



جامعة قاصدي مرباح ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير
قسم العلوم المالية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر

الميدان : علوم المالية و المحاسبية

الشعبة : مالية و محاسبة

التخصص : مالية مؤسسة

من إعداد الطالبتين : بوستة أميرة / بن دحمان نور الهدى

بعنوان

أثر مؤشرات خلق القيمة على سعر السهم
دراسة تطبيقية لمجمع صيدال من 2013 إلى 2022

نوقشت و أجزيت علنا بتاريخ : 2024/06/08

أمام اللجنة المكونة من السادة :

رئيسا	أستاذة) بجامعة قاصدي مرباح ورقلة	عماني لمياء
مشرفا ومقررا	أستاذة) بجامعة قاصدي مرباح ورقلة	صديقي صفية
مناقشا	أستاذة) بجامعة قاصدي مرباح ورقلة	كيحلي عائشة سلمى

الموسم الجامعي : 2024/2023



جامعة قاصدي مرباح ورقلة*

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

قسم العلوم المالية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر

الميدان : علوم المالية و المحاسبية

الشعبة : مالية و محاسبة

التخصص : مالية مؤسسة

من إعداد الطالبتين : بوسنة أميرة / بن دحمان نور الهدى

بعنوان

أثر مؤشرات خلق القيمة على سعر السهم
دراسة تطبيقية لمجمع صيدال من 2013 إلى 2022

نوقشت و أجزيت علنا بتاريخ: 2024/06/08

أمام اللجنة المكونة من السادة :

رئيسا	أستاذة) بجامعة قاصدي مرباح ورقلة	عماني لمياء
مشرفا ومقررا	أستاذة) بجامعة قاصدي مرباح ورقلة	صديقي صفية
مناقشا	أستاذة) بجامعة قاصدي مرباح ورقلة	كيجلي عائشة سلمى

الموسم الجامعي : 2024/2023

الإهداء

انتهت الحكاية ، ورفعت قبعتي مودعة سنين مضت
أهدي تخرجي إلى بحر الحب والحنان و النبض الساكن في
عروقي أبي الحنون ، إلى صاحبة القلب اصابر والحنون التي
دعائها أنار لي حياتي أمي الحنونة ، إلى اللذين كانا لي سندا في
مسيرتي

إلى نجوم سمائي المتألئة وسندي في الحياة أخوتي أخواتي
إلى من تمنا لي النجاح عائلتي صديقاتي و زملائي

أميرة

الإهداء

إلى والدي

لا أجد كلمات تفي حكما وتعبر عن مدى امتناني لكل ما قدمتموه لي . أنتم النور الذي يضيئ دربي والسند الذي أعتمد عليه في كل خطوة أخطوها ، كل نجاح أحققه و كل حلم أعيشه يعود فضله إليكما ، لتربيتهما ودعمكما المستمر ، أدعو الله أن يبارك فيكما ويحفظكما لنا دائما .

إلى دفتي البيت وسعادته والسند الذي لا يميل إخوتي وأخواتي إلى كل من شاركوني أحلى الحظات و أنا بعيدة عن أهلي صديقاتي لغاليات ورفيقات السكن الجامعي كل واحدة منكن لها مكانة خاصة في قلبي إلى كل من وسع قلبي ولم تسعه رقتي

نور الهدى

شكر و عرفان

نشكر الله على توفيقه لنا على انجاز هذا العمل و إتمام هذه الرسالة و أتوجه بعد الله سبحانه و تعالى إلى شكر الأستاذة الدكتورة : "صديقي صفية" لمشرفة على الرسالة التي منحتنا الكثير من وقتها و كذا لرحابة صدرها و سمو خلقها و أسلوبها المتميز و كفاءتها في متابعة الرسالة بكل صدق و أمانة أكبر أثر في المساعدة على إتمام هذا العمل، و أسأل الله تعالى أن يجازيها خير الجزاء و أن يكتب صنيعها في ميزان حسناتها.

و آخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين

الملخص :

تتناول هذه الدراسة أهمية مؤشرات خلق القيمة في تحليل الأداء المالي للشركات وكيفية تأثيرها على أسعار الأسهم. تركز الدراسة بشكل خاص على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كأداة تقييم حديثة تساعد في فهم قيمة الشركة من منظور المساهمين.

الهدف الرئيسي من هذه الدراسة هو تحليل تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على سعر سهم مجمع صيدال خلال الفترة من 2013 إلى 2022. تهدف الدراسة إلى فحص العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وسعر السهم لمعرفة مدى قدرة هذا المؤشر على تفسير تحركات أسعار الأسهم في السوق الجزائرية.

تم الحصول على البيانات المالية لمجمع صيدال من الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر، بما في ذلك التقارير السنوية والقوائم المالية للفترة المدروسة. واستخدم برنامج Eviews لتحليل البيانات واختبار العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وسعر السهم. تم تنفيذ التحليل باستخدام أساليب إحصائية مثل الانحدار الخطي البسيط لفهم تأثير القيمة الاقتصادية المضافة على سعر السهم.

أظهرت نتائج التحليل الإحصائي عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وسعر سهم مجمع صيدال خلال الفترة المدروسة. الكلمات المفتاحية : الأداء المالي ، خلق القيمة ، القيمة الاقتصادية المضافة ، سعر السهم

Abstract:

This study addresses the importance of value creation indicators in analyzing the financial performance of companies and how they affect stock prices. It particularly focuses on the Economic Value Added (EVA) indicator as a modern evaluation tool that helps understand the company's value from the shareholders' perspective.

The main objective of this study is to analyze the impact of the Economic Value Added indicator on the stock price of Saidal Complex during the period from 2013 to 2022. The study aims to examine the relationship between EVA and the stock price to determine the extent to which this indicator can explain stock price movements in the Algerian market.

Financial data for Saidal Complex were obtained from the Algiers Stock Exchange website, including annual reports and financial statements for the studied period. The Eviews software was used to analyze the data and test the relationship between the Economic Value Added indicator and the stock price.

The analysis was conducted using statistical methods such as simple linear regression to understand the impact of EVA on the stock price.

The statistical analysis results showed no statistically significant relationship between the Economic Value Added indicator and the stock price of Saidal Complex during the studied period.

Résumé:

Cette étude aborde l'importance des indicateurs de création de valeur dans l'analyse de la performance financière des entreprises et leur impact sur les prix des actions. Elle se concentre particulièrement sur l'indicateur de la Valeur Économique Ajoutée (EVA) comme outil d'évaluation moderne qui aide à comprendre la valeur de l'entreprise du point de vue des actionnaires.

L'objectif principal de cette étude est d'analyser l'impact de l'indicateur de la Valeur Économique Ajoutée sur le prix de l'action du Complexe Saidal pendant la période de 2013 à 2022. L'étude vise à examiner la relation entre l'EVA et le prix de l'action pour déterminer dans quelle mesure cet indicateur peut expliquer les mouvements des prix des actions sur le marché algérien.

Les données financières du Complexe Saidal ont été obtenues sur le site web de la Bourse d'Alger, y compris les rapports annuels et les états financiers pour la période étudiée. Le logiciel Eviews a été utilisé pour analyser les données et tester la relation entre l'indicateur de la Valeur Économique Ajoutée et le prix de l'action. L'analyse a été réalisée en utilisant des méthodes statistiques telles que la régression linéaire simple pour comprendre l'impact de l'EVA sur le prix de l'action.

Les résultats de l'analyse statistique ont montré qu'il n'existait pas de relation statistiquement significative entre l'indicateur de la Valeur Économique Ajoutée et le prix de l'action du Complexe Saidal pendant la période étudiée.

Mots clés : performance financière, création de valeur, valeur ajoutée économique, cours

قائمة المحتويات

I.....	الإهداء
III	شكر و عرفان
IV	الملخص :
VI	قائمة المحتويات
VIII.....	قائمة الجداول
IX	قائمة الاختصارات
X.....	قائمة الملاحق
أ.....	المقدمة
أ.....	الفصل الأول :الأداء المالي وخلق القيمة وأدوات قياسها
2	تمهيد
3	المبحث الأول : مفاهيم أساسية حول الأداء المالي وخلق القيمة
3	المطلب الأول :الإطار مفاهيمي للأداء المالي
3	الفرع الاول : مفهوم و أهمية الأداء المالي
6	الفرع الثاني : العوامل المؤثرة على الأداء المالي
7	الفرع الثالث: تقييم الأداء المالي
9	المطلب الثاني : مؤشرات الأداء كمقياس لخلق القيمة
10	الفرع الأول : مفهوم خلق القيمة
11	الفرع الثاني : مؤشرات الأداء المالي
19	المطلب الثالث: أثر خلق القيمة على القيمة السوقية للسهم
19	الفرع الأول : نظرية الوكالة
20	الفرع الثاني :نظرية الإشارة

20	المبحث الثاني : الدراسات السابقة حول مؤشرات خلق القيمة والقيمة السوقية للسهم
21	المطلب الأول : الدراسات باللغة العربية.....
26	المطلب الثالث : مقارنة الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها
26	الفرع الأول : مقارنة بين الدراسات السابقة
28	المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الدراسات السابقة.....
29	الفرع الثاني :موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة
30	الفصل الثاني :دراسة تطبيقية أثر القيمة الاقتصادية المضافة على سعر سهم مجمع صيدال
32	المبحث الأول : المتغيرات والأدوات المستخدمة في الدراسة.....
32	المطلب الأول :متغيرات ومصادر بيانات الدراسة
32	المطلب الثاني : الأدوات المستخدمة في الدراسة.....
32	المبحث الثاني :الدراسة القياسية لأثر للقيمة الاقتصادية المضافة على سعر سهم مجمع صيدال
32	المطلب الأول : حساب القيمة الاقتصادية المضافة.....
43	الخاتمة :
45	المراجع
48	الملاحق.....
30	الفهرس

قائمة الجداول

- الجدول 1: المقارنة بين الدراسات السابقة 26
- الجدول 2: حساب نتيجة الاستغلال الصافية لمجمع صيدال خلال الفترة الزمنية (2013-2022) 33
- الجدول 3: حساب تكلفة الديون لمجمع صيدال خلال افترة الزمنية (2013-2022) 34
- الجدول 4: حساب عائد سهم مجمع صيدال السنوي خلال الفترة الزمنية (2013-2022) 36
- الجدول 5: حساب عائد السوق خلال الفترة لزمنية (2013-2022) 37
- الجدول 6: حساب تكلفة الأموال الخاصة لمجمع صيدال خلال الفترة الزمنية (2013-2022) 38
- الجدول 7: حساب تكلفة الوسيطة المرجحة لمجمع صيدال خلال الفترة الزمنية 39
- الجدول 8: حساب القيمة الاقتصادية المضافة لمجمع صيدال خلال الفترة الزمنية (2013-2022) 39
- الجدول 9: نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط 41

قائمة الإختصارات

المختصر باللغة الأجنبية	المختصر باللغة العربية	المختصر
Return on Equity	العائد على حقوق الملكية	ROE
Return on Assets	العائد على إجمالي الأصول	ROA
Implied cost of Capital	إجمالي رأس المال المستثمر	IC
Economic Value Added	القيمة الاقتصادية المضافة	EVA
Net Operating Profit After Taxes	صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب (نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب)	NOPAT
Weighted Average Cost of Capital	لتكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال	WACC
Market Rate	عائد السوق	Rm
Cost of Equity	تكلفة الأموال الخاصة	Kcp
Cost of Debt	تكلفة الديون	Kd
Capital	الأموال الخاصة	Cp
Debt	الديون	D
Risk-free Rate	معدل العائد الخالي من المخاطرة و هو عائد سندات الخزينة	Rf

قائمة الملاحق

- 48 الملحق 1 : حسابات النتائج لمجمع صيدال (2013-2014)
- 49 الملحق 2 : جزء الخصوم للميزانية السنوية لمجمع صيدال (2013-2014)
- 50 الملحق 3: جزء الأصول للميزانية السنوية لمجمع صيدال (2013-2014)
- 51 الملحق 4: الميزانية السنوية العامة + جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال لسنة 2015
- 52 الملحق 5: جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (2016-2017)
- 53 الملحق 6: جزء الخصوم للميزانية السنوية لمجمع صيدال (2016-2017)
- 54 الملحق 7: جزء الأصول للميزانية السنوية لمجمع صيدال (2016-2017)
- 55 الملحق 8: جزء الأصول للميزانية السنوية لمجمع صيدال (2018-2019)
- 56 الملحق 9: جزء الخصوم للميزانية السنوية لمجمع صيدال (2018-2019)
- 57 الملحق 10: جدل حسابات النتائج لمجمع صيدال (2018-2019)
- 58 الملحق 11: جزء الأصول للميزانية السنوية لمجمع صيدال (2019-2020)
- 59 الملحق 12: جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (2019-2020)
- 60 الملحق 13: جزء الخصوم للميزانية السنوية لمجمع صيدال (2019-2020)
- 61 الملحق 14: جزء الخصوم للميزانية السنوية لمجمع صيدال (2021-2022)
- 62 الملحق 15: جزء الخصوم للميزانية السنوية لمجمع صيدال (2021-2022)
- 63 الملحق 16: جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (2021-2022)

المقدمة

المقدمة

تقييم الأداء المالي للشركات هي عملية تهدف لمعرفة مدى كفاءة الشركة في تحقيق أهدافها المالية والإستراتيجية، يعتمد هذا التقييم على مجموعة من الأدوات و المؤشرات المالية التي تساعد المستثمرين و المسيرين وأصحاب المصلحة في اتخاذ القرارات الملائمة، لكن مع تطور الأسواق المالية و زيادة تعقيد الأعمال، أصبح من الضروري إعادة النظر في أساليب تقييم الأداء المالي .

حيث اعتمد مسيرو الشركات و المستثمرون في السابق على مؤشرات الأداء التقليدية مثل الأرباح الصافية، العائد على حقوق المساهمين، و على الرغم من أهمية هذه المؤشرات إلا أنها أصبحت غير قادرة على إعطاء صورة دقيقة و شاملة عن قدرة الشركات على خلق قيمة مستدامة .

ونظرا لما تعرضت له هذه الأخيرة من انتقادات ظهر بما يسمى مؤشرات الأداء الحديثة و على غير سابقتها تتميز هذه المؤشرات بتركيزها على القيمة المضافة، الكفاءة والاستدامة طويلة الأجل، تشمل هذه المؤشرات العائد على رأس المال المستثمر، الربح الاقتصادي، القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة.

و من أبرز مؤشرات الأداء الحديثة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة التي سنسلط عليها الضوء من خلال دراستنا .

الإشكالية :

بناء على ما سبق نطرح الإشكالية التالية :

- ما هي العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وأسعار الأسهم ؟ وكيف تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة على سعر سهم شركة صيدال ؟

الأسئلة الفرعية

ومن خلال الإشكالية نطرح الأسئلة الفرعية :

- ما هي طبيعة العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية للسهم؟
- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة للشركات والأسعار السوقية لأسهمها؟

- هل يمكن الاعتماد على القيمة الاقتصادية المضافة كبديل للأساليب التقليدية في تفسير التغير في الأسعار السوقية للأسهم؟

فرضيات الدراسة

- تعتبر مؤشرات خلق القيمة (القيمة الاقتصادية المضافة) ضرورية لتحقيق الأهداف بعيدة المدى.
- توجد دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة و التغير الذي يحدث لسعر السهم .
- يمكن تقييم مؤسسة صيدال من منظور خلق القيمة

متغيرات الدراسة :

اشتملت هذه الدراسة على مجموعة من المتغيرات نذكرها :

- المتغير المستقل: القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)
- المتغير التابع : أسعار أسهم شركة صيدال .

أهداف الدراسة :

تهدف هذه الدراسة إلى:

- التعرف على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر حديث للأداء المالي و الوقوف على أهم المصطلحات المتعلقة به و طريقة حسابه.
- التعريف بعملية تقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية.
- اختبار أثر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) على التغير في القيمة السوقية لسهم شركة صيدال .

أهمية الدراسة

تتمثل أهمية الدراسة في كونها من الدراسات التي تتناول مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والقدرة على خلق القيمة المضافة لحملة الأسهم وعلاقتها بالقيمة السوقية لأسعار الأسهم ومدى قدرتها على تفسير التغيرات التي تحدث في تلك القيم من خلال التطبيق على شركة صيدال المدرجة في بورصة الجزائر المالية.

بالإضافة إلى الربط بين متغيرات الدراسة التي تحقق هذا الغرض، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض عنصر المخاطرة المصاحب للقرارات المختلفة، ويساهم في تعزيز الاستثمار في أسهم صيدال وتعزيز دور بورصة الجزائر و العمل على زيادة حجم التداول.

أسباب اختيار الدراسة:

تتمثل الأسباب التي جعلتنا نختار هذا الموضوع

- من أجل استكمال حلقة بحوث الدراسات التي تعالج أهمية مؤشرات خلق القيمة على رأسها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

حدود الدراسة :

- الحدود الموضوعية : سوف نتطرق إلى موضوع أثر مؤشرات خلق القيمة (مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA) على أسعار السهم في مؤسسة اقتصادية مدرجة في سوق الأوراق المالية.
- الحدود المكانية : شركة صيدال لصناعة الأدوية المدرجة في سوق الأوراق المالية الجزائري .
- الحدود الزمنية للدراسة : تتمثل الحدود الزمنية في فترة الدراسة من (2013 إلى 2022).

مصطلحات الدراسة :

القيمة الاقتصادية المضافة، خلق القيمة، الأداء المالي.

الأدوات و المنهج المستخدم في الدراسة :

من أجل تحقيق الهدف من هذه الدراسة اعتمدنا على المنهج الوصفي في الدراسة النظرية حيث تم إجراء مسح نظري في الأدبيات المتعلقة بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وتقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية وعرض أهم الدراسات السابقة ومن أجل الربط بين الجانب النظري و الجانب التطبيقي، وفي الدارسة التطبيقية تم الاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews أجل القيام بالتحليل الاقتصادي للعلاقة بين متغيرات الدراسة .

الفصل الأول :الأداء المالي وخلق القيمة وأدوات قياسها

تمهيد

تعتبر مؤشرات خلق القيمة و القيمة الاقتصادية المضافة من العناصر الأساسية في تقييم الأداء المالي للشركات وتحليل قدرتها على تحقيق عوائد للمساهمين، تتيح هذه المؤشرات للمستثمرين كيفية استخدام الشركة لرأس المال وخلق القيمة لهم. من خلال هذا الفصل نهدف لإظهار أثر هذه المؤشرات وبالتحديد مؤشر اقيمة الاقتصادية المضافة على سعر السهم.

سنعرض في هذا الفصل الدراسات السابقة التي تناولت تأثير مؤشرات خلق اقيمة والقيمة الاقتصادية المضافة على سعر السهم من خلال تحليل الاستنتاجات التي توصلت إليها هذه الدراسات سنتمكن من فهم تفاعل السوق المالي مع هذه المؤشرات، كما سنتطرق للتعريف بأهم المصطلحات التي تتعلق بالأداء المالي وخلق القيمة، بالإضافة الى توضيح مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، وسنتطرق لكل ما سبق بالتفصيل من خلال المباحث التالية:

المبحث الاول : مفاهيم اساسية حول الاداء المالي وخلق القيمة

المبحث الثاني : الدراسات السابقة حول مؤشرات خلق القيمة والقيمة السوقية للسهم

المبحث الأول : مفاهيم أساسية حول الأداء المالي وخلق القيمة

سيتم التركيز في هذا المبحث على بعض المفاهيم المتعلقة بالأداء المالي و أهميته و العوامل المؤثرة عليه، وأشرنا كذلك إلى المفاهيم المتعلقة بتقييم الأداء.

المطلب الأول :الإطار مفاهيمي للأداء المالي

يحظى الأداء المالي في الشركات و المؤسسات بكافة أنواعها باهتمام متزايد من قبل الباحثين و الإداريين و المستثمرين، لأن الأداء المالي الأمثل هو السبيل الوحيد للحفاظ على البقاء والاستمرار و إتاحة الموارد المالية وتزويد المؤسسة بفرص استثمارية في ميادين الأداء المختلفة و التي تساعد على تلبية احتياجات أصحاب المصالح و تحقيق أهدافهم.¹

الفرع الأول : مفهوم و أهمية الأداء المالي

1- مفهوم الأول الأداء المالي

يمثل الأداء المالي المفهوم الضيق لأداء الشركات حيث يركز على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى انجاز الأهداف , ويعبر الأداء المالي عن أداء الشركات حيث أنه الداعم الأساسي للأعمال المختلفة التي تمارسها الشركة، ويساهم في إتاحة الموارد المالية وتزويد الشركة بفرص استثمارية في ميادين الأداء المختلفة و التي تساعد على تلبية احتياجات أصحاب المصالح وتحقيق أهدافهم .²

ومما سبق فإن الأداء المالي:

- أداة تحفيز لاتخاذ القرارات الاستثمارية و توجيهها تجاه الشركات الناجحة فهي تعمل على تحفيز المستثمرين على للتوجه إلى للشركة أو الأسهم التي تشير معاييرها المالية على التقدم والنجاح عن غيرها .

¹زينب مرابط، أسماء مشري، (أثر كفاءة رأس المال الفكري في الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة الجزائر)، مجلة الاستثمار والتنمية المستدامة، العدد 1 / 2021، ص291

²محمد محمود الخطيب ، الأداء المالي و أثره على عوائد أسهم الشركات ، دار حامد للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى، عمان ، 2010،

- أداة لتدارك الثغرات و المشاكل و المعوقات التي قد تظهر في مسيرة الشركة فالمؤشرات تدق ناقوس الخطر إذا كانت الشركة تواجه صعوبات نقدية أو ربحية أو لكثرة الديون و القروض و مشكل العسر المالي و النقدي وبذلك تنذر إدارتها للعمل لمعالجة الخطر .
 - أداة لتحفيز العاملين و الإدارة في الشركة لبذل المزيد من الجهد بهدف تحقيق نتائج و معايير مالية أفضل من سابقتها .
 - أداة للتعرف على الوضع المالي القائم في الشركة في لحظة معينة ككل أو من جانب معين من أداء الشركة أو لأداء أسهمها في السوق المالي في يوم محدد و فترة معينة.
- تعتبر الشركة عن أدائها المالي بعبارات تمثل رؤية موضوعية لمستوى الأداء من خلال صيغ ملموسة ذات قيم عددية و كمية بدلا من استخدام عبارات تؤكد على حقائق عامة حتى يتسنى للشركات تحديد مستوى الأداء بدقة وفعالية.³

1- أهمية الأداء المالي

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

و تتبع أهمية الأداء المالي أيضا و بشكل خاص في عملية متابعة أعمال الشركة و تفحص سلوكها و مراقبة أوضاعها و تقييم مستويات أدائها و فعاليتها و توجيه الأداء نحو الاتجاه الصحيح و المطلوب من خلال تحديد المعوقات و بيان أسبابها و اقتراح إجراءاتها التصحيحية و ترشيد الاستخدامات العامة للشركات واستثماراتها وفقا للأهداف العامة للشركة و المساهمة في اتخاذ القرارات السليمة للحفاظ على الاستمرارية و البقاء و المنافسة.

³محمود خطيب،مرجع سبق ذكره،ص46

حيث أن الأداء المالي يمكن أن يحقق للمستثمرين الأهداف التالية يمكن المستثمر من :

- متابعة و معرفة نشاط الشركة و طبيعته و كما يساعد على متابعة الظروف الاقتصادية و المالية المحيطة، و تقدير مدى تأثير أدوات الأداء المالي من ربحية و سيولة و نشاط و مديونية و توزيعات على سعر السهم.
- يساعد المستثمر في إجراء عملية التحليل و المقارنة و تفسير البيانات المالية و فهم التفاعل بين البيانات المالية لاتخاذ القرار الملائم لأوضاع الشركة.

و منه فإن موضوع الأساسي للأداء المالي هو الحصول على معلومات تستخدم لأغراض التحليل المالي

وبشكل عام يمكن حصر أهمية الأداء المالي في أنه يلقي الضوء على الجوانب الآتية:

- تقييم ربحية الشركة
- تقييم سيولة الشركة
- تقييم تطور نشاط الشركة
- تقييم مديونية الشركة
- تقييم تطور توزيعات الشركة
- تقييم تطور حجم الشركة

لذلك يتم تحديد المؤشرات التي توفر للشركة أدوات و طرق تحليل الأداء المالي , حيث أن الغرض من تقييم الربحية و تحسينها هو تعظيم قيمة الشركة و ثروة المساهمين ، و الغرض من تقييم سيولة هو تحسين قدرة الشركة على الوفاء بالالتزامات ، أما الغرض من تقييم النشاط هو معرفة كيفية توزيع الشركة لمصادرهما المالية و استثمارها ، والغرض من تقييم الرفع المالي لمعرفة مدى اعتماد الشركة على التمويل الخارجي، والغرض من تقييم التوزيعات معرفة سياسة الشركة في توزيع الأرباح ، أما الغرض من تقييم حجم الشركة فهو يزودها بمجموعة من الميزات ذات أبعاد اقتصادية بالإضافة إلى تحسين القدرة الكلية للشركة .⁴

⁴ محمود الخطيب ، مرجع سبق ذكره ، صفحة 47 إلى 48

الفرع الثاني : العوامل المؤثرة على الأداء المالي.

نتلخص العوامل المؤثرة على الأداء المالي فيما يلي:

1 العوامل الداخلية: تتمثل أبرز العوامل الداخلية التي تؤثر على الأداء المالي فيما يأتي:

1-1 الهيكل التنظيمي: يؤثر الهيكل التنظيمي على الأداء المالي من خلال تقسيم المهام والمسؤوليات المتعلقة بالوظيفة المالية ومن ثم تحديد الأنشطة وتخصيص الموارد اللازمة لها، فضلا عن تأثير طبيعة الهيكل التنظيمي على اتخاذ القرارات المالية ومدى ملاءمتها للأهداف المالية المسطرة، ومدى تصحيحها لطبيعة الانحرافات الموجودة.

1-2 المناخ التنظيمي: ويقصد به مدى وضوح التنظيم في المؤسسة وإدراك العاملين علاقة أهداف المؤسسة وعملياتها وأنشطتها بالأداء المالي حيث إذا كان المناخ التنظيمي مستقر فانه منطقيا نضمن سلامة الأداء المالي بصورة ملحوظة وإيجابية كذلك جودة المعلومات المالية وسهولة سريانها بين مختلف الفروع والمصالح وهذا ما يضفي الصورة الجيدة للنشاط المالي وبالتالي الأداء المالي.

1-3 التكنولوجيا: يقصد بها تلك الأساليب والمهارات الحديثة التي تخدم الأهداف المرجوة، كتكنولوجيا الإنتاج حسب الطلب، وتكنولوجيا التحسين المستمر الخ. لذا وجب على المؤسسة الاقتصادية أن تولي اهتمامها الكبير بالتكنولوجيا المستخدمة والتي يجب أن تتسجم مع الأهداف الرئيسية لها، وذلك عن طريق التكيف والاستيعاب لمستجداتها بهدف الموائمة بين التقنية والأداء المالي، مما يضعها أمام حتمية تطوير هذا الأخير بما يلاءم التكنولوجيا المستخدمة.

1-4 حجم المؤسسة: قد يؤثر حجم المؤسسة وتصنيفها على الأداء المالي بشكل سلبي، فكلبر حجم المؤسسة يشكل عائقا للأداء المالي، لأن في هذه الحالة تصبح الإدارة أكثر تعقيدا وتشابكا، وقد يؤثر إيجابا من ناحية أن كبر حجم المؤسسة يتطلب عددا كبيرا من المحللين الماليين مما يساهم في رفع جودة الأداء المالي لها وهذه الحالة في الأكثر واقعية.

2 العوامل الخارجية : تتمثل في العوامل التي تكون خارج نطاق المؤسسة أبرز العوامل الخارجية التي تؤثر على الأداء المالي فيما يأتي

1-2 السوق: يوجد العديد من الأشكال التي يمكن أن تأخذها أسواق السلع الاقتصادية، حيث يعتمد ذلك على هيكل السوق والسلوك الذي تقوم المؤسسة بإتباعه من أجل تحقيق هدفها الأساسي وهو تعظيم الأرباح، ويؤثر السوق في الأداء المالي من ناحية قانوني العرض والطلب فإن تميز السوق بالانتعاش وكثرة الطلب فإن ذلك سيؤثر بإيجابية على الأداء المالي، أما في الحالة العكسية فستلاحظ تراجع في الأداء المالي

2-2 المنافسة: تعد المنافسة سلاحاً ذو حدين بالنسبة للأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية، فمن جهة قد تعد المحفز لتعزيزه عندما تواجه المؤسسة تداعيات المنافسة فتحاول جاهدة لتحسين صورتها ووضعها المالي عن طريق أداءها المالي لتواكب هذه التداعيات، أما من جهة أخرى فإن لم تكن المؤسسة أهلاً لهذه التداعيات ولا تستطيع مواجهة المنافسة فإن وضعها المالي يتدهور وبالتالي الأداء المالي يسوء.

2-3 الأوضاع الاقتصادية: إن الأوضاع الاقتصادية العامة قد تؤثر على الأداء المالي سواء بطريقة سلبية أو على العكس، فنجدها مثلاً في الأزمات الاقتصادية، أو حالات التضخم تؤثر بالسلب على الأداء المالي، أما في حالة ارتفاع الطلب الكلي أو دعم الدولة لإنتاج ما قد يؤثر بإيجابية على الأداء المالي.⁵

الفرع الثالث: تقييم الأداء المالي

سننتظر من خلال هذا الفرع لشرح بعض أهم العناصر التي ستوضح لنا معنى تقييم الأداء المالي

1- تعريف تقييم الأداء المالي :

تقييم الأداء المالي للمؤسسة هو تقديم حكم ذو قيمة حول إدارة الموارد الطبيعية و المادية والمالية متخذة، أي تقييم الأداء هو قياس النتائج المحققة أو المنتظرة على ضوء معايير محددة سلفاً لتحديد ما يمكن قياسه و من ثم قياس مدى تحقيق الأهداف لمعرفة مستوى الفعالية، وتحديد الأهمية النسبية بين النتائج و الموارد المستخدمة مما يسمح بالحكم على درجة الكفاءة.⁶

يعرف تقييم الأداء المالي أيضاً على أنه قياس العلاقة بين العناصر المكونة للمركز المالي للمؤسسة الاقتصادية (الأصول ، المطلوبات ، حقوق المساهمين و النشاط التشغيلي الخ) للوقوف على درجة التوازن بين هذه العناصر و بالتالي تحديد مدى قوة مركزها المالي.

⁵أمينة حفاصة، أثر جودة القوائم المالية على تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية ، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد بوضياف المسيلة، 2021، صفحة 40-41

⁶- شريف غياط، مهري عبد المالك، (تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية باستخدام مؤشر قياس المردودية).مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد24، جامعة زيان عاشور الجلفة، ص140.

و مما سبق يمكن تعريف التقييم الأداء المالي المؤسسي بأنه عملية الفحص الدقيق و القياس و التشخيص للوضع المالي للمؤسسة، أي عملية اكتشاف الانحرافات التي تؤدي إلى نتائج سلبية و اعتماد طرق معينة لتصحيحها، و تجنب تكرارها في المستقبل ، واكتشاف المزايا و تقويتها.⁷

2- أهمية أهداف تقييم الأداء المالي

2-1 أهمية تقييم الأداء المالي

إن تقييم الأداء يقدم تشخيصا للمشاكل التي تواجه المؤسسة و الحكم على كفاءتها فله أهمية بالغة تكمن في النقاط التالية:

- تمكين المؤسسة من الاستغلال الأمثل لمواردها.
- المساعدة في اتخاذ القرارات المالية و الإستراتيجية.
- المساعدة في إجراء عملية التحليل و المقارنة.
- يوضح أثر هيكل التمويل على ربحية المؤسسة و يعكس كفاءتها التمويلية.
- تحديد كفاءة المؤسسة و مدى تحقيقها لأهدافها.
- التأكد من أن القرارات التي يتم اتخاذها تكون على أساس الحقائق و ليس العواطف و الآراء الشخصية.
- توضيح أي الأماكن و القطاعات في المؤسسة التي تحتاج إلى تحسين و تطوير.
- تعظيم قيمة المؤسسة في السوق عن طريق التشخيص الإيجابي (نقاط القوة) و السلبي (نقاط الضعف) لأدائها المالي، بغرض تعزيز الإيجابيات و معالجة السلبيات.

2-2 أهداف تقييم الأداء المالي

تسعى المؤسسة الاقتصادية من خلال تقييم أدائها المالي لتحقيق جملة من الأهداف، أهمها :

- الوقوف على مستوى انجاز المؤسسة الاقتصادية بمقارنتها بالأهداف المدرجة في خططها المالية.
- الكشف عن مواطن الخلل والضعف و إجراء تحليل شامل لها وبيان مسبباتها وذلك بهدف وضع الحلول اللازمة لها وتصحيحها و تجنبها مستقبلا.
- تحديد مسؤولية كل مركز أو قسم في المؤسسة لمواطن الخلل و الضعف وذلك من خلال قياس إنتاجية كل قسم من الأقسام و تحديد إنجازاته، و الأمر الذي يؤدي إلى خلق منافسة بين الأقسام باتجاه رفع مستوى أداء المؤسسة.

⁷ عبد المالك مسعي، المؤشرات الحديثة لتقييم أداء المالي والتنبؤ بالفشل للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، جامعة أبو بكر بلقايد، 2023، ص18

- التعرف على مدى ترشيد و كفاءة استخدام الموارد المتاحة لتحقيق عائد أكبر بتكاليف أقل و بنوعية جيدة.
- تسهيل تحقيق تقويم شامل للأداء على مستوى الاقتصاد الوطني وذلك بالاعتماد على نتائج التقويم الأدائي على مستوى المؤسسات فالصناعات فالقطاعات وصولا للتقويم الشامل.
- تصحيح الموازنات التخطيطية ووضع مؤشراتها في المسار الصحيح بما يوازن بين الطموح و الإمكانيات المتاحة، حيث يشكل تقييم الأداء المالي قاعدة معلوماتية كبيرة في رسم السياسات و الخطط المالية بعيدة المدى بشكل أكثر موضوعية.
- تقديم البيانات و المعلومات الخاصة بالأداء المالي للأطراف ذوي العلاقة بالمؤسسة للقيام بعمليات التحليل وتفسير البيانات المالية لمساعدتهم على اتخاذ القرارات الاستثمارية و التمويلية.

كما يمكن لتقييم الأداء المالي أن يحقق للمستثمرين الأهداف التالية:

- يمكن المستثمر من متابعة نشاط المؤسسة، كما يساعد على متابعة الظروف الاقتصادية والمالية المحيطة بها، وتقدير مدى تأثير أدوات الأداء المالي من ربحية و سيولة و مديونية و توزيعات الأرباح على سعر السهم.
- يساعد تقييم الأداء المستثمر في إجراء عملية المقارنة و التحليل و تفسير البيانات المالية، و فهم التفاعل بين البيانات المالية لاتخاذ القرار الملائم لأوضاع المؤسسة.⁸

المطلب الثاني : مؤشرات الأداء كمقياس لخلق القيمة

مؤشرات الأداء المالي هي أدوات لقياس مدى قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها المالية وخلق قيمة للمساهمين وأصحاب المصلحة، حيث يعتمد نجاح الشركة واستمرارها بشكل كبير على قدرتها على إدارة مواردها المالية بكفاءة وتحقيق الأرباح المطلوبة للمساهمين، وتتيح هذه المؤشرات للمستثمرين و الإدارة فرصة تقييم الأداء المالي للشركة بشكل شامل، مما يساعد في اتخاذ القرارات الإستراتيجية وتحسين الأداء العام .

⁸ حسين سيد علي، أثر الاهتلاك بالمركبات على الأداء المالي للمؤسسات الجزائرية، مذكرة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، 2022 ، صفحة

الفرع الأول : مفهوم خلق القيمة

1 مفهوم خلق القيمة

يرتبط مفهوم خلق القيمة بمدى تعظيم ثروة المساهمين، و بالتالي هناك ارتباط وثيق بمدى قدرة المؤسسة على تمويل احتياجاتها المالية و قدرتها على خلق فائض في القيمة ذلك لأن الكفاءة في تمويل الاحتياجات المالية مرتبطة بمدى تحول تلك الإمكانيات المالية إلى إيرادات مالية، تكون في الأخير ثروة المؤسسة، و ذلك بعد خصم مختلف التكاليف سواء تلك المتعلقة بالاستغلال، أو المتعلقة بتكلفة التمويل.⁹

و في البلدان الناطقة باللغة الإنجليزية، ينظر لها على أنها قيمة حقوق المساهمين، حيث أن المساهمين هم المالكون القانونيون للشركة الذين يقومون بتوريد أموال رأس المال الدائم، و في حالة التصفية يكون لهم فقط القيمة المتبقية من أصول و أرباح الشركة بعد دفع جميع حقوق الأطراف الأخرى.¹⁰

وإنشاء القيمة للمساهمين تعني القدرة على تحقيق مردودية مستقبلية كافية من الأموال المستثمرة حالياً، و المردودية الكافية هي تلك التي لا تقل عن المردودية التي بإمكان المساهمين الحصول عليها في استثمارات أخرى ذات مستوى خطر مماثل، فإذا لم يتمكن فريق المسيرين من إنشاء القيمة فالمستثمرين يتوجهون إلى توظيفات أخرى أكثر مردودية.¹¹

2 أهداف خلق القيمة

يرتكز مفهوم خلق القيمة على مدخل تعاقدية فقد تم توكيل المسيرين من طرف المساهمين بتسيير أموالهم بالاستثمار و الاحتفاظ بجزء منها في المنشأة الاقتصادية، وقد لوحظ في العشرية الأخيرة انفصال بين المسيرين والمالكين، إذ الهدف الأساسي المنشود الذي تسعى الفرقة المسيرة للمنشأة إلى تحقيقه هو خلق قيمة للمساهم، أي تعظيم ثروة الملاك في الأجل الطويل.

⁹أمال عقون، أمان يوسف، خلق القيمة، خلق القيمة في المؤسسة باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (دراسة حالة مؤسسة الأوراسي 2019-2022)، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 2، ص 238

¹⁰ميلان كوير ، ترجم د مقبولة حمودة ، الاستشارات الإدارية دليل المهنة ، مكتب العمل الدولي - جنيف طلال أبو غزالة للاستشارات ، الطبعة الرابعة صفحة 295

¹¹مال لعقون، أمان يوسف، مرجع سابق، ص 238

الهدف من سياسة خلق القيمة بالدرجة الأولى هو تعظيم قيمة الأسهم المشكلة لرأس مال منشأة مسعرة، أي تعظيم قيمة الصكوك التي يملكها المساهمون طالما أن إعادة بيعها بسعر أعلى من سعر الاقتناء، أضف إلى ذلك سياسة توزيع الأرباح المحققة تشكل عنصر إيجابي للمساهمين، وبتابع أساليب التنبؤ تمكنت المنشآت اليوم من ضبط مستوى الأرباح المستقرة في الأجل المتوسط لتتنظر إلى المدى البعيد، هذا ما ساعدها على رسم استراتيجيات البقاء لمواجهة ما يصادفها من مشكلات.

فتوليد أو تحقيق تدفقات نقدية كافية لضمان حد أدنى من التوزيعات على المساهمين يمثل في الواقع المستوى الأدنى للعائد المطلوب في السوق على الأموال الخاصة، و يسمح بتحقيق هدف منشأة اقتصادية تتبنى مسار خلق القيمة.¹²

الفرع الثاني : مؤشرات الأداء المالي

1 مؤشرات الأداء التقليدية

يقاس الأداء المالي استنادا إلى البيانات المحاسبية المشتقة من التقارير المالية، وتم قياسه بمجموعة من المؤشرات (نسب السيولة، نسب الربحية، نسب أداء هيكل رأس المال).

1-1 نسب الربحية :

تقيس نسب الربحية مدى تحقق المؤسسة للمستويات المتعلقة بأداء الأنشطة، كما أنها تعطي إجابات نهائية عن الكفاءة العامة لإدارة المؤسسة، وتتمثل فيما يلي :

1-1-1 العائد على حقوق الملكية (ROE) : تشير هذه النسبة إلى العائد المتوقع جراء استثمار المالكين في

الشركة، و تعبر عن مدى كفاءة الإدارة المالية في استغلال أموال الملاك وقدرتها على تحقيق أرباح مرضية لهم، و تعطى العلاقة المبسطة لحساب هذا المؤشر كالتالي

¹² السعيد بركة، سمير مسعي، تقييم المنشأة الاقتصادية "مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA"، الملتقى الدولي: صنع القرار في

المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة (الجزائر)، 2009، ص7.

$$ROE = \text{النتيجة الصافية} / \text{حقوق الملكية}$$

1-1-2 العائد على إجمالي الأصول ROA: يبين هذا المعدل نسبة الربح على كل دينار مستثمر في الأصول، كلما كانت هذه النسبة أعلى كلما كانت ربحية الشركة أفضل، و تعطى العلاقة المبسطة لحساب هذا المؤشر كالتالي

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

1-2 نسب أداء هيكل رأس المال: كما تسمى أيضا نسب المديونية، تساعد هذه النسب المحلل المالي في الحكم على مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها و من نسب هذه المجموعة نجد (نسبة قابلية السداد، نسبة الاستقلالية المالية و نسبة الرافعة المالية)¹³

1-3-1 نسب السيولة: تمثل نسب السيولة مقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل حين استحقاقها و من نسب هذه المجموعة نجد: (نسبة التداول، نسبة السيولة السريعة، و نسبة السيولة الجاهزة).

1-3-1-1 نسبة التداول: و هذه النسبة تعمل على قياس توازن المؤسسة المالي من خلال إظهار درجة تغطية الأصول المتداولة في المؤسسة للخصوم، و يمكن إيجاد هذه النسبة من خلال العلاقة التالية:

$$(\text{الأصول المتداولة} / \text{الخصوم}) \times 100$$

1-3-2-1 نسبة السيولة السريعة : هناك بعض الجهات و تحديدا الدائنين والمقرضين تطلب أن تكون نسبة السيولة بشكل أكثر دقة بحيث يتم استثناء أصعب العناصر تحولا إلى نقد الأصول المتداولة، و غالبا ما يكون

¹³أ. د نعيم حسين ، التحليل المالي باستخدام الحاسوب ، دار و مكتبة الكندي للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى،

عنصر المخزون هو العنصر الأقل سرعة في تحوله إلى نقد، و هذه النسبة تسمى نسبة السيولة السريعة، و يمكن إيجادها من خلال العلاقة لتالية :¹⁴

(الأصول المتداولة - المخزون) / الخصوم .

2- التحول من المؤشرات التقليدية إلى المؤشرات الحديثة

توصلت الدراسات الأكاديمية بعدم قدرة و كفاية المؤشرات المحاسبية التقليدية لقياس و تقييم أداء المؤسسات حيث أصبحت الإدارة أكثر إدراكا على أن هذه المؤشرات لا تعكس حقيقة خلق القيمة داخل المؤسسة ، حيث تستند في حساباتها إلى عدم الأخذ بنظر العناية المخاطرة و لا آثار التضخم ولا حتى تكاليف الفرصة البديلة و في المقابل تكون خاضعة بشكل كبير إلى الجوانب التاريخية من الأداء، و خضوعها بدرجة كبيرة إلى التلاعب من جانب المدراء و فعلى سبيل المثال أن العائد على سعر السهم يعمل على تشجيع المستثمرين في الأجل القصير و عليه يمكن اعتقاد المدراء أن حاملي الأسهم هو مصدر مكلف، و يعتبر العائد على سعر السهم و كذلك العائد على الاستثمار مقاييس مضللة إذا يكمن التغيير فيها و ذلك بتغيير الطرق المحاسبية أو التغيير في هيكل رأس مال المؤسسة بالإضافة إلى أنها تعتبر أقل قدرة في التقاط القيمة مدى البعيد فضلا على عدم القدرة على التقاط العلاقات غير ملموسة ومثال ذلك خدمة الزبون أو سمعة المؤسسة في الميزانية العمومية . وبذلك فإن المؤسسات التي تعتبر القيمة المحرك و الهدف الإرتكازي لعمليات الإدارة يحتم عليها بالضرورة إجراء تقييم دوري سواء للمؤسسة ككل أو للفروع و الوحدات الإستراتيجية للمؤسسة بما يسمح لها بالوقوف على قيمتها واتخاذ الإجراءات و التدابير و القرارات المناسبة حيث يتم توجيه كل الجوانب التشغيلية بغية خدمة الهدف وهو خلق القيمة.¹⁵

¹⁴ 14. محمد زرقون وآخرون، دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية و الحديثة في تفسير عوائد الأسهم (دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة 2015-2010)، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد و الإدارة، العدد 3 /جوان 2018

¹⁵ عبد المالك مسعي محمد مرجع سابق صفحة 48-49

3 مؤشرات الأداء الحديثة

3-1 مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

يعد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من أهم المقاييس المستخدمة في تقييم الأداء المالي للمؤسسة وهي شكل مطور لمفهوم الدخل المتبقي وكانت نتيجة للقصور في مؤشر الربح المتبقي، ولقد ظهر هذا المفهوم على يد Joel stern وG.bennettstewart، وتعتبر القيمة الاقتصادية المضافة مؤشرا لقياس الأداء وطريقة للتسيير، حيث تعد وسيلة لدفع وتحفيز المديرين على تقديم أداء أفضل.¹⁶

سننظر من خلال هذا العنصر للبحث الدقيق والموسع لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة باعتباره محل الدراسة

3-1-1 الخلفية التاريخية للقيمة الاقتصادية المضافة

في العديد من الحالات تواجه المؤسسة مشكلة في التوفيق بين مصالح الإدارة ومصالح الملاك خاصة المساهمين، وهو ما يطرح مشكلة سلطة اتخاذ القرار التي تكون نتيجة فصل الملكية عن الإدارة، ولقد ركزت العديد من الدراسات على هذا المشكل وحاولت البحث عن الأسباب الأساسية له، والعمل على إيجاد وسيلة للحد منه لذلك قامت بالبحث عن أسلوب عادل لقياس ثروة المساهمين، وهنا ظهرت الحاجة إلى مقاييس ومعايير لتقييم أداء المؤسسة تهدف إلى تحديد مدى قدرة المديرين على خلق قيمة للمساهمين وتحقيق عائد يتناسب مع حجم رأس المال المستثمر.

ولقد توصل الباحثون للعديد من المقاييس التي تقيس ربحية المؤسسة أهمها العائد على الاستثمار، العائد على الأصول و الربح المتبقي، والتي يتم احتسابها باستخدام المعلومات المحاسبية والتي تكون عرضة للتلاعب من طرف المسيرين.

إن من أوائل من تحدث عن مفهوم الربح المتبقي (الدخل) هو ألفريد مارشال (1890) حيث عرفه على أنه إجمالي الأرباح الصافية مطروحا منها الفائدة على رأس المال المستثمر، وفي خمسينيات القرن الماضي قامت مؤسسة جنرال إلكتريك باستخدام مفهوم الدخل المتبقي كمقياس لتقييم الأداء، وعلى ضوء القصور مدخل

¹⁶ حسنية صيفي، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة "دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال

الفترة 2008-2013، أطروحة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2016، ص 27

الربح المتبقي " قام كل من JOEL STERN et G,BENNET STEWART (1991) بسلسلة من التعديلات المحاسبية على هذا المؤشر، على أساس أن هذا الأخير يمثل بيانات محاسبية تأثرت إلى حد كبير بالقواعد والمبادئ و المعايير المحاسبية المتعارف عليها و المقبولة قبولا عاما و التي يشترط الالتزام بها عند إعداد القوائم و التقارير المالية المحاسبية، التي تتضمن بالضرورة مبدأ التكلفة التاريخية وتجاهل الاعتراف بمبدأ تكلفة التمويل من خلال حقوق الملاك و المساهمين ويعتبر الإجراء الأخير بمثابة ضمانة مؤكدة تتيح الشك في الأداء المالي الحقيقي للوحدة الاقتصادية، واستنادا على النموذج الاقتصادي للمؤسسة الذي قدمه مودجلياني وميلر 1961 وأعمال M.C.JENSEN et W.MECLING في مجالات السلوك التنظيمي وتكاليف الوكالة وذلك في ثمانينيات القرن الماضي، قام STERN STEWART بتقديم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وبذلك يرجع له الفضل في تحويل هذه المفاهيم النظرية إلى نظام يسهل فهمه ويساعد المسيرين في التوجيه الأمثل لموارد المؤسسة .

لم يحظى مؤشر "الربح المتبقي" بالأهمية التي يتمتع بها مؤشر "القيمة الاقتصادية المضافة" وذلك راجع لكون القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) تم تسويقها مع مؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA) فهي توفر رابطا نظريا لتقييم السوق .

لقد قامت العديد من لدراسات باختبار أفضلية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مع مؤشر الربح المتبقي في تفسير عوائد الأسهم فنجد دراسة (2004) Andwer C.Worthigton ,Trancy west توصلت إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة تتفوق على الربح المتبقي في تفسير عوائد الأسهم ، في حين توصلت دراسة (2006) Ahmed Ismail إلى تساوي المؤشرين في تفسير عوائد السهم ، أما دراسة Dimitris (2007) Kyriazis فأشارت إلى تفوق مقياس الربح المتبقي، وبالتالي بالرغم من كون مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة امتداد للربح المتبقي وجاء لمعالجة القصور الموجود به إلا أنه في الواقع التجريبي لم أهمية هذا الأخير

يعد كل من مؤشر الربح المتبقي و مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقياسين لتقييم الأداء وذلك من خلال قياس قيمة المنشأة 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 المتبقي (الدخل) وذلك من خلال التعديلات التي تم إجراؤها على رأس المال.¹⁷

3-1-2 مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة

تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة من بين أهم المداخل الحديثة التي ظهرت في أوائل التسعينيات كمعيار جديد مستمد من خلق القيمة "Economic Value Added EVA" والتي أثارت اهتمام المسيرين والمختصين ولقد أعطت القيمة الاقتصادية المضافة صيغة أشمل لمفهوم خلق القيمة ، كما أنها تعبر عن ربح المؤسسة ، وهناك من يرى بأنها مفهوم متطور للدخل المتبقي ، وتعتمد القيمة الاقتصادية المضافة EVA على مفهوم تكلفة رأس المال.¹⁸

وتعرف القيمة الاقتصادية المضافة على أنها معيار لقياس الأداء من خلال تحديد الأساليب التي تساهم في رفع قيمة المؤسسة أو القضاء عليها ، و هي تسمح بتحديد الأرباح المتبقية بعد طرح التكاليف الرأسمالية، و تقييم فرصة التكلفة البديلة للمساهمين، والقيمة الاقتصادية المضافة تساوي بالضبط المبالغ التي تم الحصول عليها من خلال التدفقات النقدية المخصومة (DCF) أو صافي القيمة الحالية ، كما أنها تمثل الصورة الحقيقية لخلق ثروة المساهمين و تساعد المديرين على اتخاذ قرارات الاستثمار، وتحديد الفرص المتاحة.¹⁹

ويعرف Stern Stewart القيمة الاقتصادية المضافة على أنها الفرق بين الأرباح التي تستمدتها كل وحدة من عملياتها (NOPAT) وتكلفة رأس المال التي تتحملها كل وحدة من خلال استخدام حد الائتمان الخاص بها.²⁰

¹⁷ أسماء أيمن ،تقييم المؤسسات وفق منظور القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) ،دراسة حالة مؤسسة

الاوراسي ومجمع صيدال خلال الفترة 2002-2017 ، أطروحة دكتوراه ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2021، ص 22

¹⁸ حسنية صيفي ،مرجع سابق ،ص28

¹⁹ بو مصباح صافية، تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية باستخدام التحليل العملي دراسة لعينة من المؤسسات الاقتصادية، أطروحة

دكتوراه، جامعة الجزائر 3 ، 2023، صفحة 48

²⁰ أسماء أيمن، مرجع سابق ص 23 .

3-1-3 إيجابيات القيمة الاقتصادية المضافة :

- تعمل على تخفيض مشاكل الوكالة من خلال تحفيز المسيرين وتشجيعهم على التصرف كأنهم ملاك للمؤسسة
- تقيس العوائد الاقتصادية الفعلية لإجمالي رأس المال المستثمر
- تعترف بصورة صريحة بتكلفة رأس المال سواء المملوك أو المقترض
- ترتبط بشكل وثيق بالقيمة وبثروة حملة الأسهم ، وتوجه نظر إدارة المؤسسة إلى الأداء الذي يؤدي إلى زيادة العائد لحملة الأسهم
- تؤدي إلى تطابق أهداف المسيرين مع أهداف حملة الأسهم والمؤسسة ككل.

3-1-4 الانتقادات الموجهة للقيمة الاقتصادية المضافة

بالرغم مما تحمله القيمة الاقتصادية المضافة من إيجابيات إلا أنها واجهت مجموعة من الانتقادات وهي كالتالي:

- إن مدخل القيمة الاقتصادية المضافة يتركز مثله مثل باقي المؤشرات المالية الأخرى على البيانات التاريخية والمعطيات 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
- إن القيمة الاقتصادية المضافة تقيس الأداء في الأجل القصير كما أسلفنا إذ تقيس رأس المال على أساس التكلفة التاريخية الأصول المكتتاة 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 وتصل إلى 120 تعديلاً ، كما أن بعض من هذه التسويات قد يخضع للتقديرات

الشخصية المتباينة أو قد يتم تكيفها لتنسجم مع أهداف معينة وذلك سيقبل من مصداقيتها ويضعف فاعليتها.²¹

3-1-5 حساب القيمة الاقتصادية المضافة

تعبر القيمة الاقتصادية المضافة عن الربح الحقيقي الذي يحصل عليه المساهم بعد خصم تكلفة مصادر التمويل، وقدمها Stewart على أنها الفرق بين صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب (NOPAT) وتكلفة رأس المال ويمكن حسابها بالعلاقة التالية:²²

$$EVA = NOPAT - WACC * IC$$

حيث:

EVA : القيمة الاقتصادية المضافة

NOPAT : صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب (نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب)

WACC : التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال

IC : إجمالي رأس المال المستثمر

3-2 مؤشر القيمة السوقية المضافة :

يقيس هذا المؤشر الثروة التي تخلقها الشركة، فإذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة تحسب لكل فترة (سنة)، فإن القيمة السوقية المضافة تحسب لمجموعة من السنوات، حيث تمثل القيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة المقدرة لحظة التقييم²³ وتتمثل هذه القيمة في الفرق بين القيمة الاقتصادية للمؤسسة و

²¹ أسماء أيمن ، مرجع سابق، ص33

²² Sabapriya ray, **Efficacy of Economic value Added Concept in Business Performance Measurement** . Advances in information Technology and Management , Vol2, No2, 2012, P262.

²³ محمد زرقون و آخرون ، مرجع سابق، الصفحة 218

القيمة الإجمالية للأموال المستثمرة من خلال ربط وحدات توافق بين قيمة المؤسسة في البورصة و القيمة المحاسبية لها.²⁴

ويمكن حساب القيمة السوقية المضافة من خلال العلاقة التالية:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA}{(1+K)^t}$$

حيث أن :

- MVA : القيمة السوقية المضافة .
- EVA:القيمة الاقتصادية المضافة للفترة
- K:التكلفة الوسطية المرجحة.

المطلب الثالث: أثر خلق القيمة على القيمة السوقية للسهم

الفرع الأول : نظرية الوكالة

ترتكز هذه النظرية على الأهداف المتناقضة الموجودة بين كل من الملاك والمقرضين والمسيرين ،فكل طرف يحاول أن يخدم مصالحه الخاصة ، وهذا ما يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة ويعود الفضل في اكتشاف هذه النظرية إلى Jensen&Meckling في سنة 1976،حيث تفترض نظريتهما على وجود مصالح خاصة بمدراء المؤسسات تدفعهم إلى سلوك مغاير فيما لو كانوا مساهمين ومقرضين .

فالتضارب الموجود بين المساهمين والمسيرين بالدرجة الأولى ينتج عنه صراع الوكالة ، حيث يقوم المساهمين بدفع مصاريف من اجل مراقبة عمل المسيرين الذين يقومون بتحويل الثروة لصالحهم باعتبار أنهم لا يستفيدون من العوائد الكلية لنشاطه مع تحمله شخصيا للمسؤولية .

²⁴نعيم نمر حسين التحليل المالي باستخدام الحاسوب ،دار ومكتبة الكندي للنشر والتوزيع الطبعة الأولى

الفرع الثاني: نظرية الإشارة

من خلال معنى النظرية من اسمها أي "الإشارة" المستمدة من الفعل أشار وسبب نشوؤها والتمثل في معالجة عدم تماثل المعلومات لدى كل الأطراف المهمة بالمؤسسة من مسيرين ومساهمين ومقرضين نجد أن هناك فكرتان رئيسيتان تعتمد عليهما هذه النظرية:

إن نفس المعلومة لا يمتلكها كل الأطراف حيث يمكن أن يتوفر المسيرين على معلومات ليست بحوزة المستثمرين حتى وإن كانت المعلومات متوفرة عند كل الأطراف فإنها لا تستقبل بنفس الطريقة.

وبالتالي فإن القرارات المالية التي يتخذها المسيرين لا تتوقف في حد أنها قرارات صحيحة فقط بل لا بد أن يعمل هؤلاء المسيرين على إقناع السوق بأنها قرارات جيدة وفي فائدة المؤسسة ومن تم في فائدة المستثمرين حيث يعتبر الهيكل التمويلي وتوزيعات الأرباح من أهم المحددات لقيمة المنشأة التي تتم دراستها باحتراس كبير في النظرية المالية وهي إشارات حاملة لمعاني ومعلومات تفيد في توجيه واتخاذ القرارات لمختلف الأعوان.²⁵

المبحث الثاني : الدراسات السابقة حول مؤشرات خلق القيمة والقيمة السوقية للسهم

من خلال هذا المبحث سوف نتطرق إلى الدراسات السابقة والتي تناولت موضوع الدراسة سواء بصفة مباشرة أو الإحالة لأحد متغيرات الدراسة حيث تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب، خصص الأول إلى

²⁵ - شوقي بورقية، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، 2010 ص

الدراسات باللغة العربية بينما المطلب الثاني تناول الدراسات باللغة الأجنبية والثالث واقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

المطلب الأول : الدراسات باللغة العربية

1- 2023 مصطفى حسين دراسة بعنوان دور تقييم الأداء باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة في تحسين الربحية المصرفية وانعكاسها على أسعار الأسهم بالتطبيق على عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية

هدفت الدراسة إلى محاولة إيجاد علاقة تأثيرية بين القيمة الاقتصادية المضافة والربحية المصرفية مبرزة انعكاسها على أسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية ,ولتحقيق الهدف من الدراسة اعتمد الباحثان على عينة مكونة من 13 مصرفا مدرجا في بورصة العراق خلال المدة الزمنية الممتدة 2009-2018 و مجموعة من الأدوات الإحصائية واعتمدت الدراسة على بيانات (panal) و البرنامج الإحصائي (Eviews)حيث توصل الباحثان لوجود أثر ذو دلالة إحصائية للقيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الأسهم بوجود الربحية كمتغير وسيط .²⁶

2- 202 ناصر بن سنة- يوسف قاشي دراسة بعنوان دراسة قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم المؤسسة الاقتصادية

الهدف من هذه الدراسة تحديد مدى قدرة القيمة الاقتصادية المضافة في تفسر التغيرات الحاصلة في لقيمة للسوقية للأسهم، حيث قام الباحثان بدراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة الزمنية (2014-2018) ولتحقيق هدف الدراسة اعتمد الباحثان على التحليل الاحصائي عن طريق الانحدار الخطي البسيط (طريقة المربعات الصغرى).

²⁶ مصطفى حسين، دور تقييم الأداء باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة في تحسين الربحية المصرفية وانعكاسها على أسعار الأسهم (بالتطبيق على عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية) مجلة الدراسات الاقتصادية و الادارية ، العدد 2023/02 .

حيث توصلت الدراسة إلى عدم قدرة القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم مؤسسة أليانس للتأمينات .²⁷

3- 2017 جبار صحن عيسى دراسة بعنوان أثر بعض مؤشرات القيمة وفرص النمو في سيولة السهم لعينة من شركات صناعية مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (2008-2013)

الهدف من هذه الدراسة البحث عن أثر ذو دلالة إحصائية معنوية لمؤشرات خلق القيمة (القيمة الدفترية القيمة السوقية المضافة) وفرص النمو على سيولة السهم لعينة من الشركات الصناعية العراقية المدرجة في بورصة العراق خلال الفترة الزمنية الممتدة من 2008 إلى 2013، و لتحقيق الهدف من الدراسة اعتمد الباحث على النموذج الإحصائي القياسي الانحدار الخطي المتعدد .

وتوصلت الدراسة إلى أن لمؤشرات القيمة أثر ذو دلالة إحصائية معنوية عند مستوى الدلالة 5 % و بقدرة تفسيرية لتباين سيولة السهم بلغت 79% ، كما أن مؤشرات القيمة وفرص النمو تعكس تقييم المتعاملين في السوق المالي و الذي يعكس بدوره نجاح الإدارة في توظيف موارد الشركة وحسن الأداء .²⁸

4- حسنية صيفي ونوال بن عمارة دراسة بعنوان قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة " دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة (2008-2013)

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على قياس الأداء المالي من خلال تحديد مدى قدرتها على تفسير عوائد الأسهم وذلك بالمقارنة مع المؤشرات المحاسبية التقليدية للأداء المالي إلى جانب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة حيث تم الاختبار على عينة من المؤسسات المدرجة بمؤشر CAC40 التي تنشط بسوق باريس للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين (2008-2013) توصلت هذه الدراسة

²⁷ ناصر بن سنة ، يوسف قاشي، دراسة قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية

لأسهم المؤسسة الاقتصادية، مجلة أبعاد اقتصادية ، العدد 2021/01

²⁸ صحن عيسى، أثر بعض مؤشرات القيمة وفرص النمو في سيولة السهم لعينة من شركات صناعية مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

(2008-2013) ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة ، العدد 2015/50

إلى أن تفوق القيمة السوقية على باقي مؤشرات الأداء المالي على تفسير عوائد الأسهم ومن بينها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.²⁹

5-30 2015 شعبان محمد و عقيل لولو دراسة بعنوان قدرة القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم " دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين 2015

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA كمؤشر حديث ومؤشرات الأداء التقليدية ROA,ROE,EPS من جهة ومن بين القيم السوقية لأسعار الأسهم في بورصة فلسطين وللتحقق من ذلك تم استخدام السلاسل الزمنية المتقطعة لاختبار المؤشرات في الفترة الزمنية (2010-2014)

وقد توصلت الدراسة إلى أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA يتمتع بقدرة تفسير عالية للمتغير القيمة السوقية لأسعار الأسهم ويتفوق على معدل العائد على حقوق الملكية في ذلك، وان مؤشر ربحية السهم الواحد يمتلك أعلى قدرة تفسيرية بين مؤشرات الأداء المالي ثم يليه معدل العائد على الأصول ثم مؤشر القيمة الاقتصادي المضافة و وان مؤشرات الأداء التقليدية مجتمعة تكون أفضل نموذج لتفسير التغير في القيمة السوقية لأسعار الأسهم

6-2014 غدیر محمود المهدي دراسة بعنوان استخدام مؤشرات تقييم الأداء المالية والتقليدية والقيمة الاقتصادية لقياس التغير في القيمة السوقية للأسهم " دراسة حالة بنك فلسطين "

هدفت الدراسة إلى تحليل مؤشرات تقييم الأداء التقليدية والوقوف على دلالتها الفنية وكذلك الوقوف على دلالات مقاييس القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة كمؤشرات لتقييم الأداء واستخدامها في قياس التغير في القيمة السوقية لأسعار أسهم بنك فلسطين ولتحقيق ذلك تم استخدام العديد من الأساليب الإحصائية اللازمة لاختبار تأثير هذه المؤشرات على متوسط أسعار السهم لبنك فلسطين لفترة 2004-2012

²⁹ حسينة صفي، نوال بن عمارة، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر لقيمة الاقتصادية المضافة (دراسة حالة المؤسسات المدرجة في

مؤشر CAC40 خلال الفترة 2008-2013)مجلة الباحث، العدد 15 /2015

³⁰ شعبان محمد، عقيل لولو، قدرة القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين 2015) رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة فلسطين، 2016

وعليه فقد توصلت الدراسة إلى تفوق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة على باقي المؤشرات في قدرتها على قياس التغير في القيمة السوقية لأسهم بنك فلسطين .

7-³¹ جلال إبراهيم العبد دراسة بعنوان العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وسعر السهم السوقى بالتطبيق على الشركات الصناعية السعودية

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA والسعر السوقى للسهم وقد تم إجراء الدراسة على عينة عشوائية بسيطة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق المال السعودي خلال الفترة 2009-2012 ولأجل دراسة الإشكالية تم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي والانحدار التكميبي عن طريق استخدام برنامج التحليل الإحصائي EViews حيث توصلت النتائج إلى عدم وجود علاقة بين EVA والسعر السوقى للسهم وفق نتائج الانحدار الخطي .بينما نتائج الانحدار التكميبي أظهرت أن القيمة الاقتصادية المضافة قد فسرت 46.7% من السعر السوقى للسهم .

8- رشيد حفصي - بلعشي جميلة - نبيل حلومي دراسة بعنوان تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم

هدفت هذه الدراسة لقياس تأثير مؤشرات الأداء المالي المتمثلة في القيمة الاقتصادية المضافة - ربحية السهم الواحد و العائد على الأصول على القيمة السوقية للأسهم لمجموعة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية ، حيث اعتمد الباحثون للوصول إلى الهدف من الدراسة على عينة مكونة من 30 مؤسسة صناعية مدرجة في بورصة عمان لفترة امتدت لثلاث سنوات (2014 إلى 2016) و بالاعتماد على برنامج الإحصائي Eviews10 بالاعتماد على نموذج بانل حيث توصلت لوجود علاقة ايجابية ذات معنوية إحصائية³²

³¹ جلال إبراهيم العبد ، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وسعر السهم السوقى (بالتطبيق على الشركات الصناعية السعودية 2019-2012) (2012) المجلة العلمية للاقتصاد و التجارة ،جامعة الاسكندرية.

³² رشيد حفصي و آخرون ، تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم(دراسة لعينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان 2014-2016) مجلة الاستراتيجية و التنمية ، العدد 03 /2019

المطلب الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية

³³ 1 Martina rut utami and Arif darmawan 2019

Effect of DER,ROA,EPS and MVA on stock prices in sharia Indonesian stock

index هدفت هذه الدراسة لمعرفة اثر نسبة الديون إلى حقوق الملكية والعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية وربحية السهم والقيمة السوقية المضافة على أسعار الأسهم في شركات التصنيع المدرجة في مؤشر الأسهم الشرعي الاندونيسي في الفترة الممتدة من 2012-2016 من خلال أخذ 53 شركة كعينات مع 265 ملاحظة تم استخدام طريقة أخذ العينات الهادفة ومع تحليل البيانات توصل البحث إلى أن ربحية السهم والقيمة السوقية المضافة لهما تأثير ايجابي على أسعار الأسهم بينما باقي المؤشرات المالية (نسبة الديون إلى حقوق الملكية -العائد على الأصول -العائد على حقوق الملكية)لها اثر جزئي على أسعار الأسهم .

2 Nik intan Norhan Abdul Hamid and Habibollah Nakhaei 2013

Analyzing the relationship between economic value added (EVA) and accounting variables with share market value in Tehran stock exchange (TSE)

هدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى دراسة القوة التفسيرية للقيمة الاقتصادية المضافة بالمقارنة مع المتغيرات المحاسبية بالقيمة السوقية للسهم وقد قام الباحث بدراسة ميدانية لـ 87 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة طهران خلال الفترة 2004-2008 و قد استخدم الباحث طريقة الانحدار الخطي البسيط لاختبار العلاقة وقد توصلت الدراسة إلى وجود قوة تفسيرية كبيرة للمتغيرات المحاسبية والمتمثلة في النتيجة الصافية ونتيجة الاستغلال للقيمة السوقية للأسهم مقارنة بالقيمة الاقتصادية المضافة .³⁴

³³ Martina rut utami and Arif darmawan, Effect of DER,ROA,EPS and MVA on stock prices in sharia Indonesian stock index,journal of applied Accounting and taxation,vol4,No1/March2019.

³⁴ Nik intan Norhan Abdul Hamid ,Habibollah Nakhaei , Analyzing the relationship between economic value added (EVA) and accounting variables with share market value in Tehran stock exchange (TSE),journal Scientific Research/2013

3NurainunBangun and Khairina Natsir

The Effect of EVA Leverage And Liquidity on The stock price

تهدف الدراسة إلى إيجاد أدلة تجريبية توضح تأثير القيمة الاقتصادية المضافة والرافعة المالية والسيولة على أسعار الأسهم في الصناعة التحويلية المسجلة في بورصة اندونيسيا في الفترة من 2018-2020 و قد أجريت الدراسة من خلال أخذ 71 عينة ولأجل دراسة الإشكالية تم الاعتماد على نتائج الاختبار الإحصائي الجزئي وجد أن الرافعة المالية (DAR) والسيولة (CR) لهما تأثير ايجابي وكبير على أسعار الأسهم في حين أن النشاط الاقتصادي (EVA) لا يؤثر بشكل كبير على أسعار الأسهم .³⁵

المطلب الثالث : مقارنة الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها

تعتبر الدراسات السابقة ركيزة أساسية لفهم المفاهيم والتطورات التي تمت معالجتها في تحديد أثر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على سعر السهم ، هذا تطرقنا من خلال هذا العنصر لمجموعة من الدراسات التي تمكنا من فهم للموضع بشكل أدق .

الفرع الأول : مقارنة بين الدراسات السابقة

الجدول 1: المقارنة بين الدراسات السابقة

الدراسة	الهدف	الحدود الزمنية والمكانية	متغيرات الدراسة	النتائج المتوصل إليها
حسنية صيفي ونوال بن عمارة	اختبار أفضلية المؤشرات التقليدية مع مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير عوائد الأسهم ومدى ارتباطها به	خلال الفترة (2008-2013) بسوق باريس للأوراق المالية	المتغير التابع عوائد الأسهم المتغيرات المستقلة EVA و ROA ,CFO ROE, EPS, MVA	للقيمة السوقية h لمضافة قدرة اكبر على تفسير عوائد الأسهم مقارنة بجميع المؤشرات

³⁵ NurainunBangun and Khairina Natsir, The Effect of EVA Leverage And Liquidity on The stock price ,Journal Akuntansi, volume 27, No ,01/2023

<p>أفضل نموذج لتفسير التغير في القيمة السوقية لأسعار الأسهم هو تجميع مؤشرات الأداء التقليدية ثم يليها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة</p>	<p>المتغير التابع التغير في القيمة السوقية للأسهم المتغيرات المستقلة EVA,ROA, ROE,EPS</p>	<p>خلال الفترة 2010-2014 بورصة فلسطين</p>	<p>قدرة مؤشرات القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم</p>	<p>شعبان محمد عقيل</p>
<p>مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كان له قدرة عالية على قياس التغير في القيمة السوقية للأسهم مقارنة بباقي المؤشرات</p>	<p>المتغير التابع التغير في القيمة السوقية للأسهم المتغيرات المستقلة مؤشرات الأداء التقليدية والقيمة الاقتصادية والسوقية المضافة</p>	<p>خلال الفترة 2004-2012 بنك فلسطين</p>	<p>قدرة مؤشرات الأداء التقليدية والقيمة الاقتصادية والسوقية المضافة في قياس التغير في القيمة السوقية لأسعار الأسهم</p>	<p>غدير محمد المهدي</p>
<p>القيمة الاقتصادية المضافة فسرت 46.7% من السعر السوقي للسهم باستخدام نموذج لانحدار غير الخطي - القيمة الاقتصادية المضافة ليس لها تأثير على السعر السوقي للسهم باستخدام الانحدار الخطي البسيط</p>	<p>المتغير التابع سعر السهم السوقي المتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة</p>	<p>خلال الفترة 2009-2012 بورصة السعودية</p>	<p>العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وسعر السهم السوقي</p>	<p>جلال إبراهيم العبد</p>
<p>وجود دلالة إحصائية للقيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الأسهم بوجود الربحية كمتغير وسيط</p>	<p>المتغير التابع أسعار الأسهم المتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة</p>	<p>خلال الفترة 2009-2018 سوق العراق للأوراق المالية</p>	<p>إيجاد العلاقة التآثرية بين القيمة الاقتصادية المضافة والربحية المصرفية وتأثيرها على أسعار الأسهم</p>	<p>صادق حسين عبد الحسن مصطفى حسين حسن طاهر</p>
<p>لمؤشرات القيمة أثر ذو دلالة إحصائية معنوية عند مستوى الدلالة 5 % و بقدرة تفسيرية لتباين سيولة السهم بلغت 79% . -كما أن مؤشرات القيمة وفرص النمو تعكس تقييم المتعاملين في السوق المالي و الذي بدوره نجاعة الإدارة في توظيف موارد الشركة و تحسين الأداء</p>	<p>المتغير التابع سيولة السهم المتغير المستقل القيمة الدفترية - القيمة السوقية المضافة</p>	<p>خلال الفترة الزمنية الممتدة من 2008 إلى 2013 سوق العراق للأوراق المالية</p>	<p>البحث عن أثر ذو دلالة إحصائية معنوية لمؤشرات خلق القيمة (القيمة الدفترية - القيمة السوقية المضافة) وفرص النمو على سيولة السهم</p>	<p>جبار صحن عيسى</p>

توصلت لوجود علاقة ايجابية ذات معنوية إحصائية لمؤشرات الأداء المالي المتمثلة على القيمة السوقية للسهم	المتغير التابع القيمة السوقية للأسهم المتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة ربحية السهم الواحد العائد على الأصول	خلال الفترة الزمنية الممتدة من 2014-2016 بورصة عمان	قياس تأثير مؤشرات الأداء المالي المتمثلة في القيمة الاقتصادية المضافة - ربحية السهم الواحد و العائد على الأصول على القيمة السوقية للأسهم	رشيد حفصي بلعشي جميلة نبيل حليمي
توصلت الدراسة إلى عدم قدرة القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم مؤسسة أليانس	المتغير التابع : القيمة السوقية للسهم المتغير المستقل : القيمة الاقتصادية المضافة	خلال الفترة المنية (2014-2018)	تحديد قدرة القيمة الاقتصادية المضافة في تفسر التغيرات الحاصلة في لقيمة للسوقية للأسهم	ناصر بن سنة قاشي يوسف
وجود قوة تفسيرية كبيرة للمتغيرات المحاسبية على القيمة السوقية للأسهم مقارنة مع القيمة الاقتصادية المضافة	المتغير التابع القيمة السوقية للأسهم المتغيرات المستقلة المتغيرات المحاسبية (النتيجة الصافية ,نتيجة الاستغلال) القيمة الاقتصادية المضافة	خلال الفترة 2004-2008 بورصة الظهران	دراسة القوة التفسيرية للقيمة الاقتصادية المضافة بالمقارنة مع المتغيرات المحاسبية على القيمة السوقية للأسهم	Nik intan Norhan Abdul Hamid " "HabibollahNakhaei
الرافعة المالية والسيولة لهما تأثير ايجابي على أسعار الأسهم في حين أن القيمة الاقتصادية المضافة لا تأثر بشكل كبير	المتغير التابع أسعار الأسهم المتغيرات المستقلة القيمة الاقتصادية المضافة والرافعة المالية والسيولة	خلال الفترة 2018-2020 بورصة اندونيسيا	توضيح تأثير القيمة الاقتصادية المضافة والرافعة المالية والسيولة على أسعار الأسهم	NurainunBangun and Khairina Natsir
توصل الباحث إلى أن ربحية السهم وال (MVA) لهما تأثير ايجابي على أسعار الأسهم بينما باقي المؤشرات المالية نسبة الديون إلى حقوق الملكية -العائد على الأصول -العائد على حقوق الملكية لهما اثر جزئي على أسعار الأسهم	المتغير التابع أسعار الأسهم المتغيرات المستقلة حقوق الملكية والعائد على الأصول وربحية السهم والقيمة السوقية المضافة	خلال الفترة 2012-2016 مؤشر الأسهم الاندونيسي	دراسة اثر نسبة الديون إلى حقوق الملكية والعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية وربحية السهم والقيمة السوقية المضافة على أسعار الأسهم	Martina rut utami and Arif darmawan

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الدراسات السابقة

الفرع الثاني: موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

سيتم في هذا الفرع تحديد موقع هذه الدراسة وما يميزها عن الدراسات السابقة

تستند الدراسة الحالية إلى مجموعة من الدراسات السابقة الذكر التي تناولت العلاقة بين EVA وأسعار الأسهم ، في حين تركزت معظم الدراسات السابقة على الأسواق المالية المتقدمة إلا ان الدراسة الحالية ركزت على السوق الجزائري الذي لم يحضى بالاهتمام الكافي في هذا المجال البحثي .

حيث تناولت الدراسة مجمع صيدال ، وهو إحدى الشركات الرائدة في الجزائر مما يوفر فرصة لدراسة تأثير EVA في سياق مختلف وجديد وفي فترة زمنية حديثة 2013-2022. تم استخدام أدوات تحليلية متقدمة لتبويب وتحليل البيانات المالية (برنامج

خلاصة الفصل الأول :

تم تناول مفاهيم عامة حول الأداء المالي وخلق القيمة في هذا الفصل ، مع التركيز بشكل خاص على مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة EVA ، تم توضيح كيفية حسابه وأهميته كأداة تقييم شاملة تأخذ في الاعتبار تكلفة رأس المال المستثمر، مما يعزز فهمنا للأداء المالي بشكل أكثر شمولية ودقة

كما تم تقديم استعراض شامل للدراسات السابقة التي تناولت موضوع اثر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الأسهم بصفة خاصة او الإحالة إلى احد المتغيرات ، حيث اختلفت النتائج في هذه الدراسات بناء على السياق البحثي والظروف المحلية والعوامل الاقتصادية المؤثرة

وبناء على هادا الإطار النظري تم توجيه اهتمام الفصل الثاني نحو فهم اثر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على سعر سهم مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2013-2022 .

الفصل الثاني :دراسة تطبيقية أثر القيمة

الاقتصادية المضافة على سعر سهم

مجمع صيدال

تمهيد:

بعد التطرق إلى المفاهيم النظرية المتعلقة بالأداء المالي وخلق القيمة، مع التركيز على مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في الفصل الأول، ننتقل في هذا الفصل إلى الدراسة التطبيقية لتحليل أثر EVA على سعر سهم مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى 2022.

يهدف هذا الفصل إلى اختبار الفرضيات النظرية المقدمة في الفصل الأول من خلال تطبيق منهجية على البيانات امالية لمجمع صيدال سنقوم بتبويب البيانات المالية واستخدام الأدوات وسنتطرق لكل ما سبق بالتفصيل من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول : المتغيرات والأدوات المستخدمة في الدراسة

المبحث الثاني :الدراسة القياسية لأثر للقيمة الاقتصادية المضافة على سهم مجمع صيدال

المبحث الأول : المتغيرات والأدوات المستخدمة في الدراسة

المطلب الأول: متغيرات ومصادر بيانات الدراسة

1- المتغيرات المستقلة: وهي القيمة الاقتصادية المضافة

2- المتغيرات التابعة : هي أسعار سهم مجمع صيدال

أما عن طريقة جمعها فقد تم الحصول على هذه البيانات من :

- التقارير المالية لمؤسسة صيدال لكامل الفترة التي تخص الدراسة وذلك بالاعتماد على الموقع الإلكتروني للشركة

<http://www.Sgbv.dz> .

- التقارير الإحصائية السنوية و أسعار الأسهم اليومية من الموقع الرسمي لبورصة الجزائر .

المطلب الثاني : الأدوات المستخدمة في الدراسة

استخدمنا برنامج (Excel) كأساس لجمع البيانات وتلخيصها، وحل المعادلات التي سيتم ذكرها لاحقا للحصول

على متغيرات الدراسة، والتي ستستخدم في برنامج (EViews) للكشف عن علاقتها ببعضها البعض.

المبحث الثاني : دراسة تطبيقية لأثر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على أسعار سهم مجمع صيدال

المبحث الثاني: الدراسة القياسية لأثر للقيمة الاقتصادية المضافة على سعر سهم

مجمع صيدال

المطلب الأول : حساب القيمة الاقتصادية المضافة

يشرح هذا العنصر الطريقة المفصلة لحساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في مجمع صيدال

حساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة : تحسب القيمة الاقتصادية المضافة وفق العلاقة التالية :

القيمة الاقتصادية المضافة = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة - (التكلفة الوسيطة المرجحة * الأموال المستثمرة)

1- حساب نتيجة الاستغلال بعد الضريبة

- نتيجة الاستغلال الصافية = نتيجة الاستغلال قبل الضريبة * (1-0.19) / معدل الضريبة 0.19 = t

الجدول 2 : حساب نتيجة الاستغلال الصافية لمجمع صيدال خلال الفترة الزمنية
(2013-2022)

البيان	نتيجة الاستغلال (الضريبة -1)	نتيجة الاستغلال بعد الضريبة NOPAT (نتيجة الاستغلال * 0,81)
2013	2 946 399 282	2 386 583 418
2014	1 618 736 152	1 311 176 283
2015	1 433 808 242	1 161 384 676
2016	2 093 143 975	1 695 446 620
2017	148 024 168,1	119 899 576,1
2018	1 293 874 389	1 048 038 255
2019	995 270 118,9	806 168 796,3
2020	329 421 601,9	266 831 497,5
2021	426 918 801,9	345 804 229,5
2022	-2 461 393 298	-1 993 728 571

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية لمجمع صيدال .

3- حساب التكلفة الوسيطة المرجحة :لحساب القيمة الاقتصادية المضافة وجب علينا يجب أن نحسب

أولا التكلفة الوسيطة المرجحة من خلال العلاقة التالية:

$$Wacc = kcp(Cp/Cp+d) + Kd(d/d+Kd)(1-t)$$

$$t = 0.19\%$$

حيث :

- WACC: التكلفة الوسيطة المرجحة

- kcp: تكلفة الأموال الخاصة

- Kd: تكلفة الديون

- Cp: الأموال الخاصة

- D: الديون المالية

- t: معدل الضريبة

1-2 حساب تكلفة الديون: لحساب التكلفة الوسيطة المرجحة يتوجب علينا حساب تكلفة الديون kd .

تكلفة الديون = المصارف المالية /الديون المالي

الجدول 3 : حساب تكلفة الديون لمجمع صيدال خلال افتره الزمنية (2013-2022)

السنوات	المصايف المالية	الديون المالية	Kd تكلفة للديون
2013	221 326 017,9	2 911 046 961	8%
2014	157 011 457,3	3 383 163 695	5%
2015	132 453 560,2	4 821 513 006	3%
2016	177 710 456,4	8 973 229 627	2%
2017	164 840 374,1	10 894 562 658	2%
2018	254 951 764,6	10 923 905 959	2%
2019	343 123 098,9	10 403 266 268	3%
2020	154 762 522,1	10 404 842 508	1%
2021	105 692 416,2	13 825 430 093	1%
2022	520 845 400,2	14 259 371 289	4%

2-2 حساب تكلفة الأموال الخاصة : و لنتم حساب التكلفة الوسيطة المرجحة يجب أن حساب تكلفة الأموال الخاصة و ذلك بالاعتماد على نموذج توازن الأصول المالية MEDAF وفقا للمعادلة التالية:

تكلفة الأموال الخاصة = معدل العائد الخالي من المخاطرة - معامل B * (العائد المتوقع من السوق - معدل العائد الخالي من المخاطرة)

$$K_{cp} = R_f + B(R_m - R_f)$$

$$R_f = 6\%$$

حيث :

- K_{cp} : تكلفة الأموال الخاصة
- R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة و هو عائد سندات الخزينة
- R_m : عائد السوق
- B : معامل

لحساب تكلفة الأموال الخاصة نحسب معامل بيتا

2-2-1 حساب معامل B

$$B = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

نحسب أولا التباين المشترك بين عائد السهم و عائد السوق لمجمع صيدال

$$Cov(R_i, R_m) = \frac{\sum w_i R_i R_m}{var(R_m)} \quad 3$$

2-2-2 حساب عائد سهم صيدال R_i :

$$R_i = \frac{(P_n - P_{n-1}) + D}{P_{n-1}}$$

حيث:

- سعر السهم في السنة الحالية : Pn

- سعر السهم في السنة السابقة : Pn-1

- الأرباح الموزعة للسهم الواحد : D

الجدول 4 : حساب عائد سهم مجمع صيدال السنوي خلال الفترة الزمنية (2013-2022)

البيان	Pn	D	(Pn-Pn-1)	((Pn-Pn-1)+D)	RI
2012	663	/	/	/	/
2013	574	40	-89	-49	-0,0739
2014	537	40	-37	3	0,0052
2015	593	40	56	96	0,1788
2016	623	40	30	70	0,1180
2017	650	40	27	67	0,1075
2018	617	45	-33	12	0,0185
2019	603	40	-14	26	0,0421
2020	550	0	-53	-53	-0,0879
2021	545	0	-5	-5	-0,0091
2022	539	10	-6	4	0,0073

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على أسعار الأسهم و الأرباح الموزعة المتاحة على الموقع

<http://www.Sgbv.dz> وبالاعتماد على برنامج Excel .

3-2-2 حساب عائد السوق Rm:

يحسب بالعلاقة التالية :

$$Rm = \frac{(In - In-1) + D}{In-1}$$

حيث :

- ln : مؤشر السوق للسنة الحالية
- $n-1$: مؤشر السوق للسنة السابقة
- D : الأرباح الموزعة للسهم الواحد

الجدول 5: حساب عائد السوق خلال الفترة لزمينية (2013-2022)

البيان	ln	D	$(ln-ln-1)$	$((ln-ln-1)+D)$	Rm
2012	1289,511916	/	/	/	/
2013	1073,891 139	40	-215,620 777	-175,620 777	-0,136
2014	1187,388 923	40	113,497 784	153,497 784	0,143
2015	1288,515 576	40	101,126 653	141,126 653	0,119
2016	1293,287 909	40	4,772 333	44,772 333	0,035
2017	1203,205 675	40	-90,082 234	-50,082 234	-0,039
2018	1431,45 487	45	228,249 195	273,249 195	0,227
2019	1588,14 008	40	156,68 521	196,68 521	0,137
2020	1719,729 787	0	131,589 707	131,589 707	0,083
2021	1976,481 195	0	256,751 408	256,751 408	0,149
2022	3113,45 468	10	1136,97 349	1146,97 349	0,580

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المؤشر العام لسوق الأوراق المالية الجزائري على الموقع <http://www.Sgbv.dz> وبالاعتماد على برنامج Excel .

بالاعتماد على الجداول السابقة وبرنامج الاكسل تحصلنا على النتائج التالية

بيتا لسهم صيدال	تباين عائد السوق	التباين المشترك
-0,686%	3,235%	-0,022%

من خلال النتائج التي تحصلنا عليها نلاحظ ما يلي: التباين المشترك بين عائد السهم و السوق أقل من الصفر معناه عائد السوق و السهم يتغيران في اتجاهين متعاكسين .

$B < 1$ / $B = (-0.686\%)$ يعني أن التقلب في عوائد الاستثمار أصغر من التقلب في عوائد السوق

حساب تكلفة الأموال الخاصة K_{cp} :

الجدول 6 : حساب تكلفة الأموال الخاصة لمجمع صيدال خلال الفترة الزمنية (2013-2022)

البيان	Rm	Rf	(Rm-Rf)	β	$\beta * (Rm-Rf)$	K_{cp}
2013	-0,136	0,06	-0,196	-0,69%	0,00 134 456	0,06 134
2014	0,143	0,06	0,083	-0,69%	-0,00 056 938	0,05 943
2015	0,119	0,06	0,059	-0,69%	-0,00 040 474	0,05 960
2016	0,035	0,06	-0,025	-0,69%	0,0 001 715	0,06 017
2017	-0,039	0,06	-0,099	-0,69%	0,00 067 914	0,06 068
2018	0,227	0,06	0,167	-0,69%	-0,00 114 562	0,05 885
2019	0,137	0,06	0,077	-0,69%	-0,00 052 822	0,05 947
2020	0,083	0,06	0,023	-0,69%	-0,00 015 778	0,05 984
2021	0,149	0,06	0,089	-0,69%	-0,00 061 054	0,05 939
2022	0,58	0,06	0,520	-0,69%	-0,0 035 672	0,05643

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج الجداول السابقة و بالاعتماد على برنامج excel

4-2-2 حساب التكلفة الوسيطة المرجحة: بعد حساب عناصر معادلة التكلفة الوسيطة المرجحة (تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة) يمكننا الآن تلخيص جميع ما سبق في الجدول الموالي لحساب العلاقة التالية :

الجدول 7 : حساب تكلفة الوسيطة المرجحة لمجمع صيدال خلال الفترة الزمنية

البيان	Kcp	CP/(CP+D)	Kd	D/(CP+D)	(1-T)	WACC
2013	0,0613	0,8519	8%	0,1481	0,81	6,20%
2014	0,0594	0,8387	5%	0,1613	0,81	5,60%
2015	0,0596	0,8093	3%	0,1907	0,81	5,30%
2016	0,0602	0,7537	2%	0,2463	0,81	4,90%
2017	0,0607	0,7194	2%	0,2806	0,81	4,80%
2018	0,0589	0,6444	2%	0,3556	0,81	4,40%
2019	0,0595	0,6767	3%	0,3233	0,81	4,80%
2020	0,0598	0,6812	1%	0,3188	0,81	4,30%
2021	0,0594	0,4478	1%	0,5522	0,81	3,10%
2022	0,0564	0,5501	4%	0,4499	0,81	4,60%

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجداول السابقة والقوائم المالية لمجمع صيدال وبرنامج (Excel)

3- حساب القيمة الاقتصادية المضافة Eva :

$$Eva = NOPAT - (wacc * capital invest) * (1-t)/t = 0.19.$$

الجدول 8 : حساب القيمة الاقتصادية المضافة لمجمع صيدال خلال الفترة الزمنية (2013-2022)

البيان	NOPAT	WACC	Capital investi	WACC * Capitalinvest	EVA
2013	2 386 583 418	0,0618	1,9659E+10	1 214 956 053	1 171 627 365
2014	1 311 176 283	0,0563	2,0974E+10	1 180 826 521	130 349 762
2015	1 161 384 676	0,0528	2,5278E+10	1 334 702 032	-173 317 357
2016	1 695 446 620	0,0493	3,6437E+10	1 796 355 874	-100 909 254
2017	1 19 899 576	0,0482	3,8826E+10	1 871 417 717	-1751 518 141

الفصل الثاني الدراسة التطبيقية لأثر القيمة الاقتصادية امضافة على سعر سهم مجمع صيدال

2018	1 048 038 255	0,0437	3,072E+10	1 342 477 825	-294 439 569
2019	806 168 796	0,0481	3,218E+10	1 547 836 099	-741 667 303
2020	266 831 498	0,0433	3,2639E+10	1 413 285 903	-1 146 454 405
2021	345 804 230	0,031	2,5035E+10	776 077 896	-430 273 667
2022	-199 3728 571	0,0456	3,1694E+10	1 445 265 369	-3 438 993 940

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية لمجمع صيدال والجداول السابقة وبالاعتماد على برنامج اكسل

المطلب الثاني: تقدير نموذج الانحدار الخطي وتحليل نتائج التقدير

1- بناء نموذج الانحدار الخطي

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

لتقدير النموذج القياسي سنقوم في هذا الجزء باختبار النموذج التالي انطلاقا من معادلة الانحدار الخطي البسيط

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

$$\text{سعر السهم} = \beta_0 + \beta_1 \text{EVA} + e_i$$

الجدول 9 : نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط

Dependent Variable: MOYENN				
Method: Least Squares				
Date: 05/27/24 Time: 11:31				
Sample: 2013 2022				
Included observations: 10				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	2,66E-09	1,13E-08	0,234633	0,8204
C	584,8206	15,55166	37,60503	0
R-squared	0,006835	Mean dependent var		582,9641
Adjusted R-squared	-0,117311	S.D. dependent var		40,05342
S.E. of regression	42,33764	Akaike info criterion		10,50609
Sum squared resid	14339,8	Schwarz criterion		10,5666
Log likelihood	-50,53043	Hannan-Quinn criter.		10,4397
F-statistic	0,055053	Durbin-Watson stat		0,734051
Prob(F-statistic)	0,820388			

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على النتائج السابقة

تحليل النتائج

-إشارة الثابت موجبة 584,8206 وهي تمثل سعر السهم عندما تكون EVA تساوي الصفر

-إشارة معامل القيمة الاقتصادية المضافة موجب 2.66E-09 تدل على وجود علاقة طردية بينها وبين سعر السهم . وقيمة احتمالية فيشر 0,820388 وهي اكبر من 0,05 وبالتالي النموذج غير معنوي

إحصائياً

- يدل معامل التحديد R-squared بقيمة 0,006835 على أن 0,68% من تغيرات في سعر السهم سببها المتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة وهو تأثير ضعيف جدا يكاد يكون معدوم بينما تفسر عوامل أخرى النسبة المتبقية أي % 99,32 و هي نسبة كبيرة جدا

- جاءت قيمة F-statistic = 0,055053 بقيمة احتمالية 0,820388 اكبر من 0,05 تدل على عدم

معنوية الانحدار واثر المتغير المستقل على المتغير التابع (عدم وجود دلالة إحصائية)

$$\text{EVA} = 584,8206 + 2,66E-09 \text{ = سعر السهم}$$

بعد ما قمنا بمقارنة النتائج التي توصلنا إليها و نتائج الدراسات السابقة نلاحظ انه بعض

- الدراسات توصلت لوجود أثر للقيمة الاقتصادية المضافة على سعر السهم أو على عائد السهم مثال دراسة (2023 صادق حسين عبد الحسن -مصطفى حسين حسن)، (دراسة رشيد حفصي -بلعشي جميلة) اعتمدت الدراسات على نماذج بانل الاحصائية
- دراسة 2015 شعبان محمد عقيل " شعبان لولو اعتمدت الدراسة السلاسل الزمنية المتقطعة

2- في حين أن بعض الدراسات مثل دراسة (جلال ابراهيم العبد)، (2021 ناصر بن سنة -قاشي يوسف)، (NurainunBangun and Khairina Natsir)

Nik intan Norhan Abdul Hamid " "Habibollah Nakhaei"2013

توصلت جميعها لعدم وجود أثر للقيمة الاقتصادية المضافة على سعر السهم و اذا وجد بنسبة ضئيلة جدا يكاد يندم وهي نفس النتيجة التي توصلت إليها دراستنا الحالية ، حيث تشترك جميع الدراسات المذكورة و دراستنا في نقطة واحدة وهي النموذج المستخدم في الدراسة نموذج الانحدار الخطي البسيط

خلاصة الفصل الثاني :

لم تتلقى بورصة الجزائر الاهتمام الواسع من قبل الباحثين هذا لصغر حجمها و عدد الشركات التي تعتبر قليلة جدا مقارنة بالبورصات الاجنبية والعربية ، حاولنا من خلال هذا الفصل دراسة اختبار قدرة مؤشرات خلق القيمة التي تتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير تغيرات السعر السوقي لاحدى المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر (مؤسسة صيدال لصناعة الأدوية)، و ذلك باستخدام أحد أساليب الاقتصاد القياسي .

وبالاعتماد على أسلوب الانحدار الخطي البسيط تم التوصل إلى أنه لا يوجد أثر لمؤشر القيمة الاقتصادية للمضافة على أسعار أسهم مجمع صيدال خلال فترة الدراسة

الخاتمة :

من خلال ادراسة التطبيقية لمجمع صيدال خلال الفترة الزمنية (2013-2022)، بعد الاطلاع على مختلف القوائم المالية التي تخص فترة الدراسة وحساب مختلف المتغيرات وبالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي البسيط لربط العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة و التغير الحاصل في اسعر سهم مجمع صيدال، توصلت الدراسة عدم وجود علاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وسعر السهم لمجمع صيدال ومنه يمكن الحكم على الفرضيات التالية

1- نتائج اختبار الفرضيات

أفضت نتائج اختبار فرضيات الدراسة إلى مايلي :

1- بالنسبة للفرضية الأولى و المتمثلة في (تعتبر مؤشرات خلق القيمة (القيمة الاقتصادية المضافة) ضرورية لتحقيق الأهداف بعيدة المدى) نفي الفرضية بناء على النتائج الاحصائية الحالية ، لا توجد أدلة تدعم الفرضية بأن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ضروري لتحديد الأهداف بعيدة المدى ، حيث أن القيمة الاحتمالية لمعامل (0.8204) EVA والقيمة الاحتمالية لاختبار F (0.82388) كلاهما أعلى من مسوى الدلالة 0.05، مما يشير إلى عدم جود تأثير معنوي ل EVA على المتغير التابع (سعر السهم) بالاضافة إلى ذلك فإن R-squared المنخفضة (0.006835) و القيمة المعدلة R-squared السلبية (-0.117311) تشير إلى أن النموذج لا يفسر التباين في السعر بشكل جيد..

2- بالنسبة للفرضية الثانية و المتمثلة في (توجد دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة و

التغير الذي يحدث لسعر السهم) نفي الفرضية

حسب نتائج دراستنا لا يوجد دلالة احصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والتغير الذي يحدث في سعر السهم حيث أن القيم الاحتمالية امعامل EVA (0.8204) و القيمة الاحتمالية لاختبار F (0.820388) كلاهما أعلى بكثير من مستوى الدلالة 0.05 ، مما يشير إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة ليس له تأثير معنوي على سعر السهم ، بالاضافة إلى ذلك القيمة الاحتمالية F (0.820388) تؤكد أن النموذج الكلي غير معنوي .

3- بالنسبة للفرضية الثالثة و المتمثلة في (يمكن تقييم مؤسسة صيدال من منظور خلق القيمة) نفي الفرضية

بناء على التحليل الاحصائي للنتائج المتاحة ، لا توجد أدلة تدعم استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كأداة تقييم المؤسسة من منظور خلق القيمة ، كما هو محدد في هذا النموذج ، النتائج تشير إلى أن EVA ليس له تأثير معنوي على سعر السهم مما يعني أنه ليس مؤشراً قوياً لخلق القيمة في هذه الدراسة .

2- التوصيات

بناء على نتائج الدراسة التي أظهرت عدم وجود دلالة إحصائية لتأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA على سعر سهم شركة صيدال خلال الفترة (2013-2022) يمكن تقديم التوصيات التالية :

- إجراء دراسات إضافية تشمل عينات زمنية أطول وقطاعات مختلفة لتحليل العلاقة بين EVA وسعر السهم بدقة أكبر

- استخدام نماذج غير خطية لتحليل العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة و أسعار الأسهم و عوائدها .

- استخدام نماذج تحليلية متقدمة وتقنيات التحليل الكمي والبياني لتقييم العلاقة بين EVA وسعر السهم

- تعزيز مستوى الشفافية والإفصاح المالي من قبل الشركة لتوفير معلومات أكثر دقة وشمولية .

3- الآفاق

لا يزال البحث في تأثير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) على سعر السهم واسعاً ومفتوحاً على العديد من الآفاق المستقبلية. هذا الموضوع يستحق التعمق والبحث نظراً لأهمية EVA كأداة تقييم شاملة تأخذ في الاعتبار تكلفة رأس المال المستثمر وتأثيرها على القرارات الاستثمارية وتقييم الأداء المالي للشركات واستكشاف هذه الآفاق يمكن أن يساهم في تحسين الفهم الشامل لعلاقة EVA بأداء الأسهم وتعزيز القدرة على اتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة ودقيق نقتح من بينها :

- إجراء دراسات مماثلة في قطاعات وصناعات أخرى لتحليل تأثير EVA على أسعار الأسهم في مجالات مختلفة و تطوير نماذج تحليلية جديدة تدمج EVA مع مؤشرات أداء أخرى مثل القيمة السوقية المضافة والعائد على الاستثمار .

المراجع

1- المراجع باللغة العربية

الكتب

- 1- ¹محمد محمود الخطيب ، الأداء المالي و أثره على عوائد أسهم الشركات ، دار حامد للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى، عمان ، 2010.
- 2- نعيم حسين ، التحليل المالي باستخدام الحاسوب ، دار و مكتبة الكندي للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى، عمان، 2016 .
- 3- ¹نعيم نمر حسين، التحليل المالي باستخدام الحاسوب ،دار ومكتبة الكندي للنشر والتوزيع الطبعة الأولى.

المذكرات و الأطروحات الجامعية

- 1- عبد المالك مسعي، المؤشرات الحديثة للأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، أطروحة دكتوراه، جامعة أوبكر بلقايد، 2023 .
- 2- حسين سيد علي، أثر الاهتلاك بالمركبات على الأداء المالي للمؤسسات الجزائرية، مذكرة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، 2022 .
- 3- حسنية صيفي، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة "دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة (2008-2013)، أطروحة دكتوراه، جامعة قاصدي مرياح ورقلة ، 2016.
- 4- ¹أسماء أيمن ،تقييم المؤسسات وفق منظور القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية /المضافة (MVA) ،دراسة حالة مؤسسة الاوراسي ومجمع صيدال خلال الفترة 2002-2017 ، أطروحة دكتوراه ، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، 2021.
- 5- ¹أمينة حفاصة ،أثر جودة القوائم المالية على تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية ، أطروحة دكتوراه،جامعة محمد بوضياف المسيلة ، 2021 .
- 6- ¹أبو مصباح صافية، تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية باستخدام التحليل العاملي دراسة لعينة من المؤسسات الاقتصادية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3 ، 2023 .

المقالات المنشورة

- 1- ميلان كوبر ، ترجم د مقبولة حمودة ، الاستشارات الإدارية دليل المهنة ، مكتب العمل الدولي - جنيف طلال أبو غزالة للاستشارات ، الطبعة الرابعة .
- 2- السعيد بريكة، سمير مسعي، تقييم المنشأة الاقتصادية "مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA"، الملتقى الدولي :صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية،جامعة محمدبوضياف،المسيلة(الجزائر)،2009.

المجلات

- 1- زينب مرابط، أسماء مشري، (أثر كفاءة رأس المال الفكري في الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة الجزائر)، مجلة الاستثمار والتنمية المستدامة، العدد 1 / 2021.
- 2- شريف غياط، مهري عبد المالك،(تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية باستخدام مؤشر قياس المردودية).مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية،العدد24،جامعة زيان عاشور الجلفة.
- 3- مال لعقون،أمان يوسف، خلق القيمة في المؤسسة باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة دراسة حالة مؤسسة الأوراسي (2019-2022)، مجلة دراسات اقتصادية ، العدد 2 / 2021.
- 4- محمد زرقون و آخرون، دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية و الحديثة في تفسير عوائد الأسهم (دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة 2015- 2010)، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد و الإدارة،العدد 3 /جوان 2018
- 5- شوقي بوقرية ،دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية ، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، العدد 10/2010 .
- 6- مصطفى حسين، دور تقييم الأداء باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة في تحسين الربحية المصرفية وانعكاسها على أسعار الأسهم (بالتطبيق على عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية) مجلة الدراسات الاقتصادية و الادارية ، العدد 02/2023 .
- 7- ناصر بن سنة ، يوسف قاشي، دراسة قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم المؤسسة الاقتصادية، مجلة أبعاد اقتصادية ، العدد01/2021
- 8- جلال ابراهيم العبد ، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وسعر السهم السوقي (بالتطبيق على الشركات الصناعية السعودية 2019-2012) المجلة العلمية للاقتصاد و التجارة ،جامعة الاسكندرية.

9- رشيد حفصي و آخرون ، تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم(دراسة لعينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان 2014-2016) مجلة الاستراتيجية و التنمية ، العدد

2019/ 03

2- المراجع باللغة اجنبية

- 1- Sabapriya ray, **Efficacy of Economic value Added Concept in Business Performance Measurement** . Advances in information Technology and Management ,Vol2,No2,2012,
- 2- Martina rut utami and Arif darmawan, Effect of DER,ROA,EPS and MVA on stock prices in sharia Indonesian stock index,journal of applied Accounting and taxation,vol4,No1/March2019.
- 3- Nik intan Norhan Abdul Hamid ,Habibollah Nakhaei , Analyzing the relationship between economic value added (EVA) and accounting variables with share market value in Tehran stock exchange (TSE),journal Scientific Research/2013
- 4- NurainunBangun and Khairina Natsir, The Effect of EVA Leverage And Liquidity on The stock price ,Journal Akuntansi, volume 27, No ,01/2023

3- المواقع الالكترونية

www.saidalgroup.dz

<http://www.Sgbv.dz>

الملحق 1 : حسابات النتائج لمجمع صيدال (2013-2014)

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et Comptabilité

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

DESIGNATIONS	31/12/2014	31/12/2013
Chiffre d'affaires	9 789 025 905,91	11 461 847 581,90
Variation stocks produits finis et en cours	47 596 284,29	782 030 567,10
Production immobilisée		
Subvention d'exploitation		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	9 836 622 190,20	12 243 878 149,00
Achats consommés	-3 017 970 352,54	-3 556 475 260,95
Services extérieurs et autres consommations	-815 279 475,31	-740 255 739,42
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-3 833 249 827,85	-4 296 731 000,37
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	6 003 372 362,35	7 947 147 148,63
Charges de personnel	-3 222 199 202,24	-3 848 442 866,21
Impôts, taxes et versements assimilés	-205 064 473,74	-211 018 083,50
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	2 576 108 686,37	3 887 686 198,92
Autres produits opérationnels	85 434 154,80	123 256 224,16
Autres charges opérationnelles	-204 467 978,10	-135 200 827,62
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 130 374 262,15	-1 431 299 339,58
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	292 035 551,31	501 957 026,14
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 618 736 152,23	2 946 399 282,02
Produits financiers	106 709 251,37	73 629 153,44
Charges financières	-157 011 457,30	-221 326 017,88
VI - RESULTAT FINANCIER	-50 302 205,93	-147 696 864,44
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 568 433 946,30	2 798 702 417,58
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-309 812 391,00	-500 440 495,49
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-90 261 226,37	4 662 574,50
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	10 320 801 147,68	12 942 720 552,74
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-8 971 918 366,01	-10 649 121 205,15
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 348 882 781,67	2 293 599 347,59
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		-21 476,75
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		-21 476,75
X - RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE	1 348 882 781,67	2 293 577 870,84
Résultat minoritaires	14 686 721,26	70 792 332,18
part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence	114 182 050 ;29	293 777 123,74
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 477 751 553,22	2 658 147 326,76

الملحق 2 : جزء الخصوم للميزانية السنوية لمجمع صيدال (2013-2014)

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et Comptabilité

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

DESIGNATIONS	31/12/2014	31/12/2013
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé	0,00	
Primes et réserves -(réserves consolidées)	11 282 665 927,33	9 421 690 281,31
Ecart de réévaluation	218 627 945,68	435 055 761,63
Écart d'équivalence	778 627 191,02	556 004 893,04
Résultat Net	1 477 751 553,22	2 658 147 326,76
Autres capitaux propres -report à nouveau	371 301 688,91	319 161 089,57
Intérêts minoritaires	961 690 080,29	858 376 750,19
TOTAL I	17 590 664 386,45	16 748 436 102,49
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
Emprunts et dettes financières	3 383 163 695,36	2 911 046 961,36
Impôts (différés et provisionnés)	267 823 005,95	252 388 287,15
Autres dettes non courantes	3 456 705 764,33	493 645 268,24
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 381 034 485,26	1 351 120 085,82
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	8 488 726 950,90	5 008 200 602,57
<u>PASSIFS COURANTS</u>	0,00	
Fournisseurs et comptes rattachés	1 460 434 895,94	1 227 878 706,58
Impôts	363 939 782,75	564 464 142,35
Autres dettes	3 055 762 788,63	5 818 577 282,18
Trésorerie passif	628 175 601,26	732 016 536,52
TOTAL PASSIF COURANT III	5 508 313 068,58	8 342 936 667,63
TOTAL GENERAL PASSIF	31 587 704 405,93	30 099 573 372,69

الملحق 3: جزء الأصول للميزانية السنوية لمجمع صيدال (2013-2014)

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et Comptabilité

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

DESIGNATIONS	MONTANTS	AMORTS OU	MONTANTS	31/12/2013
	BRUTS	PROVISIONS	NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	58 268 550,00	0,00	58 268 550,00	58 268 550,00
Immobilisations incorporelles	201 799 344,60	189 768 823,00	12 030 521,60	13 511 340,46
Immobilisations corporelles	0,00	0,00		
Terrains	4 514 492 953,87	0,00	4 514 492 953,87	4 525 499 753,87
Bâtiments	7 032 781 737,47	5 269 783 914,71	1 762 997 822,76	1 909 285 170,47
Autres immobilisations corporelles	15 300 746 959,15	13 696 697 490,28	1 604 049 468,87	2 003 175 109,47
Immobilisations en concession	87 528 246,00	1 266 904,74	86 261 341,26	10 346 779,38
Immobilisations en cours	2 502 907 388,68	0,00	2 502 907 388,68	470 133 457,73
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	
Titres mis en équivalences – entrepris/ associées	1 846 291 841,31	0,00	1 846 291 841,31	1 776 264 616,78
Autres participations et créances rattachées	102 167 575,00	53 136 586,28	49 030 988,72	75 281 129,79
Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	
Prêts et autres actifs financiers non courants	103 321 318,61	0,00	103 321 318,61	109 092 099,30
Impôts différés actif	463 577 177,79	0,00	463 577 177,79	357 881 232,62
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	32 213 883 092,48	19 210 653 719,01	13 003 229 373,47	11 308 739 239,87
ACTIFS COURANTS	0,00	0,00		
Stocks et encours	7 103 810 877,97	1 496 894 537,00	5 606 916 340,97	5 534 355 055,31
Créances et emplois assimilés	0,00	0,00		
Clients	5 136 249 341,15	1 687 454 939,36	3 448 794 401,79	3 830 960 856,37
Autres débiteurs	1 036 790 150,80	0,00	1 036 790 150,80	1 865 186 534,90
Impôts	601 389 838,47	345 347 828,24	256 042 010,23	115 898 709,75
Autres actif courant	18 795 412,47	0,00	18 795 412,47	12 500 000,00
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	
Placements et autres actifs financiers courants	3 018 559 989,19	0,00	3 018 559 989,19	2 018 559 989,19
Trésorerie	5 281 852 295,08	83 275 568,07	5 198 576 727,01	5 413 372 987,30
TOTAL ACTIFS COURANTS	22 197 447 905,13	3 612 972 872,67	18 584 475 032,46	18 790 834 132,82
TOTAL GENERAL ACTIF				30 099 573 372,69
	54 411 330 997,61	22 823 626 591,68	31 587 704 405,93	

الملحق 4: الميزانية السنوية العامة + جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال لسنة

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

ACTIF	DESIGNATIONS	30/06/2015		30/06/2014		%
		MONTANTS BRUTS	AMORTIS PROVISIONS	MONTANTS NETS		
ACTIFS NON COURANTS	Ecart d'acquisition (ou goodwill)	87 785 040,00	0,00	87 785 040,00	58 288 550,00	50,7%
	Immobilisations incorporelles	202 259 344,60	191 271 498,35	10 987 846,25	14 037 426,69	-21,7%
	Immobilisations corporelles	4 514 482 963,87	0,00	4 514 482 963,87	4 514 482 963,87	0,0%
	Terrains	7 044 013 017,61	5 325 621 702,08	1 718 391 315,53	1 819 433 215,50	-5,6%
	Bâtiements	15 285 154 038,84	13 852 912 360,95	1 432 241 677,89	1 835 145 801,42	-22,0%
	Autres immobilisations corporelles	87 529 246,00	1 566 607,80	86 962 638,20	86 428 207,57	-0,5%
	Immobilisations en concession	3 256 550 663,17		3 256 550 663,17	1 459 537 985,94	123,3%
	Immobilisations financières					
	Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 055 650 175,00	55 369 026,74	1 000 281 148,26	1 001 768 729,79	-0,1%
	Autres participations et créances rattachées	107 205 123,44		107 205 123,44	100 237 767,66	7,0%
	Autres titres immobilisés	458 964 575,48		458 964 575,48	362 292 814,58	26,7%
	Priels et autres actifs financiers non courants					
Impôts différés actif						
TOTAL ACTIF NON COURANTS		32 099 613 178,01	19 428 741 195,92	12 672 871 982,09	11 250 728 482,92	13%
ACTIFS COURANTS	Stocks et en cours	5 975 755 205,31	555 735 997,26	5 420 019 208,05	5 351 401 311,99	1%
	Créances et emplois assimilés	5 084 392 828,77	1 687 286 305,52	3 407 096 523,25	3 538 402 613,97	-4%
	Clients	1 135 216 072,98		1 135 216 072,98	1 047 833 174,93	8%
	Autres débiteurs	468 483 321,38	345 347 829,24	123 135 493,14	229 968 509,76	-46%
	Impôts	33 166 666,67		33 166 666,67	27 500 000,00	21%
	Autres actifs courants					
	Disponibilités et assimilés	3 018 559 989,19	83 275 558,07	3 018 559 989,19	3 018 559 989,19	0%
	Placements et autres actifs financiers courants	5 900 344 946,86		5 900 344 946,86	4 989 251 989,93	17%
	TTrésorerie					
	TOTAL ACTIFS COURANTS	21 625 689 031,16	2 871 625 659,07	18 954 263 372,07	18 202 927 489,17	4%
	TOTAL GENERAL ACTIF	53 725 502 209,17	22 098 366 854,99	31 627 135 314,16	29 453 656 972,09	7%

OPINIONS DES COMMISSAIRES AUX COMPTES SUR LES COMPTES CONSOLIDÉS DU GROUPE

Nous avons effectué notre examen des comptes selon les normes de la profession qui requièrent la mise en œuvre de diligences limitées conduisant à une assurance moins élevée que celle relevant d'un audit.
 Un examen de cette nature ne comprend pas tous les contrôles propres à un audit, mais se limite à mettre en œuvre des procédures analytiques et obtenir toutes les informations nécessaires des dirigeants et de toute personne compétente.
 Nous n'avons pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause la régularité et la sincérité des comptes consolidés arrêtés au 30/06/2015 ni à altérer l'image fidèle du Groupe.

Le Président du Conseil d'Administration

B.DERKAOU

PASSIF

DESIGNATIONS	30/06/2015		30/06/2014		%
CAPITAUX PROPRES					
Capital émis	2 500 000 000,00		2 500 000 000,00		0%
Capital non appelé					
Primes et réserves (réserves consolidées)	12 071 886 300,24		11 282 665 290,96		7%
Ecart de réévaluation	181 535 293,34		327 450 488,04		-45%
Ecart de réévaluation					
Résultat Net	1 044 198 909,11		825 046 165,03		27%
Autres capitaux propres - report à nouveau	92 515 563,87		117 780 404,39		-53%
Intérêts minoritaires	999 450 049,16		824 135 046,84		21%
TOTAL CAPITAUX PROPRES I	16 688 586 115,72		15 957 077 395,26		6%
PASSIFS NON COURANTS	Emprunts et dettes financières	4 650 607 731,71	2 736 300 646,24	48%	
	Impôts (différés et provisions)	267 823 005,95	292 388 287,15	6%	
	Autres dettes non courantes	3 456 572 927,58	3 380 457 469,83	2%	
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 503 344 092,45	1 413 893 377,56	6%	
	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	9 288 347 757,69	7 783 039 780,78	19%	
	PASSIFS COURANTS	Fournisseurs et comptes rattachés	1 292 897 310,30	1 275 806 442,51	1%
		Impôts	5 574 281,78	5 775 889,59	-8%
		Autres dettes	3 487 227 986,37	3 687 793 995,03	-5%
		TTrésorerie passif	617 492 290,30	692 572 449,52	-11%
		TOTAL PASSIF COURANT III	5 450 201 440,75	5 713 548 776,65	-5%
		TOTAL GENERAL PASSIF	31 627 135 314,16	29 453 656 972,09	7%

COMpte DE RESULTAT

DESIGNATIONS	30/06/2015	30/06/2014	%
Chiffre d'affaires	5 930 052 726,31	4 830 455 978,56	7%
Variation stocks produits finis et en cours	161 051 494,82	19 060 726,05	745%
Production immobilisée			
Subvention d'exploitation			
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	6 091 104 221,13	4 849 546 702,61	10%
Achats consommés	-1 663 349 507,45	-1 426 580 030,60	19%
Services, extérieurs et autres consommations	-537 434 898,49	-343 206 561,98	57%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-2 200 784 205,94	-1 769 786 592,58	26%
III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)	3 119 330 015,19	3 079 760 110,03	1%
Charges de personnel	-1 649 501 757,26	-1 711 424 414,01	-4%
Impôts, taxes et versements assimilés	-83 379 678,17	-71 917 174,11	8%
IV - EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 386 448 579,76	1 291 088 521,91	7%
Autres produits opérationnels	22 222 047,66	48 261 017,31	-54%
Autres charges opérationnelles	-41 437 469,46	-65 323 412,01	-23%
Dotations aux amortissements et provisions	-411 534 714,72	-697 956 741,02	41%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	123 603 339,78	82 440 402,43	50%
V - RESULTAT OPERACIONNEL	1 079 241 786,02	818 530 788,62	32%
Produits financiers	49 949 284,53	29 012 536,34	72%
Charges financières	-63 332 359,73	-58 896 750,85	8%
VI - RESULTAT FINANCIER	-13 383 095,20	-29 864 214,51	-55%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 065 858 690,82	788 666 574,11	35%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-10 000,00	0,00	
Impôts différés (variation) sur résultats ordinaires	20 463 448,93	4 411 561,96	364%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	5 545 888 873,10	5 000 260 658,69	11%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-4 500 503 631,21	-4 216 202 512,62	7%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 045 385 241,89	783 058 146,07	32%
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X - RESULTAT BRUT DU SEMESTRE	1 045 385 241,89	783 058 146,07	32%
Résultats minoritaires	-1 196 332,78	31 988 018,96	-104%
X - RESULTAT DU SEMESTRE	1 044 198 909,11	825 046 165,03	27%

الملحق 5: جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (2016-2017)

Tableau des comptes du résultat consolidé des filiales du Groupe et Participations Minoritaires au 31/12/2017 – TCR				
TABEAU 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	
abandon d'exploitation		0,00	0,00	
PRODUCTION DE L'EXERCICE		9 707 567 809,90	10 489 075 107,79	
charges consommées		-3 755 793 245,73	-3 663 777 474,24	
services extérieurs et autres consommations		-1 002 621 754,72	-928 780 089,72	
- CONSUMMATIONS DE L'EXERCICE		-4 758 415 000,45	-4 592 557 563,96	
- VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)		4 949 152 809,45	5 896 517 543,83	
charges de personnel		-2 866 108 087,05	-3 023 474 168,42	
impôts, taxes et versements assimilés		-167 524 872,66	-173 817 524,53	
- EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		1 915 519 849,74	2 699 225 850,88	
autres produits opérationnels		120 876 666,93	72 651 701,08	
autres charges opérationnelles		-58 405 988,66	-99 258 043,60	
dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur		-868 249 692,56	-1 299 102 638,36	
prises sur pertes de valeurs et provisions		370 500 844,60	719 627 105,07	
- RESULTAT OPERATIONNEL		1 480 241 680,05	2 093 143 975,07	
produits financiers		163 571 611,87	183 271 195,24	
charges financières		-164 840 374,12	-177 710 456,40	
- RESULTAT FINANCIER		-1 268 762,25	5 560 738,84	
I - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)		1 478 972 917,80	2 098 704 713,91	
impôts exigibles sur résultats ordinaires		-277 583 318,00	-628 653 272,00	
impôts différés (variation) sur résultat ordinaires		7 032 819,01	-96 986 328,41	
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		10 362 516 933,30	11 464 625 109,18	
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-9 168 160 152,51	-9 897 587 338,86	
II - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		1 194 356 780,79	1 567 037 770,32	
éléments extraordinaires (produits) (à préciser)				
éléments extraordinaires (charges) (à préciser)				
- RESULTAT EXTRAORDINAIRE		0,00	0,00	
- RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 194 356 780,79	1 567 037 770,32	
résultat minoritaires		85 189 898,58	4 426 500,76	
part dans le Résultat dans Sites mises en équivalence		96 748 968,51	-62 302 666,02	
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 376 295 647,88	1 509 161 605,06	

الملحق 6: جزء الخصوم للميزانية السنوية لمجمع صيدال (2016-2017)

SAUDIAL			
Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2017 – Passif –			
	PASSIF	Note	
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		2 500 000 000.00	2 500 000 000.00
Dotation de l'état		0.00	0.00
Autres fonds propres		8 721 856 492.20	8 721 856 492.20
Primes et réserves -(réserves consolidées)		12 991 033 164.36	12 861 813 853.88
Ecart de réévaluation		1 585 712 860.28	1 585 712 860.28
Résultat Net		955 727 524.41	1 037 081 287.61
Autres capitaux propres -report à nouveau		1 376 295 647.88	1 509 161 605.06
Intérêts minoritaires		-1 080 714 611.43	-1 766 796 831.10
TOTAL I		27 931 531 057.74	27 464 009 197.27
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières		10 894 562 658.08	8 973 229 626.56
Impôts (différés et provisionnés)		17 509 995.00	17 509 995.00
Autres dettes non courantes		1 059 992 788.80	1 061 401 552.48
Provisions et produits comptabilisés d'avance		1 346 632 170.47	1 345 087 321.65
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		13 318 697 612.35	11 397 228 495.69
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		1 436 731 269.94	2 430 054 019.90
Impôts		726 697 526.43	776 153 641.37
Autres dettes		4 107 579 876.69	3 512 927 858.77
Trésorerie passif		797 707 247.08	810 163 444.41
TOTAL PASSIF COURANT III		7 068 715 920.14	7 529 298 964.45
TOTAL GENERAL PASSIF		48 318 944 590.23	46 390 536 657.41

الملحق 7: جزء الأصول للميزانية السنوية لمجمع صيدال (2016-2017)

Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2017 – Actif –					
Actif	Note	31/12/2017		31/12/2016	
		Montants bruts	Amortissement ou provisions	Montants nets	
ACTIFS NON COURANTS					
Ecarts d'acquisition (ou goodwill)		115 414 200,00	0,00	115 414 200,00	115 414 200,00
Immobilisations incorporelles		211 701 398,37	198 057 547,42	13 643 850,95	16 879 626,76
Immobilisations corporelles		0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains		10 383 338 837,77	0,00	10 383 338 837,77	10 383 338 837,77
Bâtiments		7 525 649 404,61	5 759 342 500,47	1 766 306 904,14	1 692 900 275,48
Autres immobilisations corporelles		15 441 341 953,87	14 089 777 801,58	1 351 564 152,29	1 299 353 290,89
Immobilisations en concession		280 023 210,00	3 661 722,62	276 361 487,38	277 770 251,06
Immobilisations en cours		13 501 512 857,53	0,00	13 501 512 857,53	11 189 299 772,01
Immobilisations financières		0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées		1 466 608 492,92	0,00	1 466 608 492,92	1 388 910 621,59
Autres participations et créances rattachées		691 518 175,00	60 980 880,06	630 537 294,94	632 578 120,03
Autres titres immobilisés		4 000 000 000,00	0,00	4 000 000 000,00	3 000 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants		157 814 646,73	0,00	157 814 646,73	154 332 649,23
Impôts différés actif		296 251 741,16	0,00	296 251 741,16	291 018 838,11
TOTAL ACTIFS NON COURANTS		54 071 174 917,96	20 111 820 452,15	33 959 354 465,81	30 441 796 482,93
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours		0,00	0,00	0,00	0,00
Créances et emplois assimilés		5 512 385 257,34	629 240 246,56	4 883 145 010,78	5 729 341 770,32
Clients		0,00	0,00	0,00	0,00
Autres débiteurs		5 077 251 577,03	1 885 169 800,46	3 192 081 776,57	3 640 948 917,45
Impôts		1 357 995 866,76	377 579,41	1 357 618 287,35	1 255 089 406,58
Autres actifs courants		181 290 731,18	11 998 467,60	169 292 263,58	173 799 702,60
Disponibilités et assimilés		0,00	0,00	0,00	0,00
Placements et autres actifs financiers courants		18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie		4 825 205 639,02	86 312 842,07	4 738 892 796,95	5 131 000 388,34
TOTAL ACTIFS COURANTS		16 972 689 060,52	2 613 098 936,10	14 359 590 124,42	15 948 740 174,48
TOTAL GENERAL ACTIF		71 043 863 978,48	22 724 919 388,25	48 318 944 590,23	46 390 536 657,41

الملحق 8: جزء الأصول للميزانية السنوية لمجمع صيدال (2018-2019)

Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2019 – ACTIF –
« APRES RETRAITEMENTS »

ACTIF	31/12/19		31/12/18
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	
ACTIFS NON COURANTS			
Écart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564.00		141 648 564.00
Immobilisations incorporelles	465 669 052.05	291 611 807.29	174 057 244.76
Immobilisations corporelles			
Terrains	3 805 721 423.42		3 805 721 423.42
Bâtiments	13 199 283 086.61	5 707 118 136.67	7 492 164 949.94
Autres immobilisations corporelles	20 621 201 809.67	14 989 073 641.21	5 632 128 168.46
Immobilisations en concession			
Immobilisations en cours	3 580 260 802.98		3 580 260 802.98
Immobilisations financières			
Titres mis en équivalences - entreprises associées	2 960 993 718.84		2 960 993 718.84
Autres participations et créances rattachées	102 167 575.00	53 407 519.13	48 760 055.87
Autres titres immobilisés	2 500 000 000.00		2 500 000 000.00
Prêts et autres actifs financiers non courants	107 512 187.56		107 512 187.56
Impôts différés actif	329 960 563.53		329 960 563.53
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	47 814 418 783.66	21 041 211 104.30	26 773 207 679.36
ACTIFS COURANTS			
Stocks et encours	7 449 789 735.69	562 259 114.50	6 887 530 621.19
Créances et emplois assimilés			
Clients	5 073 699 027.73	1 896 165 287.33	3 177 533 740.40
Autres débiteurs	1 436 866 591.79	7 500.00	1 436 859 091.79
Impôts	222 336 344.63		222 336 344.63
Autres actif courant			
Disponibilités et assimilés			
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989.19		18 559 989.19
Trésorerie	2 000 587 077.07	82 435 666.36	1 918 151 410.71
TOTAL ACTIFS COURANTS	16 201 838 766.10	2 540 867 568.19	13 660 971 197.91
TOTAL GENERAL ACTIF	64 016 257 549.76	23 582 078 672.49	40 434 178 877.27

الملحق 9: جزء الخصوم للميزانية السنوية لمجمع صيدال (2018-2019)

Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2019 – PASSIF –
« APRES RETRAITEMENTS »

PASSIF	31/12/2019	31/12/2018
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000.00	2 500 000 000.00
Dotation de l'état		
Autres fonds propres	411 677 000.00	411 677 000.00
Primes et réserves -(réserves consolidées)	14 047 153 641.65	13 461 406 696.77
Ecart de réévaluation	2 686 777 592.57	1 272 192 408.65
Écart d'équivalence	1 905 284 336.88	1 016 986 928.55
Résultat Net	793 514 004.08	1 174 214 390.98
Autres capitaux propres -report à nouveau	-1 178 074 235.34	-866 679 031.92
Intérêts minoritaires	609 971 657.90	826 612 003.56
TOTAL I	21 776 278 416.42	19 796 410 396.58
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
Emprunts et dettes financières	10 403 266 267.81	10 923 905 958.66
Impôts (différés et provisionnés)	21 011 203.32	19 887 217.01
Autres dettes non courantes	593 645 268.24	593 645 268.24
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 446 788 017.73	1 433 885 167.65
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	12 464 710 757.10	12 971 323 611.56
<u>PASSIFS COURANTS</u>		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 556 885 668.31	2 249 615 538.04
Impôts	116 625 268.50	201 334 246.61
Autres dettes	3 708 972 235.69	3 734 753 856.30
Trésorerie passif	810 706 531.25	620 906 312.83
TOTAL PASSIF COURANT III	6 193 189 703.75	6 806 609 953.78
TOTAL GENERAL PASSIF	40 434 178 877.27	39 574 343 961.92

الملحق 10: جدل حسابات النتائج لمجمع صيدال (2018-2019)

« APRES RETRAITEMENTS »

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2019	31/12/2018
Chiffre d'affaires	9 392 750 935.10	10 317 577 775.54
Variation stocks produits finis et en cours	1 085 935 007.08	272 122 098.95
Production immobilisée		
Subvention d'exploitation		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 478 685 942.18	10 589 699 874.49
Achats consommés	-4 577 729 592.68	-4 624 142 242.57
Services extérieurs et autres consommations	-1 113 922 480.89	-1 067 499 186.54
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 691 652 073.57	-5 691 641 429.11
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	4 787 033 868.61	4 898 058 445.38
Charges de personnel	-3 514 951 683.35	-3 329 762 210.93
Impôts, taxes et versements assimilés	-154 310 399.06	-169 982 582.04
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 117 771 786.20	1 398 313 652.41
Autres produits opérationnels	687 941 345.57	1 159 167 515.64
Autres charges opérationnelles	-75 628 723.04	-188 852 963.84
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 399 508 839.03	-1 454 793 798.08
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	664 533 494.03	380 039 983.32
V - RESULTAT OPERATIONNEL	995 270 118.85	1 293 874 389.45
Produits financiers	152 968 301.58	200 013 164.65
Charges financières	-343 123 098.91	-254 951 764.57
VI - RESULTAT FINANCIER	-190 154 797.33	-54 938 599.92
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	805 954 266.41	1 238 935 789.53
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-77 823 533.00	-127 206 062.00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	5 579 922.73	-21 232 781.46
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	11 984 129 083.37	12 328 920 538.10
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 262 578 272.69	-11 195 958 029.11
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	721 550 810.68	1 132 962 508.99
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	721 550 810.68	1 132 962 508.99
Résultat minoritaires	19 736 411.44	44 778 352.30
part dans les Résultats nets des sociétés mises en équivalence	52 226 781.96	-3 526 470.31
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	793 514 004.08	1 174 214 390.98

الملحق 11: جزء الأصول للميزانية السنوية لمجمع صيدال (2019-2020)

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et Comptabilité
DATE DE CLOTURE : 31/12/2020

BILAN CONSOLIDE DES FILIALES DU GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES

ACTIF	31/12/2020			31/12/2019
	MONTANTS BRUTS	AMORTIS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564,00	0,00	141 648 564,00	141 648 564,00
Immobilisations incorporelles	468 576 191,02	343 249 100,26	125 327 090,76	174 057 244,76
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	4 398 481 823,42	0,00	4 398 481 823,42	3 805 721 423,42
Bâtiments	13 261 407 322,31	5 844 143 212,84	7 417 264 109,47	7 492 164 949,94
Autres immobilisations corporelles	20 778 518 111,59	15 362 335 010,82	5 416 183 100,77	5 632 128 168,46
Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations en cours	3 523 900 855,21	0,00	3 523 900 855,21	3 580 260 802,98
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	2 134 015 175,22	0,00	2 134 015 175,22	2 960 993 718,84
Autres participations et créances rattachées	335 939 575,00	59 416 028,43	276 523 546,57	48 760 055,87
Autres titres immobilisés	2 002 300 000,00	0,00	2 002 300 000,00	2 500 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	14 614 749,45	0,00	14 614 749,45	107 512 187,56
Impôts différés actif	352 717 927,73	0,00	352 717 927,73	329 960 563,53
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	47 412 120 294,95	21 609 843 352,35	25 802 976 942,60	26 773 207 679,36
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	0,00	0,00	0,00	0,00
Créances et emplois assimilés	7 191 992 769,17	641 539 237,02	6 550 453 532,15	6 887 530 621,19
Clients	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres débiteurs	5 911 959 706,26	1 887 229 726,08	4 024 729 980,18	3 177 533 740,40
Impôts	1 316 384 098,39	7 500,00	1 316 376 598,39	1 436 859 091,79
Autres actif courant	188 887 081,60	0,00	188 887 081,60	222 336 344,63
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Placements et autres actifs financiers courants	0,00	0,00	0,00	0,00
Trésorerie	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	18 559 989,19
TOTAL ACTIFS COURANTS	17 495 785 663,29	2 611 212 129,46	14 884 573 533,83	16 660 971 197,94
TOTAL GENERAL ACTIF	64 907 905 958,24	24 221 055 481,81	40 687 550 476,43	43 434 178 877,30

الملحق 12 : جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (2019-2020)

Direction des Finances et Comptabilité

DATE DE CLOTURE : 31/12/2020

BILAN CONSOLIDE DES FILIALES DU GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2020	31/12/2019
Chiffre d'affaires	9 809 929 760,98	9 392 750 935,10
Variation stocks produits finis et en cours	264 531 468,40	1 085 935 007,08
Production immobilisée	0,00	0,00
Subvention d'exploitation	0,00	0,00
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 074 461 229,38	10 478 685 942,18
Achats consommés	-4 245 356 684,94	-4 577 729 592,68
Services extérieurs et autres consommations	-910 765 524,13	-1 113 922 480,89
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 156 122 209,07	-5 691 652 073,57
III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)	4 918 339 020,31	4 787 033 868,61
Charges de personnel	-3 609 396 024,60	-3 514 951 683,35
Impôts, taxes et versements assimilés	-201 768 850,04	-154 310 399,06
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 107 174 145,67	1 117 771 786,20
Autres produits opérationnels	205 038 628,28	687 941 345,58
Autres charges opérationnelles	-109 057 603,07	-75 628 723,04
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 088 338 701,82	-1 399 508 839,03
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	214 605 132,80	664 533 494,03
V - RESULTAT OPERATIONNEL	329 421 601,86	995 109 063,74
Produits financiers	129 016 705,12	152 968 301,58
Charges financières	-154 762 522,08	-343 123 098,91
VI - RESULTAT FINANCIER	-25 745 816,96	-190 154 797,33
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	303 675 784,90	804 954 266,41
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-88 374 651,00	-77 823 533,00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-19 069 142,98	5 579 922,73
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	10 623 121 695,58	11 984 129 083,37
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-10 388 751 418,70	-11 262 578 272,69
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	234 370 276,88	721 550 810,68
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	234 370 276,88	721 550 810,68
Résultat minoritaires	-592 334,84	19 736 411,44
part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence	-43 841 600,71	52 226 781,96
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	189 936 341,33	793 514 004,08

الملحق 13: جزء الخصوم للميزانية السنوية لمجمع صيدال (2019-2020)

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et Comptabilité
DATE DE CLOTURE : 31/12/2020

BILAN CONSOLIDE DES FILIALES DU GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES

PASSIF	31/12/2020	31/12/2019
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotation de l'état	0,00	0,00
Autres fonds propres	411 677 000,00	411 677 000,00
Primes et réserves -(réserves consolidées)	14 634 151 624,90	14 047 153 641,65
Ecarts de réévaluation	3 063 429 710,86	2 686 752 011,24
Écart d'équivalence	1 408 146 175,93	1 905 284 336,88
Résultat Net	189 936 341,33	793 514 004,08
Autres capitaux propres -report à nouveau	-797 268 702,03	-1 178 074 235,34
Intérêts minoritaires	824 482 635,96	609 971 657,90
TOTAL I	22 234 554 786,95	21 776 278 416,42
PASSIFS NON COURANTS		
Emprunts et dettes financières	10 404 842 508,14	10 403 266 267,81
Impôts (différés et provisionnés)	24 094 670,27	21 011 203,32
Autres dettes non courantes	0,00	593 645 268,24
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 626 040 712,04	1 446 788 017,73
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	12 054 977 890,45	12 464 710 757,10
PASSIFS COURANTS		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 247 407 073,70	1 556 885 668,31
Impôts	175 915 917,23	116 625 268,50
Autres dettes	4 052 684 542,80	3 708 972 235,69
Trésorerie passif	922 010 265,30	810 706 531,25
TOTAL PASSIF COURANT III	6 398 017 799,03	6 193 189 703,75
TOTAL GENERAL PASSIF	40 687 550 476,43	40 434 178 877,27

الملحق 14: جزء الخصوم للميزانية السنوية لمجمع صيدال (2021-2022)

2.3. Actif du Bilan (Consolidé Groupe)

UM : DA

ACTIF	31/12/2022			31/12/2021
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIF NON COURANT				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564,00	0,00	141 648 564,00	141 648 564,00
Immobilisations incorporelles	568 182 071,69	446 119 234,37	122 062 837,32	74 170 413,60
Immobilisations corporelles				
Terrains	4 398 481 823,42	0,00	4 398 481 823,42	4 398 481 823,42
Bâtiments	13 528 529 989,50	6 193 807 728,92	7 334 722 260,58	7 342 094 769,19
Autres immobilisations corporelles	21 173 669 435,11	15 545 048 325,36	5 628 621 109,75	5 503 675 138,29
Immobilisations en concession	316 872 000,00	0,00	316 872 000,00	322 740 000,00
Immobilisations en cours	4 410 193 665,04	0,00	4 410 193 665,04	3 850 372 946,09
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalences- entreprises associées	2 218 965 232,68	0,00	2 218 965 232,68	2 418 384 302,29
Autres participations et créances rattachées	44 667 575,00	153 650 987,24	-108 983 412,24	44 667 575,00
Autres titres immobilisés	1 000 000 000,00	0,00	1 000 000 000,00	2 001 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	33 330 823,74	0,00	33 330 823,74	51 251 159,52
Impôts différés actif	244 260 019,92	0,00	244 260 019,92	244 899 794,64
TOTAL ACTIF NON COURANT	48 078 801 200,10	22 338 626 275,89	25 740 174 924,21	26 393 386 486,04
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	10 529 211 735,74	4 075 962 514,31	6 453 249 221,43	9 804 951 484,95
Créances et emplois assimilés				
Clients	9 256 533 457,23	2 184 100 113,51	7 072 433 343,72	3 350 908 815,99
Autres débiteurs	1 468 506 617,14	7 500,00	1 468 499 117,14	1 302 856 167,38
Impôts	335 215 938,20	0,00	335 215 938,20	170 411 184,88
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	0,00
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	3 875 103 432,21	82 435 666,36	3 792 667 765,85	3 770 411 504,24
TOTAL ACTIF COURANT	25 483 131 169,71	6 342 505 794,18	19 140 625 375,53	18 418 099 146,63
TOTAL GENERAL ACTIF	73 561 932 369,81	28 681 132 070,07	44 880 800 299,74	44 811 485 632,67

الملحق 15: جزء الخصوم للميزانية السنوية لمجمع صيدال (2021-2022)

2.4. Passif du Bilan (Consolidé Groupe)

UM : DA

PASSIF	31/12/2022	31/12/2021
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotations de l'état	411 677 000,00	411 677 000,00
Autres fonds propres	0,00	0,00
Primes et réserves-(réserves consolidées)	15 796 006 288,78	15 318 040 327,17
Ecarts de réévaluation	3 055 720 451,96	3 055 720 451,96
Écart d'équivalence	1 463 082 352,04	1 838 063 594,82
Résultat Net	-2 987 159 711,62	48 694 704,82
Autres capitaux propres-report à nouveau	-2 092 312 082,35	-1 097 023 529,49
Intérêts minoritaires	818 357 587,56	837 395 665,76
TOTAL I	18 965 371 886,37	22 912 568 215,05
PASSIF NON COURANT		
Emprunts et dettes financières	14 259 371 288,67	13 825 430 092,80
Impôts (différés et provisionnés)	7 110 987,15	7 112 411,32
Autres dettes non courantes	316 872 000,00	322 740 000,00
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 028 540 134,63	1 021 362 673,15
TOTAL PASSIF NON COURANT II	15 611 894 410,45	15 176 645 177,27
PASSIF COURANT		
Fournisseurs et comptes rattachés	3 293 487 276,35	2 207 198 255,47
Impôts	125 547 764,68	121 945 175,14
Autres dettes	5 080 009 086,66	4 038 233 979,11
Trésorerie passif	1 804 489 875,23	354 894 830,63
TOTAL PASSIF COURANT III	10 303 534 002,92	6 722 272 240,35
TOTAL GENERAL PASSIF	44 880 800 299,74	44 811 485 632,67

الملحق 16: جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (2021-2022)

2.5. Tableau de Compte de Résultats (Consolidé Groupe)

UM : DA

TABEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2022	31/12/2021	Evolution 2022/2021
Chiffre d'affaires	15 518 343 549,99	10 211 439 983,73	51,97%
Variation stocks produits finis et en cours	1 916 701 144,87	997 900 766,87	92,07%
Production immobilisée	0,00	0,00	/
Subvention d'exploitation	0,00	0,00	/
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	17 435 044 694,86	11 209 340 750,60	55,54%
Achats consommés	-10 304 903 076,96	-4 999 154 719,75	106,13%
Services extérieurs et autres consommations	-1 250 061 996,09	-1 067 885 794,68	17,06%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-11 554 965 073,05	-6 067 040 514,43	90,45%
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	5 880 079 621,81	5 142 300 236,17	14,35%
Charges de personnel	-3 943 686 171,34	-3 944 240 090,42	-0,01%
Impôts, taxes et versements assimilés	-136 922 185,18	-162 116 139,62	-15,54%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 799 471 265,29	1 035 944 006,13	73,70%
Autres produits opérationnels	111 250 981,17	175 408 940,73	-36,58%
Autres charges opérationnelles	-157 427 854,84	-75 130 256,23	109,54%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-4 476 289 679,29	-1 036 215 417,74	331,98%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	261 601 989,89	326 911 529,02	-19,98%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	-2 461 393 297,78	426 918 801,91	-676,55%
Produits financiers	145 902 545,02	177 090 776,00	-17,61%
Charges financières	-520 845 400,17	-105 692 416,20	392,79%
VI - RESULTAT FINANCIER	-374 942 855,15	71 398 359,80	-625,14%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	-2 836 336 152,93	498 317 161,71	-669,18%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-20 000,00	-100 897 797,00	-99,98%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	1 525 656,79	25 670 878,24	-94,06%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	17 953 800 210,94	11 888 751 996,35	51,02%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-20 791 682 020,66	-11 517 003 509,88	80,53%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	-2 837 881 809,72	371 748 486,47	-863,39%
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00	/
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	0,00	0,00	/
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00	/
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	-2 837 881 809,72	371 748 486,47	-863,39%
Résultats minoritaires	-2 178 182,54	19 855 956,80	-110,97%
Part dans le résultat des Sociétés mises en équivalence	-147 099 719,36	-342 909 738,46	-57,10%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	-2 987 159 711,62	48 694 704,82	-6 234,47%

Désignation	Ratios 2022	Ratios 2021	Evol 2022/2021
Valeur ajoutée / Chiffre d'affaires	37,89%	50,36%	-24,76%
Excédent brut d'exploitation/ Chiffre d'affaires	11,60%	10,14%	14,30%
Charges du personnel /Chiffre d'affaires	25,41%	38,63%	-34,21%
Charges du personnel/ Valeur ajoutée	67,07%	76,70%	-12,56%
Résultat opérationnel / Chiffre d'affaires	-15,86%	4,18%	-479,38%

الفهرس

I.....	الإهداء
II.....	الإهداء
III.....	شكر و عرفان
IV.....	المخلص :
VI.....	قائمة المحتويات
VIII.....	قائمة الجداول
IX.....	قائمة الاختصارات
X.....	قائمة الملاحق
أ.....	المقدمة
1.....	الفصل الأول :الأداء المالي وخلق القيمة وأدوات قياسها
2.....	تمهيد
3.....	المبحث الأول : مفاهيم أساسية حول الأداء المالي وخلق القيمة
3.....	المطلب الأول :الإطار مفاهيمي للأداء المالي
3.....	الفرع الاول : مفهوم و أهمية الأداء المالي
6.....	الفرع الثاني : العوامل المؤثرة على الأداء المالي
7.....	الفرع الثالث: تقييم الأداء المالي
9.....	المطلب الثاني : مؤشرات الأداء كمقياس لخلق القيمة
10.....	الفرع الأول : مفهوم خلق القيمة
11.....	الفرع الثاني : مؤشرات الأداء المالي
19.....	المطلب الثالث: أثر خلق القيمة على القيمة السوقية للسهم

19	الفرع الأول : نظرية الوكالة
20	الفرع الثاني :نظرية الإشارة.....
20	المبحث الثاني : الدراسات السابقة حول مؤشرات خلق القيمة والقيمة السوقية للسهم
21	المطلب الأول : الدراسات باللغة العربية.....
25	المطلب الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية
26	المطلب الثالث: مقارنة الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها
26	الفرع الأول: مقارنة بين الدراسات السابقة
28	الفرع الثاني :موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة
30	الفصل الثاني :دراسة تطبيقية أثر القيمة الاقتصادية المضافة على سعر سهم مجمع صيدال
32	المبحث الأول : المتغيرات والأدوات المستخدمة في الدراسة.....
32	المطلب الأول :متغيرات ومصادر بيانات الدراسة
32	المطلب الثاني : الأدوات المستخدمة في الدراسة.....
32	المبحث الثاني :الدراسة القياسية لأثر للقيمة الاقتصادية المضافة على سعر سهم مجمع صيدال
32	المطلب الأول : حساب القيمة الاقتصادية المضافة.....
40	المطلب الثاني :تقدير نموذج الانحدار الخطي وتحليل نتائج التقدير
43	الخاتمة
45	المراجع
	الملاحق.....
	الفهرس