

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

تخصص : مالية مؤسسة

بعنوان :

**مساهمة مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة EVA في
تقييم الأداء المالي لمؤسسات القطاع الخاص
بالجزائر (دراسة حالة مؤسسة NCA ROUIBA
خلال الفترة 2010-2013)**

من إعداد الطالبة : بن مراد زينب

نوقشت و أجزيت علنا بتاريخ: 10 جوان 2014

أمام اللجنة المكونة من السادة:

(أستاذ محاضر أ - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

(أستاذ محاضر أ - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

(أستاذة مساعدة - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشة

الدكتور / بوخاري عبد الحميد

الدكتور / محمد زرقون

أستاذة / دشاش أم الخير

السنة الجامعية : 2013/2014

شكر و تقدير

الحمد لله والصلاة والسلام على رسول الله - سيدنا محمد - وعلى آله

وصحبه

وبعد،

في البداية أحمد الله عز وجل وأشكره لأنه الهمني الصبر وأعطاني
القدرة على إكمال هذه المذكرة، ولا أنسى والدائي الكريمين حفظهما
الله وأطال في عمرهما وكافة أفراد أسرتي على الدعم المعنوي الذي
قدموه لي أطلب من الله عز وجل أن يمن عليهم برحمته الواسعة
ويجازيهم ألف خير.

وأقدم بالشكر لأستاذي الفاضل الدكتور زرقون محمد على تكريمه
بالإشراف على مذكرتي وعلى دعمه وتشجيعه الكبير لي، وأشكر كل
أستاذ ساعدني ووجهني ومن علي بنصائحه وملاحظاته.
وفي الأخير أخص بالشكر أعز صديقاتي بالدرجة الأولى وكل زملائي
وزميلاتي وكل من ساهم وساعد ونصح وأرشد من قريب أو من بعيد
وسموت عن ذكر فضله وشكره.

| الرقم | عنوان الجدول | الصفحة |
|-------|--|--------|
| 1.1 | المقارنة بين الدراسات السابقة | 23 |
| 2.2 | تطور رقم أعمال المؤسسة خلال الفترة (2010-2013) | 31 |
| 3.2 | عدد العمال في المؤسسة خلال الفترة (2010-2013) | 32 |
| 4.2 | قيم رأس المال العامل للمؤسسة خلال الفترة (2010-2013) | 35 |
| 5.2 | تطور الإحتياج في رأس المال العامل للمؤسسة خلال الفترة (2010-2013) | 37 |
| 6.2 | قيم الخزينة خلال الفترة (2010-2013) | 38 |
| 7.2 | تطور المؤشرات التقليدية خلال الفترة (2010-2013) | 39 |
| 8.2 | تكلفة الأموال الخاصة خلال الفترة (2010-2013) | 41 |
| 9.2 | قيم الإستدانة الصافية خلال الفترة (2010-2013) | 42 |
| 10.2 | تكلفة الإستدانة خلال الفترة (2010-2013) | 43 |
| 11.2 | التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال خلال الفترة (2010-2013) | 44 |
| 12.2 | رأس المال المستثمر للمؤسسة خلال الفترة (2010-2013) | 46 |
| 13.2 | العائد على رأس المال المستثمر ROCI للمؤسسة خلال الفترة (2010-2013) | 46 |
| 14.2 | تطور القيمة الإقتصادية المضافة EVA خلال الفترة (2010-2013) | 48 |
| 15.2 | القيمة السوقية المضافة لمؤسسة روية | 49 |
| 16.2 | قيم المتغيرات خلال الفترة (2010-2013) | 50 |
| 17.2 | تقدير النموذج الأول | 51 |
| 18.2 | تقدير النموذج الثاني | 52 |
| 19.2 | قيم متغيرات الدراسة خلال الفترة (2010-2013) | 53 |
| 20.2 | تقدير النموذج الأول | 54 |
| 21.2 | تقدير النموذج الثاني | 54 |
| 22.2 | تقدير النموذج الثالث | 57 |

| الصفحة | عنوان الشكل | الرقم |
|--------|--|-------|
| 31 | تطور رقم الأعمال لمؤسسة NCA Rouiba خلال الفترة (2010-2013) | 1.2 |
| 36 | تطور قيم رأس المال العامل للمؤسسة خلال الفترة (2010-2013) | 2.2 |
| 37 | تطور الإحتياج في رأس المال العامل BFR للمؤسسة خلال الفترة (2010-2013) | 3.2 |
| 40 | تطور المؤشرات التقليدية لمؤسسة NCA Rouiba خلال الفترة (2010-2013) | 4.2 |
| 41 | نطور تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة خلال الفترة (2010-2013) | 5.2 |
| 43 | تطور تكلفة الإستدانة للمؤسسة خلال الفترة (2010-2013) | 6.2 |
| 45 | تطور التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال للمؤسسة خلال الفترة (2010-2013) | 7.2 |
| 47 | تطور ROCI لمؤسسة NCA Rouiba خلال الفترة (2010-2013) | 8.2 |
| 48 | تطور القيمة الإقتصادية المضافة لمؤسسة NCA Rouiba خلال الفترة (2010-2013) | 9.2 |

| الرقم | عنوان الملحق |
|-------|--|
| 01 | الميزانية المالية لمؤسسة NCA ROUIBA جانب الأصول للفترة 2010-2011 |
| 02 | الميزانية المالية لمؤسسة NCA ROUIBA جانب الخصوم للفترة 2010-2011 |
| 03 | الميزانية المالية لمؤسسة NCA ROUIBA جانب الأصول للفترة 2012-2013 |
| 04 | الميزانية المالية لمؤسسة NCA ROUIBA جانب الخصوم للفترة 2012-2013 |
| 05 | جدول حسابات النتائج لمؤسسة NCA ROUIBA للفترة 2010-2011 |
| 06 | جدول حسابات النتائج لمؤسسة NCA ROUIBA للفترة 2012-2013 |

1. طرح إشكالية البحث

تعتبر المؤسسة الاقتصادية الخلية الأساسية التي يقوم عليها الإقتصاد الوطني، وبالتالي فتطور هذا الأخير مرتبط بمدى قدرة هذه المؤسسة على خلق القيمة لشركائها و لحاملي الأسهم، بدلا من التركيز فقط على تحقيق الربحية. ففي الوقت الحاضر يقع ضغط كبير على المدراء التنفيذيين في شركات الأعمال لجميع القطاعات الاقتصادية في تحقيق نمو في ثروة الملاك، وهذه المهمة أمر لا مفر منه و يجب تحقيقه من خلال الاستثمار في مشاريع تعمل على تحقيق تدفقات نقدية تفوق تكلفة رأس المال لمشروع معين. ومن هنا ظهر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كأداة حديثة لقياس وتقييم الأداء المالي نظرا للإنتقادات التي وجهت إلى مختلف المؤشرات التقليدية ومن بينها العائد على الأصول ROA، العائد على حقوق الملكية ROE، العائد على المبيعات ROS، من حيث اعتمادها على التقدير وتأثرها باختلاف الطرق المحاسبية. ومن هنا إزدادت التساؤلات حول إمكانية اعتبار مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA كأفضل مقياس للأداء المالي من المؤشرات التقليدية أو المحاسبية.

من خلال ما سبق يمكن طرح الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة على النحو التالي :

" ما مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA في تقييم الأداء المالي لمؤسسات القطاع الخاص بالمقارنة مع المؤشرات التقليدية ROA ROE ROS دراسة حالة مؤسسة NCA Rouiba للفترة (2010-2013) ؟ "

تتضمن دراسة هذه الإشكالية الرئيسية دراسة إشكاليات فرعية تتمثل في :

✓ هل يوجد إختلاف بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA والمؤشرات التقليدية ROS ROE

؟ ROA

✓ ما مدى مساهمة دخول الشركة إلى البورصة في تحسين أدائها المالي ؟

✓ هل يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة ؟

✓ أي من المتغيرات المستقلة والتي تتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشرات الأداء التقليدية أكثر قدرة

على تفسير القيمة السوقية المضافة ؟



2. فرضيات الدراسة

- ✓ يوجد إختلاف بين مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة EVA والمؤشرات التقليدية ROS ROE ROA ؛
- ✓ ساهم دخول الشركة إلى البورصة في تحسين أدائها المالي ؛
- ✓ إحتمال وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء التقليدية والقيمة الإقتصادية المضافة ؛
- ✓ ليس لمقاييس الأداء القدرة على تفسير القيمة السوقية المضافة ؛

3. مبررات إختيار الموضوع

- تتمثل الأسباب الموضوعية التي جعلتنا نختار هذا الموضوع في :
- محاولة تسليط الضوء على مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة في مجال تقييم الأداء ؛
 - موضوع حديث يستحق الدراسة ؛
 - إمكانية قياس الربح الإقتصادي في مؤسسات القطاع الخاص ؛

4. أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى :

- إختبار العلاقة بين مؤشرات الأداء التقليدية والقيمة الإقتصادية المضافة ؛
- إختبار مدى القدرة الإضافية للقيمة الإقتصادية المضافة مقارنة مع المؤشرات التقليدية المذكورة سابقا بتفسيرها للقيمة السوقية ؛
- تطبيق هاته المقاييس على مؤسسات القطاع الخاص وتقييم أدائها.

5. أهمية الدراسة

تأتي أهمية الدراسة من خلال إستخدام مقياس القيمة الإقتصادية المضافة للتعرف على مدى إمكانية المؤسسة على خلق القيمة، وذلك من خلال إيجاد طريقة جديدة للتقييم من حيث الأرباح الإقتصادية بدلا من المؤشرات التقليدية.



6. حدود الدراسة

الحدود المكانية : تمت هذه الدراسة على مستوى مؤسسة NCA Rouiba بولاية الجزائر العاصمة ؛

الحدود الزمنية : تم الإعتماد على القوائم المالية للمؤسسة محل الدراسة خلال الفترة (2010-2013).

7. منهج الدراسة والأدوات المستخدمة

من أجل دراسة هذا الموضوع والإجابة على الإشكالية المطروحة، إعتدنا على المنهج الوصفي التحليلي في الجزء الأول من الدراسة وذلك من اجل وصف مكوناته ومن ثم تحليلها، أما في الجزء الثاني من الدراسة فقد إتبعنا منهج دراسة حالة من خلال قياس الأداء المالي لمؤسسة NCA Rouiba إضافة للمنهج الإحصائي وذلك بغية قياس العلاقة بين مختلف المؤشرات. أما بالنسبة للأدوات المستخدمة فقد تم الإعتماد على المسح المكتبي لمختلف المراجع التي تناولت موضوع الدراسة إضافة إلى الإعتماد على القوائم المالية للمؤسسة محل الدراسة.

ولتحليل هذه القوائم وتقييم الأداء المالي تم الإستعانة ببرنامج Excel 2007 وبرنامج Eviews 8 من أجل قياس تأثير القيمة السوقية المضافة بالمؤشرات التقليدية والقيمة افقتصادية المضافة.

8. هيكل الدراسة

من أجل بلوغ الغاية من هذه الدراسة، تم تقسيمها إلى فصلين. حيث خصصت الفصل الأول إلى الإطار النظري للدراسة، وتمت تجزئته إلى مبحثين في الأول قمت بتقديم مفاهيم أساسية حول مقاييس الأداء المالي التقليدية والقيمة الإقتصادية المضافة، حيث تم الإشارة إلى الهدف من كل مقياس إضافة إلى كيفية قياسه وأهميته. أما في المبحث الثاني فقد خصصته إلى لدراسات السابقة، وفيه تعرضت لبعض الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع دراستي، سواء باللغة العربية أو الأجنبية، كما وضحت ما يميز دراستي عن سابقتها من الدراسات.

أما الفصل الثاني فقد خصصته للجانب التطبيقي للموضوع، حيث قمت بعرض الطريقة المستخدمة في الدراسة والأدوات إضافة إلى تقديم بطاقة فنية حول المؤسسة محل الدراسة وظروف دخولها إلى البورصة في المبحث الأول، أما في المبحث الثاني فقد قمت بقياس الأداء المالي للمؤسسة وفق مؤشرات التوازن المالي والمؤشرات التقليدية و



مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، إضافة إلى القيام بتقدير العديد من النماذج وذلك بهدف قياس العلاقة بين مختلف المؤشرات.



تمهيد :

سنقوم في هذا الفصل بالإطلاع على الجانب النظري لمجموعة من المؤشرات المالية تقليدية كانت مثل العائد على الأصول ROA والعائد على حقوق الملكية ROE والعائد على المبيعات ROS، أو حديثة مثل القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA. من حيث الأهمية و طرق قياسها وأهم الإنتقادات الموجهة إليها. كما قمنا بعرض مجموعة من الدراسات التي تناولت هذا الموضوع و ابراز أهم الاختلافات بينها إضافة وما يميز دراستي عن باقي هاته الدراسات.

المبحث الأول : مفاهيم أساسية حول أدوات قياس الأداء المالي التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة

سنستطرق في هذا المبحث إلى أهم أدوات قياس الأداء المالي التقليدية وذلك في المطلب الأول، أما في المطلب الثاني فسنستطرق إلى مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

المطلب الأول : أدوات قياس الأداء المالي التقليدية .

من أهم الأدوات المستخدمة في قياس الأداء المالي معدل العائد على حقوق الملكية ROE، معدل العائد على الأصول ROA، معدل العائد على المبيعات ROS، ومعدل العائد على الاستثمار .

الفرع الأول معدل العائد على حقوق الملكية ROE :

يهتم هذا المؤشر بقياس العائد على كل دينار مستثمر من قبل حملة الأسهم العادية، ويقوم هذا المؤشر بقياس العائد الذي يحققه المساهمون على أموالهم الموظفة في رأس مال المؤسسة، فارتفاع نتيجة هذا المؤشر تدل على كفاءة قرارات الاستثمار والتشغيل في المؤسسة.¹ إلا أن هذا المؤشر غير ملائم إذا ارتفعت أسعار الفائدة، حيث يؤدي ذلك إلى تحجيم الوعاء الضريبي وينعكس ذلك على مصداقية معدل العائد على حقوق الملكية الذي يكون مرتفعاً بسبب تضخمه.

وتعطى العلاقة المبسطة لحساب هذا المؤشر كالتالي :

معدل العائد على حقوق الملكية ROE : النتيجة الصافية / الأموال الخاصة

ويتضح ذلك من خلال تحليل هذه العلاقة أنه كلما ارتفعت نسبة المؤشر، زادت نسبة الربح التي يريد تحقيقها كل من الملاك أو المساهمين، وترتفع هذه النسبة بارتفاع النتيجة الصافية، لأن الأموال الخاصة لا تتأثر بعملية شراء الأسهم والتي تعتبر ممول بالسيولة أو الديون من وجهة نظر المستثمر، ومن مصلحة المؤسسة إصدار

¹ . مريم شكري محمود ندم ، تقييم الأداء المالي باستخدام بطاقة الأداء المتوازن ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة الشرق الأوسط ، الأردن 2012-2013 .

أسهم بمقدار الحاجة إلى التمويل فقط، لأن زيادة حقوق الملكية أكثر من اللازم يفقدها استقلاليتها من ناحية ويقلل من أرباحها من ناحية أخرى.²

الفرع الثاني معدل العائد على الأصول ROA :

تشير هذه النسبة إلى الدخل على المحقق على إجمالي الأصول المستثمرة في المؤسسة،³ ويعتبر معدل العائد على الأصول Return on Assets مقياس الربحية، حيث يعبر عن العلاقة بين الأرباح وحجم الأموال المتاحة للإدارة، كما أنه يؤشر على العلاقة بين النتيجة الصافية في شكل نسب مئوية. ويجسب وفق العلاقة التالية :

معدل العائد على الأصول ROA : صافي الدخل / إجمالي الأصول

الفرع الثالث معدل العائد على الاستثمار ROI :

يعتبر مقياساً لمدى ربحية الأموال المستثمرة في المشاريع الإقتصادية، ويعكس أداء المؤسسة في إدارة رأس المال المستثمر. ويعد هذا المؤشر أكثر مؤشرات قياس الأداء استخداماً، وهذا لبساطته وسهولة حسابه، كما أنه يساعد متخذي القرار على وضع أهدافهم وذلك من خلال تقييمه لكيفية تحقيق الربحية. يجسب معدل العائد على الاستثمار عن طريق العلاقة التالية :⁴

معدل العائد على الاستثمار ROI = الأرباح الصافية / مجموع الأموال

يكون الأداء جيداً وفق هذا المؤشر كلما ارتفعت هاته النسبة، ويمكن الاعتماد عليه في اختيار الاستثمارات وقياس مردوديتها، وقياس الأداء الكلي من خلال النشاط الرئيسي للمؤسسة، إلا أنه لا يأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال، وبالتالي لا يخدم مصلحة حاملي الأسهم لأنهم يعتبرونها الحد الأدنى من العائد الذي يتوقعونه، بالإضافة إلى أنه يهمل الاستثمارات التي تحقق عوائد معتبرة في المدى البعيد، لأنه يعتمد على قاعدة قبول المشاريع التي تحقق مردودية في الأجل القصير.

² . حمزة محمود الزبيدي ، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء و التنبؤ بالفشل ، الطبعة الثانية ، الوراق للنشر و التوزيع عمان ، 2011 ، ص 220 .

³ . محمد صالح الحناوي ، جمال فريد مصطفى ، رسمية ذكي قرياقص ، أساسيات الإدارة المالية ، الدار الجامعية ، كلية الحقوق جامعة الإسكندرية، 2000، ص 77 .

⁴ Fayez Salim hddad , the relation ship between economic value added an stock and stock returns , Evidence from jordanian banks , EURO journals publishing in 2012.

الفرع الرابع معدل العائد على المبيعات ROS :

يقيس هذا المؤشر صافي الربح المحقق على كل وحدة من المبيعات أو رقم الأعمال، وهو يشير إلى نسبة ما تحققه المبيعات من أرباح بعد تغطية تكلفة المبيعات، وبعبارة أخرى يقيس فعالية الأنشطة العملية أو العمليات المتعلقة بدورة الاستغلال.

ويحسب وفق العلاقة التالية :⁵

$$\text{معدل العائد على المبيعات ROS} = \text{صافي الدخل (قبل الفوائد و الضرائب)} /$$

كلما ارتفعت هذه النسبة كان الأداء جيدا و العكس صحيح، فهو يدل على كفاءة المؤسسة في استغلالها الأمثل لمواردها، ومن جهة أخرى يعطي المجال للإستراتيجية التسويقية وذلك عن طريق رفع السعر أو تخفيضه حسب متطلبات السوق.⁶

المطلب الثاني : الأسس النظرية للقيمة الإقتصادية المضافة EVA :

من بين أهم مؤشرات قياس الأداء المالي الحديثة، والتي أعطت صيغة شاملة لمفهوم خلق القيمة، في جانبه الفلسفي والعملي، مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة ومؤشر القيمة السوقية المضافة. سنحاول في هذا الجزء التطرق لهذين المؤشرين، الذي نال شهرة كبيرة في أوساط الأكاديميين والمهنيين، كما لقي رواجاً كبيراً و استعمالاً واسعاً في مجال علم التسيير.

الفرع الأول : مفهوم القيمة الإقتصادية المضافة EVA :

يعد مقياس القيمة الإقتصادية المضافة (EVA) من أكثر المقاييس انتشاراً، وبالرغم من شيوع مفهوم القيمة المضافة في الفكر الإقتصادي منذ العصر الإقتصادي الكلاسيكي (1892 Marshall، Hamiltan) والذين قدما شرحاً للوحدات لتعظيم الثروة، واعتبروا أن الربح الوحيد الذي يقلل ربحك هو تكلفة رأس المال.

⁵ . مها عيسى حمدان عبد اللات ، أثر مخاطر الإستثمار و السيولة و الحجم على العوائد الأسمم ، رسالة ماجستير غير منشورة ، الجامعة الأردنية ، الأردن 1995 ، ص 26 .

⁶ Return On Sales – ros , 25-03-2014, Rhttp://www.investopedia .com /terms /r/ ros/ asp

إلا أن الاهتمام الحالي لهذا المفهوم في الفكر المحاسبي يرجع إلى شركة Stern Stewart وهي شركة استشارية أمريكية، أسسها كل من Joel Stern و G. Bennett Stewart وذلك لخدمة الإدارة المالية ولتطوير قياس الأداء، وقد قامت هذه الشركة بنشر هذا المفهوم و تسجيل طريقة حسابه كعلامة تجارية مميزة تحت مسمى EVA في أواخر الثمانينات من القرن الماضي.⁷

وتقوم شركة Stern Stewart بإعداد تقارير مالية دورية في مجلة تصدر بعنوان Evaluation، ويتضح من عنوان المجلة محاولة الربط بين اسم مقياس القيمة الاقتصادية المضافة و مصطلح التقييم evaluation. وتعتبر القيمة الاقتصادية المضافة الشكل المطور لمفهوم "الربح المتبقي"، فهي لا تحمل أي جديد أو إبداع على المستوى النظري، ذلك أنها قدمت لتستجيب لواقع المؤسسات التي تتميز بضغوط الأسواق المالية من خلال إيجاد وسائل اتصال تفيده بمعرفة أداء المؤسسات أمام المساهمين.⁸

وقد عرف Stewart & Stern مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA بأنه مقياس للإنجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي، حيث يرتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت وهو الفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب و تكلفة رأس المال المستثمر، التي تحسب عن طريق المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC.

وعموماً فإن القيمة الاقتصادية المضافة يوفر مقياس جيد عن مقدار الإضافة التي حققتها المؤسسة لحملة الأسهم⁹ هذا من جهة، ومن جهة أخرى يعد طريقة للتسيير كما أنها طريقة للتحفيز. بحيث نجدها تقوم بقياس أداء مسيري المؤسسات أمام المساهمين، فبذلك تصبح وسيلة تدفع المسيرين لبذل جهود نحو مؤسستهم. وكونها طريقة للتسيير فيتجسد ذلك من خلال قدرتها على ترشيد القرارات المتخذة من طرف المسيرين، حيث يمكن استخدامها في تقييم الإستراتيجيات و تقييم المشاريع الاستثمارية ووضع أهداف الأداء التسييري.¹⁰

⁷ . مقبل علي أحمد ، دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقويم أداء الشركات الصناعية و التعديلات المقترحة لإحتسابها "دراسة تطبيقية " طالب دراسات عليا (دكتوراه) جامعة حلب ، ص 4 .

⁸ . هوارى سويسي ، تقييم المؤسسة و دوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر ، أطروحة دكتوراه ، جامعة الجزائر ، 2008 ، ص ص 242 – 243 .

⁹ محمد طالح الحناوي ، المال فريد مصطفى ، رسمية قرباص ، مرجع سبق ذكره ، ص 103 .

¹⁰ . stern stewart , 25-03-2014 , http : www.stern setwart .com/ ? content : proprietary &p = eva

الفرع الثاني : التعديلات المقترحة لاحتساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA :

اقترح Stewart & Stern أكثر من 160 تعديلا يتم من إجراؤه على الأرباح المحاسبية ورأس المال المستثمر وذلك تحقيقا لمجموعة من الأهداف لتقريب القيم المحاسبية من القيم الاقتصادية الحقيقية، من هذه الأهداف :

- التأكد من أن رأس المال المسجل في الدفاتر يعكس التكلفة الكلية للاستثمار في أصول التشغيل؛
- الحد من إتباع الاتجاه المتحفظ في المحاسبة وما يطلق عليها بسياسة الحيطه والحذر ومن بين التعديلات و الإجراءات التي اقترحها (Stewart & Stern) نذكر منها :

أ- معالجة الفروق الضريبية؛

- الفائض الناجم عن استخدام مبدأ الوارد أخيرا الصادر أولا Lif؛

- معالجة إهلاك شهرة الحل؛

- رسملة الموجودات الغير ملموسة مثل (نفقات البحث و التطوير)؛

وهناك تعديلات أخرى تخص التضخم والمشروعات المشتركة وترجمة العملة ونماذج السداد المؤجلة والتأجير التشغيلي ومخصص الديون المشكوك فيها و مخصصات الضمان.¹¹

الفرع الثالث خطوات حساب القيمة الاقتصادية المضافة :

يستخدم مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لتحديد الربحية الصحيحة التي تحققها الوحدة من أجل تحقيق أفضل قيمة لحملة الأسهم، وحساب القيمة الاقتصادية المضافة هناك خمس خطوات رئيسية :

1- الإطلاع و معاينة البيانات المالية للوحدات : ونستطيع الحصول على هذه البيانات بالاعتماد على

القوائم المالية، وفي أغلب الأحيان يتم أخذ البيانات المالية لستين لإجراء عملية القياس؛

2- تحديد رأس مال المؤسسة : إن المبادئ المحاسبية المقبولة قبولا عاما كثيرا ما تضلل في وصف الوضع المالي

الحقيقي للمؤسسة؛

3- التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال CMPC (تكلفة رأس المال) : هي المتوسط المرجح لتكلفة رأس

المال، حيث تعرف على أنها المردودية الأدنى الواجب تحقيقها من مشروع استثماري والذي يسمح بتغطية

¹¹ . محمد صالح الخناوي , جلال ابراهيم العبد , الإدارة المالية مدخل القيمة و إتخاذ القرارات , الدار الجامعية , كلية التجارة , جامعة الإسكندرية , 2002 , ص ص 493 - 495 .

معدل المردودية المفروض من قبل ممولي المؤسسة المساهمين (الأموال الخاصة) والدائنين (تكلفة الاستدانة). وتعتبر تكلفة رأس المال عنصر مهم في المجال المالي فهي المعيار الأمثل للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية والمحدد الرئيسي لقيمة المؤسسة؛ ويتم حسابها وفق العلاقة التالية:¹²

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

K0 : التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال؛

KD : تكلفة الديون؛

D : الديون؛

Kcp : تكلفة الأموال الخاصة؛

CP : الأموال الخاصة؛

4- حساب صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT : يقصد به نتيجة الاستغلال بعد الضريبة أو

النتيجة المالية الخالية من أثر الاستثمار أو التمويل؛

5- حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA : هناك طريقتين لحساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA

وهما :

❖ الطريقة الأولى : تحسب وفق العلاقة التالية:¹³

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

حيث :

ROI : العائد على الاستثمار.

CMPC : تكلفة رأس المال.

CI : رأس المال.

¹² . إلياس بن ساسي , يوسف قريشي , التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس و تطبيقات , الطبعة الثانية , دار وائل للنشر و التوزيع , عمان , الأردن , جامعة الجزائر ورقة , 2011 , ص 387 .

¹³ Pascal Barneto , Georges Gregorio, DSCG 2 Manuel et APP Lincations , 2^e édition , Dunod , Paris , 2009 , P P 235 -236.

❖ الطريقة الثانية : من خلال الفرق بين صافي الربح بعد الضريبة و قيمة تكلفة رأس المال و تحسب وفق العلاقة التالية :¹⁴

$$EVA = NOPAT - (\text{cost of capital} \cdot \text{capital})$$

NOPAT : صافي الربح بعد الضريبة ؛
cost of capital : تكلفة رأس المال ؛
capital : رأس المال .

الفرع الرابع القيمة السوقية المضافة MVA :

تعرف القيمة السوقية المضافة بأنها الفرق بين القيمة السوقية و القيمة الدفترية، وتعطي تقييما شاملا لأداء المؤسسة منذ نشأتها و حتى تاريخ قياس قيمتها السوقية، ويتم تقديرها من خلال الفرق بين القيمة السوقية و القيمة الاسمية للسهم مضروبا في عدد الأسهم , وتعكس مدى قدرة الإدارة على تعظيم ثروة المساهمين. ويحسب هذا المؤشر وفق العلاقة التالية :¹⁵

$$MVA = \sum_{i=0}^h \frac{EVA_i}{1 + k^i}$$

حيث :

EVA i : القيمة الإقتصادية المضافة .

Ki : التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال .

¹⁴Stern stewart & co . Research , EVA and Production Strategy jonnral is back , P : 3 , 26/03/2014

<http://www/sternstewart.com/?content=intellectualprop> .

¹⁵Pierre Vermimen , Pascal Quiry , yann Le Fur , finance d'entreprise 9^e édition, Dalloz Paris 2011, P : 673 .

الفرع الخامس مزايا و حدود استخدام القيمة الاقتصادية المضافة كقياس للأداء :

أولا مزايا القيمة الاقتصادية المضافة :

- تعددت المزايا والفوائد والإسهامات التي قدمها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، ونذكر منها مايلي :
1. يأخذ هذا المقياس في اعتباره تكلفة رأس المال المملوك والمقترض، أي يتم تخصيص كافة التكاليف التي تحملتها المؤسسة من الإيرادات المحققة وبالتالي فإن الربح المتبقي يمثل الربح الحقيقي لحملة الأسهم؛
 2. يؤدي إلى تطابق أهداف المسيرين مع أهداف حملة الأسهم والمؤسسة ككل، حيث أن أي اقتراح استثماري يحقق مصلحة القسم والمؤسسة أيضا، بينما الاقتراحات الاستثمارية ذات القيمة الاقتصادية السالبة فهي غير مرغوبة سواء على مستوى القسم أو المؤسسة ككل. وهذا على عكس بعض المؤشرات المالية الأخرى كالعائد على الاستثمار، والذي قد يؤدي إلى خلق نوع من التعارض بين مصلحة القسم والمؤسسة ككل؛
 3. يرتبط بشكل وثيق بالقيمة وبثروة حملة الأسهم، وتوجه نظر إدارة المؤسسة إلى الأداء الذي يؤدي إلى زيادة العائد لحملة الأسهم؛
 4. يقيس العوائد الاقتصادية الحقيقية لإجمالي رأس المال المستثمر؛¹⁶
 5. يمتاز بنظرة الخلفية بدلا من الاهتمام بما سيجري في المستقبل، ويعتمد بدرجة أولى على رأس المال التاريخي¹⁷؛
 6. أثبت Stewart & Stern من خلال الأبحاث التي قاما بها أن المؤسسات التي تطبق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA، تتفوق على المؤسسات المنافسة لها بما يقرب 806 نقطة سنويا فيما يتعلق بإجمالي العائد المحقق لحملة الأسهم في الخمس سنوات الأولى بعد بداية تطبيق هذا المقياس؛
 7. يفيد استخدام هذا المؤشر المؤسسات التي تتميز بعدم مرونة أنظمة المعلومات المحاسبية، فهو يعمل على تخفيض أعباء العمل بإعداد التقارير الداخلية ؛

ثانيا حدود و انتقادات القيمة الاقتصادية المضافة :

من بين الانتقادات الموجهة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة نذكر مايلي :

¹⁶ . هواري سويسي ، مرجع سبق ذكره ، ص 247 .

¹⁷ . هشام بحري ، مقياس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم ، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية ، جامعة ورقلة ، العدد 01 ، 2012 ، ص: 16 .

1. يتمثل الانتقاد الأساسي الموجه للقيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر لخلق القيمة في أنه لا يمثل سوى طريقة القيمة الحالية الصافية، إذ لم يحمل أي إضافة عليها؛
2. يقيس مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة الربحية فقط في الأجل القصير، ومن ثم فإنه يجب تدعيمه بمؤشرات مالية أخرى تقيس مستوى الجودة ودرجة مرونة العمليات الإنتاجية وكفاءة عمليات التشغيل ودرجة رضا العاملين وولائهم؛¹⁸
3. اعتماده على البيانات المالية المعدة في نهاية الفترة يجعله لا يساعد المسيرين على تحديد الأسباب الحقيقية لعدم الكفاءة في النواحي التشغيلية، كما أنه يوفر معلومات قد تكون محدودة لأولئك الذين يتحملون مسؤولية إدارة عمليات المؤسسة وقد رد Stewart على هذا الانتقاد بالتأكيد على أن الفائدة الكاملة من استخدام إطار مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لتقييم الأداء، تتحقق فقط في حالة ربطه بمقاييس التشغيل الرئيسية و الأهداف الإستراتيجية؛
4. يتطلب حساب هذا المؤشر القيام بالعديد من التعديلات على بيانات القوائم المالية كما اقترحها Stewart & Stern ، لكن زيادة عددها يمثل عقبة أمام المؤسسة فهو يزيد من تعقيد وتكلفة تطبيقه، وهو الأمر الذي يؤدي بالعديد من المؤسسات إلى اجتناب تطبيقه، علما أن Stewart قد رد على هذا الانتقاد من خلال توضيحه أن معظم الوحدات لا تطبق كل التعديلات، حيث يتم إجراء بحدود (10) تعديلات في الحياة العملية طبقا للظروف الملائمة للمؤسسة؛
5. صعوبة اختيار المشاريع والاستثمارات وفق هذا المؤشر على أرض الواقع، لأنه يعتمد على حجم المبيعات أو العوائد والتي يصعب التنبؤ بها في المستقبل؛
6. يهتم هذا المؤشر بالنتائج ولا يهتم بالأسباب، وبالتالي فهو يوفر معلومات تفيد جانبا واحدا فقط للأداء، وهو الجانب المالي ولا يعكس الجوانب غير المالية للأداء؛
7. على الرغم من استناده إلى مفهوم الربح المتبقي (الدخل الإقتصادي المتبقي) إلا أنه لا يقدم أي نموذج يمكن استخدامه لتسعير الأوراق المالية.¹⁹

¹⁸ . الخولي هالة عبد الله، دراسة تحليلية انتقادية لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأحد الاتجاهات الحديثة في مجال قياس و تقييم الأداء في منشآت الأعمال ، مجلة التأمين ، العدد 56 ، كلية التجارة ، القاهرة 2000 ، ص ص : 143 – 144 .
¹⁹ . هوارى سويسى ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 248 – 249 .

المبحث الثاني الدراسات السابقة :

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

المطلب الأول الدراسات السابقة باللغة العربية :

الفرع الأول دراسة سمير الرواشدة 2006

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

الفرع الثاني دراسة إكرام عبد الرحمن فلاته 2010 :

قدمت هذه الدراسة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير، بجامعة الملك عبد العزيز، بالمملكة العربية السعودية، تحت عنوان قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في شركات المساهمة السعودية (دراسة تطبيقية خلال الفترة 2007-2009).

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA كمتغير مستقل، والعائد على الأسهم كمتغير تابع، وذلك لقياس قدرتها على التنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية، وتضمنت هذه الدراسة أيضاً تحليلاً للعلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA، ومقارنة مقياس الداء التقليدي (ROE، ROA) بالتنبؤ بعوائد الأسهم في المستقبل. أجريت الدراسة على عينة تتكون من 97 شركة مساهمة مدرجة في سوق الأسهم السعودي باستثناء قطاع التأمين، واعتمدت الباحثة على برنامج SPSS لاختبار فرضيات الدراسة.

الفرع الثالث دراسة عبد الباقي بضيف 2014 :

هدفت هذه الدراسة لاختبار العلاقة بين المخاطر المالية، للشركات المدرجة في السوق السعودية للأوراق المالية وأدائها المالي، حيث قام الباحث بقياس الأداء المالي لتلك الشركات باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة. ومن ثم قياس المخاطر النظامية والغير نظامية، ليقوم في الأخير بجمع بيانات 30 شركة مدرجة في سوق المال السعودي، موزعة على ثماني قطاعات، خلال فترة الدراسة.

قام الباحث بتقسيم دراسته إلى ثلاث فصول، تناول في الفصل الأول الإطار النظري لدراسته، وفيه تطرق إلى مختلف المفاهيم النظرية المتعلقة بمتغيرات الدراسة (الأداء المالي، المخاطر المالية)، بالإضافة إلى المؤشرات ذات العلاقة التي وضعها الباحث لتحليل الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية وطرق حسابها، والانتقادات الموجهة لكل مؤشر.

أما الفصل الثاني فقد تعرض فيه الباحث لبعض الدراسات السابقة، عربية كانت أو أجنبية والتي لها صلة بموضوع دراسته، كما وضح في هذا الفصل ما يميز دراسته عن باقي الدراسات.

أما فيما يخص الفصل الثالث فقد خصصه الباحث لدراسته القياسية، حيث قام بإجراء دراسة قياسية من أجل تقدير النموذج الأمثل للعلاقة بين المخاطر المالية والأداء المالي للشركات المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية، واستنباط طبيعة العلاقة بينهما.

توصل الباحث من خلال دراسته هذه، إلى وجود علاقة عكسية وذات دلالة إحصائية قوية، بين المخاطر التي تتعرض لها الشركات المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية من جهة، وبين أدائها المالي من جهة أخرى. وأظهرت هذه الدراسة أن المتغيرات المستقلة المتمثلة في مؤشرات المخاطر المالية، تؤثر سلباً على الأداء المالي والمتمثل بالقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، كمتغير مستقل.

الفرع الرابع دراسة هالة عبد الله الخولي 2001 :

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين مقاييس الأداء التقليدية، والتي تعتمد على الأرقام المحاسبية (ROA ROE)، ومقياس القيمة الاقتصادية المضافة ومقياس الدخل المتبقي، كمقاييس داخلية للأداء، بمقياس خارجي لأداء ونجاح المؤسسة وهو القيمة السوقية المضافة، اعتمدت الباحثة في دراستها على دراسة المحتوى النسبي من المعلومات لمقاييس الأداء المختلفة لتحديد أفضلها من حيث الارتباط بعوائد الأسهم من جهة، ومن جهة أخرى اعتمدت على دراسة المحتوى الإضافي من المعلومات لمقاييس الأداء.

طبقت هذه الدراسة على عينة مكونة من 50 شركة من قطاع الأعمال في مصر للفترة 1996-2000، واعتمدت في دراستها على مؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA) كمتغير تابع، فيما شملت المتغيرات المستقلة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ومؤشرات الأداء التقليدية وهي العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) وربحية السهم (EPS) وتوزيعات السهم (DPS) وصافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT).

وبعد تقدير النموذج وتحليل نتائجه توصلت إلى وجود ارتباط قوي وذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة وجميع المتغيرات المستقلة، باستثناء ربحية السهم. بحيث يفسر EVA 54 % من تغيرات MVA وتفسر مؤشرات الأداء التقليدية مجتمعة 61 % من التغيرات، وعليه فإن جميع المتغيرات المستقلة لها قدرة عالية في تفسير التغيرات في القيمة السوقية المضافة بناء على نتائج تحليل الانحدار، كما يتضح تفوق المقاييس المحاسبية التقليدية بصفة عامة على المتغيرات الأخرى في تفسير القيمة السوقية المضافة.

وقد خلصت الدراسة إلى تفوق المحتوى المعلوماتي للمقاييس المحاسبية على المحتوى المعلوماتي للدخل المتبقي والذي بدوره له محتوى معلوماتي أكبر من القيمة الاقتصادية المضافة.

الفرع الخامس دراسة عبد الرؤوف صديقي 2013 :

هذه الدراسة بعنوان : إسهامات مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA في قياس وتقييم الأداء المالي بالمؤسسة الاقتصادية (دراسة حالة مجمع المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار ENSP خلال الفترة 2009-2012). وجاءت هذه الدراسة بهدف البحث عن أفضل مؤشر من بين مؤشرات الأداء المالي وهي المؤشرات التقليدية أو المحاسبية (ROA ROE ROS) ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في مجمع المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار خلال فترة الدراسة، بمعنى آخر هل يختلف مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA عن المؤشرات التقليدية ROA، ROS، ROE في تقييمه لأداء المؤسسات الاقتصادية ؟
وعالج الباحث الدراسة وفق المنهجية التالية :

1- الفصل الأول تطرق فيه الباحث إلى دراسة المؤشرات التقليدية وهي العائد على الأصول ROA، العائد على حقوق الملكية ROE، والعائد على المبيعات ROS، إضافة إلى مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA من حيث المفهوم والغاية.

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

3- الفصل الثالث خصصه الباحث إلى الجانب التطبيقي، حيث قام بتقديم المؤسسة محل الدراسة، إضافة إلى تقييم أداء المؤسسة محل الدراسة وفق المؤشرات التقليدية ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة. واعتمد الباحث في هذا الجانب على المنهج الإحصائي من أجل قياس العلاقة بين مختلف المؤشرات في شكل متغيرات مستقلة والقيمة الاقتصادية المضافة كمتغير تابع.

وتوصل إلى مجموعة من النتائج أهمها :

- المؤسسة لم تخلق قيمة لشركائها حسب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA خلال الثلاث سنوات الأولى، ماعدا سنة 2012 حيث حققت المؤسسة قيمة اقتصادية موجبة؛
- من خلال التحليل الإحصائي الوصفي توصل الباحث على وجود علاقة طردية بين كل من BFR وEVA بمقدار 46% والعلاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% ويفسر BFR 95% من تغيرات EVA؛

- كلما ارتفع CMPC بـ 1 % تنخفض EVA بـ 1.98 دج مع بقاء عامل RCI ثابت، بمعنى وجود علاقة عكسية بينهما؛
- وجود علاقة طردية بين EVA وMVA، أي كلما تخلق المؤسسة قيمة إقتصادية مضافة بمقدار 1 دج يؤدي ذلك إلى خلق قيمة سوقية مضافة بمقدار 0.81 دج؛
- وجود علاقة عكسية بين كل من (ROA، ROE، ROS) وبين (MVA) أي كلما ارتفعت ROS، ROE، ROA بـ 1 دج، انخفضت MVA بـ 19.87 دج، 20.85 دج، 17.13 دج على التوالي.

الفرع السادس دراسة ريمة بلکحل 2012 :

هذه الدراسة بعنوان " مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة EVA وتأثيره على الهيكل المالي للمؤسسة الإقتصادية، دراسة حالة المؤسسة الوطنية للأشغال والآبار ENTP خلال الفترة 2006-2008، وهي عبارة عن رسالة ماستر غير منشورة، بجامعة ورقلة.

هدفت هذه الدراسة الى البحث عن العلاقة بين القيمة الإقتصادية المضافة وتركيبه الهيكل المالي للمؤسسة الإقتصادية، واعتمدت الباحثة التقسيم المنهجي الآتي :

قدمت الباحثة بعض المفاهيم الأساسية للهيكل المالية وأهم النظريات المفسرة لها في الفصل الأول، وفي الفصل الثاني أشارت إلى بعض المفاهيم حول القيمة الإقتصادية المضافة وطريقة حسابها، اما الفصل الثالث وهو الذي خصصته الباحثة للجانب التطبيقي من الدراسة، حيث قامت بحساب مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة EVA وحساب تكلفة رأس المال مستخدمة في ذلك برنامج Excel، وتوصلت الى مجموعة من النتائج أهمها أن المؤسسة تمكنت من خلق قيمة إقتصادية مضافة EVA خلال السنة الأولى من سنوات الدراسة، إضافة لوجود علاقة عكسية بين القيمة الإقتصادية المضافة وبين تكلفة رأس المال.

الفرع السابع دراسة سناء حليمي 2012 :

مذكرة ماستر غير منشورة، بجامعة ورقلة وهي بعنوان تقييم نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باستخدام مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة دراسة حالة قطاع التجارة، قطاع البناء والأشغال العمومية لولاية ورقلة.

هدفت الباحثة من خلال هذه الدراسة إلى إظهار أهمية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بالإضافة إلى تحليل العلاقة بين تكلفة رأس المال والقيمة الاقتصادية المضافة. من اجل دراسة هذا الموضوع اتبعت الباحثة الهيكل المنهجي التالي :

اعتمدت على المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري للدراسة، حيث تطرقت في الفصل الأول الى استراتيجية النمو ومؤشرات قياسه، اما الفصل الثاني فقد خصصته للقيمة الاقتصادية المضافة وكيفية حسابها. أما بخصوص الجانب التطبيقي فقد اعتمدت الباحثة على منهج دراسة حالة، من خلال دراسة لعينة مكونة من 10 مؤسسات 20 % منها مؤسسة متوسطة وصغيرة تنتني لقطاع التجارة، و 80 % منها عبارة عن 8 مؤسسات مصغرة تنتمي لقطاع البناء والأشغال العمومية. وقد توصلت الباحثة الى مجموعة من النتائج أهمها أن النمو في كل من رقم الأعمال والقيمة الاقتصادية المضافة أدى الى نمو النتيجة الصافية لهاته المؤسسات إلا أن هذه المؤسسات لم تتمكن من خلق قيمة خلال فترة الدراسة، وأرجعت الباحثة ذلك إلى تكلفة رأس المال التي كانت أكبر من الربح بعد الضريبة.

الفرع الثامن دراسة علي بن الضب وسيدي محمد عياد 2012 :

هذه الدراسة عبارة عن مقال منشور، في العدد الثاني من مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، بجامعة ورقلة، وهي بعنوان " تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة، دراسة تطبيقية ببورصة الدار البيضاء خلال الفترة 2007-2010. "

هدفت هذه الدراسة الى تطبيق نموذج توزن الأصول الرأسمالية CAPM ببورصة الدار البيضاء المغربية، واختبار فرضية تجانس التباين لبواقي النموذج، في ظل الأزمة المالية الراهن كمحاولة لبناء نموذج قياسي يسمح بتقدير تكلفة رأس مال الشركات المدرجة. طبقت هذه الدراسة على عينة مكونة من 32 شركة مدرجة بالبورصة المغربية.

اتبعت الباحثان المنهج الوصفي التحليلي لدراسة تكلفة رأس مال الشركات المدرجة ببورصة الدار البيضاء المغربية، ثم قاما بمعالجة البيانات التي تم جمعها باستخدام البرنامجين الإحصائيين Eviews and RATS لتقدير النماذج.

عالج الباحثان هذه الدراسة وفق المنهجية التالية :

تطرق أولاً إلى الإطار النظري للدراسة، أما ثانياً فقد تناول بعض المفاهيم الأساسية مؤشرات إنشاء القيمة وتكلفة رأس المال، وكيفية حسابها، ونقاط القوة والضعف لكل مؤشر من هذه المؤشرات، وكانت الدراسة التطبيقية في الأخير.

خلصت هذه الدراسة إلى أن افتراضات نموذج توازن الأصول المالية غير محققة ببورصة الدار البيضاء، لاسيما وأن معظم متخذي القرار يستخدمونه بصفة كبيرة، مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات مالية غير صائبة، مما يجعل مؤشر إنشاء القيمة EVA غير صحيح في تقييم الأداء المالي كونه يعتمد على تكلفة رأس المال.

المطلب الثاني الدراسات السابقة باللغة الأجنبية :

الفرع الأول دراسة Jihene El Ouakdi 2007 :

هذه الدراسة بعنوان " Le système d'indication basé sur la valeur économique ajoutée : analyses empiriques ". وهي عبارة عن رسالة دكتوراه بجامعة laval، كيبك خلال الفترة 1983-1998. طبقت هذه الدراسة على عينة مكونة من 59 شركة أمريكية متعددة باستثناء قطاع البنوك والمؤسسات المالية.

الهدف الأول من هذه الدراسة يتمثل في إختبار الترابط المتبادل بين تبني نظام التحفيز القائم على القيمة الاقتصادية المضافة EVA، وتأثير تنفيذه على آليات الحوكمة وعملية اتخاذ القرارات المالية. كما هدفت الى اختبار التحليل التطبيقي لمساهمة تبني هذا النظام في تخفيض استعمال مفهوم الربح المحاسبي. توصلت الباحثة من خلال هذه الدراسة إلى ان التفاعل الداخلي بين مختلف هذه المتغيرات قد أدى إلى وجود رد فعل إيجابي ومعبر بالنسبة للمساهمين. كما توصلت إلى تأكيد ميول المستثمرين إلى نظام التحفيز القائم على القيمة الاقتصادية المضافة. كما قامت الدراسة بتحديد طبيعة تأثير التغيير في إستراتيجية المؤسسة على الأداء المالي من زاوية خلق القيمة.

الفرع الثاني دراسة Dabdas Rakshit 2006 :

عبارة عن مقال بالعدد 11 من مجلة Vidyasagar University Journal of Commerce وهي بعنوان " EVA BASED PERFORMANCE MEASUREMENT : A CASE STUDY OF "DABUR INDIA LIMITED"، خلال الفترة 1998-2003.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة ما إذا كانت Dabur India Limited قادرة على خلق قيمة بالنسبة لمساهميها، كما هدفت لقياس الأداء المالي لهذه الشركة باستخدام المؤشرات التقليدية مثل ROI، ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA كمؤشر حديث.

توصلت هذه الدراسة إلى أهمية مؤشر العائد على الاستثمار ROI في قياس مردودية الشركة، إضافة إلى مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، والذي يعتبر الأساس الذي ينبغي على الشركة تقديره عند عملية اتخاذ القرارات الإستراتيجية المناسبة (تخصيص رأس المال، الاندماج، الاستحواذ...)، وهذا يتم التحويل من نظام الإدارة التقليدية إلى نظام الإدارة القائم على أساس القيمة.

الفرع الثالث دراسة 2006 Woo Gon Kim :

وهي عبارة عن مقال منشور بالعدد 30 من مجلة Hospitality & Tourism Research (JHTR)، بجامعة أوكلاهوما، وهي تحت عنوان "EVA and Traditional Accounting Measures : Which Metric is a Better Predictor of Market Value of Hospitality Companies ?"، خلال الفترة 1995-2001.

أجريت هذه الدراسة على عينة مكونة من 89 شركة من شركات Hospitality، وقد قامت هذه الدراسة باختبار فرضية أن القيمة الاقتصادية المضافة EVA مرتبطة ارتباطا شديدا مع قيمة هذه الشركات مقارنة مع مقاييس الأداء التقليدية. وهدفت هذه الدراسة إلى تقديم الأدلة التجريبية على محتوى المعلومات الإضافية للقيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية.

وقد توصل الباحث في الأخير إلى انه لا يمكن اعتبار بأن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA قد تفوق على باقي المؤشرات المحاسبية التقليدية في تفسير القيمة السوقية لهذه الشركات، حيث وجد أن صافي الربح بعد الضريبة (NOPAT) $R^2= 16.9\%$ والتدفقات النقدية (CFC) $R^2= 14.2\%$ أكثر ارتباطا مع القيمة السوقية لهذه الشركات، مقارنة مع القيمة الاقتصادية المضافة $R^2= 10.3\%$. كما كانت النتائج متوافقة حسب رأي الباحث مع حقيقة أن البيانات والنسب المالية ومقاييس الأداء التقليدية، أكثر ضمانا للمستثمرين المستقبليين.

وأرجع الباحث سبب عدم وجود علاقة ارتباط قوية بين EVA والقيمة السوقية لهذه الشركات إلى عدة أسباب منها أن حساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يتطلب العديد من التعديلات التي يجب إجراؤها على كل من NOPAT و رأس المال المستثمر CI الأمر الذي يصعب تطبيقه ميدانياً. وعلى الرغم من أن نتائج هذه الدراسة محدودة إلا أن الباحث اعتبر أنه لا يمكن الاستغناء عن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لتقييم أداء هذه الشركات، باعتباره أداة إثبات للمساهمين بالتزام الشركات لإضافة قيمة اقتصادية.

الفرع الرابع دراسة Johannes J. Prinsloo 2007 :

هذه الدراسة بعنوان " A COMPARATIVE ANALYSIS OF ECONOMIC VALUE CREATED BY SOUTH AFRICAN MINING COMPANIES IN A GROWING PLATINUM INDUSTRY "، هي عبارة عن رسالة ماجستير بجامعة بريتوريا (Pretoria) خلال الفترة 2001-2006.

قدمت هذه الدراسة لتحديد ما إذا كانت شركات Platinum في جنوب إفريقيا (Anglo platinum، Implats، lonmin) قادرة في الواقع على خلق قيمة اقتصادية للمساهمين خلال فترة الدراسة، وأيضا لتحديد ما إذا كانت EVA ترتبط بشكل جيد مع أداء سعر السهم لهذه الشركات ومقاييس الأداء التقليدية الأخرى.

الهدف من هذه الدراسة هو حساب القيمة الاقتصادية المضافة لصالح شركات العينة، ومقارنتها خلال فترة الدراسة، إضافة إلى تحديد ما إذا كانت كل الشركات محل الدراسة استطاعت أن تخلق قيمة اقتصادية مماثلة للنمو والتطور الصناعي. كما هدفت أيضا إلى تحديد ما إذا كان أداء سعر السهم لهذه الشركات وخلال هذه الفترة، له انعكاس حقيقي وصحيح على القيمة الاقتصادية المضافة.

توصلت هذه الدراسة إلى أن EVA كنسبة مئوية من رأس المال المستثمر CI ليست مماثلة إحصائيا للشركات المعنية، حيث أكد اختبار الفرضيات على أن القيمة الاقتصادية المضافة بالنسبة لـ Anglo Platinum (45.6%) كانت اعلى إحصائيا من Implats (29.9%) و Lonmin (17.4%).

كما وجد الباحث بالمقارنة بين الزيادة السنوية في القيمة الاقتصادية المضافة وبعض الزيادات في إنتاج ounce platinum و Turnover، أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين EVA وإنتاج ounce platinum،

وهذا يتفق حسب رأي الباحث مع النتائج التي نوقشت، حيث شهدت هذه الشركات نمو مماثل ولكن لم تشهد قيمة إقتصادية مضافة مماثلة.

كما خلصت الدراسة إلى أنه من بين مقاييس الأداء البديلة (EBITDA, P/E, ROA, EPS) التي اختبرها الباحث، فإن مؤشر ربحية السهم EPS له ارتباط واضح بينه وبين القيمة الإقتصادية المضافة EVA فيما يخص شركة Anglo Platinum، على عكس باقي المؤشرات حيث لم تكن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية، وهذا قد يكون إشارة حسب هذه الدراسة إلى أن هذه المؤشرات لا تعكس الأداء الإقتصادي الحقيقي لهذه الشركات.

الفرع الخامس دراسة Munmun Mohantu & Sanjib Pattnaik 2013 :

هذه الدراسة عبارة عن مقال منشور بالعدد الثالث من مجلة Asian Journal of Research in Business Economics and Managment وهي بعنوان "Information Content of Economic Value Added : Evidance from Indian Software Industry".

المهدف من هذه الدراسة في الأساس هو مدى أهمية مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة في الصحافة الإقتصادية، وزيادة استخدامه من طرف مختلف الشركات والأكاديميين وواضعي السياسات المحاسبية. حاول الباحثان من خلال هذه الدراسة تقديم مختلف الأدلة التجريبية على محتوى معلومات القيمة الإقتصادية المضافة EVA مقارنة مع مقاييس الأداء التقليدية (الأرباح والتدفقات النقدية).

استخدم الباحثان في الجزء الأول من الدراسة تحليل السلاسل الزمنية المجمعة، إضافة إلى بيانات مقطعية لعينة متكونة من 136 شركة من شركات البرمجيات المتداولة في الهند، خلال الفترة 2000-2010 وذلك لتقييم جدوى القيمة الإقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية الأخرى.

اما في الجزء الثاني فقد قاما بتحديد مكونات القيمة الإقتصادية المضافة EVA كمتغير تفسيري مستخدمين في ذلك تحليل الانحدار. حيث توصلا إلى أن EVA لها قدرة تفسيرية كبيرة في شرح عوائد الأسهم مقارنة بالتدفق النقدي ومستحقات رأس المال.

الفرع السادس دراسة Satish Kumar 2012 :

عبارة عن مداخلة بمؤتمر ASBBS Lasvigas بالولايات المتحدة الأمريكية، جاءت هذه الدراسة تحت

عنوان " EVA VERSUS PERFORMANCE MEASURES EMPIRICAL " EVIDANCE FROM INDIA ."

الهدف الرئيسي من هذه الدراسة هو اختبار إمكانية استخدام القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر لتقييم الأداء في الشركات الهندية، وتقدم الأدلة والبراهين حول تفوقها على مقاييس الأداء المالي التقليدية (ROE، RONW، EPS، DPS...)، وذلك من اجل اتخاذ أفضل القرارات الاستثمارية.

توصل الباحث من خلال هاته الدراسة إلى أنه لا يجب فصل القيمة الاقتصادية المضافة عن باقي المؤشرات التقليدية، وانه من الأفضل استخدامهم معا لتقييم أداء هذه الشركات. كما توصل من خلال اختبار الفرضيات بواسطة تحليل الانحدار، إلى وجود علاقة ارتباط قوية بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA.

الفرع السابع دراسة Fayez salim haddad 2012 :

جاءت هذه الدراسة تحت عنوان " The Relationnship Between Economic value "

added and Stock Returns : evidance from Jordanain banks وهي عبارة عن مقال نشر بالعدد 89 من مجلة International Research Journal of Finance and Economics.

هدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى إختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA، والعائد الأصول ROA والعائد على حقوق المساهمين ROE ونسبة كفاية رأس المال، كمتغيرات مفسرة لعوائد الأسهم. أجريت هذه الدراسة على عينة متكونة من 15 بنكا مدرج في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2000-2009، مستخدما نموذج الإنحدار المتعدد.

توصل الباحث إلى وجود علاقة قوية بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA وعوائد الأسهم، إضافة إلى وجود علاقة ضعيفة بين العائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين ونسبة كفاية رأس المال مع عوائد الأسهم

المطلب الثالث المقارنة بين الدراسات :

الفرع الأول المقارنة بين الدراسات العربية :

الجدول رقم 1.1 يوضح المقارنة بين الدراسات السابقة

| الدراسة | الهدف | الحدود الزمنية والمكانية | متغيرات الدراسة | النتائج المتوصل لها |
|---------------------|---|--|---|---|
| دراسة سمير الرواشدة | مقارنة علاقة كل من المؤشرات التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة بعوائد الأسهم | بورصة عمان المالية خلال الفترة (1998-2004) | المتغير التابع عائد الأسهم مالمغيرات المستقلة مقاييس الأداء التقليدية والحديثة | مقاييس الأداء التقليدية أكثر إرتباطا وتفسيرا للإختلافات في عوائد الأسهم |
| دراسة إكرام فلاته | المقارنة بين المؤشرات الاقتصادية والمحاسبية من حيث القدرة على التنبؤ بالعوائد المستقبلية للأسهم | بورصة السعودية خلال الفترة (2007-2009) | المتغير التابع MVA ثم عوائد الأسهم، المتغيرات المستقلة EVA MVA ROA ROE | تفوق مؤشر EVA في التنبؤ بعوائد الأسهم عن المؤشرات المحاسبية |
| دراسة بضياف | إختبار العلاقة بين المخاطر المالية للشركات وأدائها المالي باستخدام مؤشر EVA و mva | بورصة السعودية خلال الفترة (2009-2012) | القيمة الاقتصادية المضافة ثم القيمة السوقية المضافة كمتغير تابع ومعامل بيتا وانحراف المردودية كمتغيرات مستقلة | مؤشرات المخاطر المالية تؤثر سلبا في الأداء المالي والممثل بـ EVA و MVA |
| دراسة صديقي | المقارنة بين المؤشرات التقليدية و EVA | مؤسسة ENSP خلال الفترة (2009- | EVA ثم MVA كمتغير تابع و roa roe ros cmps | وجود علاقة عكسية بين المؤشرات التقليدية و MVA |

| | | | | |
|--|--|---|---|---|
| | roci كمتغيرات مستقلة | 20012) | | |
| دراسة سناء حللمي | الهيكل المالي كمتغير تابع وeva كمتغير مستقل | عينة من مؤسسات الصغيرة والمتوسطة قطاع البناء والأشغال العمومية خلال الفترة (2010-2008) | قياس نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باستخدام EVA | وجود علاقة عكسية بين EVA والهيكل المالي |
| دراسة ريمة بلكحل | تقييم النمو كمتغير تابع و EVA كمتغير مستقل | مؤسسة ENTP بحاسي مسعود خلال الفترة (2008-2006) | إختبار العلاقة بين EVA والهيكل المالي | أداء سلمي لهذه المؤسسات حسب مؤشر EVA |
| دراسة علي بن الضب وسيد محمد عياد | CAPM كمتغير تابع وeva كمتغير مستقل | بورصة الدار البيضاء المغربية خلال الفترة 2010-2007 | محاولة بناء نموذج قياسي يسمح بتقدير تكلفة رأس المال | مؤشر EVA لا يصلح لتقييم الأداء كونه يعتمد على تكلفة رأس المال |
| دراسة jihene louakdi | المتغير التابع نظام التحفيز والمتغير المستقل EVA | بورصة USA خلال الفترة (1998-1983) | إختبار الترابط المتبادل بين تبني نظام التحفيز القائم على القيمة الإقتصادية المضافة EVA | تأكيد ميول المستثمرين إلى نظام التحفيز القائم على القيمة الإقتصادية المضافة |
| دراسة Dabdas Rakshit | EVA متغير تابع و ROA EPS وRONW متغيرات مستقلة | Dabur India Limited خلال الفترة (1998- 2003) | قياس الأداء المالي لهذه الشركة باستخدام المؤشرات التقليدية مثل ROI، ومؤشر القيمة الإقتصادية المضافة EVA | تفوق مؤشر ROI |

| | | | | |
|-------------------------|--|---|--|--|
| تفوق المؤشرات التقليدية | EVA متغير تابع والأرباح والتدفق النقدي كمتغيرات مستقلة | شركات Hospitality خلال الفترة (1995-2001) | تقديم الأدلة التجريبية على محتوى المعلومات الإضافية للقيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية | دراسة Woo Gon Kim |
| تفوق مؤشر EPS | عوائد السهم كمتغير تابع و eva والمؤشرات التقليدية كمتغير مستقل | شركات PLATINUM بجنوب إفريقيا خلال الفترة 2001-02-2006 | لتحديد ما إذا كانت EVA ترتبط بشكل جيد مع أداء سعر السهم لهذه الشركات ومقاييس الأداء التقليدية الأخرى | دراسة Johannes J. Prinsloo |
| تفوق EVA | المتغير التابع عوائد الأسهم والمتغيرات المستقلة EVA ROA CFW | شركات البرمجيات المتداولة في الهند، خلال الفترة 2000-2010 | المقارنة بين مؤشر القيمة لإقتصادية المضافة والمؤشرات التقليدية | دراسة Munmun Mohantu & Sanjib Pattnaik |
| تفوق EVA | MVA كمتغير تابع و EVA ROE ROI EPS NOPAT كمتغيرات مستقلة | عينة من الشركات الهندية | المقارنة بين EVA والمؤشرات التقليدية | دراسة Satish Kumar |
| تفوق EVA | عوائد الأسهم كمتغير تابع و eva roa | سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2000-2009) | إختبار العلاقة بين EVA وعوائد الأصول | دراسة Faye salim haddad |

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على الدراسات السابقة

الفرع الثاني ما يميز هذه الدراسة :

من خلال الجدول أعلاه يتبين لنا ان معظم هذه الدراسات تتشابه ودراستنا، فكلها تبحث في موضوع القيمة الإقتصادية المضافة كمؤشر حديث لتقييم الأداء بالمقارنة مع المؤشرات المحاسبية التقليدية، وتتشابه دراسة عبد الرؤوف صديقي وريمه بلكحل وثناء حليمي مع دراستنا من حيث البيئة مع إختلاف الحيز الزمني والمكاني لهاته الدراسات. أما باقي الدراسات فتتشابه مع دراستنا من حيث الهدف ومنهجية وأدوات البحث مع إختلاف معيار المقارنة ففي دراستنا إعتمدنا على معيار القيمة السوقية المضافة، إضافة إلى إختلاف البيئات التي أجريت فيها هذه الدراسات. أما فيما يخص النتائج فقد تشابهت دراسة كل من satish kumar و fayeze salim و haddad وإكرام فلاته من حيث تفوق مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي بالمقارنة مع المؤشرات التقليدية، فيما تشابهت دراسة كل من سمير الرواشدة و prisloo و kim و rakshit و بن الضب من حيث تفوق المؤشرات التقليدية بالمقارنة مع مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة.

خلاصة الفصل :

من خلال هذا الفصل تبين أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA يأخذ في الحسبان أي عامل من عوامل الإنتاج التي يجب أن تخصم كغيرها من تكاليف عوامل الإنتاج وهي تكلفة رأس المال وهو الشيء الإضافي في تقييم الأداء الذي جاء عن إنطلاقاً من عيوب المؤشرات التقليدية. كما تبين من خلال الدراسات السابقة فعالية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقارنة مع المؤشرات التقليدية إلا أن بعض الدراسات توصلت إلى وجوب مرافقة كل من هاتين المؤشرات (مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات التقليدية) مع بعضها وعدم الإستغناء عنها كلياً.

تمهيد :

بعد التعرف على الجانب النظري للدراسة، سنقوم في هذا الفصل وهو الجزء المخصص للجانب التطبيقي من الدراسة بتقييم أداء مؤسسة NCA ROUIBA باستخدام المؤشرات التقليدية و مؤشرات التوازن المالي وذلك لمعرفة أثر دخول هاته المؤسسة إلى بورصة الجزائر، حيث قمنا بفحص مختلف القوائم والبيانات المالية، ثم سنقوم بقياس القيمة الاقتصادية المضافة لهذه المؤسسة للتعرف على إمكانية المؤسسة على خلق قيمة للمساهمين.

قمنا في الجزء الأخير من الدراسة بتقدير العديد من النماذج لقياس أثرها كل من BFR، CMPC، ROCI على القيمة الاقتصادية المضافة، ونماذج لقياس الارتباط بين كل من القيمة الاقتصادية المضافة، ROA، ROE، ROS بالقيمة السوقية المضافة. وسنتطرق لكل ما سبق بالتفصيل من خلال المبحثين التاليين:

المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة؛

المبحث الثاني : المقارنة بين مؤشرات الأداء التقليدية ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة؛

المبحث الأول الطريقة والأدوات :

سنقوم في هذا المبحث بتقديم المؤسسة محل الدراسة إضافة إلى عرض أهم الأدوات المستخدمة في جمع البيانات ومتغيرات الدراسة.

المطلب الأول الطريقة المستخدمة في الدراسة :الفرع الأول إختيار مجتمع الدراسة والعينة :

تم تطبيق الدراسة على شركة NCA ROUIBA للعصائر والمشروبات بالجزائر العاصمة، للفترة الممتدة من 2010 إلى 2013.

الفرع الثاني لمحة عن المؤسسة وظروف دخولها إلى البورصة :أولا النشأة التاريخية وتطور المعمل الجزائري للمصبرات NCA ROUIBA :

تأسس المعمل الجزائري الجديد للمصبرات NCA "la nouvelle Conserverie Algérienne" في 02 ماي 1966م، وهي مؤسسة ذات أسهم (société par action) تابعة للقطاع الخاص، تم إنشاؤها من طرف " الإخوة عثمانى ". تقع على الطريق رقم 05 بالمنطقة الصناعية رويبة (ولاية الجزائر)، وهي تبعد بحوالي 30 كلم شرقا عن العاصمة، وتعدّ من أهم المعامل الجزائرية في قطاع المشروبات حاليا وفي قطاع المصبرات سابقا. وصل عدد عمالها سنة 2010م إلى 480 عامل، أما رأس مالها الاجتماعي فيقدر بـ 195 000 849 دج تقوم المؤسسة بتسويق جميع منتجاتها بعلامة " رويبة" ROUIBA، نسبة للمنطقة التي توجد بها. ويعتبر المعمل الجزائري الجديد للمصبرات أحد أهم المؤسسات الرائدة والمهمة في الجزائر، في مجال الصناعة الغذائية خاصة فيما يتعلق بقطاع المشروبات، من حيث مساهمته في تغطية احتياجات السوق المحلي، وهذا من خلال السياسات المحكمة التي اتبعتها والخيارات الإستراتيجية المستمرة طوال مدة نشاطها، خاصة فيما يتعلق بالخيارات المتعلقة بالتعبئة والتغليف وتوجيه المنتجات. وكانت سنة 1999م بمثابة المنعرج في حياة المؤسسة، وهذا بسبب التطورات الحاصلة في السوق الجزائرية، والتي دفعت بمسؤولي المؤسسة إلى استعمال أحدث وأتقن العبوات المستعملة في العالم في مجال التصبير، لتعليب بعض منتجاتها والتي كثر عليها الطلب مثل عصير الفواكه. الأمر الذي ساعدها على التوغل في السوق المحلي والدولي.

لا تكتمل عملية التعريف بالمؤسسة وأهميتها في الإقتصاد الوطني دون إستعراض بعض المؤشرات الدالة على ذلك سواء تعلق الأمر بحجم رقم الأعمال وكذا عدد العمال القائمين بتقديم الخدمات وبالنشاطات والوظائف الأخرى للمؤسسة.

أما عن تطور رقم أعمال الشركة خلال فترة الدراسة فالجدول التالي يوضح ذلك:

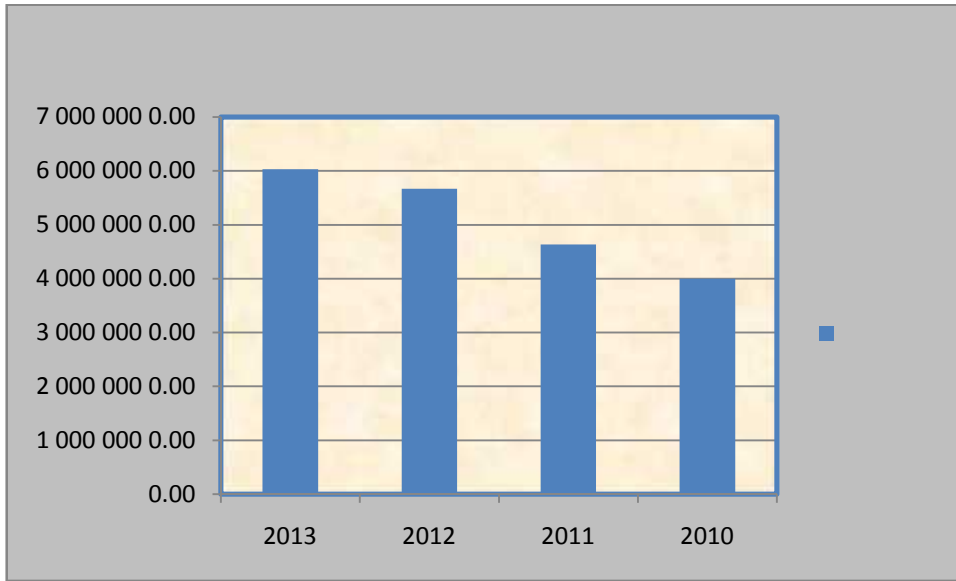
الجدول رقم 2.2 يوضح تطور رقم الأعمال للمؤسسة خلال الفترة (2010-2013)

| السنوات | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| رقم الأعمال | 3 998 474 614 | 4 633 430 606 | 5 669 817 158 | 6 032 294 441 |

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على تقارير شركة NCA Rouiba. الوحدة دج

من خلال الجدول نلاحظ أن شركة NCA Rouiba حققت زيادة في رقم أعمالها خلال فترة الدراسة.

الشكل رقم 1.2: تطور رقم الأعمال لمؤسسة NCA ROUIBA للفترة (2010-2013)



المصدر : من إعداد الطالبة بناء على الجدول إعلاه

أما عن وضعية العمال في شركة NCA ROUIBA يمكن الوقوف عليها من خلال إستعراضنا لتطور عدد العمال خلال فترة الدراسة (2010-2013) وفقا لما يلي:

جدول رقم 3.2 : يوضح عدد العمال في مؤسسة NCA ROUIBA للفترة (2010-2013)

| السنوات | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|------------|------|------|------|------|
| عدد العمال | 401 | 421 | 479 | 499 |

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على التقارير المالية للمؤسسة.

نلاحظ من الجدول أن هناك إرتفاعا ملحوظا في عدد العمال خلال فترة الدراسة، حيث وصل عددهم

إلى 499 عامل مع نهاية سنة 2013 ، وهذا نظرا لزيادة حجم نشاط الشركة وتوسعها.

ثانيا العرض العمومي و دخول المؤسسة مجال الدراسة إلى بورصة الجزائر :

تعتبر البورصة أحد مؤشرات نجاح المؤسسات الإقتصادية إذا توفرت على مجموعة من الشروط أهمها الشفافية والمصداقية، السلامة من حيث القوائم المالية للمؤسسة المسعرة في البورصة، بالإضافة إلى توفر الوعي الكامل بثقافة البورصة وأبعادها من قبل المساهمين الحاليين والمحتملين.

قامت شركة NCA ROUIBA بتقديم مذكرة إعلامية إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للحصول على تأشيرة لرفع رأس مالها عن طريق اللجوء العلني للإدخار الموجه إلى الجمهور العريض ودخولها بورصة الجزائر. وكان دخولها إلى البورصة وفق شروط قدمت من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة **Commission d'organisation et surveillance des opération de (COSOB)** (bourse). ونالت الشركة الترخيص بتاريخ 06 فيفري 2013 لتصبح بذلك ثاني شركة خاصة في الجزائر تدخل بورصة الجزائر بعد شركة أليانس للتأمينات.

وتتمثل خصائص هذه العملية فيما يأتي :

- طبيعة العملية : عرض علني للبيع؛
- مبلغ الإصدار : 849.195.200 دج؛
- عدد الأسهم : 2.122.988 سهم؛
- صنف الأسهم : أسهم عادية؛
- شكل الأسهم : لحاملها / غير عادية؛
- القيمة الإسمية : 100 دج؛
- سعر الإصدار : 400 دج؛
- الأعباء المتعلقة بالعملية : 61.839.686.1 دج مقسمة كما يلي (خارج الرسوم) :
 - رسوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها 636.896.40 دج؛
 - تأدية أتعاب "الجزائرية للتسوية" 84.919.50 دج؛
 - أتعاب بورصة الجزائر 2.406.149.40 دج؛
 - أتعاب الوسيط في عمليات البورصة 14.011.720.80 دج؛
 - أتعاب وأجور المرافقة، التوظيف، الإستشارة المالية والقانونية 4.700.000.00 دج؛

- الإشهار والإتصال 40.000.000.00 دج؛
 - حق الإنتفاع : 1 جانفي 2013؛
 - مدة الإكتتاب : من 07 إلى 25 أفريل 2013؛
 - تقسيم العرض : العرض مقسم إلى قسمين :
 - القسم "أ" : خصص لموظفي المؤسسة في حدود 85000 سهم (4 بالمائة من الأسهم المعروضة)؛
 - القسم "ب" : الباقي أي 2.037.988 سهم، خصص للمستثمرين الجزائريين والمقيمين من الأشخاص الطبيعيين والمعنويين (96 % من الأسهم المعروضة)؛
 - الحد الأدنى والحد الأقصى :
 - الأدنى 75 سهم؛
 - الأقصى 85.000 سهم؛
 - أعضاء نقابة التوظيف المكلفين بجمع بطاقات الإكتتاب : وهم الوسطاء الذين يضمنون حسن سير العملية وتوظيف الأسهم عبر شبائيك البنوك التالية:
 - بي أن بي باريبا الجزائر(BNP PARIBAS) وهو البنك المرافق لعملية الدخول إلى البورصة؛
 - القرض الشعبي الجزائري (CPA)؛
 - سوسيتي جينرال الجزائر؛
 - الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP)؛
 - البنك الجزائري الخارجي (BEA)؛
 - بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)؛
 - بنك التنمية المحلية (BDL)؛
 - البنك الوطني الجزائري (BEA).
- الفرع الثالث تحديد المتغيرات وطريقة جمعها :

✓ المتغير التابع وهو القيمة الاقتصادية المضافة في النموذج الأول أما في النموذج الثاني فكانت القيمة السوقية المضافة ؛

✓ المتغيرات المستقلة وتشمل كل من :

- مؤشرات الأداء التقليدية وهي كل من معدل العائد على الأصول (ROA)، معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على المبيعات (ROS)، والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، إضافة إلى الإحتياج في رأس المال العامل (BFR)، تكلفة رأس المال (CMPC)، والعائد على رأس المال المستثمر (ROCI).

أما عن طريقة جمعها فقد تم الحصول على هذه البيانات من التقارير المالية لمؤسسة NCA ROUIBA لكامل الفترة التي تخص الدراسة وذلك بالإعتماد على الموقع الإلكتروني للشركة في الإنترنت.

المطلب الثاني الأدوات المستخدمة في الدراسة :

الفرع الأول الأدوات المستخدمة في الجمع :

استخدمت الباحثة 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.

الفرع الثاني الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة :

تم الإعتماد على النماذج التالية:

- النموذج الأول : المتغير التابع EVA، والمتغير المستقل BFR ؛
- النموذج الثاني : المتغير التابع EVA والمتغيرات المستقلة CMPC و ROCI ؛
- النموذج الثالث : المتغير التابع MVA والمتغيرات المستقلة EVA، ROA، ROE، ROS.

المبحث الثاني المقارنة بين مؤشرات الأداء التقليدية ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة:

بعد القيام بعملية عرض نظري للمؤشرات موضوع الدراسة، سنقوم في هذا الجزء بإسقاطها على مؤسسة

NCA ROUIBA. للتعرف على درجة أداء هذه المؤسسة خلال الفترة (2010-2013).

المطلب الأول تقييم الأداء باستخدام المؤشرات المالية :

الفرع الأول مؤشرات التوازن المالي :

أولاً رأس المال العامل :

يعتبر مؤشر التوازن المالي أفضل مؤشر يمكن أن يبين مدى احترام قاعدة التوازن المالي، وهو يعتبر هامش

أمان بحيث يمكن المؤسسة من مواجهة المخاطر التي يمكن أن تحدثها بعض عناصر الميزانية الاقل من سنة.

ويحسب كالتالي

$$\text{رأس المال العامل (FR)} = \text{الموارد المستقرة (RS)} - \text{الأصول الثابتة (AF)}$$

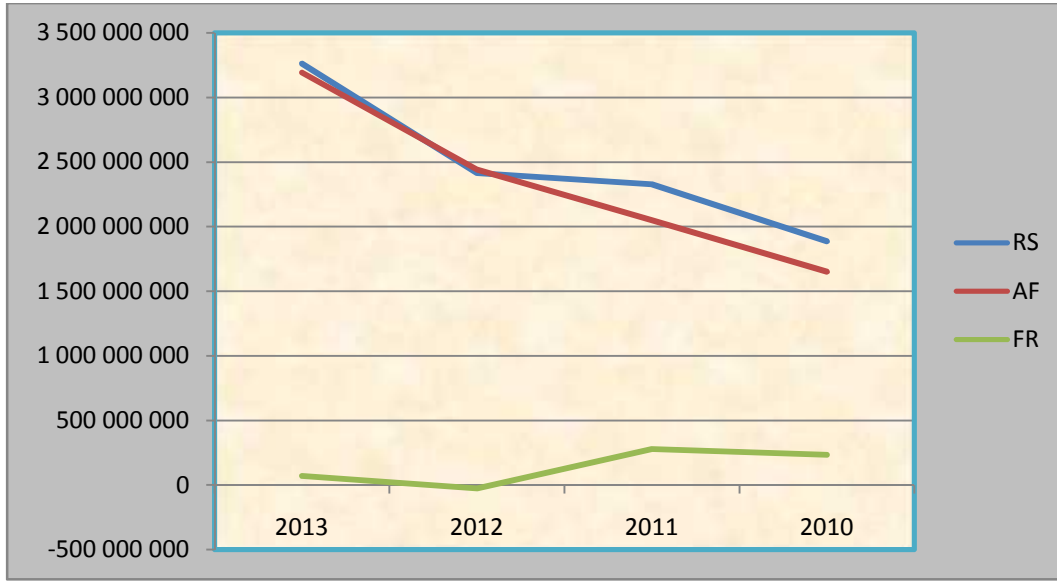
الجدول رقم 4.2 : قيم رأس المال العامل FR للمؤسسة خلال الفترة (2010-2013)

| البيان | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| RS | 1 885 822 546 | 2 327 786 440 | 2 414 293 703 | 3 261 475 075 |
| TC | - | 23% | 4% | 35% |
| AF | 1 651 974 405 | 2 049 308 061 | 2 440 688 175 | 3 190 938 414 |
| TC | - | 24% | 19% | 31% |
| FR | 233 848 141 | 278 478 379 | -26 394 472 | 70 536 661 |
| TC | - | 19% | -109% | -367% |

الوحدة دج

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة

الشكل رقم 2.2: تطور قيم رأس المال العامل للمؤسسة خلال الفترة (2010-2013)



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على الجدول رقم 4.2

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن قيم رأس المال العامل موجبة خلال السنتين الأوليتين من الدراسة (2010، 2011)، وهذا راجع لارتفاع الموارد المستقرة حيث بلغت نسبة الارتفاع 23 بالمائة خلال سنة 2011، أما في سنة 2012 فنجد أن المؤسسة سجلت نتيجة سالبة لرأس المال العامل، وهذا يدل على أن الشركة لا تملك هامش أمان نتيجة عجز في تغطية الأموال الدائمة للأصول الثابتة، وهذا راجع لانخفاض الموارد الخاصة. إلا أن رأس المال العامل عاد ليرتفع نسبياً خلال 2013 وهذا يرجع للإرتفاع النسبي للموارد المستقرة مقارنة بالأصول الثابتة.

ثانياً الإحتياج في رأس المال العامل :

يتمثل إحتياج رأس المال العامل BFR في الجزء من إحتياج التمويل الناجم عن الأصول المتداولة، ويتولد الإحتياج المالي للإستغلال عندما لا تستطيع المؤسسة مواجهة ديونها المترتبة عن النشاط بواسطة حقوقها لدى المتعاملين ومخزوناتها، وبالتالي يتوجب البحث عن مصادر أخرى لتمويل العجز.

يحسب بالعلاقة التالية :

$$\text{الإحتياج في رأس المال العامل (BFR)} = \text{إستخدامات الإستغلال (EEX)} - \text{موارد الإستغلال (REX)}$$

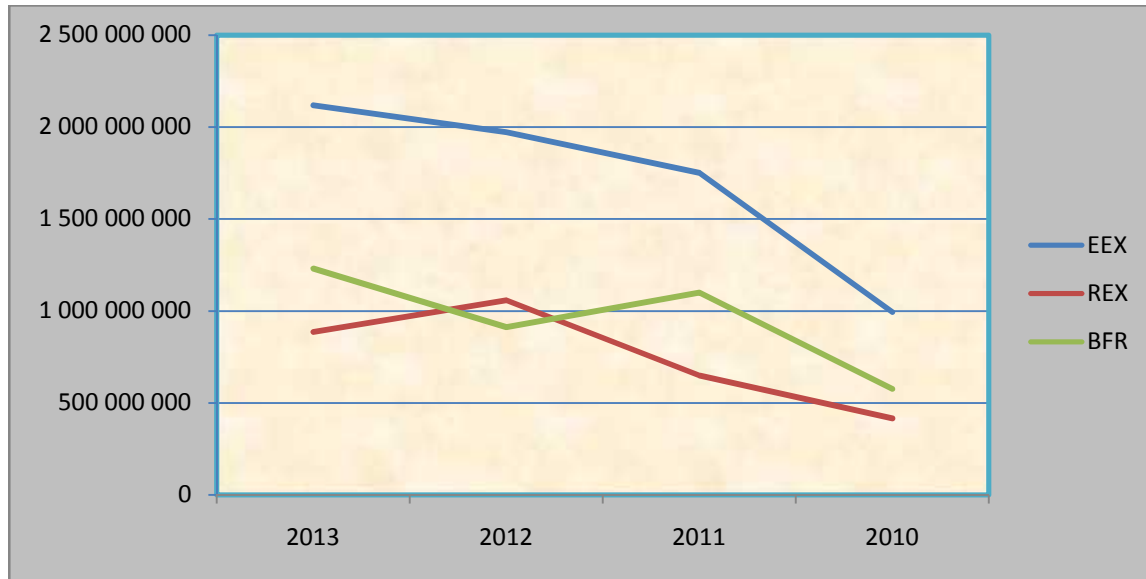
الجدول رقم 5.2 : يوضح تطور الإحتياج في رأس المال العامل خلال الفترة (2010-2013)

| 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | البيان |
|---------------|---------------|---------------|-------------|--------|
| 2 117 280 838 | 1 971 249 618 | 1 750 461 823 | 994 219 657 | EEX |
| 7% | 13% | 76% | - | TC |
| 887 017 192 | 1 058 687 924 | 650 030 334 | 417 078 981 | REX |
| -16% | 63% | 56% | - | TC |
| 1 230 263 646 | 912 561 694 | 1 100 431 489 | 577 140 676 | BFR |
| 35% | -17% | 91% | - | TC |

الوحدة دج

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على الميزانية المالية

الشكل 3.2 رقم : يوضح تطور الإحتياج في رأس المال العامل BFR خلال الفترة (2010-2013)



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على الجدول رقم 5.2

من خلال الجدول نلاحظ أن قيمة الإحتياج في رأس المال العامل كانت موجبة وفي ارتفاع مستمر خلال سنتي 2010-2011 حيث بلغت نسبة الارتفاع 91 بالمائة وهذا راجع لارتفاع استخدامات الإستغلال حيث قدر بـ 76 بالمائة، أما في سنة 2012 فقد انخفضت نسبياً لتعود إلى الإرتفاع خلال سنة 2013 وهو ما يعني ان المؤسسة استطاعت أن تغطي استخدامات الإستغلال بموارد الاستغلال حيث بلغت نسبة الإرتفاع 35 بالمائة خلال هذه السنة.

ثالثا مؤشر الخزينة :

تعرف على أنها الفرق بين الأصول ذات السيولة الفورية والديون ذات الإستحقاقية المالية، فهي عبارة عن مجموع الأموال السائلة التي تحت تصرف المؤسسة، وبالتالي فهي تعبر عن درجة توازنها المالي.

تحسب كالاتي :

$$\text{الخزينة (T)} = \text{رأس المال العامل (FR)} - \text{الإحتياج في رأس المال العامل (BFR)}$$

الجدول رقم 6.2 : يوضح قيم الخزينة خلال الفترة (2010-2013)

| 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | البيان |
|----------------|--------------|---------------|--------------|------------|
| 70 536 661 | -26 394 472 | 278 478 379 | 233 848 141 | FR |
| -367% | -109% | 19% | - | TC |
| 1 230 263 646 | 912 561 694 | 1 100 431 489 | 577 140 676 | BFR |
| 35% | -17% | 91% | - | TC |
| -1 159 726 985 | -938 956 166 | -821 953 110 | -343 292 535 | T |

الوحدة دج

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على الجدولين 4.2-5.2

نلاحظ من خلال الجدول ان الخزينة كانت سالبة خلال السنوات الأربعة من الدراسة، وهذا يعني ان المؤسسة لم تتمكن من تغطية وتمويل احتياجات دورة الإستغلال، ويفسر هذا بعدم قدرة المؤسسة على متابعة حركة توازنها وكذا التحكم في كل من سياسة التمويل والإستثمار.

الفرع الثاني تقييم الأداء باستخدام مؤشرات الأداء التقليدية (ROA ROE ROS)

الجدول رقم 7.2 : تطور المؤشرات التقليدية (ROA ROE ROS) خلال الفترة (2010-2013)

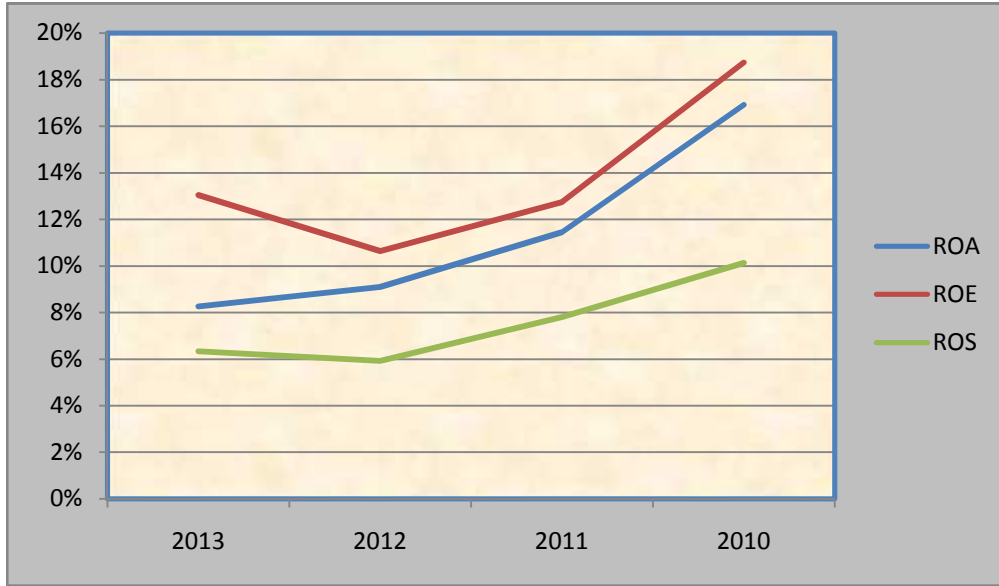
| 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | البيان |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 382 619 322 | 336 137 127 | 361 991 104 | 405 020 349 | RO |
| -70 013 577 | -81 964 048 | -102 844 237 | -101 408 805 | IMPOT |
| 452 632 899 | 418 101 175 | 464 835 341 | 506 429 154 | ROAI |
| 8% | -10% | -8% | _ | TCROAI |
| 5 482 582 945 | 4 594 799 546 | 4 059 896 615 | 2 993 170 250 | TA |
| 19% | 13% | 36% | _ | TCTA |
| 8% | 9% | 11% | 17% | ROA |
| 228 869 539 | 168 602 699 | 188 041 941 | 255 634 596 | RN |
| 36% | -10% | -26% | _ | TCRN |
| 1 754 898 385 | 1 585 472 496 | 1 476 869 797 | 1 365 025 313 | FR |
| 11% | 7% | 8% | _ | TCFR |
| 13% | 11% | 13% | 19% | ROE |
| 382 619 322 | 336 137 127 | 361 991 104 | 405 020 349 | RO |
| 14% | -7% | -11% | _ | TCRO |
| 6 032 294 441 | 5 669 817 158 | 4 633 430 606 | 3 998 474 614 | CA |
| 6% | 22% | 16% | _ | TCCA |
| 6% | 6% | 8% | 10% | ROS |

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على الميزانية وجدول حسابات النتائج

الوحدة دج

الشكل رقم 4.2 : تطور المؤشرات التقليدية ROA ROE ROS للمؤسسة خلال الفترة (2010-2013)

(2013)



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على الجدول رقم 7.2

من خلال الجدول اعلاه يتضح لنا أن مؤشر ROA يتأثر بشكل كبير بالنتيجة التشغيلية بعد الضريبة ROAI، حيث نجد ان العلاقة بينهما طردية، فنجد عند انخفاض ROAI بنسبة 8 بالمائة إنخفض ROA بنسبة 35 بالمائة خلال سنة 2011 بالمقارنة مع 2010، وفي سنة 2012 انخفض ROA بمعدل 18 بالمائة بسبب انخفاض النتيجة التشغيلية بعد الضريبة بمعدل 10 بالمائة، لينخفض نسبيا في 2013 بمعدل 8 بالمائة نتيجة لارتفاع حجم الأصول بمعدل 19 بالمائة. اما بالنسبة لمؤشر ROE فهو يتأثر بشكل كبير بالنتيجة الصافية RN حيث نجد في سنة 2011 عند انخفاض النتيجة الصافية بنسبة 26 بالمائة، انخفض ROE بنسبة 35 بالمائة بالمقارنة مع سنة 2010، وعند ارتفاع النتيجة الصافية بمعدل 36 بالمائة خلال سنة 2013 ارتفع ROE بمعدل 18 بالمائة بالمقارنة مع سنة 2012. وفيما يخص مؤشر ROS الذي يتأثر إلى حد ما بالنتيجة التشغيلية فنجد انخفض بنسبة 20 بالمائة نتيجة لانخفاض النتيجة التشغيلية بنسبة 11 بالمائة خلال سنة 2011 بالمقارنة مع سنة 2010.

المطلب الثاني تقييم الأداء باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA :

الفرع الأول حساب تكلفة الأموال الخاصة :

تحتسب تكلفة الأموال الخاصة وفق علاقة مردودية الأموال الخاصة وفق العلاقة التالية:

$$\text{تكلفة الأموال الخاصة} = \text{النتيجة الصافية (RN)} / \text{الأموال الخاصة (CP)}$$

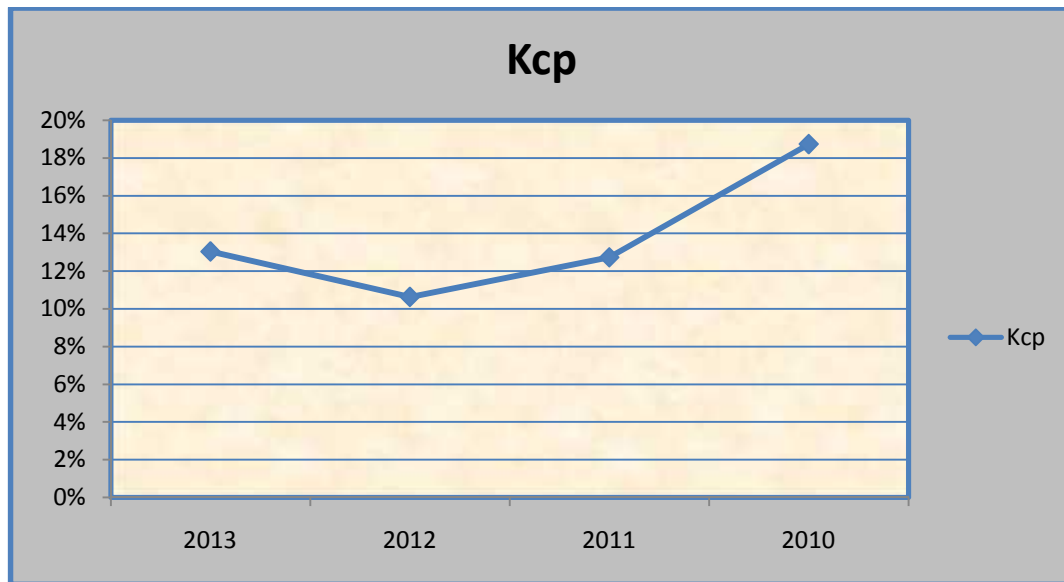
والجدول الموالي يوضح ذلك

الجدول رقم 8.2 : تكلفة الأموال الخاصة خلال الفترة (2010-2013)

| 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | البيان |
|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|
| 228 869 539 | 168 602 699 | 188 041 941 | 255 634 596 | النتيجة الصافية |
| 1 754 898 385 | 1 585 472 496 | 1 476 869 797 | 1 365 025 313 | الأموال الخاصة |
| 11% | 7% | 8% | _ | التطور |
| 13% | 11% | 13% | 19% | Kcp |

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على الميزانية المالية وجدول حسابات النتائج الوحدة دج

الشكل رقم 5.2 : يوضح تطور تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة خلال الفترة (2010-2013)



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على الجدول أعلاه

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن تكلفة الأموال الخاصة شهدت أعلى قيمة لها خلال سنة 2010 بنسبة تقدر بـ 19%، لتتخفص خلال الثلاث سنوات الأخرى بنسبة 13% 11% 13% على التوالي، ويرجع هذا الإنخفاض لارتفاع الأموال الخاصة لمؤسسة NCA Rouiba بمعدل 8%، 7%، 11% خلال 2011، 2012، 2013 على التوالي.

الفرع الثاني حساب تكلفة الإستدانة :

تُحسب تكلفة الإستدانة عن طريق العلاقة التالية :

تكلفة الإستدانة (KD) = النتيجة المالية / الإستدانة الصافية ؛

الإستدانة الصافية (DN) = الخصوم غير الجارية + خزينة الخصوم - التوظيفات المالية - خزينة الأصول ؛

الجدول رقم 9.2 : يوضح قيم الإستدانة الصافية للمؤسسة خلال الفترة (2010-2013)

| 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | البيان |
|---------------|---------------|-------------|-------------|----------------------|
| 1 506 576 690 | 828 821 207 | 850 916 643 | 520 797 233 | الخصوم غير الجارية |
| 197 829 568 | 500 891 650 | 130 664 225 | 373 347 | خزينة الخصوم |
| 169 575 692 | 182 861 752 | 260 126 767 | 346 976 188 | خزينة الأصول |
| 4 788 000 | 0 | 0 | 0 | التوظيفات المالية |
| 1 530 042 566 | 1 146 851 105 | 721 454 101 | 174 194 392 | الاستدانة الصافية DN |
| 33% | 59% | 314% | - | التطور |

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على الميزانية المالية وجدول حسابات النتائج الوحدة دج

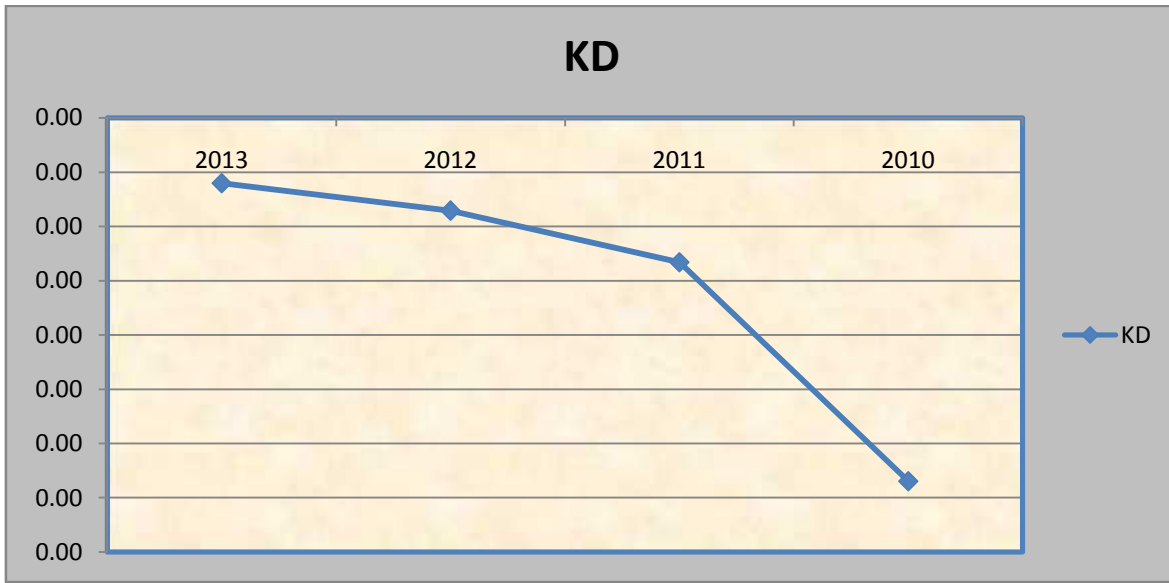
يلاحظ من خلال الجدول أن قيم الإستدانة الصافية في تزايد مستمر خلال فترة الدراسة، ويعود هذا التزايد لتناقص قيم خزينة الأصول من سنة إلى أخرى، حيث يلاحظ أن نسبة تطور الإستدانة الصافية تقدر بـ 314 بالمائة خلال سنة 2011 بالمقارنة مع سنة 2010.

الجدول رقم 10.2 : تكلفة الإستدانة خلال الفترة (2010-2013)

| 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | البيان |
|---------------|---------------|-------------|-------------|-------------------|
| -92 104 883 | -97 985 034 | -96 006 825 | -58 320 580 | النتيجة المالية |
| 1 530 042 566 | 1 146 851 105 | 721 454 101 | 174 194 392 | الإستدانة الصافية |
| -0,06 | -0,09 | -0,13 | -0,33 | KD |

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على الميزانية وجدول حسابات النتائج الوحدة دج

الشكل رقم 6.2 : يوضح تطور تكلفة الإستدانة لمؤسسة NCA Rouiba خلال (2010-2013)



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على الجدول رقم 10.2

من خلال الشكل نلاحظ أن تكلفة الإستدانة لمؤسسة NCA Rouiba خلال فترة الدراسة كانت سالبة، حيث قدرت أعلى قيمة لها بـ (6 بالمائة) خلال سنة 2013، ويعود هذا الإنخفاض في تكلفة الإستدانة إلى الإرتفاع الكبير لقيم الإستدانة الصافية خلال السنوات الأربعة.

الفرع الثالث حساب التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال :

تحسب وفق العلاقة التالية :

$$K_o = K_{cp} \times CP / (DN + CP + KD \times (1 - IS)) \times DN / (DN + CP)$$

حيث :

K_0 : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال ؛

KD : تكلفة الإستدانة ؛

K_{cp} : تكلفة الأموال الخاصة ؛

الجدول رقم 11.2 : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال خلال الفترة (2010-2013)

| 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | البيان |
|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|
| 0,13 | 0,11 | 0,13 | 0,19 | K_{cp} |
| 1 754 898 385 | 1 585 472 496 | 1 476 869 797 | 1 365 025 313 | CP |
| 1 530 042 566 | 1 146 851 105 | 721 454 101 | 174 194 392 | DN |
| 3 284 940 951 | 2 732 323 601 | 2 198 323 898 | 1 539 219 705 | DN+CP |
| 0,53 | 0,58 | 0,67 | 0,89 | CP/DN+CP |
| -0,06 | -0,09 | -0,13 | -0,33 | Kd |
| 0,81 | 0,81 | 0,81 | 0,81 | (1-IS) |
| 0,47 | 0,42 | 0,33 | 0,11 | DN/DN+CP |
| 4,70% | 3,27% | 5,02% | 13,54% | K_0 |
| 44% | -35% | -63% | - | TCK ₀ |

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد الوثائق المالية

الشكل رقم 7.2: يوضح تطور التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال للفترة (2010-2013)



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على الجدول اعلاه

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن منحني تكلفة الأموال الخاصة Kcp لمؤسسة NCA Rouiba أعلى من منحني تكلفة الإستدانة KD وهذا ما يعني أن تكلفة الأموال الخاصة أكبر من تكلفة الإستدانة، ويرجع ذلك لنسبة الأموال الخاصة الكبيرة التي تعتمد عليها المؤسسة في هيكلها المالي مقارنة بالإستدانة الصافية.

الفرع الرابع حساب العائد على رأس المال المستثمر ROCI :

أولا حساب رأس المال المستثمر CI : يحسب وفق العلاقة التالية

رأس المال المستثمر CI = الإستثمارات العينية (INVE) + الإحتياج في رأس المال العامل (BFR)

الجدول رقم 12.2 : يوضح راس المال المستثمر CI للمؤسسة خلال الفترة (2010-2013)

| 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | البيان |
|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|
| 1 230 263 646 | 912 561 694 | 1 100 431 489 | 577 140 676 | BFR |
| 3 190 938 414 | 2 440 688 175 | 2 049 308 061 | 1 651 974 405 | INVS |
| 4 421 202 060 | 3 353 249 869 | 3 149 739 550 | 2 229 115 081 | CI |

الوحدة دج

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على الميزانية المالية

يتبين لنا من خلال الجدول أعلاه أن رأس المال المستثمر CI لمؤسسة NCA Rouiba في إرتفاع من سنة إلى أخرى، وهذا يعود للنمو الحاصل في الإحتياج في رأس المال العامل إضافة لنمو الاستثمارات من سنة إلى أخرى.

ثانيا حساب العائد على رأس المال المستثمر ROCI :

يحسب وفق العلاقة التالية :

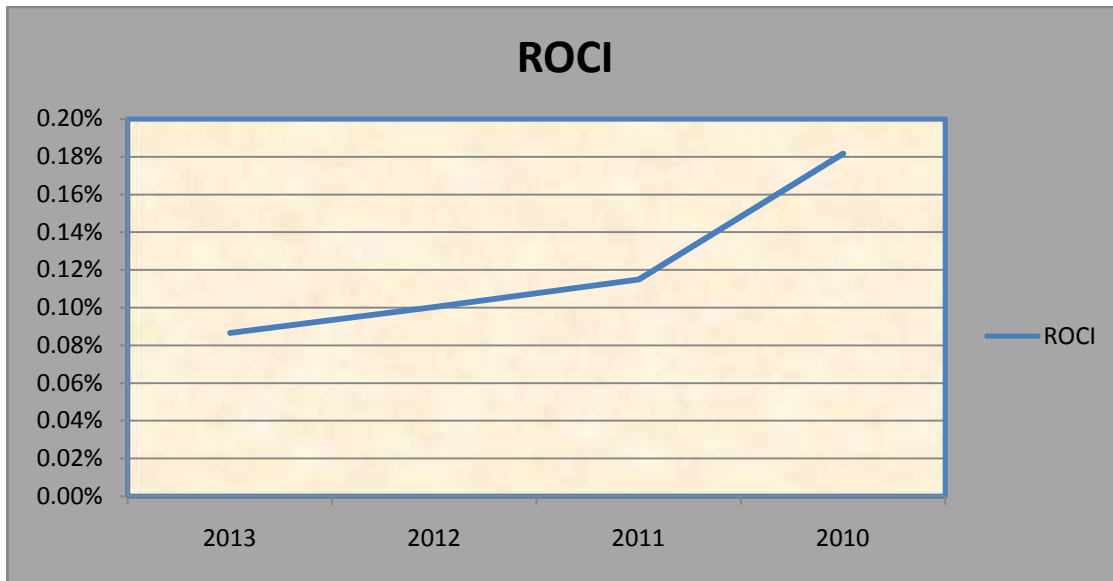
$$\text{العائد على رأس المال المستثمر ROCI} = \text{النتيجة العمليانية RO} / \text{رأس المال المستثمر CI}$$

الجدول رقم 13.2 : العائد على رأس المال المستثمر ROCI للمؤسسة خلال الفترة (2010-2013)

| البيان | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| RO | 405 020 349 | 361 991 104 | 336 137 127 | 382 619 322 |
| CI | 2 229 115 081 | 3 149 739 550 | 3 353 249 869 | 4 421 202 060 |
| ROCI | 18,17% | 11,49% | 10,02% | 8,65% |

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على الوثائق المالية للمؤسسة

الشكل رقم 8.2 : تطور ROCI لمؤسسة NCA Rouiba خلال الفترة (2010-2013)



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على الجدول أعلاه

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن العائد على رأس المال المستثمر ROCI حقق انخفاضا خلال فترة الدراسة، ويعود سبب ذلك إلى الإنخفاض الحاصل في النتيجة التشغيلية من سنة إلى أخرى مقارنة مع النمو الطفيف لرأس المال المستثمر.

الفرع الخامس حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA :

يتم حساب القيمة الاقتصادية المضافة وفق العلاقة التالية :

$$EVA = (ROCI - CMPC) \times CI$$

حيث :

EVA : القيمة الاقتصادية المضافة ؛

ROCI : العائد على رأس المال المستثمر ؛

CMPC : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال ؛

CI : رأس المال المستثمر ؛

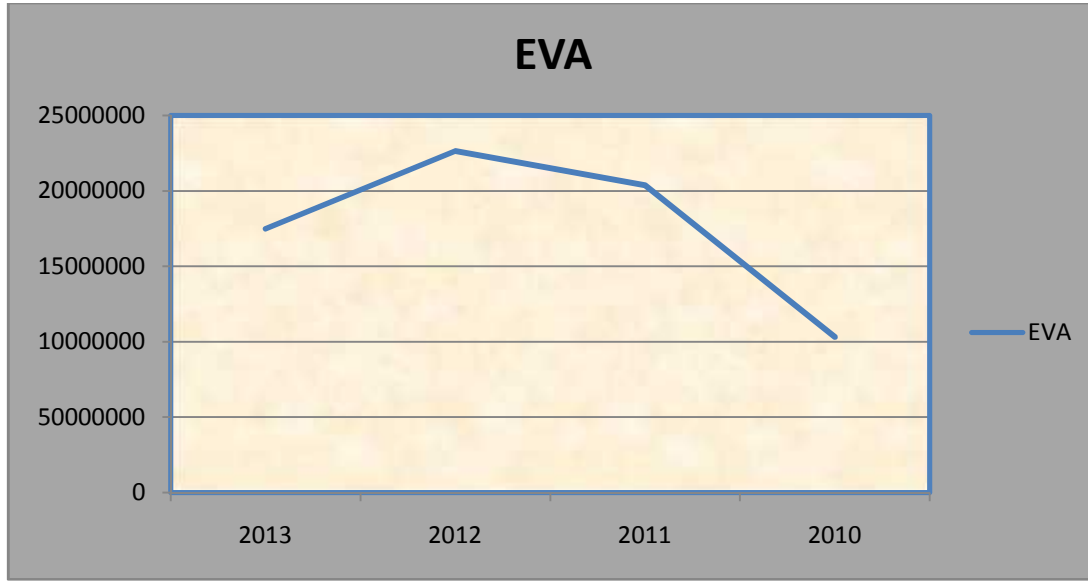
الجدول رقم 14.2 : تطور القيمة الاقتصادية المضافة EVA للمؤسسة خلال الفترة (2010-2013)

| 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | البيان |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 8,65% | 10,02% | 11,49% | 18,17% | ROCI |
| 4,70% | 3,27% | 5,02% | 13,54% | CMPC |
| 4 421 202 060 | 3 353 249 869 | 3 149 739 550 | 2 229 115 081 | CI |
| 174822825,2 | 226485856,3 | 203874178,6 | 103198167 | EVA |
| -23% | 11% | 98% | — | التطور |

الوحدة دج

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على الجداول رقم 11.12.13

الشكل رقم 9.2 : يوضح تطور قيم EVA لمؤسسة Rouiba خلال الفترة (2010-2013)



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على الجدول اعلاه

من خلال الشكل أعلاه يظهر لنا أن مؤسسة NCA Rouiba إستطاعت خلق قيمة خلال فترة الدراسة، حيث كانت قيم EVA موجبة طيلة سنوات الدراسة حيث حققت ارتفاعا بمعدل 98 بالمائة خلال سنة 2011 مقارنة مع سنة 2010، ويرجع ذلك لإنخفاض تكلفة رأس المال بنسبة (63 بالمائة) ثم ارتفعت خلال سنة 2012 بمعدل 11% لتتخفف نسبيا خلال سنة 2013 بسبب الإرتفاع النسبي لتكلفة رأس المال وانخفاض العائد على رأس المال المستثمر، حيث يظهر من خلال هذه النتائج أن القيمة الإقتصادية المضافة تتناسب طرذا مع تكلفة رأس المال، فالمؤسسة في هذه الحالة حققت قيم إقتصادية مضافة موجبة خلال فترة الدراسة، مما يدل على أنها تتمتع بأداء إقتصادي جيد.

الفرع السادس حساب القيمة السوقية المضافة MVA :

يتم حساب القيمة السوقية المضافة وفق العلاقة التالية :

$$MVA = \sum_{i=1}^n \frac{EVAt}{1+k^t}$$

الجدول رقم 15.2 : القيمة السوقية المضافة لمؤسسة Rouiba خلال الفترة 2010-2013

| البيان | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EVAt | 103198167 | 203874178,6 | 226485856,3 | 174822825,2 |
| (1+K) ^t | 1,11 | 1,23 | 1,37 | 1,52 |
| MVA _t | 92971321,65 | 165751364,7 | 165318143,3 | 115015016,6 |

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على الجدول أعلاه

الوحدة دج

ومنه :

$$MVA = 539055846.2$$

نلاحظ من خلال حساب القيمة السوقية المضافة، أن مؤسسة NCA Rouiba استطاعت أن تحقق قيمة سوقية مضافة موجبة وذلك لأنها خلقت قيم إقتصادية مضافة، وهذا يدل على نجاح الإدارة في رفع القيمة السوقية للمؤسسة إضافة لتحقيق عوائد تساعد على زيادة رأس المال المستثمر.

المطلب الثالث نتائج تحليل الإرتباط :

سنحاول في هذا الجزء تقدير مجموعة من النماذج، وذلك للتحقق من وجود علاقة الإرتباط ذات الدلالة المعنوية الإحصائية بين كل من المتغيرات التالية حسب فرضيات الدراسة.

الفرع الأول محددات القيمة الإقتصادية المضافة :

$$EVA = (a)BFR + b + ei$$

حيث EVA متغير تابع، BFR متغير مستقل، a معامل الإرتباط، ei مقدار الخطأ.

$$EVA = 1 + (2)CMPC + (3)ROCI + ei$$

حيث EVA متغير تابع، CMPC ROCI متغيرات مستقلة.

الجدول رقم 16.2 : قيم المتغيرات خلال الفترة (2010-2013)

| ROCI | CMPC | BFR | EVA |
|--------|--------|---------------|-------------|
| 18,17% | 13,54% | 577 140 676 | 103198167 |
| 11,49% | 5,02% | 1 100 431 489 | 203874178,6 |
| 10,02% | 3,27% | 912 561 694 | 226485856,3 |
| 8,65% | 4,70% | 1 230 263 646 | 174822825,2 |

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على الوثائق المحاسبية

الجدول رقم 17.2 : تقدير النموذج الأول

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Probability |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| b | 62025563 | 1.02E+08 | 0.611038 | 0.6034 |
| a | 0.120479 | 0.102929 | 1.170509 | 0.3624 |
| Adjusted R-Squared | 0.109816 | F-statistic | 1.370091 | 0.362392 |

المصدر : مخرجات نظام Eviews بتصرف.

إختبار صحة الفرضيات :

1. إختبار صحة فرضية المعالم المقدرة (a.b) :

✓ الفرضية الأولى : $H_0 : b = 0$ ، $H_1 : b \neq 0$

✓ الفرضية الثانية : $H_0 : a = 0$ ، $H_1 : a \neq 0$

بما أن |t-statistic| المحسوبة تساوي 0.611038 أقل من القيمة الجدولية t-student التي تساوي 4.303¹ عند مستوى معنوية 5 بالمائة نقبل الفرضية H_0 ونرفض الفرضية H_1 أي قيمة الثابت $b = 62025563$ لا تختلف معنويًا عن الصفر وليست لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 بالمائة.

¹ بالإعتماد على جدول توزيع student درجة الحرية n-k، حيث n عدد المشاهدات : 4 k

بما أن | t-statistic | المحسوبة تساوي 1.170509 أقل من القيمة الجدولية 4.30 عند مستوى معنوية 5 بالمائة نقبل الفرضية H0 ونرفض الفرضية H1 أي قيمة (a) 0.120476 لا تختلف معنويا عن الصفر وليس لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 بالمائة.

2. إختبار صحة النموذج ككل :

✓ الفرضية : $H_0 : R\text{-squared} = 0$ ، $H_1 : R\text{-squared} > 0$

بما أن القيمة المطلقة لـ F-statistic (1.370091) أقل من القيمة الجدولية حسب توزيع فيشر عند درجة حرية (18.51) $F(n-k, k-1)$ ، وبالتالي نرفض الفرضية H1 ونقبل الفرضية H0، أي قيمة R-squared (0.109816) لا تختلف معنويا عن الصفر وليس لها دلالة إحصائية عند 5 بالمائة.

الجدول رقم 18.2 : تقدير النموذج الثاني

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Probability |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 1 | 1.65E+08 | 6434547 | 25.69715 | 0.0248 |
| 2 | -2.24E+09 | 87272085 | -25.71469 | 0.0247 |
| 3 | 1.33E+09 | 96557097 | 13.76205 | 0.0462 |
| Adjusted R-Squared | 0.998550 | F-statistic | 1034.087 | 0.021984 |

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات نظام Eviews 8.

إختبار صحة الفرضيات :

1. إختبار صحة فرضية المعامل المقدرة :

✓ الفرضية الأولى : $H_0 : \beta_1 = 0$ ، $H_1 : \beta_1 > 0$

✓ الفرضية الثانية : $H_0 : \beta_2 = 0$ ، $H_1 : \beta_2 < 0$

✓ الفرضية الثالثة : $H_0 : \beta_3 = 0$ ، $H_1 : \beta_3 > 0$

بما أن القيمة المطلقة لـ (t-statistic) (25.69715) أكبر من القيمة الجدولية t-student (12.70) وبدرجة حرية 1 ($1=n-k$) وبالتالي نرفض الفرضية H0 ونقبل الفرضية H1 أي أن قيمة 1 (10*1.65) تختلف معنويا عن الصفر ولها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 بالمائة.

نفس الأمر بالنسبة للفرضيتين الثانية والثالثة حيث حيث القيمة المطلقة لـ t-statistic أكبر من القيمة الجدولية لـ t-student والقيمتين الإحتماليتين (prob = 0.02)، (prob = 0.04) أقل من 0.05 وبالتالي نقبل الفرضيتين H1، أي قيمة المعاملين يختلفان معنويًا عن الصفر ولهما دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 بالمائة.

2. إختبار صحة النموذج ككل :

✓ الفرضية : H0 : R-squared = 0 ، H1 : R-squared > 0

بما أن (F-statistic) (1034.087) أكبر من القيمة الجدولية (161.45) حسب توزيع فيشر عند مستوى معنوية 5 بالمائة وبدرجة حرية (F(1.1)، (prob = 0.021984) أقل من 0.05 يستلزم رفض الفرضية H0 وقبول الفرضية H1، أي قيمة R-squared (0.999571) لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 بالمائة.

الفرع الثاني العلاقة بين المؤشرات EVA، ROA، ROE، ROS والقيمة السوقية المضافة MVA :

سنقوم في هذا الجزء بإختبار النماذج التالية :

$$MVA = 1 + 2EVA + 3ROA + ei$$

$$MVA = 1 + 2EVA + 3ROE + ei$$

$$MVA = 1 + 2EVA + 3ROS + ei$$

حيث MVA المتغير التابع و EVA، ROA، ROE، ROS متغيرات مستقلة.

الجدول رقم 2.19 : متغيرات الدراسة خلال الفترة (2010-2013)

| ROS | ROE | ROA | EVA | MVA |
|------|------|------|-------------|-------------|
| 0,1 | 0,19 | 0,17 | 103198167 | 92971321,65 |
| 0,08 | 0,13 | 0,11 | 203874178,6 | 165751364,7 |
| 0,06 | 0,11 | 0,09 | 226485856,3 | 165318143,3 |
| 0,06 | 0,13 | 0,08 | 174822825,2 | 115015016,6 |

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

الجدول رقم 19.2: تقدير النموذج الأول

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Probability |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 1 | -1.03E+08 | 49398108 | -2.076648 | 0.2857 |
| 2 | 0.983389 | 0.157643 | 6.238081 | 0.1012 |
| 3 | 5.62E+08 | 2.10E+08 | 2.679250 | 0.2274 |
| Adjusted R-Squared | 0.949250 | F-statistic | 29.05643 | 0.130065 |

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات نظام Eviews.8.

إختبار صحة الفرضيات :

1. إختبار صحة فرضية المعالم المقدرة :

- ✓ الفرضية الأولى : $H_0 : 1 = 0$: $H_1 : 1 \neq 0$
- ✓ الفرضية الثانية : $H_0 : 2 = 0$: $H_1 : 2 \neq 0$
- ✓ الفرضية الثالثة : $H_0 : 3 = 0$: $H_1 : 3 \neq 0$

بما أن القيمة المطلقة لـ (t-statistic)، (-2.076648) للثابت المقدر 1 أقل من القيمة الجدولية لـ (t-student) (12.71) عند مستوى معنوية 5 بالمائة ودرجة حرية (n-k) = 1 و (prob = 0.285) أكبر من 0.05 وبالتالي نرفض الفرضية H1 ونقبل الفرضية H0، أي قيمة 1 = (-1.03*10) لا تختلف معنويًا عن الصفر وليست لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 بالمائة.

نفس الأمر بالنسبة للقيمتين (6.238081)، (2.679250) قيم t-statistic أقل من القيمة الجدولية لـ t-student عند مستوى معنوية 5 بالمائة ودرجة حرية 1 وبالتالي نرفض الفرضيتين H1، H1 وقبول الفرضيتين H0، H0، أي قيمة الثابت 2 3 لا تختلف معنويًا عن الصفر وليس لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 بالمائة.

2. إختبار صحة النموذج ككل :

- ✓ الفرضية : $H_0 : R\text{-squared} = 0$: $H_1 : R\text{-squared} > 0$

بما أن قيمة (F-statistic) 29.05643 أقل من القيمة الجدولية (161.45) حسب توزيع فيشر، عند مستوى معنوية 5 بالمائة ودرجة حرية (F(1.1) يستلزم رفض الفرضية H1 وقبول الفرضية H0 أي قيمة R-squared ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5 بالمائة.

الجدول رقم 20.2 : تقدير النموذج الثاني

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Probability |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 1 | -4.02E+08 | 69267809 | -8.685678 | 0.0730 |
| 2 | 1.737085 | 0.177029 | 14.19654 | 0.0448 |
| 3 | 1.82E+09 | 2.74E+08 | 9.142817 | 0.0694 |
| Adjusted R-Squared | 0.995724 | F-statistic | 350.2638 | 0.037755 |

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على مخرجات نظام 8.Eviews.

إختبار صحة الفرضيات

1. إختبار صحة المعالم المقدرة :

✓ الفرضية الأولى : H0 : 1 = 0 : H1 1 : 0

✓ الفرضية الثانية : H0 : 2 = 0 : H1 2 : 0

✓ الفرضية الثالثة : H0 : 3 = 0 : H1 3 : 0

بما أن القيمة المطلقة لـ (t-statistic) (8.685678) للمعلم المقدر 1 أقل من القيمة الجدولية لتوزيع ستودنت عند درجة الحرية 1 (12.71)، والقيمة الإحتمالية (prob = 0.0730) أكبر من 0.05 وبالتالي نرفض الفرضية H1 ونقبل الفرضية H0، أي أن قيمة 1 (10*4.02) لا تختلف معنويًا عن الصفر وبالتالي ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 بالمائة.

أما فيما يخص القيمة المطلقة لـ (t-statistic) للثابت المقدر 2 (14.19654) فهي أكبر من القيمة الجدولية لـ (t-statistic) (12.71) والقيمة الإحتمالية (prob= 0.0448) أقل من 0.05 ومنه يستلزم

رفض الفرضية H0 وقبول الفرضية H1، أي قيمة 2 (1.737085) تختلف معنوياً عن الصفر ولها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 بالمائة.

بالنسبة لقيمة t-statistic للثابت المقدر لـ 2 (9.142817) فهي أقل من القيمة الجدولية لـ t-student (12.71)، والقيمة الإحصائية (prob = 0.0694) أكبر من 0.05 وبالتالي نقبل الفرضية H0 ونرفض الفرضية H1 أي أن قيمة 3 (10*1.82) لا تختلف معنوياً عن الصفر ويعني ذلك أنه ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى 5%.

2. اختبار صحة النموذج ككل

✓ الفرضية : H0 = R-squared : H1 ، 0

بما أن قيمة F-statistic والتي تساوي 350.2638 أكبر من القيمة الجدولية لتوزيع فيشر عند مستوى معنوية 5 بالمائة وبدرجة حرية (1.1)، و (prob = 0.037755) أقل من 0.05 ما يعني رفض الفرضية H0 وقبول الفرضية H1 أي أن قيمة النموذج المقدر (0.995724) لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 بالمائة.

بالتعويض في النموذج المقدر نجد

$$MVA = 0 + 1.74(EVA) - 0(ROE)$$

حيث :

1.74 : حجم تأثير القيمة السوقية المضافة بالقيمة الاقتصادية المضافة.

الجدول رقم 21.2 : تقدير النموذج الثالث

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Probability |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 1 | -1.21E+08 | 4848923 | -24.98319 | 0.0255 |
| 2 | 0.957657 | 0.013210 | 72.49263 | 0.0088 |
| 3 | 1.15E+09 | 36985896 | 31.11420 | 0.0205 |
| Adjusted R-Squared | 0.999572 | F-statistic | 3501.776 | 0.011948 |

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات 8 Eviews.

إختبار صحة الفرضيات :

1. إختبار صحة المعالم المقدرة :

✓ الفرضية الأولى : $H_0 : 1 = 0$: $H_1 : 1 \neq 0$

✓ الفرضية الثانية : $H_0 : 2 = 0$: $H_1 : 2 \neq 0$

✓ الفرضية الثالثة : $H_0 : 3 = 0$: $H_1 : 3 \neq 0$

بما أن القيم المطلقة لـ (24.98319)، (72.49263)، (31.11420) أي قيمة t-statistic

للمعالم الثلاثة المقدرة (1 2 3) أكبر من القيمة الجدولية لستيوننت (12.71)، والقيم

الإحتمالية (prob = 0.0255)، (prob = 0.0088)، (prob = 0.0205)، أقل من 0.05

وبالتالي نرفض الفرضيات H_0 ونقبل الفرضيات H_1 التالية

H_1 : قيمة 1 = $-1.21E+08$ تختلف معنويا عن الصفر ولها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 بالمائة؛

H_1 : قيمة 2 = 0.957657 تختلف معنويا عن الصفر ولها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 بالمائة؛

H_1 : قيمة 3 = $1.15E+09$ تختلف معنويا عن الصفر ولها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 بالمائة.

2. إختبار صحة النموذج ككل :

✓ الفرضية : $H_0 : R\text{-squared} = 0$: $H_1 : R\text{-squared} \neq 0$

بما أن قيمة F-statistic (3501.776) أكبر من القيمة الجدولية حسب توزيع فيشر (161.45) عند

مستوى معنوية 5 بالمائة ودرجة حرية (1.1)، والقيمة الإحتمالية (prob = 0.011948)، أقل من 0.05

وبالتالي نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 أي أن قيمة النموذج المقدر (0.999572) لها دلالة إحصائية

عند مستوى معنوية 5 بالمائة.

وبالتعويض في النموذج المقدر نجد :

$$MVA = - 1.21*10+ 0.96 (EVA) + 1.15 * 10(ROS)$$

حيث :

-121000000 : مقدار القيمة السوقية المضافة عندما يؤول كل من العائد على المبيعات و القيمة الإقتصادية

المضافة إلى الصفر وهو أمر مقبول إحصائيا ؛

0.96 : حجم تأثر القيمة السوقية المضافة بالقيمة الإقتصادية المضافة ؛

1150000000 : حجم تأثر القيمة السوقية المضافة بالعائد على المبيعات.

خلاصة الفصل

يعتبر هذا الفصل محاولة لتبسيط أهم ما تم التطرق إليه في الفصل النظري على أرض الواقع، حيث قمنا في الجزء الأول بتقييم الداء المالي لمؤسسة NCA ROUIBA للعصائر والمشروبات، من خلال مؤشرات التوازن المالي حيث كان الأداء في تراجع نوع حيث تحصلت المؤسسة على خزينة سالبة خلال كامل فترة الدراسة وهو ما يعني أن المؤسسة لم تستطع تمويل دورة الإستغلال، ومن خلال التقييم بواسطة المؤشرات التقليدية نجد أن العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية والعائد على المبيعات في تراجع مستمر خلال فترة الدراسة ربما يعود هذا إلى دخول مؤسسة NCA ROUIBA إلى بورصة الجزائر وهو الأمر الذي ينتج عنه العديد من التكاليف، ويرجع انخفاض الأداء لدى مؤسسة ROUIBA للعصائر والمشروبات إلى إنخفاض الحافز لدى الإدارة وهذا لإنخفاض حصص ملكيتهم.

أما في الجزء الثاني من الدراسة فقد قمنا بالتقييم عن طريق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة حيث، إستطاعت المؤسسة أن تخلق قيمة إقتصادية موجبة خلال فترة الدراسة من خلال تحقيقها لقيم موجبة و مرتفعة وهو ما يدل على أن المؤسسة تتمتع بأداء جيد، كما حققت المؤسسة قيمة سوقية موجبة مضافة وهو ما يعني إمكانية تحقيق المؤسسة لقيم إقتصادية موجبة في المستقبل. ثم قمنا بقياس تأثير هذه المؤشرات ودرجة إرتباطها وذلك من خلال التحليل الإحصائي حيث تبين لنا أن BFR ليس له تأثير على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة، ثم قمنا بقياس الإرتباط بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشرات الأداء التقليدية بالقيمة الاقتصادية المضافة حيث توصلنا في الأخير إلى وجود إرتباط وعلاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 % بين EVA و MVA .

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

وقد قمنا في هذه الدراسة بمعالجة إشكالية مساهمة مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي لمؤسسة NCA ROUIBA للعصائر والمشروبات، وبناء على الفرضيات الموضوعية تمت معالجة هذا الموضوع من خلال فصلين رئيسيين خصص الفصل الأول للجانب النظري من الدراسة، بينما خصص الثاني للدراسة التطبيقية لهذا الموضوع وذلك بالقيام بحساب مختلف المؤشرات وإيجاد درجة الإرتباط بين هاتاه المؤشرات وهذا بعد التعرف على ظروف دخول المؤسسة إلى بورصة الجزائر.

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

1. نتائج إختبار الفروض :

- أ- تتمثل الفرضية الأولى في وجود إختلاف بين مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة وياقي المؤشرات التقليدية، وتم تأكيد هذا في الجانب النظري والتطبيقي حيث توصلنا إلى النتائج التالية :
- ✓ حيث ظهر مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة بناءً على النقائص التي تحتوي عليها المؤشرات التقليدية التي لا تأخذ تكلفة رأس المال في الحسبان ؛
 - ✓ مهما كانت فعالية المؤشرات في تفسير السلوك المالي أغلا أن الأهم من ذلك هم ما بعد عملية القياس فبإمكان المؤسسة تحقيق أرباح من الناحية المحاسبية إلا أنها لم تتمكن من خلاق قيمة وبالتالي وجب على المديرين التنفيذيين العمل على خلق قيمة إقتصادية مضافة وذلك من خلال المكافآت وهو الأمر الذي يدفعهم إلى تحسين أدائهم ؛
 - ✓ للقيمة الإقتصادية المضافة مزايا وعيوب فمن مزاياها أنها تعطي الصورة الحقيقية لأرباح المؤسسة وهو الأمر الذي يصعب على الأرباح المحاسبية تحقيقه، أما عن عيوبها فإن صعوبة

حسابه لإعتماده على الكثير من التعديلات قد يكون عائقا امام مختلف المؤسسات لتطبيقه على أرض الواقع ؛

✓ إستطاعت المؤسسة أن تخلق قيمة حسب مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة EVA خلال كامل فترة الدراسة، وبالتالي يعتبر الأداء المالي للمؤسسة جيد ؛

ب- تم نفي الفرضية الثانية التي تتمثل في أن دخول مؤسسة NCA ROUIBA الى البورصة قد ساهم في تحسين أدائها، وهذا ما تم تأكيده في الجانب التطبيقي حيث توصلنا إلى النتائج التالية :

✓ يعتبر دخول المؤسسات الإقتصادية إلى البورصة من أكثر الطرق إنتشارا وشيوعا في أنحاء العالم ؛

✓ تكاليف الدخول إلى البورصة يمكن لها أن تؤثر سلبا على الأداء المالي للمؤسسة ؛

✓ انخفاض الحافز لدى الإدارة بسبب انخفاض حصص ملكيتهم ؛

ت- تم إثبات الفرضية الثالثة التي تتمثل في احتمال وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات (ROCI، CMPC، BFR) والقيمة الإقتصادية المضافة حيث توصلنا إلى النتائج التالية :

✓ عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين BFR و القيمة الإقتصادية المضافة EVA ؛

✓ كلما ترتفع CMPC بـ 1 دج تنخفض القيمة الإقتصادية المضافة EVA بـ 1.65 دج مع بقاء العامل الأخر ROCI ثابت، أي علاقة عكسية بينهما وهو الأمر الطبيعي فكلما إرتفعت CMPC أدى ذلك إلى إنخفاض القيمة الإقتصادية المضافة ؛

✓ كلما إرتفع ROCI بـ 1 دج، ترتفع القيمة الإقتصادية المضافة EVA بـ 1.33 دج، مع بقاء العامل الأخر ثابت. ويفسر المتغيرين المستقلين (ROCI، CMPC) نسبة 99.85 من تغيرات القيمة الإقتصادية المضافة. والنموذج المقدر لهما له دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%.

ث- تم نفي الفرضية الثالثة : ليس لمقاييس الأداء (ROA، ROE، ROS، EVA) القدرة على تفسير القيمة السوقية المضافة MVA حيث توصلنا على النتائج التالية :

✓ كلما تخلق المؤسسة قيمة إقتصادية مضافة بـ 1 دج يؤدي ذلك إلى خلق قيمة سوقية مضافة MVA بـ 1.74 دج، أي العلاقة طردية، وتفسر EVA 99.57 من تغيرات القيمة السوقية المضافة والنموذج له دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% ؛

- ✓ كلما تخلق المؤسسة قيمة إقتصادية مضافة EVA بـ 1 دج يؤدي ذلك إلى خلق قيمة سوقية (ثروة) بـ 0.96 دج، أي العلاقة طردية بمقدار 96 %، وتفسر القيمة الإقتصادية المضافة 99.95 من تغيرات القيمة السوقية المضافة MVA والنموذج له دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 % ؛
- ✓ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ROA والقيمة السوقية المضافة MVA، عند مستوى معنوية 5 % ؛
- ✓ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ROE والقيمة السوقية المضافة MVA، عند مستوى معنوية 5 % ؛
- ✓ كلما ترتفع ROS بـ 1 دج يؤدي ذلك إلى إرتفاع القيمة السوقية المضافة MVA بـ 1.15 دج مع ثبات عامل EVA، والعلاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 % .

2. توصيات الدراسة وآفاقها:

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

❖ على المستوى العام :

- ✓ توصي الباحثة بإجراء المزيد من الدراسات التطبيقية التي تكشف مدى فعالية استخدام مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة في مؤسسات القطاع الخاص ؛
- ✓ العمل على تقويم المؤشرات التقليدية المحاسبية، واستبعاد تلك التي لا تضيف قيمة لثروة حاملي الأسهم، بهدف حث الإدارة على الإستثمار في الأنشطة التي تخلق قيما للمساهمين ؛
- ✓ إجراء هذه الدراسة على فترات زمنية أطول، لأن كل من EVA و MVA تثبت فعاليتها على المدى الطويل ؛
- ✓ التنوع في إختيار المؤشرات المالية يزيد من إحتمال إختيار الإستثمارات الناجحة، فعلى المستثمرين التوجه إلى إستخدام المؤشرات الإقتصادية الحديثة فهي مكملة للمؤشرات التقليدية ولا غنى لأحدهما عن الآخر ؛

❖ على مستوى المؤسسة :

- ✓ ضرورة تضمين القيمة الاقتصادية المضافة في القوائم المالية للمؤسسات بالإضافة إلى المقياس التقليدية، كمؤشرات مالية وهذا لما يحضى به هذا المقياس من أهمية للمستثمرين والمستفيدين ؛
- ✓ محاولة إجراء مقارنة واقعية في ضوء وجود شركات تستخدم القيمة الاقتصادية المضافة مع شركات أخرى تعتمد المقياس التقليدية في ظل ظروف متكافئة ؛
- ✓ الإعتماد على الإدارة المالية الحديثة من طرف المديرية والإبتعاد عن الدور التقليدي وذلك من أجل خلق قيمة ؛
- ✓ التأكيد على فهم الأفراد العاملين وتدريبهم على كيفية تطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في جميع مستويات الإدارة داخل المؤسسة للحصول على أفضل النتائج، فضلا عن منحهم الوقت الكافي لتطبيق هذا المقياس ؛
- ✓ إن ربط نظام الحوافز بمقياس القيمة الاقتصادية المضافة يعمل على تغيير سلوك العاملين، وتغيير ثقافة المؤسسة ككل، وله تأثير إيجابي على إدارة المؤسسة وحملة الأسهم. مما يؤدي إلى نجاح المؤسسة وإستمراريتها في ظل بيئتها التنافسية.

قائمة المراجع العربية

• الكتب:

- 1- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية، مدخل القيمة وإتخاذ القرارات، الدار الجامعية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية 2002.
- 2- محمد صالح الحناوي، جمال فريد مصطفى، رسمية ذكي قرياقص، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، جامعة الإسكندرية، 2000
- 3- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن عمان، جامعة الجزائر ورقلة، 2011.
- 4- حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، الطبعة الثانية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2011.

• البحوث الجامعية:

- 5- عبد الباقي بضياف، تأثير المخاطر المالية على الأداء المالي للمؤسسة، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2014.
- 6- سمير الرواشدة، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية في بورصة عمان للأوراق المالية، رسالة دكتوراه، غير منشورة، عمان، 2006.
- 7- ريمة بلكحل، مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وتأثيره على الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، رسالة ماستر، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2012
- 8- سناء حليمي، تقييم نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، رسالة ماستر، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2012
- 9- هوارى السويسي، تقييم المؤسسة ودوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2008.
- 10- مريم شكري، تقييم الأداء المالي باستخدام بطاقة الأداء المتوازن رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2013.

11- عبد الرؤوف صديقي، إسهامات مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA في قياس وتقييم الأداء المالي بالمؤسسة الاقتصادية، رسالة ماستر، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2012

12- مقبل علي أحمد علي، دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكتملة لأدوات تقويم أداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لإحتسابها، رسالة دكتوراه ، غير منشورة ، جامعة حلب، 2007.

13- إكرام عبد الرحمن فلاته، قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم ، مذكرة ماجستير ، غير منشورة ، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2010.

14- مها عيسى حمدان عبد اللات، أثر مخاطر الإستثمار والسيولة والحجم على عوائد الأسهم، رسالة ماجستير، غير منشورة، الأردن، 1995.

• المجالات :

15- هشام بحري، مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 01، جامعة ورقلة، 2012.

16- هالة العبد الله الخولي، دراسة تحليلية إنتقادية لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأحد الإتجاهات الحديثة في مجال قياس وتقييم الأداء في منشآت الأعمال، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، العدد 56، القاهرة 2000.

قائمة المراجع الأجنبية 1

• الكتب:

17- Pascal barnito , George gregorio, DSCG,Manuel et applications, 2eme édition, Dunod Paris, 2009.

18- Pierre Vernimen, Pascal quiry, yann le fur, Finance d'entreprise, 9eme edition, Dalloz paris, 2011.

• البحوث الجامعية:

- 19- Jihene EL ouakdi, **le system d'indication base sur la valeur economique ajoutée, thèse doctorat, université laval Québec, 2007.**
- 20- Johannes J. prinsloo, **A COMPARATIVE ANALYSIS OF ECONOMIC VALUE CREATED BY SOUTH AFRICAN MINING COMPANIES IN A GROWING PLATINUM INDUSTRY, université prétoira, 2007.**

• المقالات والمدخلات :

21. Dabdas Rakshit , **EVA based performance measurement: a case study of dabur india limited, Vidyasagar University Journal of Commerce, vol 11, 2006.**
22. Fayez salim haddad, **the relationship between economic value added and stock returns : evidance from jordanian banks, international research journal of finance and economic, 2012.**
23. Woo Gon Kim, **EVA and traditional accounting measures, Hospitality and tourism research, vol 30, oklahoma, 2006.**
24. Satish kumar, **EVA versus performance measures empirical evidance from india, ASBBS Lasvigas, USA, 2012.**
25. Munmun Mohantu & Sanjib Pattnaik, **Information Content of Economic Value Added : Evidance from Indian Software Industry, Asian Journal of Research in Business Economics and Management, vol 3, 2013.**

المواقع الإلكترونية 1

26. Rttp://www.investopedia.com/terms/r/ros/asp
27. www.sternsetwart.com
28. Stern stewart & co . Research , EVA and Production Strategy jonrnal is back , P : 3 , 26/03/2014
http://www/sternstewart.com/?content=intellectualprop .
29. <http://www.rouiba.com.dz/>.
30. <http://trove.nla.gov.au/book/result?q=la+valeur+%C3%A9conomique+ajout+%C3%A9&s>.

Présentation des états financiers (en DZD) :**Bilan actif**

| ACTIF | NOTE | 2011 BRUT | 2011 AMO&PROV | 2011 NET | 2010 |
|---|------|----------------------|---------------|----------------------|----------------------|
| ACTIF NON COURANT | | | | | |
| Immobilisations incorporelles | 4.1 | 33 352 994 | 9 852 105 | 23 500 890 | 3 206 228 |
| Immobilisations corporelles | 4.2 | 3 225 603 973 | 1 227 815 570 | 1 997 788 403 | 1 605 265 411 |
| Terrains | | 398 571 250 | 0 | 398 571 250 | 398 571 250 |
| Batiments | | 350 349 391 | 71 181 219 | 279 168 171 | 296 533 972 |
| Autres immobilisations corporelles | | 2 421 828 050 | 1 156 634 351 | 1 265 193 699 | 897 160 189 |
| Immobilisations en cours | | 54 855 283 | 0 | 54 855 283 | 12 000 000 |
| Immobilisations financières | 4.3 | 28 018 769 | 0 | 28 018 769 | 43 502 767 |
| Prêts et autres actifs financiers non courants | | 4 260 000 | 0 | 4 260 000 | 30 520 339 |
| Impôts différés actif | | 23 758 769 | 0 | 23 758 769 | 12 982 427 |
| TOTAL ACTIF NON COURANT | | 3 286 975 736 | 0 | 2 049 308 061 | 1 651 974 405 |
| ACTIF COURANT | | | | | |
| Stocks et encours | 4.4 | 893 821 077 | 46 307 217 | 847 513 861 | 494 660 340 |
| Créances et emplois assimilés | | 1 036 639 466 | 133 691 540 | 902 947 926 | 499 559 317 |
| Clients | 4.5 | 693 825 190 | 133 691 540 | 560 133 650 | 445 615 300 |
| Autres débiteurs | 4.6 | 206 505 495 | 0 | 206 505 495 | 25 016 392 |
| Impôts et assimilés | 4.7 | 109 007 358 | 0 | 109 007 358 | 20 903 559 |
| Autres créances et emplois assimilés | 4.8 | 27 301 424 | 0 | 27 301 424 | 8 024 066 |
| Disponibilités et assimilés | | 260 126 767 | 0 | 260 126 767 | 346 976 188 |
| Placements et autres actifs financiers courants | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Trésorerie | 4.9 | 260 126 767 | 0 | 260 126 767 | 346 976 188 |
| TOTAL ACTIF COURANT | | 2 190 587 311 | 0 | 2 010 588 554 | 1 341 195 845 |
| TOTAL GENERAL ACTIF | | 5 477 563 046 | 0 | 4 059 896 615 | 2 993 170 250 |

NCA-Rouïba SPA

Exercice clos le 31/12/2011

Bilan Passif

| PASSIF | NOTE | 31.12.2011 | 31.12.2010 |
|---|------------|----------------------|----------------------|
| CAPITAUX PROPRES | | | |
| Capital émis | | 849 195 000 | 849 195 000 |
| Primes et réserves | | 436 121 393 | 230 486 798 |
| Résultat net | | 188 041 941 | 255 634 596 |
| Autres capitaux propres | | 3 511 463 | 29 708 920 |
| TOTAL DES CAPITAUX PROPRES | 5.1 | 1 476 869 797 | 1 365 025 313 |
| PASSIFS NON COURANTS | | | |
| Emprunts et dettes financières | 5.2 | 750 612 577 | 507 217 225 |
| Impôts (différés et provisionnés) | 5.3 | 0 | 1 674 608 |
| Autres dettes non courantes | | 0 | 0 |
| Provisions et produits constatés d'avance | 5.3 | 100 304 067 | 11 905 400 |
| TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS | | 850 916 643 | 520 797 233 |
| PASSIFS COURANTS | | | |
| Fournisseurs et comptes rattachés | 5.4 | 1 082 079 841 | 690 268 722 |
| Impôts | 5.5 | 166 185 048 | 117 046 683 |
| Autres dettes | 5.6 | 353 181 061 | 299 658 951 |
| Trésorerie passif | 5.7 | 130 664 225 | 373 347 |
| TOTAL PASSIFS COURANTS | | 1 732 110 175 | 1 107 347 703 |
| TOTAL GENERAL PASSIF | | 4 059 896 615 | 2 993 170 250 |

BILAN ARRETE AU 31.12.2013
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

| ACTIF | NOTE | 2013 BRUT | 2013AMO&PROV | 2013 NET | 2012 NET |
|---|-------------|----------------------|-------------------------|----------------------|----------------------|
| ACTIF NON COURANT | | | | | |
| Immobilisations incorporelles | 4.1 | 43 778 891 | 23 647 482 | 20 131 409 | 20 952 898 |
| Immobilisations corporelles | 4.2 | 4 763 169 011 | 1 623 217 678 | 3 129 951 333 | 2 384 759 181 |
| Terrains | | 398 571 250 | 0 | 398 571 250 | 398 571 250 |
| Bâtiments | | 447 994 117 | 100 161 465 | 347 832 652 | 312 422 769 |
| Autres immobilisations corporelles | | 3 760 501 126 | 1 523 056 213 | 2 237 444 913 | 1 596 060 027 |
| Immobilisations en concession | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Immobilisations encours | | 146 102 518 | 0 | 146 102 518 | 77 705 136 |
| Immobilisations financières | 4.3 | 40 855 673 | 0 | 40 855 673 | 34 976 096 |
| Autres participations et créances rattachées | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Autres titres immobilisés | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Prêts et autres actifs financiers non courants | | 3 060 000 | 0 | 3 060 000 | 5 010 000 |
| Impôts différés actif | | 37 795 673 | 0 | 37 795 673 | 29 966 096 |
| TOTAL ACTIF NON COURANT | | 4 837 803 574 | 1 646 865 160 | 3 190 938 414 | 2 440 688 175 |
| ACTIF COURANT | | | | | |
| Stocks et encours | 4.4 | 1 122 849 330 | 63 236 578 | 1 059 612 751 | 907 407 607 |
| Créances et emplois assimilés | | 1 195 373 445 | 137 705 358 | 1 057 668 087 | 1 063 842 011 |
| Clients | 4.5 | 928 052 214 | 137 705 358 | 790 346 856 | 680 918 960 |
| Autres débiteurs | 4.6 | 172 860 498 | 0 | 172 860 498 | 162 783 364 |
| Impôts et assimilés | 4.7 | 70 429 485 | 0 | 70 429 485 | 187 775 815 |
| Autres créances et emplois assimilés | 4.8 | 24 031 248 | 0 | 24 031 248 | 32 363 872 |
| Disponibilités et assimilés | | 174 363 692 | 0 | 174 363 692 | 182 861 752 |
| Placements et autres actifs financiers courants | | 4 788 000 | 0 | 4 788 000 | 0 |
| Trésorerie | 4.9 | 169 575 692 | 0 | 169 575 692 | 182 861 752 |
| TOTAL ACTIF COURANT | | 2 492 586 467 | 200 941 936 | 2 291 644 531 | 2 154 111 370 |
| TOTAL GENERAL ACTIF | | 7 330 390 041 | 1 847 807 097 | 5 482 582 945 | 4 594 799 546 |

BILAN ARRETE AU 31.12.2013
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

| PASSIF | NOTE | 31.12.2013 | 31.12.2012 |
|---|-------------|----------------------|----------------------|
| CAPITAUX PROPRES | | | |
| Capital émis | | 849 195 000 | 849 195 000 |
| Capital non appelé | | - | - |
| Primes et réserves | | 676 833 846 | 564 163 334 |
| Ecart de réévaluation | | - | - |
| Résultat net | | 228 869 539 | 168 602 699 |
| Autres capitaux propres | | - | 3 511 463 |
| TOTAL DES CAPITAUX PROPRES | 5.1 | 1 754 898 385 | 1 585 472 496 |
| PASSIFS NON COURANTS | | | |
| Emprunts et dettes financières | 5.2 | 1 494 706 743 | 708 679 792 |
| Impôts (différés et provisionnés) | | 3 645 260 | - |
| Autres dettes non courantes | | - | - |
| Provisions et produits constatés d'avance | 5.3 | 8 224 687 | 120 141 415 |
| TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS | | 1 506 576 690 | 828 821 207 |
| PASSIFS COURANTS | | | |
| Fournisseurs et comptes rattachés | 5.4 | 1 334 090 677 | 1 121 817 918 |
| Impôts | 5.5 | 172 217 368 | 171 100 746 |
| Autres dettes | 5.6 | 516 970 256 | 386 695 528 |
| Trésorerie passif | 5.7 | 197 829 568 | 500 891 650 |
| TOTAL PASSIFS COURANTS | | 2 221 107 869 | 2 180 505 842 |

NCA-Rouïba SPA

Exercice clos le 31/12/2011

Comptes de résultats

| Désignation | NOTE | 31.12.2011 | 31.12.2010 |
|--|------|-----------------------|-----------------------|
| Chiffre d'affaires | 6.1 | 4 633 430 606 | 3 998 474 614 |
| Variation stocks produits finis et en-cours | 6.2 | 146 599 359 | 24 977 446 |
| Subventions d'exploitation | | 3 813 000 | 1 728 000 |
| PRODUCTION DE L'EXERCICE | | 4 783 842 965 | 4 025 180 060 |
| Achats consommés | 6.3 | -2 924 653 309 | -2 336 928 834 |
| Services extérieurs et autres consommations | 6.4 | -645 701 377 | -583 990 051 |
| CONSOMMATION DE L'EXERCICE | | -3 570 354 685 | -2 920 918 885 |
| VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION | | 1 213 488 280 | 1 104 261 176 |
| Charges de personnel | 6.5 | -464 575 277 | -413 510 618 |
| Impôts taxes et versements assimilés | 6.6 | -74 424 967 | -63 922 758 |
| EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION | | 674 488 036 | 626 827 799 |
| Autres produits opérationnels | 6.7 | 5 011 701 | 25 975 850 |
| Autres charges opérationnelles | 6.8 | -48 790 885 | -32 701 344 |
| Dotations aux amortissements et aux provisions | 6.9 | -305 110 579 | -215 081 957 |
| Reprise sur pertes de valeur et provisions | | 36 396 830 | 0 |
| RESULTAT OPERATIONNEL | | 361 991 104 | 405 020 349 |
| Produits financiers | 6.10 | 13 214 458 | 18 002 127 |
| Charges financières | 6.11 | -109 221 283 | -76 322 708 |
| RESULTAT FINANCIER | | -96 006 825 | -58 320 580 |
| RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMOTS | | 265 984 278 | 346 699 768 |
| Impôts exigibles sur résultat ordinaires | | -90 393 287 | -96 236 989 |
| Impôts différés sur résultats ordinaires | | 12 450 950 | 5 171 816 |
| Total des produits des activités ordinaires | | 4 838 465 955 | 4 069 158 038 |
| Total des charges des activités ordinaires | | -4 650 424 014 | -3 813 523 442 |
| RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES | | 188 041 941 | 255 634 596 |
| Eléments extraordinaires (produits) | | 0 | 0 |
| Eléments extraordinaires (charges) | | 0 | 0 |
| RESULTAT EXTRAORDINAIRE | | | 0 |
| RESULTAT NET DE L'EXERCICE | | 188 041 941 | 255 634 596 |

| COMPTE DE RESULTATSS PERIODE DU 01.01.2013 AU 31.12.2013 | | | |
|---|------------------|-------------------------|-------------------------|
| CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS | | | |
| | NO TE | 31.12.2013 | 31.12.2012 |
| Chiffre d'affaires | 6.1 | 6 032 294 441 | 5 669 817 158 |
| Variation stocks produits finis et en-cours | 6.2 | 14 508 722 | 166 504 084 |
| Production immobilisée | | - | - |
| Subventions d'exploitation | | - | - |
| PRODUCTION DE L'EXERCICE | | 6 046 803 162 | 5 836 321 243 |
| Achats consommés | 6.3 | (3 562 949 876) | (3 616 401 032) |
| Services extérieurs et autres consommations | 6.4 | (949 581 759) | (828 514 468) |
| CONSUMMATION DE L'EXERCICE | | (4 512 531 635) | (4 444 915 500) |
| VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION | | 1 534 271 527 | 1 391 405 743 |
| Charges de personnel | 6.5 | (640 731 682) | (528 526 658) |
| Impôts taxes et versements assimilés | 6.6 | (115 074 294) | (91 220 592) |
| EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION | | 778 465 551 | 771 658 493 |
| Autres produits opérationnels | 6.7 | 7 606 478 | 39 643 564 |
| Autres charges opérationnelles | 6.8 | (127 108 544) | (143 668 097) |
| Dotations aux amortissements et aux provisions | 6.9 | (337 623 594) | (360 894 729) |
| Reprise sur pertes de valeur et provisions | | 61 279 430 | 29 397 896 |
| RESULTAT OPERATIONNEL | | 382 619 322 | 336 137 127 |
| Produits financiers | 6.10 | 22 103 744 | 15 091 358 |
| Charges financières | 6.11 | (114 208 627) | (113 076 392) |
| RESULTAT FINANCIER | | (92 104 883) | (97 985 034) |
| RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS | | 290 514 438 | 238 152 093 |
| Impôts exigibles sur résultat ordinaires | | (65 829 216) | (75 756 721) |
| Impôts différés sur résultats ordinaires | | 4 184 316 | 6 207 327 |
| Total des produits des activités ordinaires | | 6 137 792 814 | 5 920 454 061 |
| Total des charges des activités ordinaires | | | |
| RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES | | (5 908 923 276) | (5 751 851 362) |
| Eléments extraordinaires (produits) | | - | - |
| Eléments extraordinaires (charges) | | - | - |
| RESULTAT EXTRAORDINAIRE | | - | - |
| RESULTAT NET DE L'EXERCICE | | 228 869 539 | 168 602 699 |

| الصفحة | فهرس المحتويات |
|--------|---|
| III | إهداء |
| IV | شكر وتقدير |
| VI | فهرس المحتويات |
| XI | قائمة الجداول |
| XII | قائمة الأشكال البيانية |
| XIII | قائمة الملاحق |
| أ | مقدمة |
| 26-1 | الفصل الأول: الإطار النظري للدراسة |
| 2 | تمهيد |
| 3 | المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول أدوات قياس الأداء المالي التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة |
| 3 | المطلب الأول : أدوات قياس الأداء المالي التقليدية |
| 3 | الفرع الأول : : معدل العائد على حقوق الملكية RoE |
| 4 | الفرع الثاني : معدل العائد على الأصول RoA |
| 4 | الفرع الثالث : معدل العائد على الإستثمار RoI |
| 5 | الفرع الرابع : معدل العائد على المبيعات RoS |

| | |
|----|--|
| 5 | المطلب الثاني : الأسس النظرية للقيمة الاقتصادية المضافة EVA |
| 5 | الفرع الأول : مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة EVA |
| 7 | الفرع الثاني : التعديلات المقترحة لاحتساب القيمة الاقتصادية المضافة |
| 7 | الفرع الثالث : خطوات حساب القيمة الاقتصادية المضافة |
| 9 | الفرع الرابع : القيمة السوقية المضافة MVA |
| 10 | الفرع الخامس : مزايا وحدود استخدام القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس للأداء |
| 12 | المبحث الثاني : الدراسات السابقة |
| 12 | المطلب الأول : الدراسات السابقة باللغة العربية |
| 12 | الفرع الأول : دراسة سمير الرواشدة 2006 |
| 12 | الفرع الثاني : دراسة إكرام عبد الرحمن فلانة 2010 |
| 13 | الفرع الثالث : دراسة عبد الباقي بضيف 2014 |
| 14 | الفرع الرابع : دراسة هالة عبد الله الخولي 2001 |
| 14 | الفرع الخامس : دراسة عبد الرؤوف صديقي 2013 |
| 16 | الفرع السادس : دراسة ريمة بلكحل 2012 |
| 16 | الفرع السابع : سناء حليمي 2013 |
| 17 | الفرع الثامن : دراسة علي بن الضب وسيدي محمد عياد 2012 |
| 18 | المطلب الثاني : الدراسات السابقة باللغة الأجنبية |
| 18 | الفرع الأول : دراسة Jihene EL ouakdi 2007 |

| | |
|-------|---|
| 18 | الفرع الثاني : دراسة 2006 Dabdas Rakshit |
| 19 | الفرع الثالث : دراسة 2006 Woo Gon Kim |
| 20 | الفرع الرابع : دراسة 2007 Johannes J.prinslo |
| 21 | الفرع الخامس : دراسة 2013 Munmun Mohantu and Sanjib Pattnaik |
| 21 | الفرع السادس : دراسة 2012 Satish Kumar |
| 22 | الفرع السابع : دراسة 2012 Fayez salim haddad |
| 23 | المطلب الثالث : المقارنة بين الدراسات |
| 23 | الفرع الأول : المقارنة بين الدراسات |
| 26 | الفرع الثاني : ما يميز هذه الدراسة |
| 27 | خلاصة |
| 59-29 | الفصل الثاني : دراسة حالة " مؤسسة رويبة للعصائر والمشروبات " |
| 29 | تمهيد |
| 30 | المبحث الأول : الطريقة والأدوات |
| 30 | المطلب الأول : الطريقة المستخدمة في الدراسة |
| 30 | الفرع الأول : إختيار مجتمع و عينة الدراسة |
| 30 | الفرع الثاني : لمحة عن المؤسسة وظروف دخولها إلى البورصة |
| 34 | الفرع الثالث : تحديد المتغيرات وطريقة جمعها |

| | |
|----|--|
| 34 | المطلب الثاني : الأدوات المستخدمة في الدراسة |
| 34 | الفرع الأول : الأدوات المستخدمة في الجمع |
| 34 | الفرع الثاني : الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة |
| 35 | المبحث الثاني : المقارنة بين مؤشرات الأداء التقليدية و القيمة الاقتصادية المضافة |
| 35 | المطلب الأول : تقييم الأداء باستخدام المؤشرات المالية |
| 35 | الفرع الأول : مؤشرات التوازن المالي |
| 38 | الفرع الثاني : تقييم الأداء باستخدام مؤشرات الأداء ROA ،ROE ،ROS |
| 41 | المطلب الثاني : تقييم الأداء باستخدام مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة EVA |
| 41 | الفرع الأول : حساب تكلفة الأموال الخاصة |
| 42 | الفرع الثاني : حساب تكلفة الإستدانة |
| 43 | الفرع الثالث : حساب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال |
| 45 | الفرع الرابع : حساب العائد على رأس المال المستثمر |
| 47 | الفرع الخامس : حساب القيمة الإقتصادية المضافة EVA |
| 49 | الفرع السادس : حساب القيمة السوقية المضافة MVA |
| 50 | المطلب الثالث : نتائج تحليل الإرتباط |
| 50 | الفرع الأول : محددات EVA |
| 53 | الفرع الثاني :العلاقة بين المؤشرات EVA ،RoE ،RoS ،RoE ،MVA |
| 59 | خلاصة |

| | |
|-------|---------------|
| 64-60 | الخاتمة |
| 68-66 | قائمة المراجع |
| | قائمة الملاحق |

ملخص الدراسة :

تهدف هذه الدراسة إلى قياس مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA، في تقييم الأداء المالي للمؤسسات القطاع الخاص دراسة حالة مؤسسة NCA Rouiba للعصائر والمشروبات، بالمقارنة مع باقي المؤشرات التقليدية ممثلة في، العائد على الأصول ROA، العائد على حقوق الملكية ROE، العائد على المبيعات ROS. مع الأخذ في الاعتبار دخول المؤسسة حديثا إلى بورصة الجزائر. حيث تم قياس الأداء المالي لهذه المؤسسة باستخدام مختلف هاته المؤشرات، وتم تقدير مجموعة من النماذج لقياس الارتباط بينهم وبين القيمة السوقية المضافة.

توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين مؤشر العائد على المبيعات ROS وبين القيمة السوقية المضافة MVA عند مستوى معنوية 5 %، كما كشفت الدراسة عن وجود ارتباط قوي بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA، بقدرة تفسيرية تقدر بـ 99 %.

الكلمات المفتاحية : القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية المضافة، الأداء المالي، بورصة الجزائر.

Abstract :

The aim of this study was to measure the extent to which the economic value - added index in evaluating the financial performance of the private sector case study institution NCA Rouiba of juices and beverages , compared with the traditional performance indicators , taking into account the entry of this newly established Stock Exchange to Algeria . Where they were measuring the financial performance of this institution using these various indicators , was estimated range of models to measure the correlation between them and the market value added.

The study found a positive relationship between the index return on sales and market value -added , as the study revealed the presence of a strong correlation between economic value added and market value -added explanatory ability of an estimated 99%.

Keywords :

Economic value added, Market value added, Financial performance, Stock Algeria.

