidées)	7 245 587 393,87	4 991 039 758,17
Ecart de réévaluation	375 839 601,41	457 264 506,16
Ecart d'équivalence		
Résultat Net	1 102 191 923,00	2 871 813 551,05
Autres capitaux propres - report à nouveau	-163 180 692,73	-280 371 061,06
Intérêts minoritaires	725 067 222,50	721 558 023,18
<b>TOTAL I</b>	<b>11 785 525 448,05</b>	<b>11 261 304 776,50</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>		
Emprunts et dettes financières	1 622 608 040,87	1 676 218 688,27
Impôts (différés et provisionnés)	219 000 183,14	219 000 183,14
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits comptabilisés d'avance	6 778 896 457,86	1 221 630 032,47
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>	<b>8 620 504 681,47</b>	<b>3 118 848 903,88</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>		
Fournisseurs et comptes rattachés	3 456 110 747,86	5 015 796 912,70
Impôts	298 511 186,33	686 363 758,09
Autres dettes	3 005 263 367,15	2 059 056 169,45
Trésorerie passif	1 085 332 611,22	1 035 313 563,50
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>7 845 157 833,16</b>	<b>8 796 530 423,76</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>28 251 187 962,68</b>	<b>23 176 684 104,14</b>

Tableau des Comptes de Résultats

DESIGNATIONS	31/12/2010	31/12/2009
Chiffre d'affaires	12 510 199 865,69	12 038 305 678,28
Variation stocks produits finis et en cours	-938 730 875,65	2 198 210 641,66
Production immobilisée		
Subvention d'exploitation		
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>11 571 468 990,04</b>	<b>14 236 516 319,94</b>
Achats consommés	-4 972 752 469,23	-5 202 503 948,03
Services extérieurs et autres consommations	-914 369 367,55	-943 734 235,02
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-5 887 117 836,78</b>	<b>-6 146 237 783,05</b>
<b>III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>	<b>5 684 351 153,26</b>	<b>8 090 278 536,89</b>
Charges de personnel	-3 439 606 440,86	-3 076 975 061,59
Impôts, taxes et versements assimilés	-308 673 342,02	-315 548 872,83
<b>IV - EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>1 935 671 349,48</b>	<b>4 695 754 582,47</b>
Autres produits opérationnels	586 740 850,00	377 945 963,06
Autres charges opérationnelles	-327 275 482,25	-318 957 667,57
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 962 679 960,27	-3 322 709 630,78
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	1 417 710 038,21	1 489 948 522,19
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>1 648 967 193,17</b>	<b>2 821 981 749,37</b>
Produits financiers	131 245 824,40	1 007 190 732,66
Charges financières	-261 601 048,77	-433 506 361,60
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-130 355 224,37</b>	<b>573 684 371,06</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT ( V + VI )</b>	<b>1 518 611 968,80</b>	<b>3 495 666 120,43</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-410 699 297,47	-622 213 929,58
Impôts différés ( variation ) sur résultats ordinaires		
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>13 707 165 700,65</b>	<b>17 111 601 537,65</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-12 598 453 029,32</b>	<b>-14 238 149 247,00</b>
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1 108 712 671,33</b>	<b>2 873 452 290,65</b>
Éléments extraordinaires (produits) ( à préciser )		
Éléments extraordinaires (charges) ( à préciser )		
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>		
<b>X - RESULTAT DE L'EXERCICE</b>	<b>1 108 712 671,33</b>	<b>2 873 452 290,65</b>
Résultats minoritaires	-6 500 748,33	-1 638 739,60
<b>XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 102 191 923,00</b>	<b>2 871 813 551,05</b>

GRUPPE INDUSTRIEL SAMDAL SPA  
Direction des Finances et du Patrimoine

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011			31/12/2010
		MONTANTS BALITE	MONTANTS PROVISIONS	MONTANTS	
				File0001.TIF	
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
Écart d'acquisition (au positif)	0,00	0,00	0,00	0,00	
Immobilisations incorporelles	191 871 834,27	163 244 954,86	29 546 170,35	31 917 116,86	
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00	
Finances	4 634 060 920,00	5,85	4 634 054 023,15	1 208 258 149,96	
Bilans	1 054 402 984,32	4 647 277 788,44	2 587 958 194,00	2 673 449 328,20	
Autres immobilisations corporelles	15 673 673 175,37	11 918 838 641,66	3 754 786 833,07	3 586 464 317,23	
Immobilisations en cours	0,00	0,00	0,00	0,00	
Immobilisations financières	639 693 608,94	0,00	639 693 608,94	413 022 524,22	
Titres mis en équivalence - entreprises associées	0,00	0,00	0,00	0,00	
Autres participations et sociétés rattachées	294 272 125,04	38 177 226,76	360 434 396,22	16 123 418,29	
Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	154 933,22	
Prêts et autres actifs financiers non courants	22 576 706,07	0,00	22 576 706,07	39 036 204,16	
Recours différés actif	989 263 038,07	0,00	989 263 038,07	181 722 189,64	
<b>TOTAL ACTIFS NON COURANTS</b>	<b>28 134 227 493,28</b>	<b>18 836 190 875,16</b>	<b>15 187 020 600,66</b>	<b>18 217 623 453,77</b>	
<b>ACTIFS COURANTS</b>					
Stocks et stocks	6 686 259 060,37	846 997 748,48	6 330 259 347,89	6 000 644 343,26	
Credites et emplois assurés	0,00	0,00	0,00	0,00	
Clients	1 864 978 051,04	1 868 442 284,29	3 868 127 846,72	4 412 510 489,60	
Autres débiteurs	61 848 871,23	28 730 864,64	54 920 016,67	280 041 445,23	
Impôts	461 647 847,23	348 251 517,17	116 389 536,12	234 723 680,03	
Autres actifs courants	0,00	0,00	0,00	110 738 863,30	
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00	
Provisions et autres actifs financiers courants	16 638 712,28	6,60	16 638 712,28	18 839 489,14	
Téléverse	1 843 723 264,16	124 143 824,26	2 619 869 229,45	3 251 114 187,23	
<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>	<b>19 969 498 438,28</b>	<b>2 381 268 229,26</b>	<b>18 118 940 167,54</b>	<b>18 238 382 250,06</b>	
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>47 893 725 931,56</b>	<b>19 911 793 862,88</b>	<b>27 277 870 688,22</b>	<b>28 251 987 963,88</b>	

GRUPPE INDUSTRIEL SAMDAL SPA  
Direction des Finances et du Patrimoine

DATE DE CLOTURE : 31/12/2010

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis	2 000 000 000,00	2 000 000 000,00	
Capital resté appelé	0,00	0,00	
Primes et réserves - réserves constituées	7 432 603 715,46	7 248 587 383,91	
Écart de réévaluation	602 966 984,16	375 826 561,41	
Écart d'évaluation	0,00	0,00	
Résultat net	2 040 480 319,88	1 102 191 623,00	
Autres capitaux propres report à nouveau	116 650 870,58	180 180 682,73	
Indivisibles constitués	704 231 738,25	719 887 222,90	
<b>TOTAL I</b>	<b>13 796 882 842,61</b>	<b>11 708 625 443,04</b>	
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières	1 986 341 586,03	1 922 583 790,96	
Impôts différés et provisions	844 218 642,42	218 000 183,54	
Autres dettes non courantes	0,00	0,00	
Provisions et produits constatés d'avance	3 882 241 343,10	6 279 820 757,83	
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>	<b>6 712 861 571,55</b>	<b>8 629 584 682,33</b>	
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés	3 188 126 431,44	3 458 110 747,81	
Impôts	473 570 621,28	206 511 166,84	
Autres débiteurs	2 943 696 278,19	3 805 203 357,17	
Téléverse passif	1 154 885 089,67	1 086 322 611,22	
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>7 760 278 420,57</b>	<b>7 549 157 823,04</b>	
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>27 277 870 688,73</b>	<b>28 251 987 963,88</b>	

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA  
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLÔTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	Salaires d'adjoints	13 504 270 130,08	12 513 190 890,70
	Salaires, salaires productifs hors état-major	-814 261 284,23	-836 730 875,05
	Production immobilisée	0,00	0,00
	Subvention d'exploitation	0,00	0,00
	<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>12 689 910 435,74</b>	<b>11 676 460 015,65</b>
	Autres transferts	-4 899 888 382,99	-4 912 782 489,23
	Services extérieurs et autres consommations	805 123 881,07	814 289 968,94
	<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-4 894 764 501,92</b>	<b>-4 898 492 520,29</b>
	<b>B - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)</b>	<b>7 795 145 933,82</b>	<b>6 777 967 495,36</b>
	Charges de personnel	-1 342 505 042,31	-1 429 239 330,86
	Impôts, taxes et versements assimilés	-282 502 105,17	-206 873 342,43
	<b>III - EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>5 170 138 786,34</b>	<b>4 141 854 822,07</b>
	Autres produits opérationnels	250 564 178,47	580 140 350,91
	Autres charges opérationnelles	-207 948 819,73	-207 219 462,29
	Quotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 488 033 462,38	-1 982 964 998,88
	Progrès ou pertes de valeurs et provisions	730 250 508,87	1 457 710 238,27
	<b>IV - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>3 634 969 681,45</b>	<b>1 989 967 789,17</b>
	Produits financiers	162 448 138,89	131 240 824,36
	Charges financières	-241 258 045,78	-281 401 048,79
	<b>V - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-78 809 806,89</b>	<b>-150 160 224,43</b>
	<b>VI - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + IV)</b>	<b>3 556 159 874,56</b>	<b>1 839 807 564,74</b>
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-831 673 357,52	-819 899 797,47
	Impôts différés (variation) sur résultats ordinaires	6 139 889,10	0,00
	<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>2 730 626 406,14</b>	<b>1 019 907 767,27</b>
	<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-11 679 018 474,41</b>	<b>-12 308 453 029,33</b>
	<b>VII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-8 948 392 068,27</b>	<b>-11 288 545 262,06</b>
	Dotations aux amortissements, provisions (à déduire)	0,00	0,00
	Éléments extraordinaires (à ajouter)	-80,08	0,00
	<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>-80,08</b>	<b>0,00</b>
	<b>X - RESULTAT DE L'EXERCICE</b>	<b>-8 948 472 148,35</b>	<b>-11 288 545 262,06</b>
	Résultat exceptionnel	37 270 136,99	6 620 748,32
	<b>XI - RESULTAT NET DE L'</b>	<b>-8 911 202 011,36</b>	<b>-11 281 924 513,74</b>

File0003.TIF

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA  
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLÔTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012			31/12/2011
		MONTANTS BRUTS	MONTANTS NETS	MONTANTS NETS	
	<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
	Écart d'acquisition (ou goodwill)				28 540 170,28
	Immobilisations incorporelles				
	Immobilisations corporelles	1 387 588 859,28	1 298 028 715,15	20 556 843,13	
	Terminés	4 383 037 130,84		4 383 037 130,84	4 574 261 930,08
	En cours	1 287 747 522,83	5 179 180 248,28	2 218 588 714,59	2 281 588 714,59
	Autres immobilisations corporelles	15 623 113 871,08	12 782 008 188,26	2 841 067 815,25	3 154 788 833,07
	Immobilisations en concession	11 614 276,00	323 788,00	10 888 812,00	
	Immobilisations en leasing	1 283 233 877,48		1 283 233 877,48	829 899 889,89
	Autres titres et valeurs assimilées				
	Autres participations et créances rattachées	184 936 125,00	23 798 488,00	759 137 625,18	305 434 388,21
	Autres titres immobilisés				
	Prêts et autres actifs financiers non courants	38 189 750,33		38 189 750,33	22 578 780,97
	Autres actifs	387 702 278,40		387 702 278,40	989 202 838,52
	<b>TOTAL ACTIFS NON COURANTS</b>	<b>29 878 991 597,60</b>	<b>18 584 188 518,74</b>	<b>11 454 745 844,32</b>	<b>11 181 029 088,63</b>
	<b>ACTIFS COURANTS</b>				
	Stocks et en cours	7 384 870 537,35	1 428 488 338,45	8 175 389 237,28	8 200 238 347,88
	Créances et emplois assimilés				
	Clients	6 348 332 441,30	1 853 374 482,10	4 884 957 945,14	3 828 127 846,70
	Autres débiteurs	263 452 488,88	18 388,67	283 428 940,24	34 900 216,67
	Impôts	318 413 887,38	-343 955 271,31	170 458 536,89	170 389 536,17
	Autres actifs courants				
	Disponibilités et assimilés	78 642 818,28		78 642 818,28	18 888 212,38
	Placements et autres actifs financiers courants				
	Troisième	7 275 989 241,28	122 660 888,33	8 153 518 481,22	8 619 889 238,42
	<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>	<b>22 857 336 341,40</b>	<b>2 328 962 524,94</b>	<b>18 266 488 944,32</b>	<b>18 778 368 187,54</b>
	<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>52 736 328 100,14</b>	<b>21 013 050 888,38</b>	<b>30 021 145 844,34</b>	<b>27 217 979 881,71</b>

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA  
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLÔTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	<b>CAPITAUX PROPRES</b>		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé		
	Primes et réserves (réserves consolidées)	8 767 303 972,03	7 452 913 713,45
	Ecart de réévaluation	645 896 091,73	900 905 964,74
	Ecart d'équivalence	0,00	0,00
	Résultat Net	1 965 180 951,44	2 050 480 315,80
	Autres capitaux propres-report à nouveau	28 874 721,33	116 850 810,38
	Intérêts minoritaires	839 288 275,80	784 331 738,03
	<b>TOTAL I</b>	<b>14 746 566 012,32</b>	<b>13 735 482 542,61</b>
	<b>PASSIFS NON COURANTS</b>		
	Emprunts et dettes financières	1 851 741 010,35	1 595 341 088,63
	Impôts (différés et provisionnés)	359 962 819,95	284 218 542,42
	Autres dettes non courantes	0,00	0,00
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	4 129 700 668,41	3 882 241 343,10
	<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>	<b>6 341 404 298,71</b>	<b>5 741 860 974,15</b>
	<b>PASSIFS COURANTS</b>		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 250 392 942,41	3 188 135 431,44
	Impôts	551 586 033,86	473 910 601,06
	Autres dettes	3 862 731 869,91	2 943 856 219,19
	Troisième passif	1 488 524 539,53	1 154 985 059,37
	<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>8 933 235 185,51</b>	<b>7 740 887 351,05</b>
	<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>30 021 145 494,54</b>	<b>27 217 979 881,71</b>

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	Chiffre d'affaires	13 895 054 472,57	13 504 270 700,95
	Variation stocks produits finis et en cours	229 626 444,54	-814 751 285,22
	Production immobilisée		
	Subvention d'exploitation		
	<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>14 124 680 917,11</b>	<b>12 689 519 415,74</b>
	Actués consommés	-5 246 856 845,95	-4 899 058 292,69
	Services extérieurs et autres consommations	-914 334 046,84	-905 122 481,07
	<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-6 161 228 892,79</b>	<b>-5 804 180 773,76</b>
	<b>III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)</b>	<b>7 963 452 024,32</b>	<b>7 084 738 641,98</b>
	Charges de personnel	-3 909 104 894,13	-3 342 926 582,67
	Impôts, taxes et versements assimilés	-228 139 765,66	-282 932 101,17
	<b>IV - EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>3 826 215 364,53</b>	<b>3 458 879 958,13</b>
	Autres produits opérationnels	372 976 278,55	250 884 778,47
	Autres charges opérationnelles	-207 496 681,94	-327 946 833,72
	Débités aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-2 144 929 104,62	-1 488 030 460,38
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	575 024 482,41	730 292 504,92
	<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>2 521 790 318,73</b>	<b>2 624 659 945,42</b>
	Produits financiers	100 736 890,14	102 440 138,94
	Charges financières	-225 135 653,69	-201 296 040,78
	<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-124 398 763,55</b>	<b>-98 857 903,84</b>
	<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)</b>	<b>2 397 451 515,13</b>	<b>2 525 282 041,58</b>
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-489 506 677,89	-431 623 267,03
	Impôts différés ( variation ) sur résultats ordinaires	105 389 639,68	3 128 993,10
	<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>15 284 646 326,18</b>	<b>13 776 787 416,28</b>
	<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-13 267 979 918,89</b>	<b>-11 679 016 474,47</b>
	<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1 996 670 407,30</b>	<b>2 097 750 941,85</b>
	Éléments extraordinaires (produits) ( à préciser )	0,00	
	Éléments extraordinaires (charges) ( à préciser )	-3 985 277,20	-30,06
	<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>-3 985 277,20</b>	<b>-30,06</b>
	<b>X - RESULTAT DE L'EXERCICE</b>	<b>1 992 685 130,10</b>	<b>2 097 750 851,79</b>
	Résultat minoritaires	27 524 178,60	37 270 535,99
	<b>XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 965 160 951,44</b>	<b>2 060 480 315,60</b>

## BILAN 2013

DESIGNATIONS	31/12/2013			31/12/2012
	MONTANTS BRUTS	AMORTIS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	58 268 500,00		58 268 500,00	
Immobilisations incorporelles	198 535 044,63	185 023 704,17	13 511 340,46	30 550 643,13
Immobilisations corporelles				
Terreins	4 525 499 753,87		4 525 499 753,87	4 583 697 150,84
Bâiments	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	129 367 575,00	53 886 445,21	75 481 129,79	150 137 625,18
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
<b>TOTAL ACTIFS NON COURANTS</b>	<b>39 724 776 277,34</b>	<b>18 416 037 037,37</b>	<b>11 308 739 329,87</b>	<b>11 454 745 446,81</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>				
Stocks et encours	6 969 082 810,68	1 424 727 755,37	5 544 355 055,31	6 175 385 227,05
Créances et emplois assimilés				
Créances	5 529 998 546,61	1 609 037 890,24	3 920 960 656,37	4 604 357 048,14
Autres débiteurs	1 865 186 534,90		1 865 186 534,90	353 438 040,14
Impôts	460 376 148,07	344 877 438,32	115 498 709,75	170 458 536,03
Autres actifs courants	12 550 000,00		12 550 000,00	
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	2 018 559 989,19		2 018 559 989,19	18 642 816,89
Troiscent	5 495 438 158,83	82 065 121,53	5 413 372 987,30	7 153 519 481,26
<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>	<b>22 351 342 188,28</b>	<b>3 560 308 055,46</b>	<b>18 790 834 132,82</b>	<b>18 566 400 046,61</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>62 076 118 465,62</b>	<b>21 976 345 092,83</b>	<b>30 099 573 462,69</b>	<b>30 021 145 493,42</b>

## 3.3 Passif

DESIGNATIONS	31/12/2013	31/12/2012
<b>CAPITAUX PROPRES</b>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé		
Primes et réserves (réserves consolidées)	9 421 650 281,30	6 767 303 972,03
Ecart de réévaluation	435 055 761,63	645 858 091,73
Écart d'équivalence	536 004 893,04	0,00
Résultat Net	2 058 147 326,76	1 985 160 951,44
Autres capitaux propres - report à nouveau	319 161 089,57	28 874 721,33
Intérêts minoritaires	858 376 750,19	839 168 275,80
<b>TOTAL I</b>	<b>16 748 436 102,49</b>	<b>14 746 506 012,33</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>		
Emprunts et dettes financières	2 911 046 961,36	1 851 741 010,35
Impôts (différés et provisionnels)	252 388 287,15	359 962 619,95
Autres dettes non courantes	493 645 268,24	
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 351 120 085,83	4 129 700 666,41
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>	<b>5 008 200 602,57</b>	<b>6 341 404 296,71</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 227 878 706,58	3 250 302 942,41
Impôts	564 484 142,35	551 586 033,66
Autres dettes	5 818 577 282,18	3 662 731 669,91
Troiscent passif	732 016 536,53	1 468 524 539,53
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>8 342 956 667,63</b>	<b>8 933 235 185,51</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>10 099 573 372,60</b>	<b>10 021 145 494,55</b>

## 3.3. Tableau de compte de résultat

DESIGNATIONS	31/12/2013	31/12/2012
Chiffre d'affaires	11 461 847 581,90	11 895 054 472,57
Variation stocks produits finis et en cours	782 030 567,10	229 626 444,54
Production immobilisée		379 032,26
Subvention d'exploitation		
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>12 243 878 149,00</b>	<b>14 125 059 949,37</b>
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
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-4 296 731 000,37</b>	<b>-6 161 220 892,79</b>
<b>III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)</b>	<b>7 947 147 148,63</b>	<b>7 963 839 056,58</b>
Charges de personnel	-1 848 442 866,21	-1 809 104 894,13
Impôts, taxes et versements assimilés	-211 018 083,50	-238 139 765,88
<b>IV - EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>3 887 686 198,92</b>	<b>3 926 594 396,57</b>
Autres produits opérationnels	123 256 224,16	372 976 278,55
Autres charges opérationnelles	-125 200 827,62	-207 496 681,94
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 431 299 339,58	-1 144 529 104,62
Rapports sur pertes de valeurs et provisions	501 957 026,24	575 024 462,14
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>2 946 399 282,02</b>	<b>2 522 169 350,70</b>
Produits financiers	73 629 153,44	100 796 850,14
Charges financières	-221 326 017,88	-225 135 653,69
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-147 696 864,44</b>	<b>-124 338 803,55</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)</b>	<b>2 798 702 417,58</b>	<b>2 397 830 547,15</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-500 440 405,49	-489 506 617,86
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-4 662 574,50	105 369 639,88
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>12 952 478 688,40</b>	<b>15 264 646 326,18</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-10 658 880 340,81</b>	<b>-13 267 575 918,88</b>
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>2 293 598 347,59</b>	<b>1 996 670 407,30</b>
Éléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00
Éléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-21 476,75	-3 985 277,20
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>-21 476,75</b>	<b>-3 985 277,20</b>
<b>X - RESULTAT DE L'EXERCICE</b>	<b>2 293 577 870,84</b>	<b>1 992 685 130,10</b>
RESULTAT MINORITAIRES	70 792 332,18	27 524 178,66
Part dans le résultat dans des mines en équivalence	293 777 123,74	0,00
<b>XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>2 658 147 326,76</b>	<b>1 965 160 951,44</b>

SAIDAL

Communiqué aux actionnaires du résultat  
de l'exercice 2014 - Bilan Consolidé

## ACTIF

DESIGNATIONS	31/12/2014			31/12/2013	%
	MONTANTS BRUTS	AMORTIS PROVISIONS	MONTANTS NETS		
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
Écart d'acquisition (si positif)	58 268 550,00	0,00	58 268 550,00	58 268 550,00	0%
Immobilisations incorporelles	201 790 244,60	-189 798 823,00	12 991 421,60	13 311 340,40	-31%
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00	0%
Terminés	4 514 492 953,07	0,00	4 514 492 953,07	4 525 489 253,87	0%
Différés	7 032 781 737,47	5 269 783 914,71	1 762 997 822,76	1 809 285 370,47	-4%
Autres immobilisations corporelles	15 300 746 958,15	11 688 697 490,20	3 612 049 467,95	2 003 235 029,47	-32%
Immobilisations en cours	87 526 246,00	1 245 908,76	86 280 337,24	10 346 770,36	73%
Immobilisations financières	2 592 907 888,68	0,00	2 592 907 888,68	479 133 457,75	452%
Titres mis en équivalence - entreprises associées	0,00	0,00	0,00	0,00	0%
Titres mis en équivalence - entreprises associées	1 640 291 841,51	0,00	1 640 291 841,51	1 778 244 816,78	0%
Autres participations et créances rattachées	382 507 575,00	53 130 589,26	329 376 985,74	75 282 129,79	-35%
Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	0,00	0%
Prêts et autres actifs financiers non courants	383 321 318,61	0,00	383 321 318,61	308 082 099,30	-3%
Crédits dérivés actifs	463 577 177,79	0,00	463 577 177,79	357 881 232,02	30%
<b>TOTAL ACTIF NON COURANTS</b>	<b>32 213 883 092,48</b>	<b>19 210 653 719,01</b>	<b>13 003 229 373,47</b>	<b>11 308 739 239,87</b>	<b>15%</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>					
Stocks et en-cours	7 183 810 873,97	2 488 838 527,00	4 694 972 346,97	5 524 155 056,31	18%
Créances et emplois associés	0,00	0,00	0,00	0,00	0%
Clients	1 120 349 241,13	2 687 454 805,26	3 444 754 041,79	3 830 940 856,37	-30%
Autres débiteurs	1 030 790 150,00	0,00	1 030 790 150,00	1 065 186 534,30	-4%
Impôts	601 899 838,47	345 347 626,04	256 552 212,43	115 818 929,75	121%
Autres actifs courants	18 795 412,47	0,00	18 795 412,47	15 590 000,00	0%
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00	0%
Éléments et autres actifs financiers courants	3 618 520 088,18	0,00	3 618 520 088,18	2 618 159 489,19	54%
Titres mis en équivalence	1 281 802 206,06	83 275 569,07	1 198 526 636,99	1 413 372 487,30	-14%
<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>	<b>22 197 447 905,13</b>	<b>3 612 972 872,67</b>	<b>18 584 475 032,46</b>	<b>18 790 834 132,82</b>	<b>-1%</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>54 411 330 997,61</b>	<b>22 823 626 591,68</b>	<b>31 587 704 405,93</b>	<b>30 099 573 372,69</b>	<b>5%</b>

## PASSIF

DESIGNATIONS	31/12/2014	31/12/2013	%
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital fixe	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00	0%
Capital non appelé	0,00	0,00	0%
Primes et réserves (réserves consolidées)	11 280 669 427,33	9 421 690 283,30	20%
Écart de réévaluation	218 627 545,68	439 029 763,63	-50%
Écart d'évaluation	778 627 231,62	330 038 891,64	0%
Résultat net	1 477 753 555,22	1 858 147 328,38	-44%
Autres capitaux propres - report de nouveaux éléments réévalués	371 303 688,35	319 163 089,57	16%
	861 056 080,29	838 376 758,19	12%
<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES I</b>	<b>17 599 064 386,45</b>	<b>16 748 436 102,49</b>	<b>5%</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières	3 303 163 485,34	2 911 046 961,34	16%
Crédits (débiteurs et créditeurs)	267 823 085,55	- 252 888 187,11	0%
Autres dettes non courantes	3 496 708 764,33	499 640 208,24	693%
Provisions et produits consolidés d'exercice	1 581 024 485,26	1 351 120 085,82	26%
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>	<b>8 488 726 950,90</b>	<b>5 008 200 602,57</b>	<b>69%</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
Financements et comptes rattachés	1 400 434 835,34	1 227 578 708,34	12%
Impôts	365 939 182,75	594 464 142,35	-39%
Autres débiteurs	5 025 763 188,63	5 818 577 282,14	-47%
Dettes non passif	628 175 681,26	732 016 516,52	-34%
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>5 508 313 068,58</b>	<b>8 342 036 667,63</b>	<b>-34%</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>31 587 704 405,93</b>	<b>30 099 573 372,69</b>	<b>5%</b>

## Production

RUBRIQUES	31/12/2014	31/12/2013
Quantités (1 000 Litres)	111 020	136 474
Valeurs (1 000 DA)	8 483 261	10 718 771



**COMPTE DE RESULTAT**

DESIGNATIONS	30/06/2014	30/06/2013	%
Chiffre d'affaires	9 799 025 565,30	11 461 847 581,00	-15%
Variation stocks produits finis en cours	47 506 364,29	782 030 567,10	-94%
Production immobilisable	0,00		
Subvention d'exploitation	0,00		
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>9 836 622 190,20</b>	<b>12 243 878 149,00</b>	<b>-20%</b>
Achats consommés	-3 917 970 352,34	-3 356 475 260,99	-15%
Services extérieurs et autres consommations	-625 279 475,31	-740 235 735,42	-10%
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-3 833 249 827,65</b>	<b>-4 296 731 000,37</b>	<b>-11%</b>
<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>	<b>6 003 372 362,55</b>	<b>7 947 147 148,63</b>	<b>-24%</b>
Charges de personnel	-4 227 100 262,38	-3 848 447 866,21	-10%
Impôts, taxes et versements assimilés	-205 064 478,79	-211 919 081,50	-9%
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>2 576 108 686,37</b>	<b>3 887 686 198,92</b>	<b>-34%</b>
Autres produits opérationnels	35 454 154,80	123 250 234,16	-31%
Autres charges opérationnelles	-304 467 978,10	-135 200 027,62	-51%
Dotations aux amortissements et pertes de valeur	-1 130 374 262,15	-1 411 299 336,58	-21%
Régularisations sur pertes de valeurs et provisions	242 035 551,31	681 957 026,14	-62%
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>1 618 736 152,23</b>	<b>2 946 399 282,02</b>	<b>-45%</b>
Produits financiers	206 709 251,17	73 429 151,44	-45%
Charges financières	-157 011 457,30	-221 320 017,88	-20%
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-50 302 206,13</b>	<b>-147 696 866,44</b>	<b>-66%</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT ( V + VI )</b>	<b>1 568 433 946,30</b>	<b>2 798 702 415,58</b>	<b>-44%</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-309 811 381,00	600 480 405,49	
Impôts différés (variabilité sur résultat ordinaire)	-90 261 236,37	-4 462 074,50	
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	93 120 801 147,68	12 942 730 952,74	-20%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-8 971 918 386,01	-10 649 121 208,15	-16%
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1 348 882 781,67</b>	<b>2 293 599 347,59</b>	<b>-41%</b>
Éléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Éléments extraordinaires (charges) (à préciser)		-21 476,75	
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>		<b>-21 476,75</b>	<b>0%</b>
<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 348 882 781,67</b>	<b>2 293 577 870,84</b>	<b>-41%</b>
Résultat récurrents	14 686 773,28	70 792 882,18	-79%
part dans le résultat dans des mises en équivalence	214 182 090,29	293 777 123,74	-61%
<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 477 571 553,22</b>	<b>2 658 147 326,76</b>	<b>-44%</b>

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA  
Direction des Finances et Comptabilité  
DATE DE CLOTURE : 31/12/2015

**BILAN GROUPE**

ACTIF	31/12/2015			31/12/2014
	MONTANTS BRUTS	MONTANTS NETS	MONTANTS NETS	
<b>ACTIF NON COURANT</b>				
Ecart d'acquisition (ou goodwill)	87 341 340,00	0,00	87 341 340,00	89 388 930,00
Immobilisations incorporeelles	212 279 581,73	-190 691 361,71	21 588 220,02	12 036 621,80
Immobilisations corporeelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Tantums	4 816 480 863,87	0,00	4 816 480 863,87	4 816 480 863,87
Secours	7 022 979 479,20	5 275 267 146,94	1 747 699 332,26	1 742 307 622,76
Autres immobilisations corporeelles	56 947 648 428,68	19 769 291 800,48	1 188 487 236,41	1 604 048 088,87
Immobilisations en cours	280 023 210,00	1 619 120,32	278 404 089,68	96 261 341,20
Immobilisations en cours	6 583 846 141,61	0,00	6 583 846 141,61	2 802 507 589,68
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalence - entreprises associées	1 448 132 789,40	0,00	1 448 132 789,40	1 948 291 841,31
Autres participations et créances rattachées	841 818 179,00	86 668 398,84	848 989 878,21	69 038 984,72
Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	140 479 616,20	0,00	140 479 616,20	100 321 916,81
Autres actifs non courants	473 037 893,90	0,00	473 037 893,90	483 077 177,78
<b>TOTAL ACTIF NON COURANTS</b>	<b>28 797 474 661,71</b>	<b>16 269 728 874,81</b>	<b>19 740 138 976,21</b>	<b>20 269 228 579,60</b>
<b>ACTIF COURANT</b>				
Crédits et avances	3 483 231 412,44	-49 451 333,33	4 385 200 019,11	6 036 916 243,31
Créditeurs et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Clients	6 036 982 869,71	1 713 400 632,20	3 622 981 237,51	3 448 794 461,79
Autres débiteurs	1 139 842 788,88	0,00	1 139 842 788,88	1 038 750 180,82
Impôts	826 746 622,40	-268 367 828,33	558 378 794,07	288 162 010,23
Autres actifs courants	42 686 983,87	0,00	42 686 983,87	19 799 413,47
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions et autres actifs financiers courants	3 016 020 993,76	0,00	3 016 020 993,76	3 016 020 993,76
Trois mois	6 070 820 149,42	83 278 889,27	6 904 649 038,69	6 788 076 227,23
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>21 791 948 895,29</b>	<b>1 509 370 553,84</b>	<b>23 301 019 592,50</b>	<b>26 094 175 233,20</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>50 589 423 557,00</b>	<b>31 779 109 428,65</b>	<b>43 041 158 568,71</b>	<b>46 363 403 812,80</b>

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA  
Direction des Finances et Comptabilité  
DATE DE CLOTURE : 31/12/2015

**BILAN GROUPE**

PASSIF	31/12/2015		31/12/2014
	MONTANTS BRUTS	MONTANTS NETS	
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé	0,00	0,00	0,00
Dotations de l'état	2 586 812 201,59	2 586 812 201,59	0,00
Primes et réserves (réserves consolidées)	12 251 816 341,17	11 282 665 927,33	11 282 665 927,33
Ecart de réévaluation	145 245 635,13	216 627 945,68	
Ecart d'équivalence	1 025 006 852,16	778 627 191,02	
Résultat Net	1 143 817 950,89	1 477 751 553,22	
Autres capitaux propres - report à nouveau	-166 052 259,51	371 301 688,91	
Intérêts minoritaires	979 287 855,72	961 690 080,29	
<b>TOTAL I</b>	<b>20 465 394 577,15</b>	<b>17 590 664 986,45</b>	
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières	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	
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>	<b>7 773 819 493,64</b>	<b>8 488 726 956,90</b>	
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés	1 931 770 182,61	1 450 434 895,94	
Impôts	402 507 323,51	363 939 782,75	
Autres dettes	3 619 036 497,36	3 055 762 788,63	
Trois mois passif	728 832 746,41	628 175 601,26	
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>6 682 146 749,89</b>	<b>5 508 313 068,58</b>	
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>34 921 900 820,68</b>	<b>31 587 704 405,93</b>	

**GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA**  
**Direction des Finances et Comptabilité**  
**DATE DE CLOTURE : 31/12/2015**

**BILAN GROUPE**

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2015	31/12/2014
Chiffre d'affaires	9 984 043 757,71	9 789 025 905,91
Variation stocks produits finis et en cours	-11 893 123,70	47 596 284,29
Production immobilisée	0,00	0,00
Subvention d'exploitation	0,00	0,00
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>9 972 150 634,01</b>	<b>9 836 622 190,20</b>
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
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-4 466 777 605,00</b>	<b>-3 833 249 827,85</b>
<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>	<b>5 505 373 029,01</b>	<b>6 003 372 362,35</b>
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
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>2 282 709 108,04</b>	<b>2 576 108 686,37</b>
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
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>1 433 808 241,54</b>	<b>1 618 736 152,23</b>
Produits financiers	142 454 921,27	106 709 251,37
Charges financières	-132 453 560,20	-157 011 457,30
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>10 001 361,07</b>	<b>-50 302 205,93</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT ( V + VI)</b>	<b>1 443 809 602,61</b>	<b>1 568 433 946,30</b>
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
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>10 738 510 276,29</b>	<b>10 320 801 147,68</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-9 638 803 603,60</b>	<b>-8 971 918 366,01</b>
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1 099 706 672,69</b>	<b>1 348 882 781,67</b>
Eléments extraordinaires (produits) ( à préciser )		
Eléments extraordinaires (charges) ( à préciser )		
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 099 706 672,69</b>	<b>1 348 882 781,67</b>
Résultat minoritaires	18 117 370,96	14 686 721,26
part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence	25 993 947,24	114 182 060,29
<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 143 817 990,89</b>	<b>1 477 751 553,22</b>

**ACTIF**

DESIGNATIONS	31/12/2016			31/12/2015
	MONTANTS BRUTS	AMORTIS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	115 414 200,00	-	115 414 200,00	87 341 040,00
Immobilisations incorporelles	212 104 001,73	195 224 374,97	16 879 626,76	21 588 150,02
Immobilisations corporelles				
Terres	10 383 338 837,77	-	10 383 338 837,77	4 514 492 953,87
Aménagements terrains				
Bâti	7 329 947 475,94	5 637 047 200,46	1 692 900 275,48	1 649 608 532,26
Autres immobilisations corporelles	15 098 007 460,68	13 798 654 169,79	1 299 353 290,89	1 189 497 235,41
Immobilisations en cession	280 033 210,00	2 252 958,94	277 770 251,06	278 103 983,68
Immobilisations en cours	11 189 299 772,01	-	11 189 299 772,01	5 963 985 192,51
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence - entreprises associées	1 388 910 621,59	-	1 388 910 621,59	1 465 132 799,40
Autres participations et créances attachées	691 518 175,00	58 940 054,97	632 578 120,03	584 859 076,01
Autres titres immobilisés	3 000 000 000,00	-	3 000 000 000,00	-
Prêts et autres actifs financiers non courants	154 332 649,23	-	154 332 649,23	140 479 615,20
Impôts différés actif	291 018 838,11	-	291 018 838,11	472 097 555,36
<b>TOTAL ACTIF NON COURANTS</b>	<b>50 133 915 242,06</b>	<b>19 692 118 759,13</b>	<b>30 441 796 482,93</b>	<b>15 767 186 133,72</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>				
Stocks et encaissés	6 358 574 088,97	629 232 318,65	5 729 341 770,32	4 965 900 019,13
Créances et emplois associés				
Client	5 547 718 023,80	1 906 769 106,35	3 640 948 917,45	3 822 680 037,51
Autres débiteurs	1 255 466 985,99	377 579,41	1 255 089 406,58	1 139 842 768,95
Impôts	185 798 351,63	11 998 649,03	173 799 702,60	179 420 574,16
Autres actifs courants	-	-	-	40 666 666,67
Disponibilités et équivalents				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	-	18 559 989,19	3 018 559 989,19
Trésorerie	5 214 275 956,41	83 275 568,07	5 131 000 388,34	5 987 644 631,35
<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>	<b>18 980 991 395,99</b>	<b>2 631 653 221,01</b>	<b>15 946 740 176,48</b>	<b>19 154 714 686,86</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>68 714 308 638,05</b>	<b>22 323 771 980,64</b>	<b>46 390 536 659,41</b>	<b>34 921 900 820,68</b>

**PASSIF**

DESIGNATIONS	31/12/2016	31/12/2015
<b>CAPITAUX PROPRES</b>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
dotation de l'état	-	2 586 812 201,59
Autres fonds propres	8 721 856 492,20	-
Primes et réserves (réserves consolidées)	12 861 813 853,88	12 251 816 341,17
Ecart de réévaluation	1 585 712 860,28	145 245 635,13
Écart d'équivalence	1 037 081 287,61	1 025 006 852,16
Résultat Net	1 509 161 605,06	1 143 817 990,89
Autres capitaux propres -report à nouveau	-1 766 796 831,10	-166 052 299,51
Intérêts minoritaires	1 015 179 929,35	979 287 855,72
<b>TOTAL I</b>	<b>27 464 009 197,28</b>	<b>20 465 934 577,15</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>		
Emprunts et dettes financières	8 973 279 626,56	4 821 513 005,59
Impôts (différés et provisionnés)	17 509 995,00	285 333 000,95
Autres dettes non courantes	1 061 401 552,48	1 061 401 552,48
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 345 087 321,65	1 605 571 934,62
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>	<b>11 397 228 495,69</b>	<b>7 773 819 493,64</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>		
Fournisseurs et comptes rattachés	2 430 054 019,90	1 931 770 182,61
Impôts	776 153 641,37	402 507 323,51
Autres dettes	3 512 927 858,77	3 619 036 497,36
Trésorerie passif	810 163 444,41	728 832 746,41
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>7 529 298 964,85</b>	<b>6 682 146 749,89</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>46 390 536 657,42</b>	<b>34 921 900 820,68</b>

COMPTES DE RESULTAT

DESIGNATIONS	31/12/2016	31/12/2015
Chiffre d'affaires	10 223 411 484,28	9 984 043 757,74
Variation stocks produits finis et en cours	265 664 923,51	-11 893 323,70
Production immobilisée	-	-
Subvention d'exploitation	-	-
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>10 489 075 207,79</b>	<b>9 972 150 434,04</b>
Achats consommés	-8 863 777 474,24	-8 470 479 457,80
Services extérieurs et autres consommations	-928 780 046,72	-996 298 147,20
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-9 792 557 520,96</b>	<b>-9 466 777 605,00</b>
<b>III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)</b>	<b>5 896 517 686,83</b>	<b>5 505 372 829,04</b>
Charges de personnel	-3 023 474 188,42	-3 056 024 245,03
Impôts, taxes et versements assimilés	-175 817 524,53	-168 639 675,94
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>2 697 225 873,88</b>	<b>2 280 709 108,07</b>
Autres produits opérationnels	<b>72 651 701,08</b>	<b>202 735 842,16</b>
Autres charges opérationnelles	-99 258 043,60	-143 865 838,16
Dotations aux amortissements et pertes de valeur	-1 290 302 838,36	-1 328 939 749,35
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	710 627 205,07	421 168 878,85
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>2 099 243 975,07</b>	<b>1 433 608 241,57</b>
Produits financiers	<b>183 271 195,24</b>	<b>142 454 921,27</b>
Charges financières	-177 710 436,40	-132 453 560,70
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>5 560 738,84</b>	<b>10 001 360,57</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)</b>	<b>2 099 704 713,91</b>	<b>1 443 609 602,14</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-626 653 272,90	-528 709 238,00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-96 886 328,43	15 393 731,92
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>11 464 625 109,18</b>	<b>10 738 510 276,29</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-9 897 587 338,46</b>	<b>-9 638 803 603,60</b>
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1 567 037 770,72</b>	<b>1 099 706 672,69</b>
Éléments extraordinaires (produits) (à préciser)	-	-
Éléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-	-
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 567 037 770,72</b>	<b>1 099 706 672,69</b>
Résultat réinscritures	4 426 900,76	18 117 370,96
part dans le Résultat dans Sociétés en dépendance	-62 302 646,02	25 593 947,24
<b>XI - RESULTAT DE L'EXERCICE</b>	<b>1 509 161 025,46</b>	<b>1 143 817 990,89</b>

Etat consolidé des Filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2017 - Actif -

Actif	Unité	31/12/2017		31/12/2016
		Montants bruts	Amortissement et provisions	
<b>ACTIF FINANCIER COURANT</b>				
Caution (sur garanties)	115 474 203,00	0,00	115 474 203,00	115 474 203,00
Immobilisations incorporelles	211 791 389,37	188 287 247,42	11 504 141,95	18 979 029,71
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	10 380 338 837,77	0,00	10 380 338 837,77	10 380 338 837,77
Billets	7 529 404 414,11	0 750 242 302,47	1 780 338 806,54	1 602 402 276,48
Autres immobilisations financières	15 447 941 803,47	14 246 777 801,04	1 201 504 102,28	1 209 580 260,89
Immobilisations et créances	280 323 210,80	2 881 722,62	219 361 487,38	211 710 201,88
Immobilisations financières	10 501 912 407,03	0,00	10 501 912 407,03	11 189 289 772,07
Titres mis en équivalence - entreprises associées	1 488 898 482,42	0,00	1 488 898 482,42	1 388 910 407,39
Autres participations et créances rattachées	881 918 176,01	60 940 880,38	620 507 286,94	602 078 120,21
Autres titres immobilisés	4 330 302 000,00	0,00	4 000 000 000,00	3 000 000 000,00
Pièces et autres actifs financiers non courants	157 874 848,73	0,00	157 874 848,73	154 302 848,23
Impôts différés actif	238 207 761,92	0,00	238 207 761,92	201 014 028,77
<b>TOTAL ACTIF FINANCIER COURANT</b>	<b>16 971 074 936,94</b>	<b>20 111 022 029,79</b>	<b>11 922 259 603,91</b>	<b>19 441 736 402,37</b>
<b>ACTIF COURANT</b>				
Stocks et en-cours	3 012 285 207,34	828 240 248,38	4 480 140 010,76	8 730 341 770,23
Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Clients	5 077 201 573,02	1 885 189 805,48	3 102 281 778,27	3 840 042 817,45
Autres débiteurs	1 207 495 488,78	377 576,41	1 207 516 207,38	1 200 049 408,98
Impôts	181 281 731,78	11 968 487,80	590 202 283,59	771 790 702,80
Autres actifs courants	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions et autres actifs financiers courants	18 858 846,75	0,00	18 858 846,75	18 858 846,75
Provisions	4 125 224 018,01	49 072 542,17	4 734 802 789,85	5 111 000 000,00
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>10 772 076 856,67</b>	<b>2 521 701 061,76</b>	<b>10 626 305 706,42</b>	<b>11 944 703 014,46</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>27 743 151 793,61</b>	<b>22 732 723 091,55</b>	<b>22 548 565 310,33</b>	<b>31 386 439 416,83</b>

Etat consolidé des Filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2017 - Passif -

PASSIF	Unité	31/12/2017		31/12/2016
		Montants bruts	Amortissement et provisions	
<b>CAPITAUX PROPRES</b>				
Capital émis	2 000 000 000,00	0,00	2 000 000 000,00	2 000 000 000,00
Dotation de bilan	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres fonds propres	8 701 888 443,20	0,00	8 701 888 443,20	8 701 888 443,20
Primes et réserves (réserves consolidées)	12 891 524 144,38	0,00	12 891 524 144,38	12 891 524 144,38
Ecarts de réévaluation	1 889 712 490,28	0,00	1 889 712 490,28	1 889 712 490,28
Écart d'exploitation	889 727 124,44	0,00	889 727 124,44	1 027 081 287,51
Résultat net	1 376 246 647,98	0,00	1 376 246 647,98	1 039 139 003,28
Autres capitaux propres report à nouveau	1 000 714 911,40	0,00	1 000 714 911,40	1 788 758 681,75
Impôts différés passifs	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES</b>	<b>21 059 031 617,24</b>	<b>0,00</b>	<b>21 059 031 617,24</b>	<b>21 469 969 516,22</b>
<b>PASSIFS FINANCIERS COURANTS</b>				
Créances et dettes financières	12 942 952 448,00	0,00	12 942 952 448,00	8 871 229 828,98
Impôts différés passifs (provisions)	17 808 800,00	0,00	17 808 800,00	17 808 800,00
Autres dettes non courantes	1 000 940 744,00	0,00	1 000 940 744,00	1 001 027 000,00
Provisions et produits consolidés d'impact	1 348 000 170,47	0,00	1 348 000 170,47	1 345 207 311,86
<b>TOTAL PASSIFS FINANCIERS COURANTS</b>	<b>15 710 642 162,47</b>	<b>0,00</b>	<b>15 710 642 162,47</b>	<b>11 967 272 940,84</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>				
Fournisseurs et comptes rattachés	1 436 751 288,94	0,00	1 436 751 288,94	1 436 751 288,94
Impôts	738 887 020,43	0,00	738 887 020,43	779 100 941,17
Autres dettes	4 107 819 478,98	0,00	4 107 819 478,98	4 010 807 884,77
Trésorerie cash	787 707 247,00	0,00	787 707 247,00	910 443 444,41
<b>TOTAL PASSIF COURANT</b>	<b>7 071 165 814,35</b>	<b>0,00</b>	<b>7 071 165 814,35</b>	<b>7 136 102 559,29</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>34 781 797 606,82</b>	<b>0,00</b>	<b>34 781 797 606,82</b>	<b>38 522 541 976,11</b>

Tableau des comptes du résultat consolidé des filiales du Groupe et Participations Minoritaires au 31/12/2017 – TCR

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	Note	31/12/2017	31/12/2016
Chiffre d'affaires		10 265 897 771.06	10 223 411 484.28
Variation stocks produits finis et en cours		-558 329 961.16	265 663 623.51
Production immobilisée		0.00	0.00
Subvention d'exploitation		0.00	0.00
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>9 707 567 809.90</b>	<b>10 489 075 107.79</b>
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
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>		<b>-4 758 415 000.45</b>	<b>-4 592 557 563.96</b>
<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>		<b>4 949 152 809.45</b>	<b>5 896 517 543.83</b>
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
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>		<b>1 915 519 849.74</b>	<b>2 699 225 850.88</b>
Autres produits opérationnels		120 876 686.93	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		370 500 844.80	719 627 105.07
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>		<b>1 480 241 680.05</b>	<b>2 093 143 975.07</b>
Produits financiers		163 571 611.87	183 271 195.24
Charges financières		-164 840 374.12	-177 710 456.40
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>		<b>-1 268 762.25</b>	<b>5 560 738.84</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT ( V + VI )</b>		<b>1 478 972 917.80</b>	<b>2 098 704 713.91</b>
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
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>10 382 516 933.30</b>	<b>11 464 625 109.18</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>-9 168 160 152.51</b>	<b>-9 897 587 338.86</b>
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>1 194 356 780.79</b>	<b>1 567 037 770.32</b>
Eléments extraordinaires (produits) ( à préciser )			
Eléments extraordinaires (charges) ( à préciser )			
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>		<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>1 194 356 780.79</b>	<b>1 567 037 770.32</b>
Résultat minoritaires		85 189 898.58	4 426 500.76
part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence		96 748 968.51	-62 302 666.02
<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>1 376 295 647.88</b>	<b>1 509 161 605.06</b>

المصدر : موقع بورصة الجزائر

الملحق رقم 20 ) : القوائم المالية لمؤسسة الأوراسي خلال الفترة 2002-2017

DGR EL ABRASSI		BILAN AU 31-12-2002			
		ACTE DU BILAN AU 31/12/2002			
DESIGNATION	Montants Bruts	Amortissements et provisions	Montants Nets	Totaux partiels	
<b>INVESTISSEMENTS</b>					
21 - Valeurs incorporees			543 672 086.00		
22 - Terrains	945 672 000.00				
24 - Equipements de production	3 804 840 691.41	1 982 300 300.41	2 302 488 390.99		
25 - Equipements sociaux	1 625 410.00	1 468 190.91	77 219.09		
26 - Investissements en cours	20 297 476.50		20 297 476.50		
<b>TOTAL CLASSE 2</b>	<b>4 399 403 584.91</b>	<b>-1 982 300 300.41</b>	<b>2 302 488 390.99</b>		<b>2 302 488 390.99</b>
<b>STOCKS</b>					
30 - Marchandises	14 760 192.74	475 730.58	14 284 462.16		
31 - Matières et fournitures	147 878 087.02	8 585 416.10	139 292 670.92		
37 - Stocks à l'étranger	57 125.82		57 125.82		
<b>TOTAL CLASSE 3</b>	<b>192 695 375.58</b>	<b>-8 111 146.68</b>	<b>184 584 228.90</b>		<b>184 584 228.90</b>
<b>CRANES</b>					
40 - Comptes débiteurs du passif	128 801.18		128 801.18		
42 - Créances d'investissement	636 947 775.67	2 267 560.30	634 680 215.37		
43 - Créances de stocks	2 483 615.00		2 483 615.00		
44 - Créances c/c des associés	42 322 300.00		42 322 300.00		
45 - Avances pour compte	7 702 296.92		7 702 296.92		
46 - Avances d'exploitation	66 117 313.12		66 117 313.12		
47 - Créances sur clients	472 903 600.34	133 271 860.87	339 631 739.47		
48 - Disponibilités	437 861 134.00		437 861 134.00		
<b>TOTAL CLASSE 4</b>	<b>1 362 484 500.33</b>	<b>-1 362 484 440.37</b>	<b>1 429 631 159.80</b>		<b>1 429 631 159.80</b>
<b>TOTAL</b>	<b>4 241 581 541.82</b>	<b>-1 362 484 440.37</b>	<b>2 879 097 101.43</b>		<b>2 879 097 101.43</b>

DGR EL ABRASSI		BILAN AU 31-12-2002	
		PASSIF DU BILAN ARRETE AU 31/12/2002	
DESIGNATION	Montants	Totaux partiels	
<b>- FICHS PROPRES</b>			
100 - Capital		1 500 000 000.00	
130 - Réserve légale		117 000 428.36	
134 - Réserves statutaires		160 957 326.77	
135 - Ecrit de réévaluation			
136 - Résultat en instance d'affectation		296 620.00	
137 - Provisions pour pertes probables		67 916 028.32	
138 - Provisions allouées à répartir			
<b>TOTAL CLASSE 1</b>	<b>1 835 942 383.45</b>	<b>1 835 942 383.45</b>	
<b>- DETTES</b>			
50 - Comptes créditeurs de fact		1 339 676 973.42	
52 - Dettes d'investissement		2 627 242.02	
54 - Dettes de stocks		84 966 348.19	
55 - Dettes envers les associés		338 471 441.71	
56 - Dettes d'exploitation		359 008 748.14	
57 - Autres commerciales		6 361 228.48	
<b>TOTAL CLASSE 2</b>	<b>2 027 694 963.96</b>	<b>2 027 694 963.96</b>	
<b>- RESULTAT DE L'EXERCICE</b>			
66 - Résultat net au 31/12/2002		248 851 800.24	
<b>TOTAL CLASSE 3</b>	<b>248 851 800.24</b>	<b>248 851 800.24</b>	
<b>TOTAL GENERAL</b>	<b>4 442 389 488.64</b>	<b>4 442 389 488.64</b>	

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31/12/2002

N° de comptes	DESIGNATION	2 002	
		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70	Ventes de Marchandises		80 059 102,68
80	Marchandises consommées	15 914 474,07	
<b>80</b>	<b>MARGE BRUTE</b>		<b>64 144 628,61</b>
80	Marge brute		64 144 628,61
71	Production vendue denrées		440 246 959,37
74	Prestations fournies		613 784 142,74
75	Transfert de charges de production		1 810 469,91
61	Matières et fournitures consommées	195 999 497,12	
62	Services	60 916 062,58	
	<b>Total</b>	<b>256 915 559,70</b>	<b>1 119 956 205,61</b>
<b>81</b>	<b>VALEUR AJOUTEE</b>		<b>863 070 640,96</b>
81	Valeur ajoutée		863 070 640,96
77	Produits divers		38 824 637,80
78	Transfert de charges d'exploitation		40 970 195,28
63	Frais de personnel	246 655 649,71	
64	Impôts et taxes	40 599 490,18	
65	Frais financiers	77 596 245,29	
66	Frais divers	8 443 623,93	
68	Dotations aux amortissements et provisions	199 230 111,40	
	<b>Total</b>	<b>672 925 120,81</b>	<b>842 866 479,86</b>
	<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>		<b>368 940 365,37</b>
79	Produits hors exploitation		277 203 754,03
89	Charges hors exploitation	299 717 277,16	
<b>84</b>	<b>RESULTAT HORS EXPLOITATION</b>	<b>22 619 628,13</b>	
83	Resultat d'exploitation		369 940 365,37
84	Resultat hors exploitation	22 619 628,13	
<b>880</b>	<b>RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE</b>		<b>347 426 899,24</b>
	Impôt sur les bénéfices ISG	97 544 950,00	
	<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>249 881 949,24</b>

EGHDL AUBASSI

BLAN AU 31-12-2002

ACTE DU BLAN AU 31/12/2002

TABLEAU n° 1

DESIGNATION	Montants Bruts	Amortissements et provisions	Montants Nets	Totaux partiels
<b>- INVESTISSEMENTS</b>				
21 - Valeurs incorporelles			345 473 998,08	
22 - Terrains	940 672 000,00			
23 - Equipements de production	4 039 219 168,87	1 942 452 835,70	2 096 766 333,17	
24 - Equipements sociaux	1 980 382,46	1 419 947,05	560 435,41	
25 - Investissement en cours	8 305 591,40		8 305 591,40	
<b>TOTAL CLASSE 1</b>	<b>7 964 969 452,73</b>	<b>3 364 894 782,75</b>	<b>4 601 974 670,42</b>	<b>4 601 974 670,42</b>
<b>- STOCKS</b>				
30 - Marchandises	19 867 079,10	488 799,00	19 378 280,10	
31 - Matières et fournitures	172 960 698,88	6 076 624,00	166 884 074,88	
32 - Stocks à livrer	47 128,40		47 128,40	
<b>TOTAL CLASSE 2</b>	<b>197 874 896,38</b>	<b>6 565 423,00</b>	<b>191 309 473,38</b>	<b>191 309 473,38</b>
<b>- DETTES</b>				
40 - Comptes créditeurs de clientèle	70 675 488,00		70 675 488,00	
42 - Dettes d'investissement	304 797 943,90	2 224 740,00	302 573 203,90	
43 - Dettes de stocks	1 420 718,20		1 420 718,20	
44 - Dettes envers les associés	40 000 000,00		40 000 000,00	
45 - Avances pour comptes	6 219 179,78		6 219 179,78	
46 - Avances d'exploitation	30 328 612,17		30 328 612,17	
47 - Dettes sur clients	463 148 201,83	122 088 714,20	341 059 487,63	
48 - Dettes fiscales	277 950 990,00		277 950 990,00	
<b>TOTAL CLASSE 3</b>	<b>1 876 949 142,88</b>	<b>2 446 824 754,20</b>	<b>1 430 124 178,78</b>	<b>1 430 124 178,78</b>
<b>TOTAL</b>	<b>9 846 803 091,91</b>	<b>5 811 719 536,95</b>	<b>4 071 978 511,64</b>	<b>4 071 978 511,64</b>

EGHDL AUBASSI

BLAN AU 31-12-2002

PASSIF DU BLAN ARRETE AU 31/12/2002

TABLEAU n° 2

DESIGNATION	Montants	Totaux partiels
<b>- FONDS PROPRES</b>		
100 - Capital	1 500 000 000,00	
101 - Réserve légale	150 000 000,00	
102 - Réserve statutaire	231 524 947,28	
103 - Etat de réévaluation		
104 - Résultat en instance d'affectation	184 000,00	
105 - Provisions pour pertes probables	88 856 742,72	
106 - Provisions pour risques à répartir		
<b>TOTAL CLASSE 1</b>	<b>2 074 566 730,00</b>	<b>2 074 566 730,00</b>
<b>- DETTES</b>		
20 - Comptes créditeurs de banque		
21 - Dettes d'investissement	1 210 807 807,20	
22 - Dettes de stocks	2 143 891,90	
23 - Dettes pour comptes	39 359 858,98	
24 - Dettes envers les associés	516 755 484,71	
25 - Dettes d'exploitation	462 459 127,84	
26 - Avances contractuelles	12 547 985,17	
<b>TOTAL CLASSE 2</b>	<b>2 345 064 154,70</b>	<b>2 345 064 154,70</b>
<b>- RESULTAT DE L'EXERCICE</b>		
80 - Resultat net au 31/12/2002	249 881 949,24	
<b>TOTAL CLASSE 3</b>	<b>249 881 949,24</b>	<b>249 881 949,24</b>
<b>TOTAL GENERAL</b>	<b>4 671 522 833,94</b>	<b>4 671 522 833,94</b>

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31/12/2003

N° de comptes	DESIGNATION	2 003	
		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70	Ventes de Marchandises		83 451 509,46
60	Marchandises consommées	17 552 820,04	
<b>80</b>	<b>MARGE BRUTE</b>		<b>65 798 689,42</b>
80	Marge brute		65 798 689,42
71	Production vendue denrées		470 894 162,64
74	Prestations fournies		646 442 847,60
75	Transfert de charges de production		866 098,97
61	Matières et fournitures consommées	221 451 939,31	
62	Services	77 739 677,81	
	Total	<b>289 191 617,12</b>	<b>1 164 001 796,63</b>
<b>81</b>	<b>VALEUR AJOUTEE</b>		<b>684 810 181,51</b>
81	Valeur ajoutée		684 810 181,51
77	Produits divers		36 037 121,05
78	Transfert de charges d'exploitation		3 283 729,28
63	Frais de personnel	238 639 362,32	
64	Impôts et taxes	41 310 464,23	
65	Frais financiers	77 207 245,74	
66	Frais divers	9 147 778,04	
68	Dotations aux amortissements et provisions	164 353 137,21	
	Total	<b>630 657 987,54</b>	<b>804 141 031,34</b>
	<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>		<b>592 483 044,30</b>
79	Produits hors exploitation		295 546 813,98
69	Charges hors exploitation	262 382 936,29	
<b>84</b>	<b>RESULTAT HORS EXPLOITATION</b>		<b>33 163 877,69</b>
83	Résultat d'exploitation		393 483 044,30
84	Résultat hors exploitation		33 163 877,69
<b>880</b>	<b>RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE</b>		<b>426 646 921,99</b>
	Impôt sur les bénéfices ISG	124 777 514,00	
	<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>301 869 407,99</b>

EGYPT AIRWAYS BILAN AU 31 12 2004

ACTIF (BILAN AU 31/12/2004)

DESIGNATION	Montants Bruts	Amortissements et provisions	Montants Nets	Total partiel
<b>AMORTISSEMENTS</b>				
21 - Valeurs immobilisées			342 612 800,00	
22 - Terrains	349 812 000,00			
26 - Equipements de production	4 286 249 807,87	1 899 487 388,87	2 386 762 419,00	
28 - Equipements aéroports	1 888 274,00	1 487 991,00	390 283,00	
29 - Installations et outillages				
<b>TOTAL CLASSE 2</b>	<b>6 444 324 081,87</b>	<b>1 900 978 988,87</b>	<b>4 543 345 093,00</b>	<b>2 900 978 988,87</b>
<b>STOCKS</b>				
38 - Aliments	19 800 342,00	614 201,00	19 186 141,00	
39 - Aliments et fournitures	201 225 839,89	12 300 154,00	188 925 685,89	
37 - Stocks et fournitures	662 596,77		662 596,77	
<b>TOTAL CLASSE 3</b>	<b>391 727 778,66</b>	<b>12 914 355,00</b>	<b>378 813 423,66</b>	<b>378 813 423,66</b>
<b>FINANCIERS</b>				
40 - Comptes débiteurs du passif	330 900,00		330 900,00	
42 - Créances d'amortissements	1 271 641 112,77	3 188 075,04	1 268 453 037,73	
43 - Créances de clients	2 130 087,50		2 130 087,50	
44 - Créances d'autres entreprises	118 886 472,38		118 886 472,38	
46 - Recettes pour comptes	6 890 101,26		6 890 101,26	
48 - Recettes d'exploitations	87 130 870,26		87 130 870,26	
47 - Créances sur clients	494 755 870,73	104 261 501,46	390 494 369,27	
49 - Disponibilités	238 501 580,47		238 501 580,47	
<b>TOTAL CLASSE 4</b>	<b>2 249 076 185,13</b>	<b>3 192 076 581,50</b>	<b>1 056 957 388,43</b>	<b>1 056 957 388,43</b>
<b>TOTAL</b>	<b>9 084 428 946,66</b>	<b>5 093 055 570,37</b>	<b>3 988 307 714,89</b>	<b>3 988 307 714,89</b>

EGYPT AIRWAYS BILAN AU 31 12 2004

PASSIF DU BILAN ARRÊTÉ AU 31/12/2004

DESIGNATION	Montants	Total partiel
<b>FONDS PROPRES</b>		
101 - Capital	1 000 000 000,00	
110 - Réserves légales	109 680 000,00	
111 - Réserves statutaires	32 541 887,00	
1141 - Fonds de réserve pour dépréciation	273 480 000,00	
102 - Résultat en l'époque d'exploitation	200 779,00	
103 - Provisions pour pertes probables	163 570,00	
<b>TOTAL CLASSE 1</b>	<b>1 766 561 946,00</b>	<b>1 766 561 946,00</b>
<b>DETTES</b>		
20 - Capital emprunté de court terme	1 000 000 000,00	
21 - Dettes d'amortissements	3 014 160,00	
31 - Dettes de clients	10 122 144,00	
32 - Dettes d'autres entreprises	628 000 000,00	
41 - Dettes d'exploitations	300 000 000,00	
47 - Dettes financières	74 107 500,00	
<b>TOTAL CLASSE 2</b>	<b>2 015 243 804,00</b>	<b>2 015 243 804,00</b>
<b>RESULTAT DE L'EXERCICE</b>		
88 - Résultat net de l'exercice	301 869 407,99	
<b>TOTAL CLASSE 3</b>	<b>301 869 407,99</b>	<b>301 869 407,99</b>
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>4 083 675 158,00</b>	<b>4 083 675 158,00</b>

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31/12/2004

TABLEAU n° 2

N° de comptes	DESIGNATION	2 004	
		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70	Ventes de Marchandises		111 728 720,74
60	Marchandises consommées	17 327 593,81	
<b>80</b>	<b>MARGE BRUTE</b>		<b>94 401 126,93</b>
80	Marge brute		94 401 126,93
71	Production vendue denrées		593 797 679,99
74	Prestations fournies		726 138 007,49
75	Transfert de charges de production		3 553 684,34
61	Matières et fournitures consommées	247 437 242,28	
62	Services	83 836 612,35	
	<b>Total</b>	<b>331 273 854,83</b>	<b>1 417 990 496,63</b>
<b>81</b>	<b>VALEUR AJOUTEE</b>		<b>1 086 616 644,04</b>
81	Valeur ajoutée		1 086 616 644,04
77	Produits divers		23 465 338,10
78	Transfert de charges d'exploitation		4 855 013,37
63	Frais de personnel	295 230 451,04	
64	Impôts et taxes	48 502 734,69	
65	Frais financiers	77 669 162,78	
66	Frais divers	11 224 635,48	
68	Dotations aux amortissements et provisions	146 783 082,34	
	<b>Total</b>	<b>679 410 066,33</b>	<b>1 114 936 896,63</b>
	<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>		<b>636 626 829,18</b>
79	Produits hors exploitation		348 014 583,57
69	Charges hors exploitation	392 838 599,02	
	<b>RESULTAT HORS EXPLOITATION</b>	<b>44 824 015,45</b>	
83	Résultat d'exploitation		535 526 829,18
84	Résultat hors exploitation	44 824 015,45	
<b>880</b>	<b>RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE</b>		<b>490 702 813,78</b>
	Impôt sur les bénéfices ISB	134 208 725,00	
	<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>356 494 088,78</b>

ETAT ARRAGE

BLAN AU 31-12-2005

ACTE DU BLAN AU 31/12/2005

DESIGNATION	Montants Bruts	Amortissements et provisions	Montants nets	Total passifs
<b>ACTIF</b>				
<b>IMMOBILISATIONS</b>				
21 - Valeurs incorporelles			362 872 890,89	
22 - Terrains	342 872 000,00		342 872 000,00	
23 - Equipements de production	6 180 018 890,04	2 389 022 218,81	3 790 996 671,23	
24 - Equipements sociaux	1 338 818,10	1 228 811,34	109 996,76	
25 - Amortissements en cours				
<b>TOTAL CLASSE 1</b>	<b>7 861 698 908,14</b>	<b>3 617 843 530,15</b>	<b>4 243 855 113,04</b>	<b>4 243 855 113,04</b>
<b>ACTIFS</b>				
30 - Disponibilités	11 721 148,27	417 282,20	11 303 866,07	
31 - Créances et débiteurs	286 118 862,20	41 752 756,78	244 366 105,42	
37 - Stocks et fournitures	879 183,01		879 183,01	
<b>TOTAL CLASSE 2</b>	<b>308 719 193,48</b>	<b>459 039,18</b>	<b>308 260 154,30</b>	<b>308 260 154,30</b>
<b>LIANES</b>				
40 - Créances débiteurs et passifs	389 000,00		389 000,00	
42 - Créances d'amortissements	1 891 328 779,89	1 899 180,20	1 892 129 599,69	
43 - Créances de clients	1 078 189,30		1 078 189,30	
44 - Créances d'effets apparentés	184 522 322,80		184 522 322,80	
45 - Créances pluricontractuelles	7 032 394,29		7 032 394,29	
46 - Amortissements d'exploitations	116 080 843,90	97 384 881,34	118 695 965,24	
47 - Créances sur clients	889 891 501,41		889 891 501,41	
49 - Créances	301 000 000,00		301 000 000,00	
<b>TOTAL CLASSE 3</b>	<b>3 958 913 948,59</b>	<b>1 996 564 091,74</b>	<b>1 962 349 856,85</b>	<b>1 962 349 856,85</b>
<b>TOTAL</b>	<b>11 020 117 809,76</b>	<b>5 614 447 621,97</b>	<b>5 405 668 286,89</b>	<b>5 405 668 286,89</b>

ETAT ARRAGE

BLAN AU 31-12-2005

PASSIF DU BLAN ARRAGE AU 31/12/2005

DESIGNATION	Montants	Total passifs
<b>LIANES</b>		
100 - Capital		1 800 000 000,00
101 - Réserves légales		180 000 000,00
104 - Réserves facultatives		440 000 000,00
105 - Fonds de réserve		
106 - Résultat et résultats d'exploitation		291 192,00
108 - Provisions pour pertes probables		182 000 734,00
109 - Provisions pour charges à répartir		
<b>TOTAL CLASSE 1</b>	<b>2 403 190 826,00</b>	<b>2 403 190 826,00</b>
<b>LIANES</b>		
20 - Capital		1 800 000 000,00
21 - Dettes de clients		2 389 180 100,00
22 - Dettes de fournisseurs		82 587 571,54
23 - Dettes envers les associés		763 510 000,00
24 - Dettes d'exploitations		543 254 381,00
25 - Dettes commerciales		18 775 000,00
<b>TOTAL CLASSE 2</b>	<b>4 033 127 052,54</b>	<b>4 033 127 052,54</b>
<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>		
30 - Résultat net de l'exercice		356 494 088,78
<b>TOTAL CLASSE 3</b>	<b>356 494 088,78</b>	<b>356 494 088,78</b>
<b>TOTAL GENERAL</b>	<b>6 802 811 967,32</b>	<b>6 802 811 967,32</b>

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31/12/2005

TABLEAU n° 2

N° de comptes	DESIGNATION	2 005	
		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70	Ventes de Marchandises		122 191 112,82
60	Marchandises consommées	16 541 937,29	
<b>80</b>	<b>MARGE BRUTE</b>		<b>105 649 175,53</b>
80	Marge brute		105 649 175,53
71	Production vendue denrées		634 318 324,99
74	Prestations fournies		887 401 400,48
75	Transfert de charges de production		1 117 384,60
61	Matières et fournitures consommées	241 752 299,22	
62	Services	104 827 429,96	
	Total	<b>346 579 728,18</b>	<b>1 828 486 266,58</b>
<b>81</b>	<b>VALEUR AJOUTEE</b>		<b>1 281 906 667,38</b>
81	Valeur ajoutée		1 281 906 667,38
77	Produits divers		28 842 079,60
78	Transfert de charges d'exploitation		9 518 734,43
63	Frais de personnel	314 361 715,39	
64	Impôts et taxes	55 785 304,99	
65	Frais financiers	83 985 876,08	
66	Frais divers	12 595 768,24	
68	Dotations aux amortissements et provisions	145 995 242,19	
	Total	<b>612 723 906,89</b>	<b>1 328 267 371,41</b>
	<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>		<b>707 543 464,93</b>
79	Produits hors exploitation		328 576 813,28
69	Charges hors exploitation	422 927 526,29	
<b>84</b>	<b>RESULTAT HORS EXPLOITATION</b>	<b>84 350 713,01</b>	
83	Résultat d'exploitation		707 543 464,93
84	Résultat hors exploitation	84 350 713,01	
<b>890</b>	<b>RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE</b>		<b>813 192 761,61</b>
	Impôt sur les bénéfices IBO	140 330 777,00	
	<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>472 861 974,61</b>

BSH EL AIRASSO

ACTIF DU BILAN AU 31/12/2005

BILAN AU 31-12-2005

DESIGNATION	Montants Bruts	Amortissements ou provisions	Montants Nets	Total partiel
<b>ACTIF NON COURANT</b>				
21 - Valeurs immobilisées	30 834 388,88	10 783 576,87	17 167 811,99	
22 - Terrains	943 872 000,00		943 872 000,00	
23 - Engagements de production	4 128 849 834,17	2 777 881 573,94	1 350 968 260,23	
25 - Equipements incorp.	1 409 953,78	1 288 971,38	120 982,40	
28 - Investissements en cours				
<b>TOTAL CLASSE 1</b>	<b>4 464 114 166,73</b>	<b>2 110 943 122,19</b>	<b>2 353 171 044,54</b>	<b>2 353 171 044,54</b>
<b>ACTIF COURANT</b>				
30 - Marchandises	19 148 961,15	490 347,55	8 679 344,60	
31 - Matières et fournitures	282 500 881,39	11 104 237,51	271 396 643,88	
32 - Stocks et finitions	428 870,72		428 870,72	
<b>TOTAL CLASSE 2</b>	<b>289 118 693,26</b>	<b>11 604 885,06</b>	<b>287 513 808,20</b>	<b>287 513 808,20</b>
<b>ACTIF DISPONIBLES</b>				
40 - Comptes débiteurs du passif	284 400,00		284 400,00	
42 - Créances d'établissements	1 987 344 288,25	171 028 889,00	1 816 315 399,25	
43 - Créances de clients	2 539 711,28		2 539 711,28	
44 - Créances clients débiteurs	242 288 382,85		242 288 382,85	
45 - Avances pour comptes	1 879 887,80		1 879 887,80	
46 - Avances d'exploitation	509 823 877,16		509 823 877,16	
47 - Créances sur clients	817 186 762,88	762 876 287,82	54 310 475,06	
48 - Disponibilités	814 889 132,27	8 282 423,38	811 713 708,89	
<b>TOTAL CLASSE 3</b>	<b>2 217 549 742,39</b>	<b>10 124 614,26</b>	<b>2 207 425 128,13</b>	<b>2 207 425 128,13</b>
<b>TOTAL</b>	<b>4 289 482 809,78</b>	<b>2 132 672 621,51</b>	<b>2 156 752 506,67</b>	<b>2 156 752 506,67</b>

BSH EL AIRASSO

PASSIF DU BILAN ARRÊTÉ AU 31-12-2005

BILAN AU 31-12-2005

DESIGNATION	Montants	Total partiel
<b>TOUS PROPRIETAIRES</b>		
100 - Capital	1 000 000 000,00	
102 - Réserve légale	100 000 000,00	
104 - Réserves statutaires	831 946 120,00	
106 - Excès de réévaluation		
108 - Résultat en réserve d'exploitation	293 889,59	
109 - Produits sur autres passifs		
199 - Produits liés à l'eq. d'équité		
<b>TOTAL CLASSE 1</b>	<b>2 182 835 009,59</b>	<b>2 182 835 009,59</b>
<b>ACTIFS</b>		
20 - Comptes créditeurs du passif	21 934 813,37	
22 - Dettes d'établissements	1 184 428 182,34	
23 - Dettes de clients	802 980,38	
24 - Créances pour comptes	122 348 474,91	
25 - Dettes envers les établissements	613 165 887,20	
26 - Dettes fournisseurs	834 824 270,98	
27 - Autres passifs	38 744 677,34	
<b>TOTAL CLASSE 2</b>	<b>2 589 981 076,52</b>	<b>2 589 981 076,52</b>
<b>RESULTAT DE L'EXERCICE</b>		
89 - Résultat net de l'exercice	472 861 974,61	
<b>TOTAL CLASSE 3</b>	<b>472 861 974,61</b>	<b>472 861 974,61</b>
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>2 162 257 959,72</b>	<b>2 162 257 959,72</b>

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31-12-2006

N° de comptes	DESIGNATION	2 006	
		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70 60	Ventes de Marchandises Marchandises consommées		124 146 672,36
		17 618 364,92	
<b>80</b>	<b>MARGE BRUTE</b>		<b>106 528 307,44</b>
80	Marge brute		106 528 307,44
71	Production vendue denrées		643 958 447,39
74	Prestations fournies		925 605 804,96
75	Transfert de charges de production		2 989 172,18
61	Matières et fournitures consommées	246 067 202,99	
62	Services	92 861 341,42	
	Total	<b>338 928 544,41</b>	<b>1 678 961 731,67</b>
<b>81</b>	<b>VALEUR AJOUTEE</b>		<b>1 340 053 187,66</b>
81	Valeur ajoutée		1 340 053 187,66
77	Produits divers		28 996 275,29
78	Transfert de charges d'exploitation		5 612 626,63
63	Frais de personnel	382 718 752,54	
64	Impôts et taxes	42 729 138,35	
65	Frais financiers	12 770 352,11	
66	Frais divers	12 764 622,45	
68	Dotations aux amortissements et provisions	147 247 078,60	
	Total	<b>698 239 944,05</b>	<b>1 374 862 099,45</b>
	<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>		<b>776 432 148,33</b>
79	Produits hors exploitation		399 383 014,06
69	Charges hors exploitation	394 393 583,80	
<b>84</b>	<b>RESULTAT HORS EXPLOITATION</b>		<b>4 989 030,28</b>
83	Résultat d'exploitation		776 432 148,33
84	Résultat hors exploitation		4 989 030,28
<b>880</b>	<b>RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE</b>		<b>781 421 178,61</b>
	Impôt sur les bénéfices IBS	101 759 863,00	
	<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>679 661 312,61</b>

EGH EL AURASSI      BILAN AU 31-12-2007      Tableau n°1

ACTIF SUBSIDIAR AU 31/12/2007

DESIGNATION	Montants Bruts	Amortissements ou provisions	Montants Nets	Total partiel
<b>INVESTISSEMENTS:</b>				
21 - Valeurs immobilisées	15 624 388,86	12 632 883,47	1 811 715,44	
22 - Titres	843 672 020,02		843 672 020,02	
24 - Equipements de production	4 158 228 024,44	2 116 088 382,17	1 994 241 862,27	
25 - Equipements techniques	1 673 948,87	1 348 198,76	308 698,11	
28 - Investissements en cours				
<b>TOTAL CLASSE 1</b>	<b>4 714 893 982,19</b>	<b>3 508 369 414,39</b>	<b>2 306 343 431,84</b>	<b>2 306 343 431,84</b>
<b>STOCKS:</b>				
30 - Approvisionnés	8 423 327,11	448 995,28	8 981 739,81	
31 - Matières et fournitures	327 267 026,22	11 529 576,87	315 738 844,86	
37 - Stocks à livrer				
<b>TOTAL CLASSE 2</b>	<b>335 738 353,33</b>	<b>11 978 572,15</b>	<b>324 759 771,94</b>	<b>324 759 771,94</b>
<b>CRÉANCES:</b>				
40 - Comptes débiteurs de clients	9 332 861,07		9 332 861,07	
42 - Créances d'investissements	2 418 175 223,46	171 082 000,00	2 247 093 223,46	
43 - Créances de stocks	2 049 723,86		2 049 723,86	
44 - Créances d'Etat assimilées	357 868 307,80		357 868 307,80	
45 - Avances pour comptes	11 618 449,18		11 618 449,18	
46 - Avances d'exploitation	81 675 678,98		81 675 678,98	
47 - Créances sur clients	842 491 867,11	88 080 222,22	452 411 644,89	
48 - Disponibilités	483 222 994,22	8 652 423,42	476 296 570,80	
<b>TOTAL CLASSE 3</b>	<b>3 913 823 578,98</b>	<b>269 832 645,69</b>	<b>3 644 405 921,29</b>	<b>3 644 405 921,29</b>
<b>TOTAL</b>	<b>8 963 723 944,17</b>	<b>3 788 271 716,23</b>	<b>5 256 303 420,07</b>	<b>5 256 303 420,07</b>

EGH EL AURASSI      PASSIF DU BILAN ARRÊTÉ AU 31/12/2007      Tableau n°2

DESIGNATION	Montants	Total partiel
<b>FONDS PROPRES:</b>		
100 - Capital	1 600 000 000,00	
102 - Réserves légales	100 000 000,00	
104 - Réserves facultatives	100 000 000,00	
106 - Résultat de réévaluation		
108 - Résultat en instance d'effacement	229 643,00	
109 - Provisions pour pertes éventuelles		
109 - Provisions pour charges à répartir		
<b>TOTAL CLASSE 4</b>	<b>1 829 829 643,00</b>	<b>1 829 829 643,00</b>
<b>DETTES:</b>		
01 - Comptes débiteurs de tiers	247 019 817,70	
02 - Dettes d'investissements	1 147 167 123,06	
03 - Dettes de stocks	867 123,87	
04 - Dettes pour comptes	129 889 864,40	
06 - Dettes envers les associés	128 389 825,21	
08 - Dettes financières	887 474 989,89	
07 - Dettes contractuelles	88 234 755,58	
<b>TOTAL CLASSE 5</b>	<b>3 386 985 867,71</b>	<b>3 386 985 867,71</b>
<b>RESULTAT D'EXERCICES:</b>		
85 - Résultat Net de l'exercice	679 661 312,61	
<b>TOTAL CLASSE 6</b>	<b>679 661 312,61</b>	<b>679 661 312,61</b>
<b>TOTAL GENÉRAL</b>	<b>8 963 723 944,17</b>	<b>8 963 723 944,17</b>

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31/12/ 2007

N° de comptes	DESIGNATION	2 007	
		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70	Ventes de Marchandises		115 500 845,29
60	Marchandises consommées	15 819 576,90	
<b>80</b>	<b>MARGE BRUTE</b>		<b>99 681 268,39</b>
80	Marge brute		99 681 268,39
71	Production vendue denrées		677 468 777,41
74	Prestations fournies		999 357 998,23
75	Transfert de charges de production		1 189 448,33
61	Matières et fournitures consommées	275 923 548,13	
62	Services	91 963 142,36	
	Total	<b>367 488 690,49</b>	<b>1 777 687 482,36</b>
<b>81</b>	<b>VALEUR AJOUTEE</b>		<b>1 410 210 801,89</b>
81	Valeur ajoutée		1 410 210 801,89
77	Produits divers		36 875 470,21
78	Transfert de charges d'exploitation		36 568 653,99
63	Frais de personnel	618 906 589,56	
64	Impôts et taxes	49 061 094,17	
65	Frais financiers	74 449 227,97	
66	Frais divers	11 036 422,40	
68	Dotations aux amortissements et provisions	158 100 309,03	
	Total	<b>911 562 643,13</b>	<b>1 483 664 928,91</b>
	<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>		<b>572 192 282,88</b>
79	Produits hors exploitation		658 407 407,81
69	Charges hors exploitation	371 181 206,73	
<b>84</b>	<b>RESULTAT HORS EXPLOITATION</b>		<b>287 226 201,08</b>
83	Résultat d'exploitation		572 192 282,88
84	Résultat hors exploitation		287 226 201,08
<b>880</b>	<b>RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE</b>		<b>859 328 483,96</b>
	Impôt sur les bénéfices IBS	171 426 965,00	
	<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>687 901 518,96</b>

EGH EL AGRASSI

BILAN AU 31-12-2008

ACTIF DU BILAN AU 31/12/2008

TABLEAU n°1

DESIGNATION	Montants bruts	Amortissements ou provisions	Montants nets	Totaux partiels
<b>INVESTISSEMENTS</b>				
21 - Valeurs incorporelles	47 834 581,25	14 196 974,45	33 437 606,80	
22 - Terrains	543 672 000,00		543 672 000,00	
24 - Equipements de production	4 190 424 824,32	2 448 847 080,21	1 741 577 744,11	
25 - Equipements postaux	1 596 570,84	1 340 817,30	255 753,54	
28 - Investissements en cours	1 170 646,67		1 170 646,67	
<b>TOTAL CLASSE 1</b>	<b>4 704 498 723,08</b>	<b>2 484 384 957,96</b>	<b>2 220 113 865,60</b>	<b>2 220 113 865,60</b>
<b>STOCKS</b>				
30 - Marchandises	8 705 916,12	471 167,49	8 234 748,63	
31 - Matières et fournitures	312 588 067,37	13 285 210,99	299 294 856,38	
37 - Stocks à l'étranger	2 296 075,42		2 296 075,42	
<b>TOTAL CLASSE 2</b>	<b>323 579 058,91</b>	<b>13 756 378,48</b>	<b>309 812 680,43</b>	<b>309 812 680,43</b>
<b>CREANCES</b>				
40 - Comptes débiteurs du passif	145 800,00		145 800,00	
42 - Créances d'investissements	2 437 200 368,00	171 050 000,00	2 266 150 368,00	
43 - Créances de stocks	2 059 023,50		2 059 023,50	
44 - Créances s/ Sites apparentées	314 268 507,80		314 268 507,80	
45 - Avances pour comptes	14 828 206,22		14 828 206,22	
46 - Avances d'exploitation	170 931 310,31		170 931 310,31	
47 - Créances sur clients	696 379 727,27	88 080 343,32	608 299 383,95	
48 - Disponibles	620 167 390,49	6 952 423,43	613 214 967,06	
<b>TOTAL CLASSE 3</b>	<b>4 267 899 336,19</b>	<b>264 082 666,75</b>	<b>4 003 816 669,44</b>	<b>4 003 816 669,44</b>
<b>TOTAL</b>	<b>9 275 985 116,28</b>	<b>2 742 223 917,21</b>	<b>6 533 661 291,13</b>	<b>6 533 661 291,13</b>

PASSIF DU BILAN AU 31/12/2008

TABLEAU n°1/1

DESIGNATION	Montants	Totaux partiels
<b>FONDS PROPRES</b>		
100 - Capital	1 500 000 000,00	
130 - Réserve légale	150 000 000,00	
134 - Réserve facultative	429 698 282,21	
13401 - Fonds de renouvellement	623 400 000,00	
150 - Ecart de réévaluation		
160 - Résultat en instance d'affectation		
190 - Provisions pour pertes probables		
195 - Provisions précharges à répartir		
<b>TOTAL CLASSE 1</b>	<b>2 697 098 282,21</b>	<b>2 697 098 282,21</b>
<b>DETTE</b>		
50 - Comptes créditeurs de l'actif	120 963 176,11	
52 - Dettes d'investissements	1 059 308 328,40	
53 - Dettes de stocks	1 620 171,21	
54 - Délivrables pour compte	170 793 860,22	
55 - Dettes envers les associés	863 059 393,02	
56 - Dettes d'exploitation	568 618 144,82	
57 - Avances commerciales	52 852 514,37	
<b>TOTAL CLASSE 2</b>	<b>2 866 576 696,56</b>	<b>2 866 576 696,56</b>
<b>RESULTAT DE L'EXERCICE</b>		
88 - Résultat Net au 31/12/2008	749 226 317,97	
<b>TOTAL CLASSE 3</b>	<b>749 226 317,97</b>	<b>749 226 317,97</b>
<b>TOTAL GENERAL</b>	<b>6 432 861 291,13</b>	<b>6 432 861 291,13</b>

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31/12/2008

TABLEAU n° 2

N° de comptes	DESIGNATION	2 008	
		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70	Ventes de Marchandises		124 445 162,39
60	Marchandises consommées	17 881 750,18	
<b>80</b>	<b>MARGE BRUTE</b>		<b>106 563 412,17</b>
80	Marge brute		106 563 412,17
71	Production vendue denrées		771 135 431,77
74	Prestations fournies		1 063 070 483,69
75	Transfert de charges de production		1 301 731,04
61	Matières et fournitures consommées	328 195 062,37	
62	Services	85 884 878,30	
	Total	<b>418 079 980,67</b>	<b>1 942 071 068,67</b>
<b>81</b>	<b>VALEUR AJOUTEE</b>		<b>1 523 991 098,00</b>
81	Valeur ajoutée		1 523 991 098,00
76	Revenus financiers		27 500,00
77	Produits divers		66 775 842,88
78	Transfert de charges d'exploitation		7 295 273,63
63	Frais de personnel	589 663 743,42	
64	Impôts et taxes	54 732 882,87	
65	Frais financiers	76 863 132,68	
66	Frais divers	14 279 963,91	
68	Dotations aux amortissements et provisions	159 012 230,80	
	Total	<b>894 651 953,68</b>	<b>1 585 069 714,91</b>
	<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>		<b>703 537 760,83</b>
79	Produits hors exploitation		554 333 131,08
69	Charges hors exploitation	363 968 223,53	
<b>84</b>	<b>RESULTAT HORS EXPLOITATION</b>		<b>190 364 907,55</b>
83	Résultat d'exploitation		703 537 760,83
84	Résultat hors exploitation		190 364 907,55
<b>889</b>	<b>RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE</b>		<b>893 902 668,38</b>
	Impôt sur les bénéfices ISB	144 676 350,41	
	<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>749 226 317,97</b>

ACTE DU BILAN AU 31/12/2008

DESIGNATION	Montants bruts	Amortissements ou provisions	Montants nets	Totaux partiel
<b>INVESTISSEMENTS</b>				
21 - Valeurs incorporeelles	48 853 796,25	21 587 781,49	26 866 014,76	
22 - Terrains	543 672 000,00		543 672 000,00	
24 - Equipements de production	4 167 228 822,75	2 568 488 398,41	1 598 740 424,34	
25 - Equipements sociaux	1 046 370,04	1 302 536,88	282 434,96	
28 - Investissements en cours	306 187 867,52		306 187 867,52	
<b>TOTAL CLASSE 2</b>	<b>4 962 188 767,56</b>	<b>2 881 440 116,88</b>	<b>2 175 298 641,38</b>	<b>2 175 298 641,38</b>
<b>STOCKS</b>				
30 - Marchandises	6 950 824,88	453 539,49	6 497 285,39	
31 - Matières et fournitures	373 389 868,67	12 851 110,90	360 538 757,77	
37 - Stocks à l'étranger				
<b>TOTAL CLASSE 3</b>	<b>308 334 891,71</b>	<b>13 304 650,39</b>	<b>307 030 241,38</b>	<b>307 030 241,38</b>
<b>CREANCES</b>				
40 - Comptes débiteurs du passif	262 500,00		262 500,00	
42 - Créances d'investissements	1 940 007 095,87	171 037 508,00	1 768 969 587,87	
43 - Créances de stocks	2 061 133,58		2 061 133,58	
44 - Créances liées appartenées	373 018 070,60		373 018 070,60	
45 - Avances pour comptes	27 895 398,24		27 895 398,24	
46 - Avances d'exploitation	158 140 000,00		158 140 000,00	
47 - Créances sur clients	588 178 548,17	88 264 665,19	500 913 882,98	
48 - Disponibilités	1 643 320 418,23	6 052 423,47	1 637 268 000,00	
<b>TOTAL CLASSE 4</b>	<b>4 538 383 981,28</b>	<b>263 354 788,62</b>	<b>4 275 029 192,66</b>	<b>4 275 029 192,66</b>
<b>TOTAL</b>	<b>9 822 497 528,11</b>	<b>2 887 899 556,62</b>	<b>6 934 458 171,67</b>	<b>6 934 458 171,67</b>

PASSIF DU BILAN AU 31/12/2008

TABLEAU n° 04

DESIGNATION	Montants	TOTAUX PARTIEL
<b>FONDS PROPRES</b>		
100 - Capital	1 500 000 000,00	
130 - Réserve légale	100 000 000,00	
134 - Réserve facultative	425 238 880,18	
13401 - Fonds de roulement	1 312 468 000,00	
1401 - Excédent de réévaluation		
180 - Résultat en instance d'affectation		
190 - Provisions pour pertes probables		
195 - Provisions préchargées à répartir		
<b>TOTAL FONDS PROPRES</b>	<b>3 337 706 880,18</b>	<b>3 337 706 880,18</b>
<b>DETTES</b>		
50 - Comptes créditeurs de fait	48 187 454,38	
52 - Dettes d'investissements	1 205 298 575,22	
53 - Dettes de stocks	1 879 703,27	
54 - Dettes pour compte	122 575 358,08	
55 - Dettes envers les associés	341 740 044,02	
56 - Dettes d'exploitation	372 890 663,77	
57 - Avances commerciales	48 820 628,67	
<b>TOTAL DETTES</b>	<b>3 100 420 423,34</b>	<b>3 100 420 423,34</b>
<b>RESULTAT DE L'EXERCICE</b>		
88 - Résultat net au 31/12/2008	749 226 317,97	
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>6 934 458 171,67</b>	<b>6 934 458 171,67</b>

BILAN AU 31/12/2009

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31/12/2009

TABLEAU n° 2

DESIGNATION	2009	
	MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70 Ventes de Marchandises		121 067 628,61
80 Marchandises consommées	17 792 937,80	
<b>80 MARGE BRUTE</b>		<b>103 274 690,71</b>
80 Marge brute		103 274 690,71
71 Prestations fournies		666 794 127,20
74 Transfert de charges de production		914 419 295,93
75 Matières et fournitures consommées	270 832 296,83	
82 Services	118 757 578,18	
<b>Total</b>	<b>489 590 875,01</b>	<b>1 698 798 241,74</b>
<b>81 VALEUR AJOUTEE</b>		<b>103 274 690,71</b>
81 Valeur ajoutée		1 257 318 254,28
76 Revenus financiers		67 500,00
77 Produits divers		88 145 937,98
78 Transfert de charges d'exploitation		8 192 628,80
83 Frais de personnel	545 538 200,42	
84 Impôts et taxes	64 841 634,58	
85 Frais financiers	79 707 072,55	
86 Frais divers	11 599 442,81	
88 Dotations aux amortissements et provisions	158 339 589,23	
<b>Total</b>	<b>1 415 024 939,60</b>	<b>1 623 743 319,03</b>
<b>89 RESULTAT D'EXPLOITATION</b>		<b>314 718 219,41</b>
72 Produits hors exploitation		826 137 721,38
82 Charges hors exploitation	315 833 127,37	
<b>90 RESULTAT HORS EXPLOITATION</b>		<b>510 304 600,99</b>
83 Résultat d'exploitation		614 718 219,41
84 Résultat hors exploitation		510 304 600,99
<b>91 RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE</b>		<b>1 024 922 820,40</b>
Impôt sur les bénéfices ISB	194 901 466,15	
<b>92 RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>829 921 254,25</b>

BILAN ACTIF CUMULE  
ARRETE AU 31/12/2010

ACTIF	NOTE	N Brut	N Amort.Prov	N Net	N-1 Net
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
Immobilisations incorporelles		59 233 939,40	29 940 276,47	29 293 662,93	32 486 015,73
Immobilisations corporelles		9 888 846 880,23	3 004 828 914,28	2 083 217 966,01	2 191 082 898,15
Immobilisations en cours		3 443 785 438,34		3 443 785 438,34	1 168 028 194,72
Equipements neufs en stocks		7 799 896,49	3 188 365,83	4 611 230,66	4 891 220,96
Immobilisations financières		342 110 546,34	179 879 880,89	162 230 665,45	171 772 463,00
Autres participations & créances rattachées		22 000 000,00	875 300,00	21 124 700,00	20 962 500,00
Autres titres immobilisés		321 105 546,34	179 000 000,00	152 105 546,34	150 804 968,00
Pièces & autres actifs financiers		4 995,00		4 995,00	4 995,00
Impôts différés actif		19 244 821,11		19 244 821,11	8 888 688,27
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>15 421 188 511,87</b>	<b>3 208 626 556,56</b>	<b>12 212 561 955,31</b>	<b>13 669 625 975,89</b>
Stocks & encours		219 873 986,44	1 388 662,81	218 485 323,63	313 488 791,37
Créances & emplois assimilés		1 820 888 249,83	79 771 481,76	1 741 116 768,07	1 085 241 952,82
Clients		442 954 991,43	74 434 991,75	368 519 999,68	514 030 280,91
Autres débiteurs		427 524 973,81	286 800,00	426 738 173,81	419 559 935,00
Impôts		189 226 322,83		189 226 322,83	193 182 574,95
Autres actifs courants		91 981,96		91 981,96	89 181,68
Disponibilités & assimilés		1 641 990 682,44	8 992 423,43	1 632 998 259,01	2 142 487 696,11
Placements & autres actifs financiers courants		300 000 000,00		300 000 000,00	300 000 000,00
Trésorerie		1 341 990 682,44	8 992 423,43	1 332 998 259,01	1 842 487 696,11
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>2 873 372 898,41</b>	<b>89 062 917,99</b>	<b>2 784 309 980,42</b>	<b>3 541 208 454,89</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>18 294 561 410,28</b>	<b>3 297 689 474,55</b>	<b>15 000 000 000,00</b>	<b>17 210 834 430,78</b>

EGH CHAINE EL AURASSI

BILAN AU 31-12-2010

BILAN PASSIF CUMULE  
ARRETE AU 31/12/2010

PASSIF	NOTE	N	N-1
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis		1 900 000 000,00	1 900 000 000,00
Primes & réserves		2 354 979 897,48	1 888 636 930,16
Résultat net de l'exercice 2010		112 752 335,88	793 787 073,14
Autres capitaux propres-Impact dû au passage PCN/SCF		50 036 338,30	94 487 180,49
Autres capitaux propres-Report à nouveau		73 632 746,57	114 462 411,16
<b>TOTAL 1</b>		<b>3 864 134 787,77</b>	<b>4 122 428 439,63</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			
Emprunt auprès des établissements de crédits		3 683 416 617,41	1 021 031 606,95
Emprunts trésor		38 910 111,00	8 049 600,00
Impôts différés passif		22 223 410,02	31 905 926,55
Provisions p/pensions & obligat similaires		217 891 065,55	126 063 073,88
Dépôts & cautionnements reçus		11 816 015,10	11 816 015,10
Comptes de liaison Etablissements & sites/Part			
<b>TOTAL PASSIF NON COURANT II</b>		<b>2 974 260 223,08</b>	<b>1 187 466 421,48</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
Fournisseurs & comptes rattachés		226 948 114,40	334 498 975,81
Impôts		148 844 737,70	325 942 886,24
Autres dettes		1 302 980 182,53	1 240 094 756,10
Intérêts courus		24 400 316,33	24 400 316,33
<b>TOTAL PASSIF COURANT</b>		<b>1 701 263 339,96</b>	<b>1 800 936 734,48</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>8 619 648 336,81</b>	<b>7 110 831 986,59</b>

EGH CHAINE EL AURASSI

BILAN AU 31-12-2010

COMPTE DE RESULTATS CUMULES ARRETE AU 31/12/2010

INTITULE	N	N-1
Ventes de marchandises	117 120 801,39	401 218 121,84
Ventes de produits finis	287 931 803,88	473 375 423,88
Autres prestations de services	33 038 301,19	411 408 647,17
Ventes de produits annexes (1)	1 158 119 900,58	1 883 877 284,18
<b>L PRODUCTION DE L EXERCICE</b>	<b>1 596 210 807,04</b>	<b>1 883 877 284,18</b>
Achats consommés	308 690 432,88	301 807 193,74
Services extérieurs	28 470 825,32	31 306 285,20
Autres services extérieurs	24 429 887,33	130 841 586,41
<b>L CONSOMMATION DE L EXERCICE</b>	<b>361 591 145,53</b>	<b>463 955 065,35</b>
<b>LA VALEUR AJOUTEE D EXPLOITATION (1 - 2)</b>	<b>1 234 619 661,51</b>	<b>1 419 922 218,83</b>
Charges de personnel	431 538 760,38	600 940 705,76
Impôts, taxes & versements assimilés	38 043 750,19	87 272 534,47
<b>LA MARGE BRUTE D EXPLOITATION</b>	<b>765 037 151,04</b>	<b>731 708 978,60</b>
Autres produits opérationnels	9 328 491,75	73 224 254,42
Autres charges opérationnelles	34 258 838,38	118 874 065,42
Dot aux amort, Provis & Pertes de valeur	214 101 141,35	482 130 474,44
Rapports sur pertes de valeur & provisions	27 168 343,20	668 444 064,63
<b>LA RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>486 827 360,16</b>	<b>553 428 693,53</b>
Produits financiers	53 078 447,68	168 113 068,84
Charges financières	(81 084 925,82)	(32 237 742,93)
<b>LA RESULTAT FINANCIER</b>	<b>72 993 521,86</b>	<b>135 875 325,91</b>
<b>LA RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (10 - 11 + 12)</b>	<b>559 820 882,02</b>	<b>689 304 019,44</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	38 379 530,33	194 801 488,18
Impôts différés (courants) sur résultats ordinaires		
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>521 441 351,69</b>	<b>494 502 531,26</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1 248 498 278,17</b>	<b>2 362 488 832,84</b>
<b>LA RESULTAT ORDINAIRE NET (13 - 14)</b>	<b>(727 056 926,48)</b>	<b>(1 867 986 301,58)</b>
Éléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Éléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
<b>LA RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>		
<b>LA RESULTAT NET DE L EXERCICE</b>	<b>(727 056 926,48)</b>	<b>(1 867 986 301,58)</b>

EGH CHAINE EL AURASSI

BILAN ACTIF CUMULE

ARRETE AU 31/12/2010

ACTIF	NOTC	N	N-1
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>			
Immobilisations incorporelles		38 488 805,48	37 738 284,38
Immobilisations corporelles		3 834 718 164,84	3 815 811 482,08
Immobilisations en cours		8 782 128 702,75	3 885 783 888,38
Équipements logiciels en stock		1 738 234,41	4 381 238,08
Immobilisations financières		763 841 811,48	138 273 980,38
Autres participations & valeurs assimilées		(2) 631 885,00	(2) 412 500,00
Autres titres immobilisés		(71) 218 204,81	(70 000 000,00)
Prêts & avances sur créances		4 965,00	4 965,00
Impôts différés actif		102 278 782,83	110 278 782,83
<b>TOTAL ACTIFS NON COURANTS</b>		<b>12 071 483 875,98</b>	<b>12 044 985 944,10</b>
Stocks & avances		3 838 767 981,71	1 228 482,33
Créances & impôts exigibles		688 083 288,84	621 158 142,37
Clients		324 104 711,28	112 181 983,08
Autres débiteurs		47 980 048,28	46 866 216,50
Impôts		186 787 638,78	186 787 638,78
Autres actifs courants		1 060 407,04	0 000,00
Disponibilités & équivalents		1 578 288 863,17	4 838 405,00
Provisions & autres actifs financiers courants		389 388 880,00	389 388 880,00
Trésorerie		1 810 088 883,11	1 825 305 883,11
<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>		<b>2 868 969 836,73</b>	<b>2 219 984 988,11</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>14 940 453 712,71</b>	<b>14 264 970 932,21</b>

EGH CHAINE EL AURASSI

BILAN AU 31-12-2011

BILAN PASSIF CUMULE  
ARRETE AU 31/12/2011

PASSIF	NOTC	N	N-1
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis		1 800 000 000,00	1 800 000 000,00
Primes & réserves		2 304 978 857,40	2 354 978 857,40
Résultat net de l'exercice 2011		(73) 872 844,40	142 752 338,56
Autres capitaux propres - Report d'au passage PCN/SCF		66 048 480,51	58 038 338,30
Autres capitaux propres - Report d'au nouveau		(27 478 413,82)	(73 932 749,57)
<b>TOTAL I</b>		<b>3 966 675 580,69</b>	<b>3 944 134 785,71</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			
Emprunt auprès des établissements de crédit		8 776 373 263,25	3 083 418 617,41
Emprunts bancaires		38 910 111,00	38 910 111,00
Impôts différés passif		22 221 817,62	22 229 418,00
Provisions prévisions & obligations similaires		201 000 132,77	217 891 088,00
Dépôts & cautionnements reçus		10 448 815,10	11 918 610,38
Comptes de liaison établissements & sites/Part		0,00	0,00
<b>TOTAL PASSIF NON COURANT II</b>		<b>9 048 954 139,74</b>	<b>7 374 366 234,79</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
Fournisseurs & comptes rattachés		817 304 806,70	228 348 114,85
Impôts		38 782 726,42	148 384 188,34
Autres débiteurs		800 388 243,70	1 303 842 732,86
Intérêts courus		24 400 316,33	24 400 316,33
<b>TOTAL PASSIF COURANT</b>		<b>1 679 876 193,15</b>	<b>1 704 975 352,38</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>5 646 551 783,84</b>	<b>5 649 110 138,09</b>

## COMPTES DE RESULTATS CUMULES ARRETE AU 31/12/2011

INTITULE	N	N-1
Ventes de marchandises	64 247 369,39	157 105 601,39
Ventes de produits finis	11 948 730,02	487 935 901,00
Autres prestations de services	30 897 661,47	514 068 501,19
<b>Ventes &amp; produits annexes (1)</b>	<b>107 093 761,08</b>	<b>1 159 110 003,58</b>
<b>I-PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>107 093 761,08</b>	<b>1 159 110 003,58</b>
Achats consommés	38 879 788,14	239 990 432,85
Autres achats consommés	26 814 333,69	20 476 825,32
Services extérieurs	21 373 580,27	24 486 581,93
Autres services extérieurs	28 317 380,33	
<b>II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>	<b>115 185 062,43</b>	<b>290 956 840,10</b>
<b>III-VALEUR AJOUTE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>	<b>-8 091 301,35</b>	<b>868 153 163,48</b>
Charges de personnel	405 704 605,85	437 530 780,39
Impôts, taxes & versements assimilés	9 891 383,40	36 949 759,19
<b>IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>-424 687 690,70</b>	<b>393 663 643,90</b>
Autres produits opérationnels	22 024 277,41	9 329 481,73
Autres charges opérationnelles	35 468 114,90	44 355 008,38
Dot aux amort.Prov & Pertes de valeur	204 338 450,25	214 101 141,38
Reprises sur pertes de valeur & provisions	38 214 895,06	27 189 343,20
<b>V-RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>-604 255 643,38</b>	<b>171 726 315,07</b>
Produits financiers	40 473 581,00	53 070 447,66
Charges financières	139 780 251,62	61 664 905,82
<b>VI-RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-99 306 670,62</b>	<b>-8 594 458,16</b>
<b>VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)</b>	<b>-703 562 314,00</b>	<b>163 131 856,91</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		50 379 525,33
Impôts différés (variations) sur résultats ordinaires	127 685 169,91	
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>207 806 454,85</b>	<b>1 248 699 276,17</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>783 678 999,04</b>	<b>1 135 946 940,58</b>
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
<b>IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>		
<b>X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>-575 872 544,19</b>	<b>112 752 335,58</b>

EGH CHAINE EL-AURASSI

BILAN AU 31-12-2012

BILAN ACTIF CUMULE  
ARRETE AU 31/12/2012

ACTIF	NOTE	N Brut	N Amort-Prov	N Net	N-1 Net
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
Immobilisations incorporelles	1	36 080 858,40	41 695 453,89	4 614 601,31	12 729 413,38
Immobilisations corporelles	2	3 448 124 519,21	3 044 442 511,55	3 403 681 967,76	1 945 769 913,78
Immobilisations en cours	3	7 628 196 028,56		7 628 196 028,56	6 170 729 723,73
Equipements neufs en stocks	4	21 158 427,13		21 158 427,13	1 729 223,68
Immobilisations financières	5	187 184 758,42	198 498 898,90	-11 314 140,48	-23 622 771,18
Autres participations à entreprises rattachées		22 829 200,00	6 996 800,00	15 832 400,00	22 412 900,00
Autres titres immobilisés		194 774 783,42	81 126 500,00	1 121 270,49	1 215 270,49
Prêts à autres actifs non courants		4 598,20		4 598,20	4 598,20
Impôts différés actif		71 892 760,41		71 892 760,41	175 579 760,00
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>10 226 222 284,60</b>	<b>7 877 189 662,34</b>	<b>2 349 032 622,26</b>	<b>2 522 899 893,94</b>
Stocks & encours	6	489 214 648,84	36 889 782,27	452 324 866,57	399 469 384,29
Clients & emplois assimilés	8	714 073 886,20	198 889 443,41	515 184 442,79	344 889 840,07
Clients		625 675 742,07	132 419 343,41	493 256 398,66	113 197 863,88
Autres débiteurs		47 150 882,25	246 600,00	46 894 282,25	46 894 282,25
Impôts		139 129 773,88		139 129 773,88	139 129 773,88
Autres actifs courants		137 500,00		137 500,00	1 350 422,34
Disponibilités & équivalents	7	265 198 891,40	6 654 891,57	258 543 999,83	1 993 265 469,74
Placements & autres actifs financiers courants					300 200 000,00
Trois mois		200 000 000,00	6 654 891,57	193 345 108,43	1 085 390 000,00
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>1 944 196 807,84</b>	<b>134 214 345,25</b>	<b>1 809 982 462,59</b>	<b>1 999 864 861,11</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>12 170 419 092,44</b>	<b>8 011 504 007,59</b>	<b>4 159 015 084,85</b>	<b>4 522 764 755,05</b>

EGH CHAINE EL-AURASSI

BILAN AU 31-12-2012

BILAN PASSIF CUMULE  
ARRETE AU 31/12/2012

PASSIF	NOTE	N	N-1
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Primes & réserves		2 354 979 897,46	2 354 979 897,46
Résultat net de l'exercice 2012		-575 872 544,19	-575 872 544,19
Autres capitaux propres-Impact 00 au passage PONS/SCF		84 165 944,87	96 046 460,51
Autres capitaux propres-Report à nouveau		-687 280 820,00	-127 678 413,82
<b>TOTAL 1</b>	<b>8</b>	<b>3 779 775 714,60</b>	<b>3 247 475 859,66</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			
Emprunt auprès des établissements de crédits		6 144 261 944,05	5 776 373 263,25
Emprunts trésor		38 910 111,00	38 910 111,00
Impôts différés passif		37 054 972,66	22 221 817,82
Provisions pensions & obligations similaires		237 273 159,07	201 600 132,77
Dépôts & cautionnements reçus		15 547 829,10	10 445 615,10
Comptes de liaison Etablissements & stes/Part		0,00	0,00
<b>TOTAL PASSIF NON COURANT II</b>	<b>9</b>	<b>6 473 048 015,88</b>	<b>6 049 550 939,94</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
Fournisseurs & comptes rattachés		154 673 738,65	617 304 506,70
Impôts		91 268 776,83	38 782 726,42
Autres dettes		854 513 963,81	890 389 243,70
Intérêts courus	11	26 026 362,65	24 400 316,33
<b>TOTAL PASSIF COURANT</b>	<b>10</b>	<b>1 126 482 841,94</b>	<b>1 576 876 793,15</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>11 379 306 572,42</b>	<b>10 867 903 092,95</b>

EGH CHAINE EL-AURASSI

BILAN AU 31-12-2012

COMPTE DE RESULTATS CUMULES ARRETE AU 31/12/2012

INTITULE	NOTE	N	N-1
Ventes de marchandises		364 954 488,24	64 247 308,59
Ventes de produits finis		561 358 777,28	11 948 736,02
Autres prestations de services		755 998 825,95	38 897 661,47
<b>Ventes &amp; produits annexes (I)</b>		<b>1 482 308 091,47</b>	<b>107 093 701,08</b>
<b>I-PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>12</b>	<b>1 482 308 091,47</b>	<b>107 093 701,08</b>
Achats consommés		181 313 695,00	38 879 798,14
Autres achats consommés		110 554 777,68	26 614 333,69
Services extérieurs		41 664 245,94	21 373 682,27
Autres services extérieurs		38 198 803,41	28 317 362,33
<b>II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>		<b>371 731 622,03</b>	<b>115 186 982,43</b>
<b>III-VALEUR AJOUTE D'EXPLOITATION (I - II)</b>		<b>1 110 576 469,44</b>	<b>-8 093 281,35</b>
Charges de personnel	14	387 688 095,50	406 704 905,86
Impôts, taxes & versements assimilés	15	33 452 530,06	9 891 383,49
<b>IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>		<b>889 435 843,88</b>	<b>-424 897 662,70</b>
Autres produits opérationnels		283 037 333,53	22 034 277,41
Autres charges opérationnelles	16	58 195 748,71	35 468 114,90
Dot aux amort, Prov & Pertes de valeur	17	288 246 774,95	204 338 450,25
Reprises sur pertes de valeur & provisions		50 765 758,06	38 214 895,06
<b>V-RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>12</b>	<b>475 791 498,81</b>	<b>-404 286 043,38</b>
Produits financiers		25 420 722,10	40 473 681,00
Charges financières		23 121 205,67	139 790 251,62
<b>VI-RESULTAT FINANCIER</b>	<b>18</b>	<b>2 299 521,43</b>	<b>-99 316 570,62</b>
<b>VI-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)</b>		<b>478 091 020,24</b>	<b>-703 691 714,00</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		46 575 288,18	
Impôts différés (variations) sur résultats ordinaires		103 836 018,79	127 888 188,61
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>1 841 526 897,18</b>	<b>207 898 454,65</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>1 287 078 896,71</b>	<b>788 878 989,04</b>
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
<b>IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>			
<b>X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>19</b>	<b>527 890 732,27</b>	<b>-675 872 944,49</b>

BILAN ACTIF CUMULÉ ARRÊTÉ AU 31/12/2013

ACTIF	NOTE	Montants Bruts	II	III	IV
			40000 4000	4000	4000
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
Surplus d'acquisition / goodwill (sauf si au regard des activités courantes)		0,00		0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	1	24 879 248,42	31 170 239,30	3 707 239,32	4 387 484,21
Immobilisations corporelles	2	12 187 700 246,54	3 630 579 205,42	8 407 281 354,13	2 342 611 837,78
Terminés		240 823 231,58	240 823 231,58	240 823 231,58	240 823 231,58
En cours		3 986 877 014,96	2 389 756 073,84	4 166 458 122,55	1 142 064 883,38
Autres immobilisations corporelles		4 540 000 000,00	1 040 000 000,00	3 507 381 100,00	654 723 200,00
Immobilisation en cession		0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations en cours	4	308 906 423,24	308 906 423,24	308 906 423,24	7 430 598 632,56
Equipements venant en usage		81 873 327,86	81 873 327,86	81 873 327,86	27 538 423,24
Immobilisations financières		181 480 070,34	382 594 800,00	27 488 470,24	30 524 106,40
Titres mis en équivalence		0,00	0,00	0,00	0,00
Autres participations à prédominance industrielle	5	22 022 000,00	4 454 000,00	10 034 400,00	7 314 400,00
Autres titres immobilisés		0,00	0,00	0,00	3 204 706,40
Prêts et autres actifs financiers non courants	5	164 200 370,34	161 586 800,00	3 250 070,24	4 207,00
Impôts différés actif		22 240 307,27		22 240 307,27	11 302 765,47
<b>TOTAL ACTIFS NON COURANTS</b>		<b>12 411 811 302,79</b>	<b>3 507 742 668,71</b>	<b>8 276 458 232,68</b>	<b>9 207 101 632,09</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>					
Stocks & en-cours	6	383 185 080,00	40 180 200,00	423 039 020,00	407 418 207,29
Clients et créances assimilées	6	1 034 751 712,52	10 104 700,00	1 044 856 412,52	600 071 224,94
Caisse	6	432 581 484,24	17 878 800,00	294 142 100,00	402 281 780,00
Autres débiteurs	6	447 341 283,00	286 500,00	447 568 200,00	40 281 780,00
Impôts et cotisations		185 034 180,21		185 034 180,21	185 231 770,00
Autres créances et emplois assimilés		0,00	0,00	0,00	107 208,00
Disponibilités & équivalents	7	605 228 871,78	6 004 888,27	388 021 604,03	189 201 800,00
Provisions et autres actifs financiers courants		0,00	0,00	0,00	0,00
Taxes et		605 228 871,78	6 004 888,27	388 021 604,03	189 201 800,00
<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>		<b>2 489 499 262,27</b>	<b>100 978 888,27</b>	<b>2 000 228 232,29</b>	<b>1 086 301 780,23</b>
<b>TOTAL GÉNÉRAL ACTIF</b>		<b>14 901 310 565,06</b>	<b>4 608 721 556,98</b>	<b>10 276 686 464,97</b>	<b>10 293 403 412,32</b>

BILAN PASSIF CUMULÉ ARRÊTÉ AU 31/12/2013

PASSIF	NOTE	II	III
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital légal (sauf comptes d'ajustement)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé			
Primes & réserves (Réserves consolidées (I))		2 354 978 857,48	2 354 978 857,48
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (I)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (I)		398 855 178,12	310 883 850,45
Autres capitaux propres - Report à nouveau		-502 221 844,34	-461 250 820,00
<b>PART DE LA SOCIÉTÉ CONSOLIDANTE (I)</b>	<b>8</b>	<b>3 760 611 071,24</b>	<b>3 694 978 881,93</b>
<b>PARTS DE MINORITAIRES (I)</b>			
<b>TOTAL I</b>		<b>3 760 611 071,24</b>	<b>3 694 978 881,93</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières	9	6 240 425 172,32	6 183 171 055,85
Impôts (différés et provisions)		21 905 526,55	27 054 870,66
Autres dettes non courantes			16 547 828,38
Provisions et produits constatés d'avance		515 568 188,48	237 273 188,67
Compte de bilan			
<b>TOTAL II</b>		<b>6 777 899 865,35</b>	<b>6 473 046 913,56</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
Fournisseurs & comptes rattachés		602 076 183,35	754 873 738,65
Impôts		48 438 238,71	44 881 508,65
Autres dettes	10	1 278 481 500,27	854 513 965,08
Tribunaux passif	11	16 238 578,50	26 626 363,65
<b>TOTAL III</b>		<b>1 444 234 492,83</b>	<b>1 676 900 575,98</b>
<b>TOTAL PASSIF (I + II + III)</b>		<b>11 682 745 369,42</b>	<b>11 707 924 421,47</b>

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		
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>2 168 744 768,49</b>	<b>1 482 303 083,47</b>
Achats consommés	-383 826 234,36	-291 868 472,68
Services extérieurs et autres consommations	-141 037 613,65	-79 863 049,35
<b>II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>	<b>-524 863 848,01</b>	<b>-371 731 522,03</b>
<b>III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)</b>	<b>1 643 880 920,48</b>	<b>1 110 571 561,44</b>
Charges de personnel	-460 717 136,41	-387 688 099,50
Impôts et taxes et versements assimilés	-57 091 450,50	-33 452 530,06
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>1 126 072 333,57</b>	<b>-689 430 931,88</b>
Autres produits opérationnels	47 448 578,70	21 665 183,53
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
<b>V - RÉSULTAT OPÉRATIONNEL</b>	<b>452 581 518,75</b>	<b>414 419 348,81</b>
Produits financiers	160 409 823,37	25 420 722,10
Charges financières	-215 515 822,02	-23 121 200,67
<b>VI - RÉSULTAT FINANCIER</b>	<b>-55 105 998,65</b>	<b>2 299 521,43</b>
<b>VII - RÉSULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS (V + VI)</b>	<b>397 475 520,10</b>	<b>416 718 870,24</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	-40 620 341,78	-103 635 019,79
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITÉS ORDINAIRES</b>	<b>2 442 430 827,22</b>	<b>1 580 154 747,16</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITÉS ORDINAIRES</b>	<b>-2 085 575 648,90</b>	<b>-1 267 070 896,71</b>
<b>VIII - RÉSULTAT NET DES ACTIVITÉS ORDINAIRES</b>	<b>356 855 178,32</b>	<b>313 083 850,45</b>
Éléments extraordinaires (produits) (*)		
Éléments extraordinaires (charges) (*)		
<b>IX - RÉSULTAT EXTRAORDINAIRE</b>		
<b>X - RÉSULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>356 855 178,32</b>	<b>313 083 850,45</b>

ETATS FINANCIERS ARRÊTÉS AU 31 DÉCEMBRE 2014

**BILAN ACTIF CUMULÉ ARRÊTÉ AU 31/12/2014**

ACTIF	NOTE	N	N-1
<b>ACTES NON COURANTS</b>			
État d'acquisition - goodwill positif ou négatif		0,00	0,00
Immobilisations incorporelles		50 000 000,00	50 000 000,00
Immobilisations corporelles		11 000 000 000,00	10 999 999 999,99
Terrains		500 000 000,00	500 000 000,00
Bâtiments		5 000 000 000,00	4 999 999 999,99
Autres immobilisations corporelles		5 500 000 000,00	5 499 999 999,99
Immobilisations en cours		1 000 000 000,00	999 999 999,99
Équipements non en cours		50 000 000,00	49 999 999,99
Immobilisations financières		100 000 000,00	99 999 999,99
Titres mis en liquidation		0,00	0,00
Autres participations à caractère financier		0,00	0,00
Autres titres immobilisés		0,00	0,00
Parts à autres sociétés non liées		0,00	0,00
Impôts différés actif		0,00	0,00
<b>TOTAL ACTES NON COURANTS</b>		<b>12 000 000 000,00</b>	<b>11 999 999 999,99</b>
<b>ACTES COURANTS</b>			
Stocks et avances		100 000 000,00	99 999 999,99
Créances à court terme		1 000 000 000,00	999 999 999,99
Chèques		100 000 000,00	99 999 999,99
Autres décaissements		100 000 000,00	99 999 999,99
Impôts et taxes		100 000 000,00	99 999 999,99
Autres créances et produits courants		100 000 000,00	99 999 999,99
Disponibilités et équivalents		1 000 000 000,00	999 999 999,99
Provisions à court terme		0,00	0,00
Terrains		1 000 000 000,00	999 999 999,99
<b>TOTAL ACTES COURANTS</b>		<b>3 000 000 000,00</b>	<b>2 999 999 999,99</b>
<b>TOTAL GÉNÉRAL ACTIF</b>		<b>15 000 000 000,00</b>	<b>14 999 999 999,99</b>

ETATS FINANCIERS ARRÊTÉS AU 31 DÉCEMBRE 2014

**BILAN PASSIF CUMULÉ ARRÊTÉ AU 31/12/2014**

PASSIF	NOTE	N	N-1
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital souscrit au compte d'exploitation		1 000 000 000,00	1 000 000 000,00
Capital non appelé		0,00	0,00
Primes à réverser (Résultats consolidés) (1)		2 000 000 000,00	2 000 000 000,00
État de réévaluation		0,00	0,00
État d'acquisition (1)		0,00	0,00
Résultat net - Résultat net part de groupe (1)		700 000 000,00	600 000 000,00
Autres capitaux propres - Report à nouveau		-500 000 000,00	-500 000 000,00
Part de la société associée (1)		0,00	0,00
Part de réévaluation (1)		0,00	0,00
<b>TOTAL I</b>		<b>2 200 000 000,00</b>	<b>2 100 000 000,00</b>
<b>PROVISIONS NON COURANTES</b>			
Engagements et autres provisions		0,00	0,00
Impôts différés et provisions		0,00	0,00
Autres décaissements non courants		0,00	0,00
Provisions et produits consolidés d'exercice		0,00	0,00
Comptes de bilan		0,00	0,00
<b>TOTAL II</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>PROVISIONS COURANTES</b>			
Provisions et autres provisions		100 000 000,00	99 999 999,99
Impôts		100 000 000,00	99 999 999,99
Autres décaissements		100 000 000,00	99 999 999,99
Terrains		100 000 000,00	99 999 999,99
<b>TOTAL III</b>		<b>400 000 000,00</b>	<b>399 999 999,99</b>
<b>TOTAL PASSIF (I + II + III)</b>		<b>2 600 000 000,00</b>	<b>2 500 000 000,00</b>

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

## COMPTES DE RÉSULTATS CUMULÉS ARRÊTÉ AU 31/12/2014

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

Raison Sociale: EGH SPA CHAÏNE EL AURAGGI  
 Activité: Hôtellerie, bars, restaurants  
 Adresse: 2 Bd Frantz Fanon les Tagarins  
 160030 ALGER

Du 01/01/2015 Au 31/12/2015

## BILAN ACTIF

ACTIF	Note	Montants Bruts	Amortissements, provisions et pertes de valeurs	Net	Net
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
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	4 835 490 173,80	7 107 832 242,23	7 254 383 738,79
Terreins		543 853 597,50		543 853 597,50	543 853 597,50
Bâtiements		6 284 230 596,00	2 184 411 524,40	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	2 784 298 100,51
Immobilisations en construction		984 059,95		984 059,95	0,00
Immobilisations en cours	4	1 078 621 047,36	1 078 621 047,36	0,00	1 079 922 687,79
Équipements neufs en stocks		62 036 536,23		62 036 536,23	50 795 480,85
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	20 822 000,00
Autres titres immobilisés		0,00		0,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants		158 739 890,13	153 000 000,00	5 739 890,13	4 817 737,12
Impôts différés actif		89 510 057,30		89 510 057,30	77 754 957,78
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>13 284 785 823,11</b>	<b>4 850 733 176,14</b>	<b>8 354 052 646,97</b>	<b>8 493 711 166,71</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>					
Stocks et encaissés	5	859 628 228,94	34 203 772,85	825 424 456,29	684 344 673,16
Créances et emplois assimilés	6	1 351 288 326,18	108 704 211,03	1 242 684 095,10	1 138 482 401,20
Clients		581 964 561,98	108 417 711,03	483 546 850,90	484 281 042,03
Autres débiteurs		539 185 522,85	286 500,00	538 899 022,85	507 571 050,03
Impôts et cotisations		220 238 221,25		220 238 221,25	146 630 306,14
Autres créances et emplois assimilés		0,00		0,00	0,00
Disponibilités et équivalents	7	1 606 860 868,57	6 257 195,71	1 600 603 672,86	1 731 489 138,20
Prévisions et autres actifs financiers courants		0,00		0,00	0,00
Troisorerie		1 606 860 868,57	6 257 195,71	1 600 603 672,86	1 731 489 138,20
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>3 817 877 404,89</b>	<b>149 185 179,44</b>	<b>3 668 712 225,25</b>	<b>3 924 318 213,56</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>17 022 663 227,90</b>	<b>4 999 898 355,58</b>	<b>11 602 764 872,22</b>	<b>12 028 027 380,27</b>

Raison Sociale: EGH SPA CHAÏNE EL AURAGGI  
 Activité: Hôtellerie, bars, restaurants  
 Adresse: 2 Bd Frantz Fanon les Tagarins  
 160030 ALGER

Du 01/01/2015 Au 31/12/2015

## BILAN PASSIF

PASSIF	Note	N	N-1
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
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)		608 333 773,22	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)			
<b>TOTAL I</b>	<b>8</b>	<b>4 603 745 255,09</b>	<b>3 936 167 895,59</b>
<b>PASSIFS NON-COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières		5 471 294 010,82	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 bilan		-0,00	-0,00
<b>TOTAL II</b>	<b>9</b>	<b>6 114 121 846,37</b>	<b>6 450 244 435,93</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
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
Troisorerie passif	11	16 701 226,95	16 230 954,43
<b>TOTAL III</b>	<b>10</b>	<b>1 304 897 770,76</b>	<b>1 641 615 048,75</b>
<b>TOTAL PASSIF (I + II + III)</b>		<b>12 022 764 872,22</b>	<b>12 028 027 380,27</b>

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



### COMPTES DE RÉSULTATS CUMULÉS ARRÊTÉS AU 31-12-2016

Rubriques	Note	N	N-1
Ventes et produits annexes		2 661 570 668,54	2 670 799 525,31
Variations stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
<b>I-PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>13</b>	<b>2 661 570 668,54</b>	<b>2 670 799 525,31</b>
Achats consommés		-461 526 940,50	-472 678 662,02
Services extérieurs (autres que commerciaux)		-131 679 904,84	-139 896 824,64
<b>II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>		<b>-594 696 845,34</b>	<b>-595 985 286,66</b>
<b>III-VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I-II)</b>		<b>2 066 873 823,20</b>	<b>2 279 814 238,65</b>
Charges de personnel	14	-621 343 705,42	-633 720 629,34
Impôts et taxes et versements assimilés	15	-75 546 773,80	-80 523 059,24
<b>IV-Excédent brut d'exploitation</b>		<b>1 370 983 343,98</b>	<b>1 565 570 549,07</b>
Autres produits opérationnels		83 935 112,05	82 575 594,00
Autres charges opérationnelles	16	-102 775 326,97	-74 784 119,76
Dotations aux amortissements provision pertes de valeur	17	-627 842 723,50	-804 054 465,42
Reprises sur pertes de valeur et provisions		39 029 223,68	56 594 564,60
<b>V-Résultat opérationnel</b>	<b>12</b>	<b>512 417 030,26</b>	<b>782 902 510,88</b>
Produits financiers		7 488 770,46	34 050 880,50
Charges financières		-115 730 668,80	-64 705 258,71
<b>VI-Résultat financier</b>	<b>18</b>	<b>-108 241 898,34</b>	<b>-30 654 378,21</b>
<b>VII-Résultat ordinaire avant impôts (V+VI)</b>		<b>404 175 131,92</b>	<b>742 248 132,67</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-76 912 046,18	-118 388 272,05
Impôts différés (Revenus) sur résultats ordinaires		4 600 955,63	-10 526 060,70
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITÉS ORDINAIRES</b>		<b>331 873 991,79</b>	<b>609 333 772,22</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITÉS ORDINAIRES</b>		<b>-2 742 019 925,51</b>	<b>-2 992 018 945,60</b>
<b>VIII-RÉSULTAT NET DES ACTIVITÉS ORDINAIRES</b>	<b>19</b>	<b>-2 410 145 933,72</b>	<b>-2 382 685 173,38</b>
Éléments extraordinaires (produits) (*)			
Éléments extraordinaires (charges) (*)			
<b>IX-Résultat extraordinaire</b>			
<b>X- RÉSULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>-2 410 145 933,72</b>	<b>-2 382 685 173,38</b>

ACTIF	Note	Montants Bruts	Amortissements, provisions et pertes de valeur	Net	Net
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
État d'acquisition - goodwill positif ou négatif					
Immobilisations incorporelles	1	87 706 894,87	82 404 916,76	5 301 978,11	16 076 546,20
Immobilisations corporelles	2	13 313 796 009,38	4 838 852 208,09	8 474 943 801,29	7 483 618 713,27
Terminé		242 003 707,30		242 003 707,30	242 003 707,30
En cours		1 309 088 880,78	2 993 019 208,45	4 302 107 689,23	4 087 789 088,80
Autres immobilisations corporelles		3 162 611 019,80	2 278 114 087,20	884 496 932,60	3 432 509 198,80
Immobilisations en cession		989 000,00		989 000,00	989 000,00
Immobilisations en cours	4	136 907 226,18		136 907 226,18	212 968 273,71
Engagements actifs en cours					81 910 615,81
Immobilisations financières		181 841 396,87	187 919 200,00	5 062 196,87	33 416 460,94
Titres mis en liquidation		22 026 700,00	14 812 000,00	7 214 700,00	8 960 600,00
Autres participations et libérations rattachées	8				
Autres titres immobilisés		159 814 696,87	173 107 200,00	16 707 496,87	4 545 860,94
Prests et autres actifs financiers non courants		104 367 180,76		104 367 180,76	88 383 823,71
Impôts différés actif					14 688 327 420,52
<b>ACTIFS COURANTS</b>					
Stocks et produits	6	874 086 480,78	18 780 830,99	855 305 649,79	861 981 332,71
Enlèvements et engagements assurés	6	1 420 471 328,83	181 138 286,27	1 239 333 042,56	1 237 780 569,87
Clients		420 581 023,46	636 054 285,24	-215 473 261,78	441 975 522,80
Autres débiteurs		403 084 100,39	289 000,00	402 895 100,39	562 514 260,00
Impôts et taxes		188 388 000,00		188 388 000,00	243 924 314,80
Autres créances et produits assimilés					
Engagements et autres actifs financiers courants	7	1 026 126 844,86	8 287 198,71	1 017 839 646,15	1 275 948 707,31
Trésorerie		1 026 126 844,86	8 287 198,71	1 017 839 646,15	1 275 948 707,31
<b>TOTAL</b>		<b>17 867 589 791,21</b>	<b>6 900 000 217,37</b>	<b>11 967 589 573,84</b>	<b>11 730 271 073,24</b>

### BILAN PASSIF CHAÎNE EL AURASSI

Du 01-01-2017 Au 31-12-2017

PASSIF	Note	N	N-1
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital versé (au compte d'associations)		1 000 000 000,00	1 000 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves (réserves constituées (2))		2 410 145 933,72	2 410 145 933,72
État d'acquisition			
État d'apurement (2)			
Résultat net (résultat net part de groupe (1))		609 333 772,22	609 333 772,22
Autres capitaux propres - Report à nouveau		609 333 772,22	609 333 772,22
Part de la société constituée (1)	9	1 000 000 000,00	1 000 000 000,00
Parts de minoritaires (1)			
<b>TOTAL I</b>		<b>4 019 479 706,94</b>	<b>4 019 479 706,94</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			
Engagements et autres passifs		4 019 479 706,94	4 019 479 706,94
Impôts différés et provisions constituées		27 906 528,59	27 906 528,59
Autres passifs non courants		609 333 772,22	609 333 772,22
Provisions et produits constitués d'associés		609 333 772,22	609 333 772,22
Comptes de liaison			
<b>TOTAL II</b>		<b>4 696 057 306,95</b>	<b>4 696 057 306,95</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
Fournisseurs et créances rattachées		108 307 126,63	108 307 126,63
Impôts		188 388 000,00	188 388 000,00
Autres débiteurs		609 333 772,22	609 333 772,22
Trésorerie	10	1 017 839 646,15	1 017 839 646,15
<b>TOTAL III</b>		<b>1 923 868 544,99</b>	<b>1 923 868 544,99</b>
<b>TOTAL PASSIF (I + II + III)</b>		<b>11 967 589 573,84</b>	<b>11 730 271 073,24</b>

(1) Le solde négatif est porté au bilan passif sous le poste "Autres passifs courants".

**COMPTE DE RESULTAT CHAINE EL AURASSI**  
Du 01-01-2017 Au 31-12-2017



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			
<b>I-PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>2 828 910 650,57</b>	<b>2 661 576 668,54</b>
Achats consommés		-483 867 675,25	-462 926 940,50
Services extérieurs et autres consommations		-132 279 797,59	-131 679 904,44
<b>II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>		<b>-616 147 472,84</b>	<b>-594 606 844,94</b>
<b>III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)</b>		<b>2 212 763 177,73</b>	<b>2 066 969 823,60</b>
Charges de personnel	14	-643 042 803,13	-621 345 503,42
Impôts et taxes et versements assimilés	15	-75 478 892,64	-75 548 773,86
<b>IV-Excédent brut d'exploitation</b>		<b>1 494 241 481,96</b>	<b>1 370 077 546,32</b>
Autres produits opérationnels		63 473 323,43	33 915 312,85
Autres charges opérationnelles	16	-78 986 357,89	-102 773 326,97
Dotations aux amortissements provision pertes de valeur	17	-785 685 915,77	-827 841 723,60
Reprise sur pertes de valeur et provisions		51 313 616,24	39 039 221,66
<b>V-Résultat opérationnel</b>	<b>12</b>	<b>744 356 147,97</b>	<b>512 417 030,26</b>
Produits financiers		10 723 210,66	7 488 720,46
Charges financières		-88 448 046,22	-115 720 666,40
<b>VI-Résultat financier</b>	<b>18</b>	<b>-77 724 835,56</b>	<b>-108 231 947,94</b>
<b>VII-Résultat ordinaire avant impôts (V+VI)</b>		<b>666 631 312,41</b>	<b>404 185 082,32</b>
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
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>2 954 420 800,90</b>	<b>2 742 019 923,51</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>-2 405 232 806,03</b>	<b>-2 410 145 931,72</b>
<b>VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>19</b>	<b>549 187 994,87</b>	<b>331 873 991,79</b>
Eléments extraordinaires (produits) (*)			
Eléments extraordinaires (Charges) (*)			
<b>IX-Résultat extraordinaire</b>			
<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>549 187 994,87</b>	<b>331 873 991,79</b>

المصدر : موقع بورصة الجزائر

الملحق رقم (03) : أسعار الأسهم و توزيعات الأرباح خلال فترة الدراسة

مجمع صيدال		مؤسسة الأوراسي		السنوات
توزيعات الأرباح	أسعار الأسهم	توزيعات الأرباح	أسعار الأسهم	
11	340	25	240	2002
23	380	30	260	2003
20	345	35	275	2004
20	360	40	300	2005
24	440	45	385	2006
9	400	47	410	2007
35	380	49	450	2008
35	385	50	450	2009
35	520	15	450	2010
35	715	00	500	2011

40	620	00	340	2012
40	450	20	390	2013
40	560	30	440	2014
40	640	40	480	2015
40	600	40	495	2016
45	660	40	495	2017

المصدر : التقارير المالية المنشورة في موقع بورصة الجزائر

الملحق رقم (04) : قيم متغيرات الدراسة للنموذج الأول

متغيرات الدراسة الخاصة بالنموذج الأول لمجمع صيدال								
MVA	EVA	REVA	TSR	ROA	ROI	ROE	EPS	NOPAT
-106,98	-8329,41	-6669,86	-0,28	0,016	0,03	3,48	18,73	407067440
-165,55	-5542,55	-3860,63	0,18	0,038	0,07	8,84	48,22	763564405
-221,50	-6201,30	-3776,56	-0,039	0,035	0,06	8,05	45,62	1076572579
-217,19	-6661,23	-4154,62	0,10	0,03	0,05	7,45	43,05	702342429
-150,67	-5747,96	-4281,72	0,286	0,038	0,059	9,26	54,74	1021347892
-214,33	-2950,83	-1921,32	-0,06	0,058	0,087	14,19	87,21	1142020419
-345,71	-502,49	-263,11	0,0375	0,071	0,11	18,30	132,86	1576094478
-593,98	10149,24	3991,32	0,10	0,12	0,205	29,36	287,50	2938329393
-658,55	-11370,57	-5016,91	0,44	0,047	0,06	9,35	110,21	1108860854
-664,54	-5606,61	-2905,82	0,44	0,07	0,118	14,93	206,04	2093645046
-854,65	-8366,75	-3517,70	-0,07	0,072	0,108	13,32	196,51	1908131661
-1224,84	-5240,55	-1408,04	-0,209	0,088	0,145	15,87	265,81	2298294425
-1199,06	-18644,74	-5935,56	0,33	0,046	0,08	8,40	147,77	1258668242
-1406,59	-27447,09	-8583,11	0,21	0,032	0,06	5,58	114,38	1115198537
-2146,40	-37090	-8102,96	0	0,04	0,059	5,49	150,91	1470142652
-2133,15	-39306,95	-9287,92	0,175	2,84	0,04	4,92	137,62	1181693619
متغيرات الدراسة الخاصة بالنموذج الأول لمؤسسة الأوراسي								

-72,50	2245,90	1724,81	0,019	0,056	0,09	13,32	41,64	266098096
-70,26	3003,35	2364,40	0,208	0,06	0,10	15,23	50,31	278428602
-86,02	3724,90	2837,37	0,19	0,069	0,109	16,45	59,41	389060241
-78,92	5554,45	4397,58	0,236	0,08	0,13	20,79	78,81	545657520
4,68	8992,56	9103,38	0,43	0,118	0,18	29,78	113,27	675340680
-77,22	8473,44	7130,37	0,187	0,109	0,16	23,53	114,65	458025088
-49,50	9420,11	8486,42	0,217	0,11	0,169	24,99	124,87	589705351
-114,77	10364,98	8258,61	0,11	0,11	0,206	24,49	138,32	416818814
-207,35	-2156,95	-1476,56	0,03	0,01	0,02	2,85	18,79	112756742
-41,24	-12921,12	-11936,46	0,11	-0,05	-0,06	-17,73	-95,97	-703561714
-289,96	4930,043	2660,81	-0,32	0,04	0,08	13,96	87,98	631573976
-228,10	2152,43	1358,10	0,20	0,02	0,036	9,62	59,475	397475520
-216,02	8273,61	5549,13	0,205	0,06	0,087	18,75	123,01	857801807
-287,29	5444,39	3405,89	0,18	0,05	0,07	13,23	101,55	625863630
-271,86	822,70	531,04	0,11	0,02	0,039	7,21	55,31	327309080
-2133,15	4153,04	2524,42	0,08	3,05	0,039	11,23	91,53	578246320

المصدر : من إعداد الطلبة بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (01) و (02).

الملحق رقم (05) : قيم متغيرات الدراسة للنموذج الثاني

مجمع صيدال				مؤسسة الأوراسي			
RE	dividend yield	T.invT/assets	T.debt/T.assets	RE	dividend yield	T.invT/assets	T.debt/T.assets
0,041	0,026	0,341	0,499	0,07	0,10	0,64	0,52
0,068	0,0	0,315	0,496	0,067	0,115	0,588	0,51
0,089	0,057	0,33	0,529	0,086	0,127	0,52	0,508
0,0546	0,055	0,347	0,566	0,118	0,13	0,47	0,507
0,078	0,052	0,33	0,550	0,158	0,116	0,435	0,48
0,085	0,027	0,306	0,532	0,085	0,11	0,38	0,467
0,098	0,09	0,30	0,540	0,11	0,108	0,349	0,435
0,17	0,09	0,32	0,455	0,086	0,11	0,3415	0,39

0,04	0,067	0,57	0,710	0,016	0,03	0,665	0,54
0,099	0,0489	0,395	0,477	-0,07	0	0,82	0,70
0,08	0,064	0,419	0,559	0,07	0	0,892	0,43
0,105	0,088	0,37	0,44	0,036	0,05	0,802	0,689
0,058	0,071	0,41	0,44	0,07	0,068	0,706	0,67
0,047	0,062	0,45	0,41	0,06	0,083	0,694	0,617
0,04	0,066	0,87	0,54	0,036	0,08	0,712	0,607

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (01) و (02).

### الملحق رقم (06) : مخرجات برنامج Eviews 9

مؤسسة الأوراسي				
Dependent Variable: MVA Method: Least Squares Date: 04/18/20 Time: 07:01 Sample: 1 16 Included observations: 16				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3532.971	546.0351	6.470228	0.0001
LROI	-295.5401	130.1240	-2.271219	0.0465
LROA	682.0013	168.3920	4.050082	0.0023
ROE	8.496107	2.336695	3.635951	0.0046
LEPS	-516.4146	74.14613	-6.964822	0.0000
NOPAT	-3.20E-08	6.63E-08	-0.483166	0.6394
R-squared	0.973035	Mean dependent var		200.9241
Adjusted R-squared	0.959553	S.D. dependent var		106.3371
S.E. of regression	21.38603	Akaike info criterion		9.243350
Sum squared resid	4573.624	Schwarz criterion		9.533070
Log likelihood	-67.94680	Hannan-Quinn criter.		9.258186
F-statistic	72.17043	Durbin-Watson stat		2.325801
Prob(F-statistic)	0.000000			
Dependent Variable: MVA Method: Least Squares Date: 04/18/20 Time: 07:05 Sample: 1 16 Included observations: 16				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1800.445	678.2620	2.654498	0.0210
LEVA	-222.9060	85.37123	-2.611020	0.0228
REVA	0.029129	0.012442	2.341203	0.0373
TSR	184.0337	157.6121	1.167637	0.2656
R-squared	0.530769	Mean dependent var		200.9241
Adjusted R-squared	0.413461	S.D. dependent var		106.3371
S.E. of regression	81.43918	Akaike info criterion		11.84991

Sum squared resid	79588.09	Schwarz criterion	12.04306	
Log likelihood	-90.79926	Hannan-Quinn criter.	11.85980	
F-statistic	4.524584	Durbin-Watson stat	0.252505	
Prob(F-statistic)	0.024175			
Dependent Variable: LEVA Method: Least Squares Date: 04/18/20 Time: 10:41 Sample: 1 16 Included observations: 16				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.36464	0.310674	36.58064	0.0000
LRE	0.974953	0.060152	16.20826	0.0000
DIVIDEND_YIELD	-2.861698	1.448959	-1.975003	0.0739
T_DEBT_T_ASSETS	1.171926	0.509367	2.300748	0.0420
LINV	-0.400122	0.212599	-1.882046	0.0865
R-squared	0.978831	Mean dependent var	9.679867	
Adjusted R-squared	0.971133	S.D. dependent var	0.696958	
S.E. of regression	0.118415	Akaike info criterion	-1.178930	
Sum squared resid	0.154244	Schwarz criterion	-0.937496	
Log likelihood	14.43144	Hannan-Quinn criter.	-1.166567	
F-statistic	127.1558	Durbin-Watson stat	2.015977	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Dependent Variable: MVA Method: Least Squares Date: 04/18/20 Time: 10:28 Sample: 1 16 Included observations: 16				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	113.8785	266.9769	0.426548	0.6779
LRE	-101.9666	35.22180	-2.894986	0.0146
DIVIDEND_YIELD	1250.719	945.3806	1.322979	0.2127
T_DEBT_T_ASSETS	-395.6823	294.3682	-1.344175	0.2060
T_INV__T_ASSETS	-219.5955	240.4549	-0.913250	0.3807
R-squared	0.697819	Mean dependent var	200.9241	
Adjusted R-squared	0.587935	S.D. dependent var	106.3371	
S.E. of regression	68.26029	Akaike info criterion	11.53484	
Sum squared resid	51254.13	Schwarz criterion	11.77627	
Log likelihood	-87.27872	Hannan-Quinn criter.	11.54720	
F-statistic	6.350496	Durbin-Watson stat	1.385482	
Prob(F-statistic)	0.006701			
مجمع صيدال				
Dependent Variable: MVA Method: Least Squares Date: 04/18/20 Time: 07:29 Sample: 1 16 Included observations: 16				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5941.132	10588.97	0.561068	0.5871

LROI	302.1693	449.4733	0.672274	0.5166
LROA	-427.1763	888.8332	-0.480603	0.6411
LROE	1406.122	494.0912	2.845876	0.0174
LEPS	-849.4741	273.5272	-3.105629	0.0111
LNOPAT	-309.8396	455.1695	-0.680713	0.5115
<hr/>				
R-squared	0.946073	Mean dependent var	-768.9850	
Adjusted R-squared	0.919109	S.D. dependent var	677.9526	
S.E. of regression	192.8189	Akaike info criterion	13.64138	
Sum squared resid	371791.5	Schwarz criterion	13.93110	
Log likelihood	-103.1310	Hannan-Quinn criter.	13.65621	
F-statistic	35.08689	Durbin-Watson stat	1.246258	
Prob(F-statistic)	0.000005			
<hr/>				
Dependent Variable: LMVA				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/20 Time: 08:08				
Sample: 1 16				
Included observations: 16				
<hr/>				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<hr/>				
C	7.578400	0.895393	8.463770	0.0000
LEVA	1.663083	0.129429	12.84941	0.0000
LREVA	-1.915849	0.186594	-10.26747	0.0000
TSR	0.454577	0.284282	1.599033	0.1358
<hr/>				
R-squared	0.937333	Mean dependent var	6.650182	
Adjusted R-squared	0.921666	S.D. dependent var	0.793847	
S.E. of regression	0.222183	Akaike info criterion	0.041685	
Sum squared resid	0.592382	Schwarz criterion	0.234832	
Log likelihood	3.666521	Hannan-Quinn criter.	0.051576	
F-statistic	59.82964	Durbin-Watson stat	2.284844	
Prob(F-statistic)	0.000000			
<hr/>				
Dependent Variable: EVA				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/20 Time: 08:20				
Sample: 1 16				
Included observations: 16				
<hr/>				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<hr/>				
C	-43901.63	10511.03	-4.176721	0.0015
RE	200330.4	27448.62	7.298376	0.0000
LDIV	-2480.034	2314.128	-1.071693	0.3068
T_DEBT_T_ASSETS	60149.84	9688.029	6.208677	0.0001
T_INV__T_ASSETS	-47153.73	5827.487	-8.091607	0.0000
<hr/>				
R-squared	0.969226	Mean dependent var	-11178.74	
Adjusted R-squared	0.958036	S.D. dependent var	13186.79	
S.E. of regression	2701.337	Akaike info criterion	18.89119	
Sum squared resid	80269448	Schwarz criterion	19.13262	
Log likelihood	-146.1295	Hannan-Quinn criter.	18.90355	
F-statistic	86.61175	Durbin-Watson stat	1.868548	
Prob(F-statistic)	0.000000			
<hr/>				

Dependent Variable: MVA  
 Method: Least Squares  
 Date: 04/18/20 Time: 10:21  
 Sample: 1 16  
 Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3999.566	370.7073	-10.78901	0.0000
RE	-93.05644	1682.896	-0.055295	0.9569
DIVIDEND_YIELD	-6356.126	2614.983	-2.430657	0.0334
T_DEBT_T_ASSETS	3729.235	550.7290	6.771452	0.0000
LINV	-1908.379	176.1521	-10.83370	0.0000
R-squared	0.962526	Mean dependent var		-768.9850
Adjusted R-squared	0.948899	S.D. dependent var		677.9526
S.E. of regression	153.2548	Akaike info criterion		13.15239
Sum squared resid	258357.3	Schwarz criterion		13.39382
Log likelihood	-100.2191	Hannan-Quinn criter.		13.16475
F-statistic	70.63407	Durbin-Watson stat		1.223420
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : من إعداد الطالبة باستعمال برنامج 9 Eviews بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (03) و (04).