

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
République Algérienne Démocratique et Populaire
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université Ferhat Abbas / Sétif 1
Faculté des Sciences Économiques,
Commerciales et des Sciences de Gestion
Département : des finances et de la
Comptabilité



جامعة فرحات عباس / سطيف 1

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

القسم: علوم مالية ومحاسبة

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في علوم مالية
ومحاسبة
التخصص: مالية المؤسسة
العنوان:

دور مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في دعم
الإستراتيجية المالية للمؤسسات الاقتصادية - دراسة
حالة-

المشرف:
إمان يوسف

إعداد الطالبة:
أمال لعقون

لجنة المناقشة:

اللقب والاسم	الرتبة العلمية	المؤسسة الجامعية	الصفة
دلفوف سفيان	أستاذ محاضر (أ)	جامعة فرحات عباس سطيف 1	رئيسا
يوسف إمان	أستاذ محاضر (أ)	جامعة فرحات عباس سطيف 1	مشرفا ومقررا
العينوس رياض	أستاذ محاضر (أ)	جامعة فرحات عباس سطيف 1	ممتحنا
ضامن وهيبه	أستاذ محاضر (أ)	جامعة فرحات عباس سطيف 1	ممتحنا
مغلاوي أمينة	أستاذ محاضر (أ)	جامعة الجزائر 3	ممتحنا
لطرش سميرة	أستاذ محاضر (أ)	جامعة قسنطينة 2	ممتحنا

السنة الجامعية: 2021 - 2022

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

قَالَ تَعَالَى: ﴿وَنَزَعْنَا مَا فِي صُدُورِهِمْ مِّنْ غَلٍ تَجْرِي مِنْ تَحْتِهِمُ الْأَنْهَارُ^ع
وَقَالُوا الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي هَدَانَا لِهَذَا وَمَا كُنَّا لِنَهْتَدِيَ لَوْلَا أَنَّ هَدَانَا اللَّهُ^ع
لَقَدْ جَاءَتْ رُسُلُ رَبِّنَا بِالْحَقِّ^ص وَنُودُوا أَن تِلْكُمْ الْجَنَّةُ أُورِثْتُمُوهَا بِمَا
كُنْتُمْ تَعْمَلُونَ ﴿٤٣﴾﴾ **الأء راف: ٤٣**

صدق الله العظيم.

إهداء

إلى من أحمل اسمه بكل إفتخار إلى الذي أعطاني القوة والصبر وعلمني أمور الحياة ودعمني بدعائه ورضاه

عني

والدي الغالي

وإلى سر الوجود إلى نبع الحنان إلى من كان دعائها سر نجاحي وتوفيقي إلى أعلى الحبايب

أمي الغالية

إلى الذين كانوا إلى جانبي في كل وقت... ووقفوا معي ودعموني... فكانوا العون والسند لي وهم أختي

الغاليين.

إلى جميع أفراد عائلتي وأصدقائي ومحبيني الذين ساندوني وفرحوا بإنجازاتي.

الطالبة.

شكر وتقدير

الحمد لله حمدا كثيرا طيبا على ما وفقني إليه في إنجاز هذا العمل بفضلته ورحمته

أتقدم بالشكر والتقدير للدكتورة امان يوسفى التي وافقت على الإشراف على هذه

الأطروحة

وعلى توجيهاتها السديدة وصبرها ودعمها لي

كنتي خير مرشد ومعين فلكي مني كل الشكر والتقدير

كما أتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير إلى كل أساتذتي الكرام الذين تفضلوا بمناقشة

الأطروحة

وإلى كل من علمني حرفا

إلى كل من قدم يد العون لإنجاز هذه الأطروحة.

الطالبة.

قائمة المختصرات

الاسم باللغة العربية	الاسم باللغة الأجنبية	الرمز
اختبار ديكي-فولر الموسع	Augmented Dickey-Fuller Test	ADF
رأس المال المستثمر	Invested Capital	CI
الأموال الخاصة	Capitaux Propres	CP
الديون	Dettes	D
نصيب السهم من الأرباح المحتجزة	Dividendes Par Action	DPA
صافي الربح التشغيلي قبل الفائدة والضريبة	Earning Before Interest and Tax	EBIT
القيمة الاقتصادية المضافة	Economic Value Added	EVA
مؤشر الربحية	Profitability Index	PI
القيمة السوقية المضافة	Market Value Added	MVA
صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب	Net Operating Profit After Tax	NOPAT
المربعات الصغرى العادية	Ordinary Least Square	OLS
نتيجة الإستغلال بعد الضريبة	Résultat d'Exploitation	RE
العائد على الأصول	Return On Assets	ROA
العائد على حقوق المساهمين	Return On Equity	ROE
العائد على الاستثمار	Return On Investment	ROI
نصيب السهم من الأرباح الموزعة	Réserves Par Action	RPA
معدل ضريبة	Tax	T
نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد	Unrestricted Error Correction	UECM
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال	Weighted Average Cost of Capital	WACC

مقدمة

تمهيد

احتلت المؤسسة الاقتصادية حيزا معتبرا في كتابات وأعمال الاقتصادي باعتبارها الأساس الذي يدور حوله أي اقتصاد، والإطار الذي يمارس فيه الفرد نشاطه الاقتصادي، حيث تسعى أي مؤسسة إلى تحقيق أهدافها وزيادة ربحيتها واستمرار نشاطها. فبقائها مرتبط بكفاءة أدائها عامة وأدائها المالي على وجه الخصوص، ونظرا لأهمية موضوع الأداء المالي في المؤسسة فقد تطرق إليه العديد من المسيرين والباحثين، وذلك لأنه يعكس نتيجة نشاط المؤسسة.

إذ تعتبر عملية تقييم الأداء المالي من العمليات التي تقوم بها المؤسسة في مجال الرقابة من أجل التحقق من بلوغها الأهداف المراد تحقيقها، والتي ازدادت أهميتها في ظل تعقد وتوسع أنشطة المؤسسات الاقتصادية، حيث ظهر تقييم الأداء المالي في بدايته بشكل مبسط يعتمد على بعض النسب المالية البسيطة كنسب السيولة والربحية والمردودية،... إلخ، وهذه المؤشرات تقوم بقياس كفاءة المؤسسة والتحقق من أرباحها ومعرفة مستوى نشاطها.

ونظرا للتطورات والتقلبات التي طرأت على العالم، حاول الباحثون الوصول إلى أدوات حديثة تمكنهم من القياس الجيد لأداء المؤسسة، باعتبار أن الأدوات التقليدية المتعارف عليها أصبحت غير فعالة في تقييم الأداء المالي للمؤسسة كونها لا يمكن أن تساهم في معرفة الإستراتيجية المالية للمؤسسة والتنبؤ بالمستقبل، وارتكازها على الربح المحاسبي وإهمال الربح الاقتصادي، وهذا ما أدى إلى الحاجة إلى استخدام أدوات حديثة لتقييم الأداء المالي ومن بين الأدوات التي تم التوصل لها هي القيمة الاقتصادية المضافة التي تعتمد في أساسها على خلق القيمة للمؤسسة، حيث تؤثر بشكل إيجابي على أداء المؤسسة المالي.

ومن هذا المنطلق يعد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من أهم المؤشرات المالية الحديثة التي تقيس وتقيم الأداء المالي للمؤسسة الذي يتميز بمراعاته تكلفة رأس المال وتكلفة الفرصة البديلة، حيث طوره شركة ستيرين وستيوارت في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم لاقى هذا المؤشر قبولا وانتشارا واسعا في كثير من المؤسسات الدولية، وأصبح من أبرز مؤشرات الأداء القادرة على إبراز قدرة المؤسسة في خلق القيمة لحملة الأسهم، فقد ظهر هذا المؤشر نتيجة الانتقادات التي وجهت لمختلف المؤشرات التقليدية لقياس الأداء المالي.

ويرتبط هذا الأخير بالإستراتيجية المالية التي تعمل على تحقيق أهداف بعيدة المدى عن طريق اتخاذ جملة من القرارات المالية الإستراتيجية وخاصة قرار التمويل وقرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح، والسعي إلى ترشيد هذه القرارات بما يتماشى وأهداف المؤسسة والسياسة العامة لها، حيث تبرز الإستراتيجية المالية كأحد أهم الأساليب العلمية التي تمثل حجر الزاوية في إعداد وتنفيذ إستراتيجية المؤسسة.

إذ تعتبر الإستراتيجية المالية وخاصة القرارات المتعلقة بها (قرار التمويل، قرار الاستثمار، قرار توزيع الأرباح) من المواضيع التي احتلت حيزا مهما ضمن اهتمامات منظري الفكر المالي نظرا لبعدها الإستراتيجي من جهة، فنتائجها تستغرق وقتا طويلا وتظهر في المدى البعيد، مما يصعب تصحيحها أو الرجوع فيها، كما أن عملية صنع وإعداد الإستراتيجية المالية تبدو في غاية الصعوبة وهذا لارتباطها بعدة عوامل خارجية يصعب التحكم فيها، وعوامل داخلية متعلقة بالمؤسسة من جهة أخرى.

فمن خلال قرار التمويل تعمل الإدارة المالية على تدبير الموارد المالية الضرورية بالتكلفة والكمية المناسبين وفي الوقت الملائم، ويمكن التمييز بين قرارات التمويل طويلة الأجل والقصيرة الأجل ومتوسطة الأجل، وعند اتخاذ أي قرار تمويلي معين ينبغي مراعاة بعض الإعتبارات منها درجة إتاحة مصدر التمويل وكذا درجة ملاءمته لطبيعة العملية أو النشاط المراد تمويله، وكذا تكلفته، حيث نالت هذه الأخيرة إهتمام العديد من الباحثين في حقل مالية المؤسسة منذ خمسينات القرن الماضي.

كما لا يقل قرار الاستثمار عن قرار التمويل أهمية، كونه يتجه لتحديد الهيكل الأمثل لحجم الاستثمار داخل المؤسسة، فهو يتعلق بكيفية استثمار الموارد المالية للمؤسسة وتوزيعها بين استثمار طويل الأجل واستثمارات قصيرة الأجل بهدف تعظيم قيمة المؤسسة وتعظيم ثروة الملاك، ويعد قرارا إستراتيجيا ومهما يتطلب اتخاذه دراسة جيدة ومعقدة، لأن هذا القرار نتائجه غير أكيدة ومرتبطة بالمستقبل، الأمر الذي يجعله أخطر وأهم قرارات الإستراتيجية المالية.

أما فيما يتعلق بقرار توزيع الأرباح فهو ذلك القرار الذي يحدد نسبة الأرباح المراد توزيعها على المساهمين وكيفية توزيعها وتاريخ توزيعها ويحدد كذلك النسبة من الأرباح المحققة التي ينبغي إحتجازها لاستعمالها في التمويل الذاتي، وتعد من المصادر التمويلية المنخفضة التكلفة مقارنة بالمصادر الأخرى، ومن المسائل المعقدة، وهذا لتأثير قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة من جهة، ولإرتباطه بالقرارين السابقين من جهة أخرى.

بالإضافة إلى التعقيد الذي يصاحب عملية صياغة الإستراتيجية المالية في عالم تزايدت فيه المنافسة وحالة عدم التأكد، فإن القرارات الإدارية في مجال الاستثمار أو التمويل أو حتى توزيع الأرباح لم تعد عملية سهلة على متخذ القرار للقيام بها بالإعتماد على الخبرة الذاتية، دون دراسة الأداء المالي للمؤسسة دراسة دقيقة ومعقدة، خاصة وأن النجاح والتقدم لا يكون وليد الحظ أو الصدفة أو نتيجة مؤثرات خارجية ليس للمؤسسة أي تأثير عليها، ولذلك لا بد لها من تخطيط نشاطها للفترة المقبلة، وهذا يعني عدم اتخاذ أي قرار إداري إلا بعد إجراء دراسة معمقة لها.

ومما سبق يمكننا طرح الإشكالية التالية:

هل تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة على الإستراتيجية المالية لمؤسسة صيدال؟

الأسئلة الفرعية:

- هل تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة على قرار التمويل؟
- هل تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة على قرار الاستثمار؟
- هل تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة على قرار توزيع الأرباح؟

الفرضيات:

- يوجد أثر للقيمة الاقتصادية المضافة على قرار التمويل المعبر عنه بالإستقلالية المالية لمؤسسة صيدال خلال سنوات الدراسة؛
- يوجد أثر للقيمة الاقتصادية المضافة على قرار الاستثمار المعبر عنه بالعائد على الاستثمار لمؤسسة صيدال خلال سنوات الدراسة؛
- يوجد أثر للقيمة الاقتصادية المضافة على قرار الاستثمار المعبر عنه بالعائد على الأصول لمؤسسة صيدال خلال سنوات الدراسة؛
- يوجد أثر للقيمة الاقتصادية المضافة على قرار توزيع الأرباح المعبر عنه بنصيب السهم من التوزيعات لمؤسسة صيدال خلال سنوات الدراسة؛

- يوجد أثر للقيمة الإقتصادية المضافة على قرار توزيع الأرباح المعبر عنه بنصيب السهم من الأرباح المحتجزة لمؤسسة صيدال خلال سنوات الدراسة.

أسباب إختيار موضوع البحث

من أهم الأسباب الذاتية التي أدت إلى إختيار هذا الموضوع هو طبيعة التخصص، ورغبة الباحثة في التعمق في مجال مالية المؤسسة، بينما فيما يخص الأسباب الموضوعية فتمثلت في اهتمام الإدارة المالية بموضوع القيمة الاقتصادية المضافة والإستراتيجية المالية للمؤسسة الاقتصادية، بدراسة كل من قرار التمويل والاستثمار وقرار توزيع الأرباح.

أهمية البحث

يكتسب موضوع الدراسة أهميته من أهمية الدور الذي تلعبه المؤسسة الاقتصادية، وأهمية موضوع القيمة الاقتصادية المضافة بإعتبارها مؤشرا حديثا في تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، وكذا أهمية إعداد الإستراتيجية المالية في المؤسسة وما تتضمنه من قرارات هامة حول التمويل والاستثمار وكذا توزيع الأرباح. بالإضافة إلى ندرة البحوث التي أجريت في مجال العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والإستراتيجية المالية في الجزائر، وبالتالي ضرورة إجراء المزيد من الدراسات والبحوث وذلك للمساهمة في اثراء المكتبة الجزائرية.

أهداف البحث

تهدف هذه الدراسة إلى:

- التعرف على مختلف المفاهيم المتعلقة بالأداء المالي والقيمة الاقتصادية المضافة والتركيز على طريقة حسابها؛
- التعرف على أهم القرارات المتعلقة بالإستراتيجية المالية، والمتمثلة في كل من قرار التمويل والاستثمار، وقرار توزيع الأرباح؛
- تحليل كل قرار على حدى وذلك للتعرف على مكونات كل قرار وعلاقته بقيمة المؤسسة؛
- محاولة البحث في مدى تأثير القيمة الاقتصادية المضافة على قرارات الإستراتيجية المالية للمؤسسة الاقتصادية.

حدود البحث

يمكن تقسيم حدود الدراسة إلى حدود مكانية وحدود زمنية كالتالي:

الحدود المكانية: إقتصرت هذه الدراسة على مؤسسة صيدال وذلك على إعتبارها من أكبر المؤسسات الناشطة في الجزائر؛

الحدود الزمنية: تمثلت الحدود الزمنية في الفترة الممتدة ما بين سنة 2002 إلى 2020.

صعوبات البحث

من أهم الصعوبات التي تم مواجهتها لإنجاز هذه الدراسة تمثلت في:

- قلة المراجع المتعلقة بموضوع الدراسة خاصة فيما تعلق بالإستراتيجية المالية للمؤسسة الاقتصادية؛
- التكرار الكبير الملاحظ على المراجع وخاصة العربية منها كونها تحمل تقريبا نفس المعلومات ومن نفس المنظور، وقلة المراجع التي أضافت الشيء الجديد للموضوع؛
- صعوبات في الجانب القياسي وذلك عند محاولة الربط بين التحليلات النظرية وإسقاطها قياسيا بواسطة الأدوات الإحصائية والرياضية المتاحة.

الدراسات السابقة

دراسة Salaga Jakub; Bartosova Viera; Kicova Eva, Economic Value Added as a measurement tool of financial performance, Procedia Economics and Finance, 26 (2015): تهدف هذه الدراسة إلى تقديم إحدى الطرق الممكنة لحساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA، للشركات في سلوفاكيا وذلك وفق تشريعاتها المحاسبية، باستخدام المنهج التحليلي والمنهج الوصفي، ولقد توصلت الدراسة أنه عند حساب الربح الاقتصادي وقياسه لابدأ من التمييز بين الأساس النظري للمفهوم وأشكال تطبيقه، يؤدي التفرع المستمر للإجراءات الممكنة للمؤشرات الجزئية المكونة للقيمة الاقتصادية المضافة EVA إلى زيادة صعوبة تقديرها، وعدم دقة نتائجها.

دراسة Sabol Andrija; Sverer Filip, A review of the economic value added :literature and application, UTMS journal of Economics, Vol 08, N 01, 2017

تهدف هذه الدراسة إلى تقديم طريقة تحديد وقياس واستخدام مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة، إذ يعتبر مقياس الأداء المالي الذي يؤكد على تعظيم قيمة المساهمين، وتقتصر هذه الدراسة على المراجع الثانوية، مثل الرؤية النظرية بالإضافة إلى نتائج العديد من الأبحاث التجريبية حول EVA، توصلت الدراسة أنه يؤدي ترسيخ القيمة الاقتصادية المضافة كمتغير إداري إلى تغيير في ثقافة العمل نحو المزيد من السلوك الريادي وتوجيه القيم وأيضاً دعم عمليات اتخاذ القرار اللامركزية، تجبر القيمة الاقتصادية المضافة المديرين بشكل أساسي على إدراك ذلك عندما يستخدمون رأس المال، وعليهم دفع ثمنه كما لو كان أجراً.

دراسة أحمد صديقي وسعاد فريقي وخدوجة صبرو، تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 01، العدد 01، 2017: تهدف هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة بين القرارات المالية للمؤسسة وهيكلها التمويلي بالإعتماد على مفهوم الرافعة المالية، العائد على الأصول والمخاطرة نظرياً، وذلك بدراسة حالة مؤسسة الآجر "تيمادين" بأدرار، خلال الفترة 2012-2014، باستعمال المنهج الوصفي التحليلي والبرنامج الإحصائي SPSS 20. ولقد توصلت الدراسة إلى أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التمويلي ممثلاً بالرافعة المالية والعائد على الأصول، ووجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية والمخاطر المالية، وهي علاقة طردية حيث أن ارتفاع القروض يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة.

Sujata Behera, Does the EVA valuation model explain the market value of equity better under changing required return than constant required return?, Behera Financial Innovation, Vol 06, N 9, 2020: تهدف هذه الدراسة إلى

اكتشاف ما إذا كان نموذج التقييم EVA يمكن تطبيقه في ظل تغيير العائد المطلوب من خلال إجراء أي تغييرات في النموذج، ووجدت أنه يمكن تنفيذه في ظل سيناريو تغيير العائد المطلوب عن طريق استبدال القيمة الدفترية لحقوق الملكية للنموذج الحالي بالقيمة الحالية لقيمة الأرباح المطلوبة أو أرباح السوق العادية، وتم دراسة ما إذا كانت القدرة التفسيرية لنموذج التقييم EVA في ظل افتراض تغيير العائد المطلوب أفضل من نموذج التقييم في ظل افتراض العائد المطلوب الثابت. حيث تم إجراء تحليلات محتوى المعلومات النسبية من خلال النظر في عينة من القيمة الجوهرية للأسهم التي تحددها نماذج التقييم والقيمة السوقية لأسهم 69 شركة كبيرة، و 88 شركة

متوسطة، و79 شركة صغيرة. أظهرت النتائج أن نموذج التقييم القائم على EVA مع تغير عائد السوق العادي تفوق في أدائه على نموذج التقييم القائم على EVA مع العائد المطلوب الثابت.

دراسة عمر السر الحسن وعبد القادر إدريس الحسن، أثر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في مكونات هيكل تمويل الشركات -دراسة تطبيقية-، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية، المجلد 04، العدد 13، 2020: هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر القيمة الاقتصادية المضافة في مكونات هيكل التمويل، وذلك بدراسة حالة المؤسسة السودانية للاتصالات (سوداتل)، وذلك خلال الفترة من 2008-2017، من خلال استعمال التحليل الإحصائي، حيث توصلت الدراسة إلى أن هناك ضعفاً في إهتمام المؤسسات السودانية عامة بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر حديث لتقييم الأداء، ووجود أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم التمويل الذاتي للمؤسسة السودانية للاتصالات (سوداتل)، ووجود أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم التمويل غير الذاتي للمؤسسة السودانية للاتصالات (سوداتل).

دراسة رشيد بوزرية وسهير يحياوي، القيمة الاقتصادية المضافة كنموذج فعال لتقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية دراسة حالة: مؤسسة ALGAL PLUS بالمسيلة، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد 05، العدد 01، 2021: تهدف هذه الدراسة إلى تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA في تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية من منظور اقتصادي بإعتباره منهجاً شاملاً ومتكاملاً، وقدرته العالية في ربط الربح التشغيلي للمؤسسة والتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال، وذلك بدراسة حالة مؤسسة ALGAL PLUS بالمسيلة، ولقد إتمتت الدراسة على المنهج الوصفي وذلك من خلال وصف الظاهرة المدروسة. ولقد توصلت الدراسة إلى وجود عملية هدم للقيمة أي عدم قدرة المؤسسة في خلق الثروة للمساهمين بإعتبار أن هذه الأخيرة تعد من الأهداف الإستراتيجية التي تسعى الإدارة المالية لتحقيقها، وأن استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يمنح جهات مختلفة من إدارة المؤسسة بمعلومات هامة جداً، من خلال تبيان مساهمة كل عامل من عوامل الإنتاج في الدخل المتحقق أو مقدار الأجور والمكافآت التي تمنح للعمال نظير مساهمتهم في تحقيق القيمة.

دراسة أحمد شعشوع وأبو بكر بوسالم وعبد الخالق أودينة، دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تقييم الأداء والرفع من القيمة السوقية للمؤسسة دراسة تحليلية مقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة

(EVA) والمؤشرات المالية التقليدية (ROI, ROE)، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 09، العدد 01، 2021: تهدف هذه الدراسة إلى توضيح دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تقييم الأداء ورفع القيمة السوقية للمؤسسة وذلك من خلال دراسة تحليلية مقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والمؤشرات المالية التقليدية (ROI, ROE)، وذلك بدراسة حالة مؤسسة صيدال خلال الفترة (2002-2017)، ولقد تم الاعتماد على برنامج التحليل الإحصائي (SPSS)، حيث توصلت الدراسة إلى أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقييم الأداء باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية للسهم خلال فترة الدراسة، وتوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات تقييم الأداء المالي التقليدية (ROI, ROE) والقيمة السوقية للسهم، وتوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات تقييم الأداء المالي (مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والمؤشرات التقليدية (ROI, ROE) مجتمعة والقيمة السوقية للسهم.

إختلفت الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة في أنها تناولت مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كأداة داعمة للإستراتيجية المالية والقرارات المالية المتعلقة بها، بإجراء دراسة قياسية باستخدام نموذج ARDL، كون أن الدراسات السابقة ركزت على النسب المالية كمؤشرات يمكن استخدامها من قبل مؤسسات الأعمال للكشف عن الوضع المالي، كما لوحظ أن هناك نقصا واضحا في مجال الأبحاث والدراسات المتعلقة بتحليل الإستراتيجية المالية للمؤسسات الاقتصادية، الأمر الذي دعا لإجراء مثل هذه الدراسة لسد جزء من النقص الحاصل في الدراسات التي تناولت هذا المجال.

منهج البحث

نظرا لطبيعة الموضوع وبغية الإلمام بمختلف جوانبه، ورغبة في تحليل أبعاده والإجابة على التساؤلات واختبار صحة الفرضيات المطروحة، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في معظم أجزاء الدراسة هذا من جهة، ومن جهة أخرى تم الاعتماد على منهج دراسة الحالة في الفصل الأخير وذلك بإجراء دراسة قياسية باستعمال نموذج ARDL، الذي يهدف إلى الوقوف على الظاهرة محل الدراسة وتحليلها.

هيكل البحث

بغرض الإلمام بجوانب الدراسة تم تقسيمها إلى:

مقدمة: جاءت مقدمة في بدايتها تحمل تمهيدا عاما للموضوع، لتكون المرحلة التي تليها تعرض فيها الإشكالية الرئيسة ومختلف الأسئلة الفرعية للدراسة، كما تم اقتراح فرضيات الدراسة كإجابة أولية على الأسئلة السابقة، إضافة إلى إظهار أهمية الدراسة وأهم الأهداف التي تسعى إليها؛

الفصل الأول بعنوان: الإطار المفاهيمي للقيمة الاقتصادية المضافة: حيث سيتم فيه التطرق إلى مفهوم الأداء المالي والطرق التقليدية والحديثة لتقييمه وخلق القيمة هذا في المبحث الأول، بينما في المبحث الثاني سيتم التعرف على القيمة الاقتصادية المضافة باعتبارها مؤشرا حديثا لتقييم الأداء المالي، أما في المبحث الثالث سيتم التعرف على طريقة حساب القيمة الاقتصادية المضافة، وكيفية حساب كل مكون من مكوناتها، والتعديلات التي يتم إجرائها لحسابها؛

الفصل الثاني بعنوان: الإستراتيجية المالية للمؤسسات الاقتصادية: في هذا الفصل سيتم عرض ماهية الإستراتيجية في المبحث الأول، والتعرف على الإستراتيجية المالية بمختلف خصائصها في المبحث الثاني، أما في المبحث الثالث فسيتم دراسة مقومات الإستراتيجية المالية في المؤسسة الاقتصادية.

الفصل الثالث بعنوان: قرارات الإستراتيجية المالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية: سيتم التعرف في هذا الفصل لقرار التمويل وعلاقته بقيمة المؤسسة الاقتصادية في المبحث الأول، في حين سيخصص المبحث الثاني لقرار الاستثمار وقيمة المؤسسة الاقتصادية، وكمبحث أخير سيتم عرض قرار توزيع الأرباح وعلاقته بقيمة المؤسسة الاقتصادية.

الفصل الرابع بعنوان: قياس أثر القيمة الاقتصادية المضافة على الإستراتيجية المالية للمؤسسات الاقتصادية: حيث سيتم استعراض بطاقة فنية لمؤسسة صيدال في المبحث الأول، أما المبحث الثاني فسيتم تقييم مؤسسة صيدال وذلك بتقييم كل من الأداء المالي وقرارات الإستراتيجية المالية، أما في المبحث الثالث فسيتم إجراء دراسة قياسية باستعمال نموذج ARDL.

الخاتمة: قمنا من خلالها سنقدم حوصلة لما تم استعراضه من خلال فصول الدراسة، حيث سيتم الإجابة فيها على مختلف الأسئلة المقدمة في الدراسة، كما سنقوم بعرض جملة من النتائج والتوصيات مع اقتراح مجموعة آفاق للدراسة المكتملة والمدعمة لها.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي

للقيمة الاقتصادية المضافة

تمهيد

في عالم تهيمن عليه سرعة الاتصال، وثورة المعلومات، الوجيزة منها والدقيقة، ونظريات حديثة واحدة تلو الأخرى، وتدقق عدد كبير من المصطلحات في الأدبيات المالية (الأداء المالي، التوريق المالي، المشتقات المالية، المحاكاة المالية...)، وتحت وابل منهم من المعطيات اللامتناهية، فمنها ما هو منتظر لها بشغف وآخر ليس كذلك.

نجد أن الباحثين وعلى مر الفترات التي مر بها الاقتصاد والسوق مروا بعدة تقلبات وتطورات قد حاولوا مواكبتها بمختلف تغيراتها السابقة والراهنة، ومدى تأثيرها على المؤسسة، ولعل أبرز توجه لهم كان فيما يخص تأثيرها على جانب الأداء المالي وذلك بإعطاء تحليل لما يعد من أبرز النقاط التي كانت تعد مهمة بالنسبة للمؤسسة ألا وهي خلق القيمة، هذه النقطة التي درست من جانبي تعظيم القيمة وهدمها، وعليه فقد خلصت أغلب البحوث الموجهة في هذا الجانب إلى إعطاء مجموعة من المؤشرات والمقاييس الكمية منها والنظرية لتحليلها. من خلال ما سبق سنحاول تبيان ماهية الأداء المالي وخلق القيمة وإبراز المؤشرات المعمول بها لقياس الاداء، حيث سنركز في دراستنا على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة باعتباره من المؤشرات التي لقيت رواجاً في قياس القيمة. على أن يتم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الأداء المالي وخلق القيمة

المبحث الثاني: مدخل للقيمة الاقتصادية المضافة

المبحث الثالث: حساب القيمة الاقتصادية المضافة

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الأداء المالي وخلق القيمة

يمثل الأداء المالي محورا مركزيا لمعرفة نجاح أو فشل المؤسسات في قراراتها وخططها، كما أنه يمثل القاسم المشترك لإهتمام الباحثين والمفكرين في مجال الإدارة والتسيير. وهذا ما أبرز الأهمية الإدارية للأداء المالي، لإهتمام الإدارة بالأداء ونتائجه، والتحولت التي تجرى بالإعتماد عليه حيث تسعى الإدارة إلى دراسة مدى خلقها للقيمة أو هدمها لها.

المطلب الأول: الأداء المالي

يعد الأداء الأساس الذي من خلاله يتم الحكم على فعالية الأفراد والجماعات والمؤسسات، فهو سلسلة من النشاطات المرتبطة التي تقوم بها الإدارة لتحقيق هدف معين، على الرغم من كثرة البحوث والدراسات التي تناولت الأداء المالي إلا أنه لم يتم التوصل إلى إجماع حول مفهوم الأداء المالي.

أولا: تعريف الأداء المالي

هناك العديد من التعاريف التي تطرقت لتعريف الأداء المالي منها ما يلي:

يمثل الأداء المالي "المفهوم الضيق لأداء المؤسسات حيث يركز على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى إنجاز الأهداف، ويعبر الأداء المالي عن أداء المؤسسات حيث أنه الداعم الأساسي للأعمال المختلفة التي تمارسها المؤسسة، ويساهم في إتاحة الموارد المالية وتزويد المؤسسة بفرص استثمارية في ميادين الأداء المختلفة والتي تساعد على تلبية إحتياجات أصحاب المصالح وتحقيق أهدافهم" (محمد م.، 2010، صفحة 45).

كما يعرف "الأداء المالي بتعظيم النتائج من خلال تحسين المردودية، إنطلاقا من تدنية التكاليف وتعظيم الإيرادات بصفة مستمرة على المدى المتوسط والطويل بغية تحقيق كل من التراكم في الثروة والإستقرار في مستوى الأداء" (الياس و يوسف ، 2011، صفحة 40).

ويعرف الأداء المالي حسب Waddock et Graves "على أنه الأداء الذي يتيح للمؤسسة الموارد المالية اللازمة لإقتناص فرص الاستثمار المختلفة، ويساعد على تلبية إحتياجات أصحاب المصالح وتحقيق أهدافهم" (خيضر و مريم، 2017، صفحة 58).

ويرى البعض على أنه هو تشخيص الصحة المالية للمؤسسة لمعرفة مدى قدرتها على إنشاء قيمة ومواجهة المستقبل، من خلال الإعتماد على القوائم المالية (الميزانية، جدول حسابات النتائج، جدول تدفقات الخزينة، وجدول تغيرات رؤوس الأموال، والملاحق)، ومع ذلك فإنه لا جدوى من عدم مراعاة الوضع الاقتصادي والقطاع الصناعي للمؤسسة في قياسه، على هذا الأساس، يتم إجراء تشخيص الأداء عن طريق التحقق من الدخل الاقتصادي ومعدل نمو أرباح المؤسسة (Amaud, 2005, p. 23).

كما يعرف على أنه "استخدام الموارد المالية بفعالية وبأعلى كفاءة في المؤسسة من أجل تحقيق الأهداف المسطرة مسبقا بالإعتماد على المعلومات الملائمة وطريقة تحليل علمية وعملية في بناء مؤشرات ذات دلالة" (أنفال، 2016، صفحة 125).

يعرف الأداء المالي بتسليطه الضوء على العوامل التالية (عبد الغني، 2007، صفحة 35):

- العوامل المؤثرة في المردودية المالية؛
- أثر السياسات المالية المتبناة من طرف المسيرين على مردودية الأموال الخاصة؛
- مدى مساهمة معدل نمو المؤسسة في إنجاح السياسة المالية وتحقيق فوائض من الأرباح؛
- مدى تغطية مستوى النشاط للمصارف العامة.

ومما سبق يمكن تعريف الأداء المالي على أنه "وصف الوضعية المالية للمؤسسة وتحديد دقيق للمجالات التي إستخدمتها للوصول إلى أهدافها. وبذلك يمكن القول إنه يعكس مدى نجاح المؤسسة في نشاطها والأطراف الفاعلة في المؤسسة ككل، لذلك فهو يعالج البيانات إنطلاقاً من الوسائل والعمليات والمهارات التي تقتضيها لبلوغ الأهداف".

ثانياً: أهمية الأداء المالي

بشكل عام، تنبع أهمية الأداء المالي من حقيقة أنه يهدف إلى تقييم أداء المؤسسة من وجهات نظر متعددة، وبطريقة معينة لتوفير الخدمات لمستخدمي البيانات الذين لديهم مصالح مالية في المؤسسة لتحديد نقاط القوة والضعف في المؤسسة، والإستفادة من البيانات التي يوفرها الأداء المالي لترشيد القرارات المالية للمستخدمين.

كما تنعكس أهمية الأداء المالي بشكل خاص في الجوانب التالية: متابعة أعمال المؤسسة، والتحقق من سلوكها، ومراقبة حالتها، وتقييم مستوى أدائها وفعاليتها، وتحديد العقبات، وبيان أسبابها، واقتراح الإجراءات التصحيحية، وترشيد الاستخدامات العامة للمؤسسة واستثماراتها وفقا للأهداف العامة للمؤسسات، والمساهمة في اتخاذ القرارات السليمة للحفاظ على الإستمرارية والبقاء والمنافسة.

حيث أن الأداء المالي يمكن أن يحقق للمستثمرين الأهداف التالية:

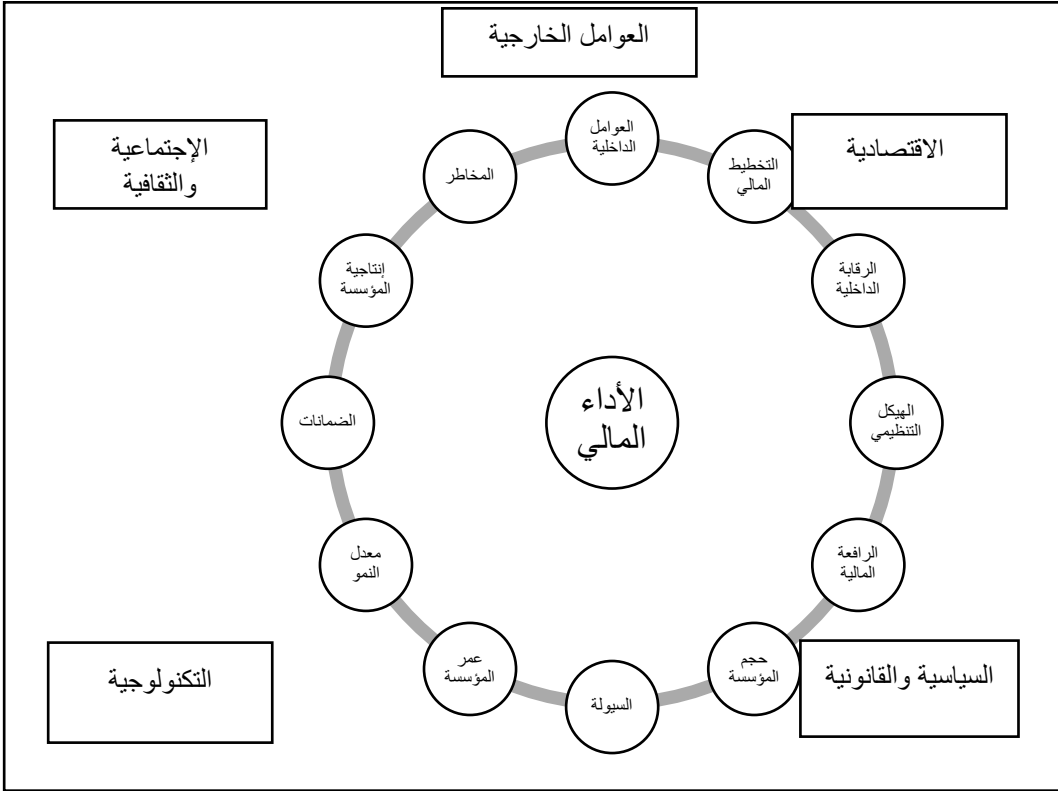
- يمكن المستثمر من متابعة ومعرفة نشاط المؤسسة وطبيعته، كما يساعد على متابعة الظروف الاقتصادية والمالية المحيطة، وتقدير مدى تأثير أدوات الأداء المالي من ربحية وسيولة ونشاط ومدىونية وتوزيعات على سعر السهم.
- يساعد المستثمر في إجراء عملية التحليل والمقارنة وتفسير البيانات المالية وفهم التفاعل بين البيانات المالية لاتخاذ القرار الملائم لأوضاع المؤسسات.

لذلك فإن الموضوع الرئيسي للأداء المالي هو الحصول على المعلومات التي يمكن استخدامها لأغراض التحليل المناسب من أجل اتخاذ القرارات وإختيار أفضل استثمار من وقت لآخر من خلال مؤشرات الأداء المالي للمؤسسة (محمد م.، 2010، الصفحات 46-47).

ثالثا: العوامل التي تؤثر على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية

من بين العوامل التي تؤثر على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نجدها ممثلة في الشكل التالي:

الشكل 01: العوامل التي تؤثر على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية.



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على (محمد م.، 2010، صفحة 50) و (Miller & Dess, 1996, p. 37)، بتصرف.

من خلا الشكل يمكن القول، أن العوامل المؤثرة على الأداء المالي عديدة ومتنوعة داخلية وخارجية، منها ما يمكن التحكم فيه كالعوامل الداخلية ومنها ما يصعب التحكم فيه كالعوامل الخارجية، كما أنه توجد بعض العوامل يصعب إدراجها ضمن هاتين المجموعتين (عوامل داخلية –عوامل خارجية) رغم أنها تؤثر على الأداء المالي كاقترادات الحجم.

المطلب الثاني: مؤشرات تقييم الأداء المالي

تنعكس عملية تقييم الأداء المالي في شكل مجموعة من المؤشرات التي تقيس نجاح القطاعات الاقتصادية وتطورها، بحيث تصبح هذه المؤشرات معايير يمكن بواسطتها تقييم مدى تحقيق المؤسسة لأهدافها.

أولاً: مفهوم تقييم الأداء المالي

للقوف على مدى قدرة المؤسسة على الإستغلال الأمثل للموارد المالية يجب تقييم الأداء المالي، ولهذا فإننا سنحاول تعريف تقييم الأداء المالي.

1. تعريف تقييم الأداء المالي

يعرف تقييم الأداء على أنه قياس العلاقة بين العناصر المكونة للمركز المالي للمؤسسة الاقتصادية (الأصول، والمطلوبات، حقوق المساهمين، النشاط التشغيلي... الخ)، للقوف على درجة التوازن بين هذه العناصر، وبالتالي تحديد مدى متانة مركزها المالي (امينة، 2019، صفحة 83).

بالإضافة إلى ذلك فإن تقييم الأداء يعرف على أنه قياس العمل المنجز ومقارنته بالأعمال المنفذة وفق خطة مسبقة الصنع لإيجاد نقاط القوة والضعف، بالإضافة إلى أن تقييم الأداء أكثر شمولاً ودقة من قياس أو رقابة الأداء أو التحكم فيه، لأنه لا يعني فقط عرض النتائج، ولكن أيضاً لتحليل النتائج والتأكد من أنها تشرع في تطوير الحلول بناءً على الأهداف المحددة (مهدي، 2007، صفحة 152).

وتعتبر عملية تقييم الأداء المالي للمؤسسة عملية بالغة الأهمية وذلك لما يخدم مختلف الأطراف التي لها علاقة بالمؤسسة وذلك للأسباب التالية (السعيد ف.، 2000، صفحة 38):

- تحديد مستوى تحقيق الأهداف من خلال قياس ومقارنة النتائج، مما يسمح بالحكم على الفعالية*؛
- تحديد الأهمية النسبية بين النتائج والموارد المستخدمة مما يسمح بالحكم على الكفاءة†؛

حيث أن الفعالية هي تحقيق الأهداف المسطرة وفقاً للموارد المتاحة، أما الكفاءة فهي تقوم على الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بغرض الوصول للأهداف المسطرة.

* تعبر الفعالية عن الدرجة التي تحقق بها المؤسسة أهدافها، وقدرتها على التكيف مع البيئة الخارجية والحصول على المدخلات وتحويلها إلى مخرجات، أي قدرة المؤسسة على إستغلال الفرص المتاحة في البيئة المحيطة.

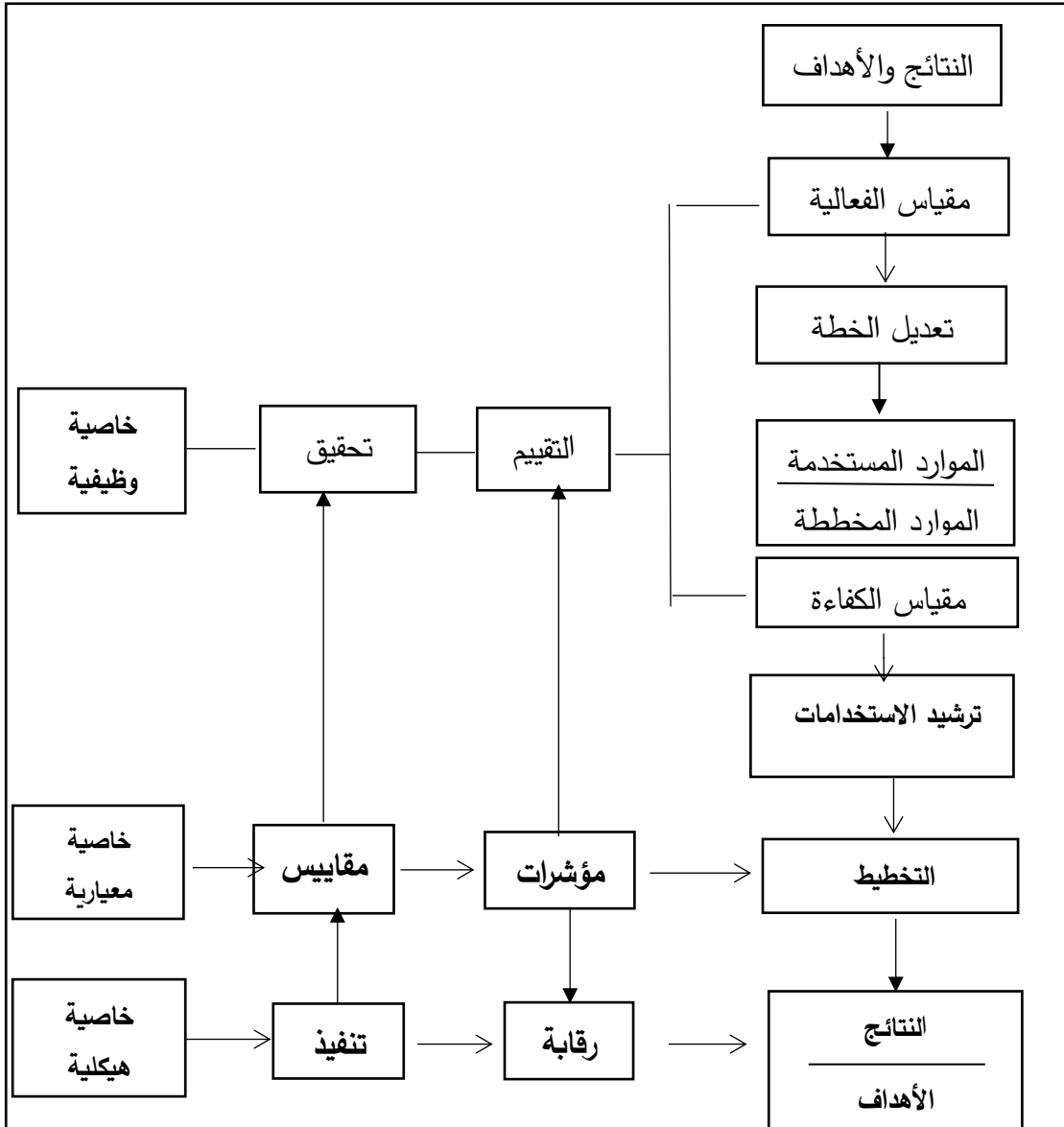
† تعبر الكفاءة عن عمل الأشياء بشكل صحيح، فهي معيار الرشد في استخدام الموارد البشرية والمادية والمالية والمعلومات المتاحة، والمؤسسة تصبح ذات كفاءة عالية عندما تقوم باستثمار مواردها المتاحة في المجالات التي تعطي أكبر مردودية.

- حيث أن الفعالية هي أساس النجاح لأنها جوهر المؤسسة ومرشد لمديرتها في أداء الأنشطة المنظمة، بينما الكفاءة شرط لبقاء المؤسسة بعد نجاحها.

وعليه يقصد بتقييم الأداء المالي استخدام المؤشرات المالية التي يفترض أنها تعكس تحقيق الأهداف الاقتصادية، أو ذلك النظام الذي يساعد الإداريين على معرفة مدى التقدم الذي تحققه المؤسسة في تحقيق أهدافها وفي تحديد بعض مجالات التنفيذ التي تحتاج إلى عناية وإهتمام أكبر.

ويمكن إعطاء تصوير إيضاحي لتقييم الأداء المالي وذلك وفق الشكل التالي:

الشكل 02: تصوير إيضاحي لتقييم الأداء المالي



المصدر: (السعيد ف.، 2000، صفحة 39)

يتضح من خلال الشكل أن تقييم الأداء المالي يعد عملية رقابية يتم من خلالها قياس مدى تحقيق المؤسسة لأهدافها المالية ومقارنته ما تم تحقيقه مع مكان مخططا له من أهداف هذا من جهة، ومن جهة أخرى فمن خلال عملية تقييم الأداء المالي يمكن الوقوف على الوضعية المالية الحقيقية للمؤسسة.

2. أهمية تقييم الأداء المالي

تحظى عملية تقييم الأداء المالي في المؤسسة بأهمية خاصة، وهذا لأهمية الأداء المالي من جهة، وأهمية عملية التقييم ودورها داخل المؤسسة من جهة ثانية. وعليه يمكن إيضاح أهمية تقييم الأداء المالي من خلال النقاط التالية (نصر، 2009، الصفحات 28-30):

- يظهر تقييم الأداء المالي مدى قدرة المؤسسة على تحقيق الأهداف المخطط لها، وذلك بمقارنة النتائج المحققة مع ما تم التخطيط له، وكذا كشف الإنحرافات واقتراح حلول لها مما يعزز من الأداء المالي للمؤسسة؛
- كما يكشف عن مدى قدرة المؤسسة على المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية وذلك بتحقيق أعلى العوائد بأقل التكاليف، وهذا ما ينعكس على كفاءة استخدام وتخصيص الموارد المالية، مما يعود بالفائدة على الاقتصاد والمجتمع؛
- يساعد تقييم الأداء المالي المؤسسة على تحديد الإجراءات الضرورية لتطوير أدائها المالي. وتكمن أهميته أيضا في (نادية ، 2018، الصفحات 25-26):
- تقديم معلومات لمختلف المستويات الإدارية في المؤسسة من أجل التخطيط والرقابة واتخاذ القرارات المستندة على حقائق علمية وموضوعية؛
- يهدف إلى خلق نوع من المنافسة بين أقسام المؤسسة، وهذا ما يساهم في تحسين مستوى الأداء المالي داخل المؤسسة؛
- توضح عملية تقييم الأداء للعاملين وكيفية أداء مهامهم الوظيفية، وتعمل على توجيه الجهود لتحقيق الأداء الناجح.

3. خطوات تقييم الأداء المالي

يمكن تلخيص عملية تقييم الأداء المالي بالخطوات التالية:

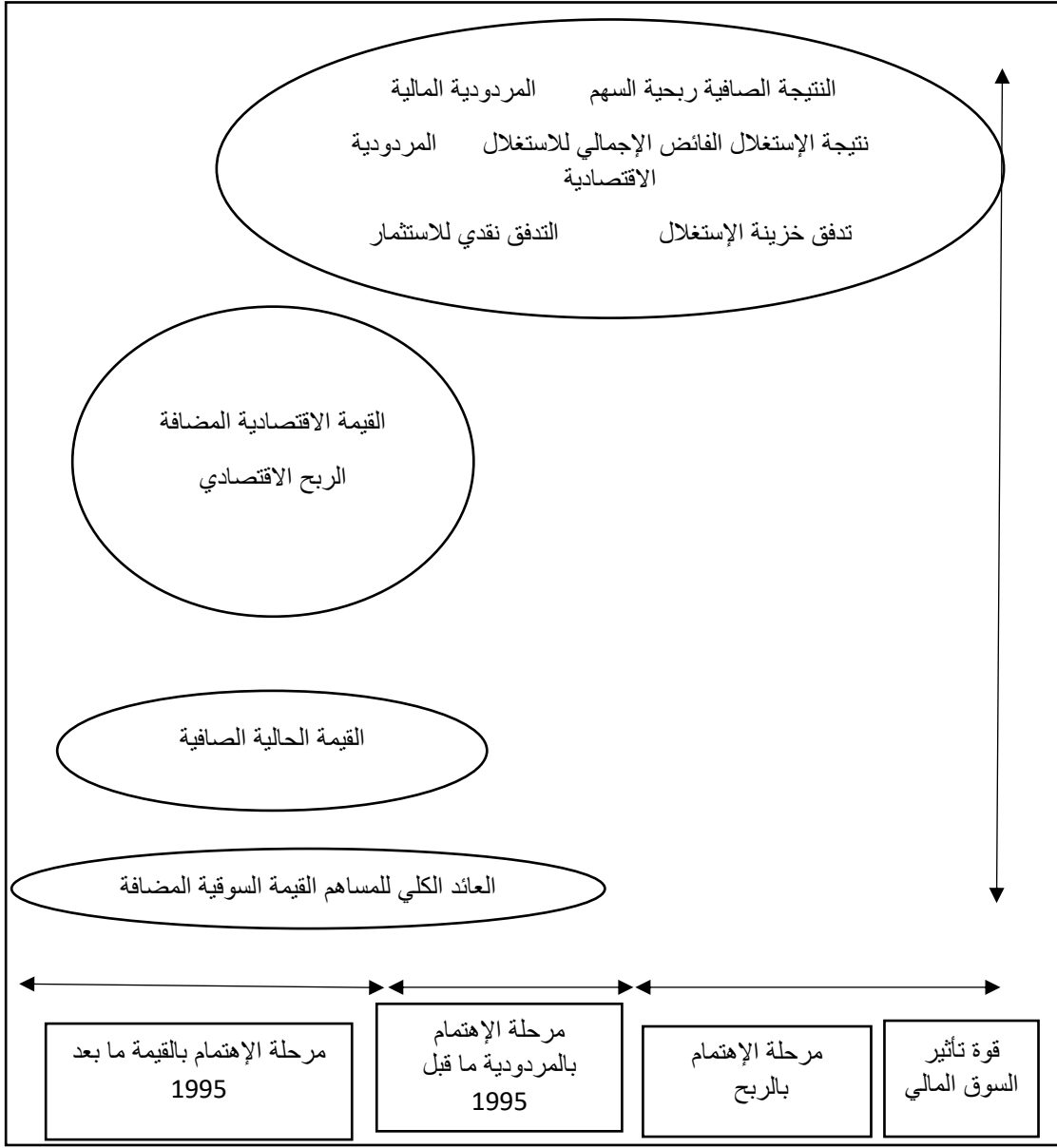
- إكتساب القوائم المالية السنوية للمؤسسة، حيث أن من أهم خطوات الأداء المالي إعداد الموازنات التقديرية والقوائم المالية والتقارير السنوية الخاصة بأداء المؤسسة خلال فترة زمنية معينة؛
- تتم عملية تقييم الأداء المالي بإحتساب مؤشرات مختلفة مثل نسب الربحية والسيولة والرفع المالي...، ويتم ذلك بإعداد وإختيار الأدوات المالية المناسبة للمؤسسة؛
- يتم دراسة وتقييم النسب، وذلك لمعرفة الإنحرافات والفروقات ونقاط القوة والضعف للأداء المالي للمؤسسة، ويتم ذلك من خلال المقارنة بين النتائج المحققة وما هو مخطط له أو بين أداء المؤسسة وأداء مؤسسة أخرى تعمل في نفس القطاع؛
- وضع مجموعة من التوصيات، وذلك بعد التعرف على أسباب الفروقات وأثر هذه الإختلافات على المؤسسة وكيف يتم معالجتها؛ (محمد م.، 2010، الصفحات 51-52)؛
- تحديد المسؤوليات ومتابعة العمليات التصحيحية للإنحرافات (عبد الرحمن، 2018، صفحة 283).

ثانياً: مؤشرات تقييم الأداء المالي

أصبح استخدام المؤشرات المالية لغرض قياس وتقييم أداء المؤسسات من الأمور الواسعة الإنتشار، لدرجة أنه يمكن القول بأنه لا يمكن أن يتم تحليل البيانات المالية لمعرفة أداء مؤسسة ما ومعرفة مركزها المالي بدون استخدام هذه المؤشرات.

ولقد عرفت هذه المؤشرات تطوراً عبر الزمن وهذا بتطور أهداف المؤسسة، فقد كان هدف المؤسسة تحقيق الأرباح لينتقل بعد ذلك إلى الاهتمام بالمردودية، أما في الوقت الحاضر فقد إرتبط إهتمام المؤسسات بخلق القيمة، لذلك تطورت المؤشرات لتحقيق أهداف المؤسسة. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

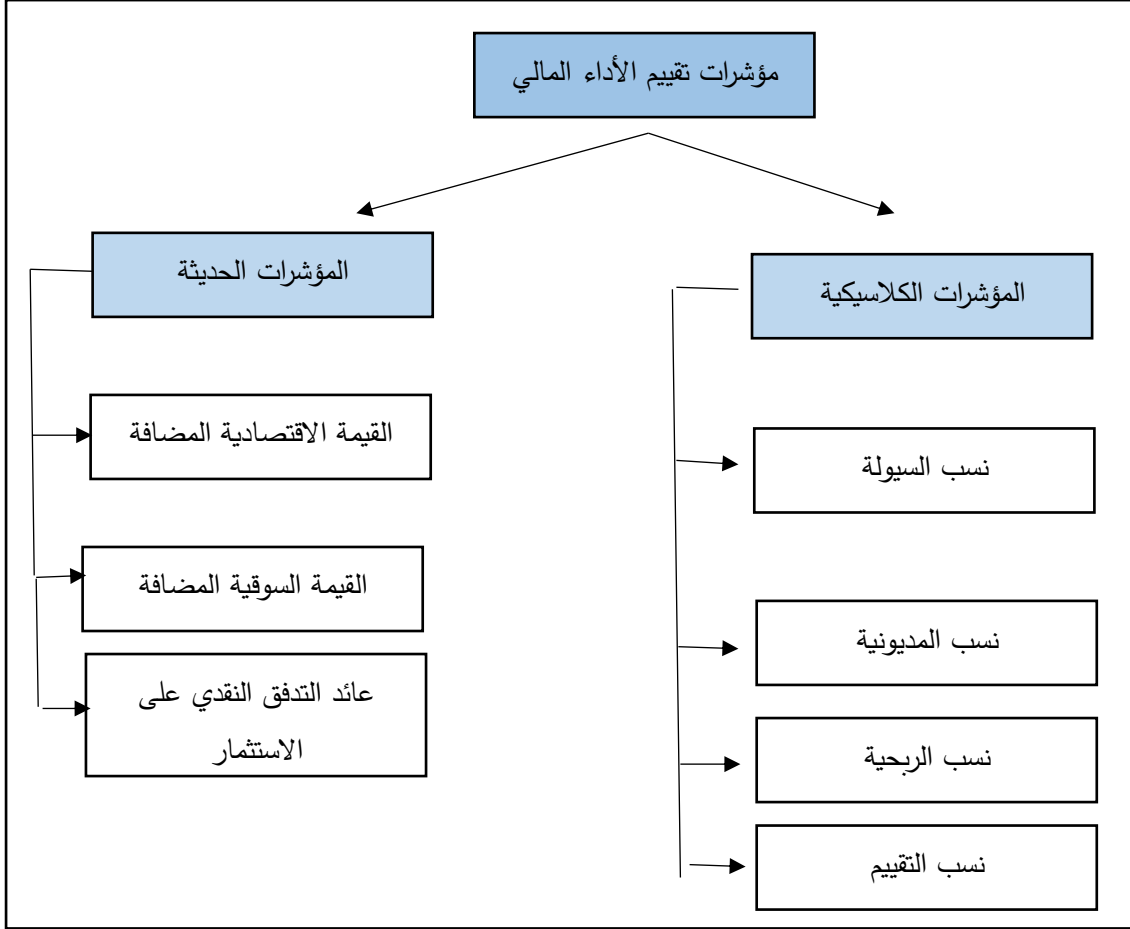
الشكل 03: تطور مؤشرات تقييم الأداء المالي



المصدر: (Pierre, 2005, p. 625)

تعد مؤشرات الأداء المالي من أهم الأدوات التي تعتمد عليها الإدارة في تحليل قوائمها المالية لمعرفة مدى سلامة مركزها المالي وربحية المؤسسة، لذلك تم تقسيم هذه المؤشرات إلى مؤشرات كلاسيكية وأخرى حديثة. ومن بين هذه المؤشرات نجد:

الشكل 04: يبين مؤشرات تقييم الأداء المالي



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على: (حمزة م.، 2008، الصفحات 115-180)، بتصرف.

1. تقييم الأداء المالي باستخدام المؤشرات التقليدية

تعد المؤشرات التقليدية من أهم الأسس التي تقوم عليها عملية تقييم الأداء المالي في المؤسسة، فنجاح عملية التقييم يعتمد بدرجة كبيرة على دقة وملائمة هاته المؤشرات وقابليتها على قياس الأداء بشكل سليم، وتنقسم هذه المؤشرات الى:

1.1. نسب السيولة

تلجأ الإدارة المالية إلى نسب السيولة للحكم على مدى قدرتها في تسديد ما عليها من إلتزامات مستحقة في تواريخ إستحقاقها (حمزة م.، 2008، صفحة 125)، أي قدرة المؤسسة على الوفاء بإلتزاماتها في الأجل القصير عندما يحين موعدها. تشير السيولة إلى اليسر المالي الذي تتمتع به المؤسسة بشكل عام (حسين، 2019، صفحة 96). على الرغم من دلالة نسب السيولة إلا أنها قد تصبح عديمة الفائدة ويرجع ذلك إلى أنها تعتمد

على الأصول والإلتزامات قصيرة الأجل التي تتميز بالتغيرات السريعة في قيمتها (مولود، 2018، صفحة 235). ومن أهم هذه النسب نجد (غادة، 2018، الصفحات 121-122):

1.1.1. صافي رأس المال العامل إلى إجمالي الأصول: وهو الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة على إجمالي الأصول والذي يقيس حجم النقدية المتاحة في المؤسسة؛

2.1.1. نسبة النقدية: يهتم بها المحللون لأن استثمارات المؤسسة من النقدية والأوراق المالية هي الأكثر سيولة، فهي التي يعتمد عليها في الوفاء بالإلتزامات قصيرة الأجل خاصة إذا لم تتمكن المؤسسة من تسهيل أصولها المتداولة الأخرى إلا بخسارة كبيرة (مفلح، 2000، صفحة 316). فهي تقيس مدى جاهزية المؤسسة من النقدية لسداد الإلتزامات قصيرة الأجل الفورية؛ ويتم حسابها على النحو التالي:

$$\text{نسبة النقدية} = \frac{\text{النقدية وما في حكمها}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

3.1.1. نسبة السيولة المتداولة: تقيس عدد مرات تغطية الأصول المتداولة للإلتزامات المتداولة؛

$$\text{نسبة السيولة المتداولة} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

4.1.1. نسبة السيولة السريعة: تقيس قدرة المؤسسة على تسديد إلتزاماتها قصيرة الأجل دون الحاجة إلى تصفية المخزون، أي هي نسبة تختبر مدى كفاية المصادر النقدية والشبه النقدية الموجودة لدى المؤسسة لمواجهة إلتزاماتها قصيرة الأجل دون الحاجة إلى تسهيل أصولها من المخزون السلعي (مفلح، 2000، صفحة 314).

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{الأصول المتداولة} - \text{المخزون}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

2.1. نسب المديونية

تقيس درجة اعتماد المؤسسة على الديون في تمويل استثماراتها، وكذلك قدرتها على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل؛ الناتجة من استخدام الديون كالفوائد وأقساط القروض (عبد القادر و خالد، 2017، صفحة 67). وأهم نسب هذه المجموعة هي (منبر، 2008، الصفحات 88-90):

1.2.1. نسبة القروض إلى مجموع الأصول: وتسمى أيضا نسبة الإقتراض أو الرفع المالي، وتقيس هذه النسبة المدى الذي ذهبت إليه المؤسسة في تمويل أصولها من أموال الغير، كما تقدم معلومات على إستطاعة المؤسسة على إستيعاب تراجع الأصول الناتج عن الخسارة دون تعريض حقوق الدائنين للخطر. وتحسب بقسمة مجموع الديون (مجموع الخصوم المتداولة وغير متداولة) على مجموع الأصول.

2.2.1. نسبة القروض إلى حقوق الملكية: يتم إيجاد هذه النسبة بقسمة الديون على حقوق الملكية. ويقصد بالديون كافة الأموال التي تحصلت عليها المؤسسة من الغير، والتي تتمثل في القروض القصيرة الأجل والطويلة الأجل. أما حقوق الملكية فيقصد بها رأس المال والإحتياطيات والأرباح المحتجزة.

3.2.1. نسبة هيكل رأس المال: يتم حساب هذه النسبة بقسمة الديون طويلة الأجل على مجموع مصادر التمويل طويلة الأجل (هيكل رأس المال) التي تتضمن الديون طويلة الأجل وحقوق الملكية. وتكشف هذه النسبة عن الأهمية النسبية للديون طويلة الأجل في هيكل رأس المال، لذا تعتبر مؤشرا للحكم على المخاطر المالية شأنها في ذلك شأن نسبة التغطية.

3.1. نسب الربحية

تقيس نسب الربحية الأداء الكلي للمؤسسة ومقدرتها على تحقيق الأرباح (غادة، 2018، صفحة 126). وهي مؤشر لتحسن أداء المؤسسة المالي، ويؤكد مدى قدرة المؤسسة لمواكبة النمو والتطور العالمي (محمد م.، 2010، صفحة 60). وتعتبر إحدى المؤشرات الرئيسية التي يستخدمها المستثمرون الحاليون والمتوقعون لأغراض تحديد مسار استثماراتهم، بإعتبار الربحية هي أكثر النسب مصداقية في تحديد قابلية المؤسسة على تحقيق الأرباح من الأنشطة العادية (وليد، 2009، صفحة 77). تنقسم نسب الربحية إلى (فهيم، 2008، صفحة 48):

1.3.1. هامش صافي الربح: تعبر هذه النسبة عن مقدار صافي الربح المتحقق بعد الفوائد والضرائب عن كل دينار من صافي المبيعات أو الإيرادات. وأعلى نسبة تشير إلى المؤسسة الأكثر ربحية، والتي لها سيطرة أفضل على التكاليف بالمقارنة مع المؤسسات المنافسة الأخرى.

2.3.1. العائد على الأصول ROA: وتعرف بمعدل العائد على الأصول، تعتبر هذه النسبة مؤشر على مدى ربحية المؤسسة بالنسبة لمجموع أصولها، وتقيس كفاءة الإدارة في استخدام الأصول لتوليد الأرباح. أي هي نسبة ما استخدم من أصول للحصول على النتيجة، وبالوحدات تمثل ما تعطيه الوحدة النقدية الواحدة من الأصول الثابتة والأصول المتداولة من نتيجة إجمالية، وتحسب من خلال العلاقة التالية (مبارك، 2012، صفحة 52):

$$\text{العائد على الأصول} = \text{النتيجة الصافية} / \text{مجموع الأصول}$$

3.3.1. العائد على حقوق المساهمين ROE: ويعرف أيضا بالعائد على القيمة الصافية أو العائد على حقوق الملكية، ويستخدم لقياس مقدار الربح المتحقق كنسبة مئوية من حقوق المساهمين العاديين، وبالتالي معدل الربح الصافي الذي يجنيه المستثمرون من استثمار أموالهم، كمردود على مخاطرتهم في توظيف أموالهم. أي هي نسبة ربحية الوحدة النقدية المستثمرة من قبل ملاك المؤسسة، وكلما زادت هذه النسبة كلما عبرت عن كفاءة الإدارة المالية في إستغلال أموال الملاك لضمان عائد مرضي لهم، وتحسب وفق العلاقة التالية (حمزة م.، 2008، صفحة 137):

$$\text{معدل العائد على حقوق المساهمين} = \text{النتيجة الصافية} / \text{الأموال الخاصة}$$

4.3.1. العائد على الاستثمار ROI: يشير هذا المعدل إلى ربحية دينار واحد من الأموال المستثمرة في المؤسسة (حمزة م.، 2008، صفحة 138). حيث يحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{العائد على الاستثمار} = \text{صافي الأرباح بعد الضريبة} / \text{مجموع الأموال المستثمرة.}$$

4.1. نسب التقييم

وتسمى أيضا بنسب القيمة السوقية، تقدم هذه المجموعة من النسب تصور عن ما يهتم به المستثمرين والملاك داخل مؤسسة الأعمال. أهم هذه النسب هي (حمزة م.، 2008، الصفحات 143-150):

1.4.1. نسبة الربح لكل سهم عادي: تحسب هذه النسبة من خلال قسمة صافي الربح بعد الفوائد والضريبة - أي الربح المتاح للملاك - على عدد الأسهم العادية المصدرة، وهذا المؤشر يعكس مستوى ربحية السهم الواحد، وبالتالي لا بد وأن تكون هذه النسبة موجّهة لحركة الاستثمارات داخل الاقتصاد الوطني.

2.4.1. نسبة القيمة السوقية للسهم إلى القيمة الدفترية: توضح هذه النسبة القيمة التي يضيفها السوق للسهم العادي مقارنة بما هو مسجل كقيمة دفترية للسهم العادي. وتحسب هذه النسبة بعدد المرات، حيث تستخرج أولا القيمة الدفترية للسهم والتي تساوي مجموع حق الملكية مقسوما على عدد الأسهم.

3.4.1. عائد التوزيعات للسهم: تدعم هذه النسبة القرارات المستقبلية لإمكانية الاستثمار داخل المؤسسة، وذلك مقارنة بالعائد على الاستثمار المحقق في السوق، فإذا كانت قيمة هذه النسبة مرتفعة، فإن ذلك يعكس الرغبة القوية لدى المستثمرين في إعادة استثمار أموالهم داخل المؤسسة، والعكس صحيح وهو ما تهتم به الإدارة المالية. ويتم حساب هذه النسبة بقسمة مقسوم الأرباح المدفوعة للسهم العادي على السعر السوقي للسهم المصدر.

على الرغم من أهمية المؤشرات التقليدية في تقييم الأداء المالي، وشيوعها وإنفرادها كأسلوب من أساليب الإدارة المالية في تقييم الأداء، إلا أن النسب المالية تعاني القصور لدى استخدامها كمؤشر للأداء المالي من زوايا عدة قد يكون لها تأثير ملحوظ على فاعليتها، وترتبط نواحي القصور في التالي:

- التركيز على البيانات المستخرجة من القوائم المالية فقط؛
- صعوبة الحكم على المؤسسة بنسبة واحدة، فالأمر يقتضي حساب نسب أخرى لدعمها وتفسيرها؛
- وجود مؤسسات تعاني من انخفاض مستوى كفاءتها، هذا الأمر أدى إلى صعوبة إيجاد معيار موحد للمقارنة بين المؤسسات في القطاع الواحد؛

- تباين الأوضاع داخل المؤسسة من سنة لأخرى، أدى إلى صعوبة المقارنة بين نسبة ومثيلتها لسنوات سابقة في نفس المؤسسة؛
 - ضعف النسب المالية في إضفاء صورة واضحة عن كل البيانات المرفقة في القوائم المالية، كملاحظات مراجعي الحسابات فهي تؤثر على الأداء المستقبلي للمؤسسة وهذا نظرا لصعوبة تحديد قيمتها ماليا وعدم التأكد من حدوثها؛
 - غياب المعلومات الإضافية يصعب على مستخدمي النسب المالية معرفة مصدر التغيير الذي يحدث للنسبة المالية أهو ناتج عن التغيير في المقام أو البسط أو كلاهما، حتى وإن تم معرفة هذا الأخير فالأمر يتطلب معرفة البند الذي حدث فيه هذا التغيير؛
- كما يصعب أحيانا مقارنة النسب الخاصة بالمؤسسة مع مؤسسات أخرى، فالنسبة التي تعد مقبولة في مؤسسة قد لا تكون كذلك في مؤسسة أخرى (نور الدين و نور الدين ، 2012، صفحة 20).

2. تقييم الأداء المالي باستخدام المؤشرات الحديثة

تستخدم هذه المؤشرات لقياس الأداء المعبر عنه بخلق القيمة. حيث سنحاول في هذا الجزء التطرق لأهم هذه المؤشرات والتي نالت شهرة كبيرة بين الأكاديميين والمهنيين، وذلك من خلال دراستها وتبنيها كأدوات لاتخاذ القرارات.

1.2. القيمة الاقتصادية المضافة

يعد هذا المؤشر من أهم المؤشرات الحديثة لقياس الأداء، حيث يأخذ بعين الاعتبار العائد والمخاطرة وفي الوقت نفسه يظهر حقيقة أن أموال الملكية لها تكلفتها كما هو الحال فيما يتعلق بالديون. حيث يهدف إلى إظهار الفرق بين مردودية الأموال المستثمرة وتكلفتها، فهو بذلك يقيس القيمة المنتجة من طرف المؤسسة. ويستخدم مؤشر القيمة الاقتصادية كمرجع أساسي للمؤسسات الأوروبية الكبرى، تقيس بواسطته مدى مساهمتها في خلق القيمة، كما أنه يسمح للمساهمين بتقييم عمل المسيرين (يوسف و فاتح، 2016، صفحة 32). - وهو الأمر الذي سنعمل على توضيحه بشكل من التفصيل في المبحث القادم.-

2.2. القيمة السوقية المضافة

هي المعيار الثاني الذي طرحته شركة المستثمر Stern & Steward بعد معيار القيمة الاقتصادية المضافة، كمعيار للنجاح المالي في مؤسسات الأعمال، ويقصد بالقيمة السوقية المضافة الفرق بين القيمة السوقية وحقوق الملكية. أي التراكمي لعوائد رأس المال المساهم به (اياذ، برشك، و خانم، اوت 2019، صفحة 27). حيث تعتبر القيمة السوقية المضافة وفقا للمؤسسة المسوقة إحدى الأدوات المهمة في خلق القيمة لثروة المساهمين، ولذلك فإن الأداء الجيد للمؤسسات الناجحة هي التي تحقق قيمة سوقية مضافة موجبة، كونها مقياس جوهرى يلخص الأداء الإداري والتشغيلي للمؤسسة وقدرتها على إدارة مواردها بهدف تعظيم ثروة المساهمين (عدنان و ارشد ، 2008، الصفحات 144-145).

يتم التعبير عن القيمة السوقية على أنها الفرق بين القيمة الاقتصادية للمؤسسة والقيمة الإجمالية للأموال المستثمرة، من خلال ربط قيمة المؤسسة في البورصة بقيمتها المحاسبية. يتم حساب القيمة لمجموعة من السنوات، وهي تمثل السلسلة التاريخية لمجموع القيم الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة (عبد الغني، 2007، صفحة 55).

يتم حساب القيمة السوقية المضافة كالتالي:

بفرض ثبات قيمة الديون طويلة الأجل، حيث تكون مساوية لقيمتها الدفترية، ولهذا تعتبر القيمة السوقية مساوية للفرق بين القيمة السوقية لأسهم المؤسسة والقيمة الدفترية لحقوق المالكين، لذلك تحسب بالطريقة التالية (عدنان و ارشد ، 2008، صفحة 145):

$$MVA = MVE - BVE$$

MVA : القيمة السوقية المضافة؛

MVE : القيمة السوقية لأسهم المؤسسة (عدد الأسهم × سعر السهم) ؛

BVE : القيمة الدفترية لحقوق المالكين، كما تظهر في الميزانية العمومية للمؤسسة.

وطبقا لهذه الصيغة فإن MVA الموجبة تعني أن المؤسسة تخلق قيمة وتساعد على زيادة ثروة المساهمين، وبالتالي زيادة قيمة رأس المال المستثمر في حين أن MVA السالبة تعني فشل المؤسسة في زيادة ثروة المساهمين وبالتالي سوف تنخفض قيمة رأس المال المستثمر.

3.2. مؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI

يعتمد هذا المؤشر على تعديل العناصر التي من شأنها التأثير على القيمة مستقبلاً، ويعطي عائد التدفق النقدي على الاستثمار بالعلاقة التالية:

$$CFROI = \frac{\text{التدفقات النقدية الداخلة للاستثمار معدلة بالتضخم}}{\text{التدفقات النقدية الخارجة للاستثمار معدلة بالتضخم}}$$

ويهتم عائد التدفق النقدي على الاستثمار بتحديد معدل العائد الذي يتوقعه المستثمر في الأجل الطويل. كما يستخدم مديري الاستثمار ومحافظ الأوراق المالية هذا الأسلوب للتنبؤ بالأداء الاقتصادي وأسعار الأسهم في المستقبل (محمد، نعال، و رسمية، 2001، صفحة 134).

المطلب الثالث: خلق القيمة

ساهمت التطورات في بيئة الأعمال بشكل عام والتغيرات الجذرية بالفكر المالي بشكل خاص في تعزيز أهمية ودور الإدارة في تعظيم خلق القيمة، وأصبحت هذه الأخيرة تحظى بإهتمام بالغ من طرف الباحثين من أجل تحديد مفهوم لها والبحث عن أهم الطرق والمقاييس التي يمكن من خلالها تحديد قدرة المؤسسات على تعظيمها.

أولاً: مفهوم القيمة

تعد القيمة في المؤسسة جانبا هاما لا بد من دراسته من قبل المؤسسة أولاً ثم يأتي بعدها دور الأطراف الخارجية، فهي تعد حالياً من أهم النقاط الواجب الإطلاع عليها لإعطاء حكم صحيح حول الوضع الراهن للمؤسسة، هذه القيمة وإن بدت للناظرين لها في شكلها النهائي سهلة التقدير فهي صعبة وليس بالإمكان إعطاء وصف أو قيمة دقيقة تعبر عنها وهذا نظراً لأهميتها البالغة.

1. تعريف القيمة

يرى Adam Smith أن كلمة القيمة لها معنيين مختلفين، فهي تعني أحياناً منفعة شيء محدد وأحياناً تعني الإختيار الذي تمنحه حياة هذا الشيء بشراء أشياء أخرى، حيث يمكننا تسمية الأولى بقيمة الاستعمال والأخرى قيمة الإستبدال (Claude, 1991, p. 44).

قد إشتمل مصطلح القيمة في كثير من الدراسات والمجالات المختلفة، ولعل أقدم نظرية في هذا المجال هي ما قاله ابن خلدون في نظريته التي تحدد القيمة في سياق قيمة السلع والخدمات. حيث عرف القيمة قائلا: "إن المفردات والمكتسبات، كلها أو أكثرها إنما هي قيم الأعمال الإنسانية"، حيث ربط قيمة السلع والخدمات بالجهد البشري المبذول للحصول عليها، أي أبرز أهمية العمل في إعطاء قيمة للأشياء (الطيب، 2001، صفحة 26). ونجد في الفكر المالي أن قيمة أي أصل تحدد إنطلاقا من قيمة جميع التدفقات المالية المقدرة التي يحققها هذا الأصل، ومن هذا المنطلق إرتبط مفهوم القيمة بالمؤسسة التي تمثل إطار لقيمة المؤسسة من خلال المفهوم والقياس (هوارى، تقييم المؤسسة ودوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر (أطروحة دكتوراه)، 2008، صفحة 17).

يصعب إعطاء مفهوم موحد للقيمة وهذا نظرا للتوجهات المختلفة التي تطرقت لها، وفيما يخص القيمة في المؤسسة فيمكن تعريفها حسب نوعها واستخداماتها من القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والقيمة المتبقية، قيمة شهرة المحل، القيمة الاستعمالية والقيمة التبادلية، قيمة التصفية.

2. أشكال القيمة

يأخذ مفهوم القيمة عدة أشكال يمكن توضيحها فيما يلي (عبد الكريم، 2019، صفحة 07) (السعيد و سمير، 2009، الصفحات 04-05):

- **قيمة الحيازة:** وتعني تكلفة إقتناء تثبيت، ويعبر عنها في المحاسبة بالتكلفة التاريخية، كما أنها أحيانا لا تعكس الواقع، ذلك أنه في حالة البيع مثلا نجد أن السعر المدفوع يكون أقل أو أعلى من القيمة المسجل بها التثبيت المعني؛
- **القيمة الإجمالية:** وهي التي يظهر بها الأصل في الميزانية قبل تخصيص الإهلاك، أو قبل تشكيل المؤونة؛
- **القيمة الصافية:** وتسمى محاسبا بالقيمة المحاسبية الصافية (VNC) وهي باقي القيمة التي تظهر في الميزانية وذلك بعد طرح حصص الإهلاكات ومختلف التخفيضات من القيمة الإجمالية لعنصر الأصل؛

- **القيمة المتبقية:** تمثل قيمة الأصل بعد إهلاكه كلياً ولكنه لا زال ذو فائدة أي يمكن الاستفادة منه. وذلك بعد خصم التكاليف الممكن تحملها عند خروجه؛
- **القيمة الجديدة:** تمثل النفقات الضرورية لإستبدال سلعة معينة بسلعة مكافئة جديدة؛
- **قيمة السوق:** هي تعبير عن سعر الأصل في السوق أي تقدير السوق للأصل، حيث أن هذا السعر ناتج عن العرض والطلب، ويعد هذا المعيار الأكثر موضوعية عند تقييم المؤسسات؛
- **القيمة الحقيقية (القيمة العادلة):** تعني المبلغ الذي يمكن أن يتم من أجله تبادل الأصل أو خصوم منتهية بين أطراف على دراية كافية وموافقة وعاملة ضمن شروط المنافسة الإعتيادية؛
- **القيمة الاستعمالية:** تمثل النفقات الواجب دفعها لحيازة سلع لها نفس النوعية ونفس الأداء، فالقيمة الاستعمالية لأصل ما غير مرتبطة بملكيتها وإنما مرتبطة بكيانه التشغيلي، والأساس الذي تركز عليه هذه القيمة هو المنفعة؛
- **قيمة المنفعة:** تمثل القيمة المحينة لتدفقات أموال الخزينة المقبلة المنتظرة من الاستعمال المستمر للأصول وخروجها عند نهاية مدة منفعتها؛
- **القيمة القابلة للتحويل:** تمثل القيمة العليا بين السعر الصافي للأصول وقيمتها النفعية؛
- **قيمة التصفية:** هي القيمة التي سيتم على أساسها بيع أصول المؤسسة كلا على حدة وبالحالة التي هي عليها. وهذه القيمة لا يمكن استخدامها كأساس للتقييم إلا إذا كانت المؤسسة غير قادرة على الإستمرار في مزاوله نشاطها، وهذا لإعتبارات فنية أو تسويقية أو غيرها من الأسباب، أيضاً من دواعي استخدام قيمة التصفية هو وقوع خسائر متكررة تتخبط فيها المؤسسة؛
- **القيمة المصفاة:** تظهر هذه القيمة عندما تمر المؤسسة بصعوبات في أدائها فتقوم بتصفية بعض أصولها حتى تتمكن من متابعة نشاطها على الأقل لفترة معينة، بالرغم من أنه ينتج عن هذا تكاليف مرتفعة من تسريح للعمال، فسخ للعقود وكل ما ينجر عنها من عواقب وخيمة إلا أن المؤسسة كما قلنا تجد نفسها مضطرة لبيع هذه الأصول، القيمة في هذه الحالة تكون منخفضة لكن بدرجة أقل، فهي بمثابة بيع الأصول بمفهوم تصفية متزايدة؛
- **قيمة الكسر:** هي المبلغ الممكن تحقيقه عند بيع الأصول بعد أن أصبح عديم الفائدة للمالك الحالي، ويتقرر إخراجه من الخدمة، علماً أن هذه القيمة تختلف عن قيمة الخردة التي تفترض أن

الأصل أصبح عديم النفع لأي مالك جديد وفي أي غرض حيث أنه في حالة تقييم مؤسسة لغرض التخصصية - الجزئية أو الكلية- أو الإندماج يكون من المفيد بالنسبة للمشتري أن يعلم قيمة نفاية تلك المعدات؛

- **قيمة التأمين:** وهي القيمة التي يتم تحديدها عن طريق تقرير خبرة، وتتجلى هذه القيمة عند تقييم المؤسسات وذلك خلال عملية مراجعة التغطية التأمينية للمباني والمعدات.

ثانياً: مفهوم خلق القيمة

ظهر مفهوم خلق القيمة كمفهوم إستراتيجي في بداية التسعينيات وأستخدم على نطاق واسع كمعيار لأداء الإدارة في الولايات المتحدة. يهدف إلى خلق قيمة للمالكين أو أصحاب الملكية. ويعني تطبيق هذا المعيار أن مالكي رأس المال أو المساهمين يتم وضعهم في قلب عملية صنع القرار، أي أن جميع القرارات يتم اتخاذها لتعزيز ثروة المالك.

1. تعريف خلق القيمة

خلق القيمة كما تعرف حالياً تم التطرق إليها سابقاً ولكن بتسمية أخرى، ويعد ألفرد مارشال Alfred Marchall (1890) من الأوائل الذين أشاروا له من خلال التطرق لدراسة (الربح الاقتصادي) والذي عرفه على أنه: "الربح المتبقي المتاح للمساهمين بعد تخفيض تكلفة رأس المال" (Denis , 2000, p. 04).

أما الفكر الأكثر حداثة والذي مفهومه أقرب لمفهوم إنشاء القيمة فقد إهتم به عدة باحثين لعدة سنوات طويلة ومن أبرزهم نجد ما جاء في دراسة فيشر Fisher (1907-1930) والتي أكدها ويليامز Williams (1938) حيث بينا أن المفهوم المالي للقيمة يجمع بين سعر الأصل والدخل المحتمل الحصول عليه في المستقبل (سعاد و سميحة، 2017، صفحة 401).

على إعتبار أن حملة الأسهم هم من يتحملون المخاطر فقد زاد الإهتمام بخلق القيمة لهم، حيث إذا تمكنت المؤسسة من إنشاء قيمة لمساهميها فإن الأطراف الأخرى كذلك ستستفيد. إن المؤسسات التي تحقق ربحاً بالمفهوم المحاسبي قد لا تخلق بالضرورة قيمة، حيث أن المؤسسة المحققة للقيمة هي التي تستطيع تحقيق الربح بعد الأخذ بعين الإعتبار تكلفة الأموال الخاصة بالإقتراض (محمد ع.، 2009، الصفحات 211-212).

نشير إلى أن مفهوم خلق القيمة يختلف باختلاف القيمة المراد دراستها، فالحاق مصطلح خلق بالقيمة يؤكد بأن القيمة لا تأتي من العدم، كما يختلف مفهومه باختلاف طبيعة الدراسة وهدفها.

فخلق القيمة تعني تقديم منفعة تزيد عن التكلفة، لكي تستمر المؤسسة في نشاطها على المدى الطويل لا بد لها من خلق قيمة لمساهميها وللمجتمع، فإذا لم تحقق ذلك يتم تقليص نشاطها مما يؤثر على تحقيق أهدافها وبالتالي إستمراريتها.

2. مبادئ خلق القيمة

ومن أهمها نجد (COB, 2000, p. 45):

- تحقيق أقصى قدر من الثروة لأصحاب المؤسسات: النهج الذي يكمن وراء خلق القيمة هو نهج التعاقدية، فهي ملك المساهمين الذين يختارون قادتهم ومندوبي السلطة لإدارة رؤوس أموالهم.
- لخلق القيمة، يجب أن نعرف أن رأس المال له ثمن: الأسهم ليست مصدر بدون مقابل، لأن الأسهم هي من الأصول المحفوفة بالمخاطر تتطلب معدل عائد مرتفع، وإذا لم يكن رأس المال مدفوع على نحو كاف، فإن إعادة توزيع رأس المال على أنشطة أخرى من المرجح أن يوفر عائدا أعلى.
- إذا كانت المؤسسة ليست لديها قدرة الأداء التي هي أكبر من تكلفة الأموال (الأسهم والديون)، فإنه لا ينبغي أن تبحث في الاستثمار أو التنويع، بل يجب أن تستخدم التدفق النقدي من خلال ما يدفع للمساهمين، في شكل أرباح أو إعادة شراء حصة.

3. أهداف خلق القيمة

- تهدف سياسة خلق القيمة إلى تعظيم قيمة أسهم المؤسسة المسعرة في البورصة. إضافة إلى رسم سياسة توزيع الأرباح، كما أنها تمكن المؤسسة من إتباع أساليب التنبؤ، وذلك بربط مستوى الأرباح المستقرة في الأجل المتوسط لتنظر إلى المدى البعيد، وهذا ما يساعدها على رسم إستراتيجية البقاء؛
- تهدف جل المؤسسات الاقتصادية إلى تعظيم قيمتها وذلك لفائدة ملاكها ولجميع الأطراف المهمة بها. حيث أن إستمرارية وبقاء المؤسسة مرهون بقدرتها على تحقيق ثروة ملاكها مقاسة بمدى خلق القيمة، لذلك يتعين على مسيري المؤسسات توجيه مختلف القرارات نحو ذلك الهدف؛

- إن المؤسسات التي تتبنى خلق القيمة تجعل من القيمة المحرك والهدف الرئيسي الذي تركز عليه عملية التسيير، وهذا يجتم عليها إجراء عملية التقييم الدوري للمؤسسة ككل أو لفروعها وهذا ما يسمح لها بالوقوف على قيمتها، وعليه نجد أن الجوانب التشغيلية اليومية هي الأخرى توجه لخدمة هدف خلق القيمة، ومن ثم فكل مديري المؤسسة عند جميع المستويات وحتى عمالها يمكن تسخيرهم في خدمة خلق القيمة (من خلال قياس أدائهم بواسطة القيمة، وربط المكافأة بخلق القيمة) (هوارى، 2010، صفحة 56).

وعليه يمكن تلخيصها كالتالي: (السعيد و سمير، 2009، الصفحات 6-7):

- تعظيم قيمة الأسهم المشكلة لرأس مال المؤسسة؛
- تعديل سياسة توزيع الأرباح المحققة؛
- رسم إستراتيجيات البقاء لمواجهة ما يصادف المؤسسة من مشاكل؛
- توليد أو تحقيق تدفقات نقدية كافية لضمان حد أدنى من التوزيعات على المساهمين؛
- خلق قيمة للمساهم، أي تعظيم ثروة الملاك في الأجل الطويل.

4. ركائز خلق القيمة

وتتمثل في العوامل والسياسات والأدوات التي تساهم في خلق القيمة، وتبرز هذه الركائز حسب ما إقترحه Caby & Hirigoyen في التالي (المياء و سمية، 2021، الصفحات 92-109):

1.4. الحوكمة ركيزة لخلق القيمة

تعتبر الحوكمة* كركيزة لخلق القيمة حديثة نسبياً، حيث برز الإهتمام بها بزيادة متطلبات حماية حقوق الأطراف ذات المصلحة والمساهمين بشكل خاص، وذلك نتيجة تكرار الفضائح المالية والمحاسبية والإضرار بمصالح الأطراف الفاعلة في المؤسسة.

* يقصد بالحوكمة تلك الأنماط وتعديلات، أدوات الرقابة والتحفيزات المتبعة لتقليل تكاليف الوكالة، فحوكمة المؤسسات تعبر عن النظام الذي يتم من خلاله توجيه ومراقبة المؤسسات الربحية، ومجلس الإدارة هو المسؤول عن حوكمة تلك المؤسسات.

2.4. الركائز الإستراتيجية لخلق القيمة

تتمثل في مختلف العوامل والأدوات التي تؤثر على المكون الصناعي للقيمة الناتج عن الأداء الصناعي والتجاري للمؤسسة، وهو الأداء الذي يتم قياسه في الأخير من خلال التدفقات النقدية. وتتمثل هذه الركائز في شكلها الأساسي في: الميزة التنافسية، عمليات النمو الداخلي والخارجي، والنمو في رقم الأعمال، وتقييم هذه الركائز يعني تحليل أثر القرارات الإستراتيجية والسياستين الإنتاجية والتجارية على قيمة المؤسسة.

3.4. الركائز المالية لخلق القيمة

تعتبر الركائز المالية لخلق القيمة عن مختلف العوامل والسياسات والعمليات التي تؤثر على المكون المالي للقيمة، وذلك بتحليل أثر السياسة المالية على القيمة. حيث تتمثل هذه الركائز عندما يكون العمل على تقليل تكلفة رأس المال والمحافظة على المرونة المالية الكافية لدعم إستراتيجيات المؤسسة، في عمليات الرفع المالي وعمليات إعادة شراء الأسهم، إضافة إلى الإدارة الجيدة للمخاطر المالية، والتوظيف المالي للفوائض عبر أسواق المال المحلية والعالمية.

من خلال ما سبق يتضح أن خلق القيمة من المواضيع المهمة في جميع المؤسسات، فهي هدف تسعى الإدارة وجميع مستوياتها في المؤسسات الاقتصادية إلى تحقيقه، وهذا يكون مرهون بقدرتها على تعظيم ثروة المساهمين.

المبحث الثاني: مدخل للقيمة الاقتصادية المضافة

أستخدم مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة من قبل الفريد مارشال باسم الربح الاقتصادي الذي قصد به رأس المال المستثمر مضروبا في الفارق بين العائد على الاستثمار وتكلفة رأس المال. وتطور إلى مفهوم الربح المتبقي المتاح للمالكين بعد ضمان مكافأة لرأس المال، إذ يفترض بأن تهدف الإدارة أساسا إلى ضمان تحقيق ربح من كل نشاط يساوي على الأقل تكلفة رأس المال الذي يموله.

المطلب الأول: ماهية القيمة الاقتصادية المضافة

تعد القيمة الاقتصادية المضافة من ضمن الأساليب الحديثة التي تعتمد التقييم الاقتصادي، حيث أجمع المفكرين بأن القيمة الاقتصادية المضافة تعتبر الفكرة المالية الساخنة التي ستصبح هدفا محوريا وإستراتيجيا للإدارة المالية الحديثة.

سنحاول في هذا الجزء التطرق لهذا المؤشر، الذي نال شهرة كبيرة في أوساط الأكاديميين والمهنيين، كما لقي رواجاً كبيراً واستعمالاً واسعاً.

أولاً: مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة

تعد القيمة الاقتصادية المضافة من بين أهم مؤشرات قياس الأداء المالي الحديثة، والتي أعطت صيغة شاملة لمفهوم خلق القيمة، في جانبيه الفلسفي والعملي.

1. التطور التاريخي للقيمة الاقتصادية المضافة

تعود الجذور التاريخية لمفهوم القيمة الاقتصادية المضافة إلى ثلاثة من أشهر رواد الاقتصاد الأمريكي في القرن العشرين وهم Irving Fisher خلال العام 1930 و Modigliani & Miller منذ بداية العام 1950 وحتى نهاية العام 1960 وذلك بأنهم قدموا المعنى المتكامل لمفهوم الربح الاقتصادي في تقييم الوضع المالي للمؤسسة وقد أضحى نموذج القيمة الاقتصادية المضافة منذ العام 1990 موضوعاً مثيراً للإهتمام فانتشر على نطاق واسع وتناولته العديد من المؤلفات والبحوث المالية من وجهات نظر مختلفة (Daraban, 2017, p. 169)، وكانت بداية ظهور النموذج مع اقتراح شركة Stern & Stewart في العام 1989 هذا المفهوم كمقياس

لتقييم أداء المؤسسة وأداء مديريها وذلك بإعتبار أن القيمة الاقتصادية المضافة تمثل الأداء الصحيح للمؤسسة لأنها تعكس فقط القيمة المضافة التي تحققها المؤسسة بعد خصم إجمالي تكلفة رأسمالها المستثمر.

هذا ونشرت الفكرة الأساسية لمفهوم القيمة الاقتصادية المضافة لأول مرة عام 1990 في مجلة فورشتن تحت مقال "المفتاح الحقيقي لخلق الثروة"، إذ يعود الفضل في نجاح تلك الفكرة وانتشارها الواسع إلى العمل الذي قدمته شركة Stern & Stewart للخدمات الاستثمارية والإدارية في أواخر الثمانينات من القرن الماضي (احمد، حازم، و حيوار، 2017، صفحة 17)، وذلك كونها جاءت بطريقة معدلة لحساب الدخل المتبقي بعد إجراء التعديلات اللازمة على البيانات المحاسبية في ما يتعلق بتكاليف الإندثار والمخزون والبحث والتطوير من أجل تحديد صافي الأرباح ورأس المال المستثمر بصورة دقيقة، ومن ثم قامت المؤسسة بعد ذلك بنشر هذا المفهوم وتسجيل طريقة حسابه كعلامة تجارية خاصة بها تحت مسمى (صبيحة و مهدي، 2016، الصفحات 76-77).EVA®(77

وتقوم شركة Stern & Stewart بإعداد تقارير مالية دورية في مجلة تصدر بعنوان EVAluation ويتضح من عنوان المجلة محاولة الربط بين إسم مقياس القيمة الاقتصادية المضافة ومصطلح التقييم EVAluation (علي ، 2010 ، صفحة 121). إذ أمسى مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة حملة تسويقية من قبل مؤسسة Stern & Stewart، كونه مقياس يستخدم لتقييم الأداء والتعديلات المختلفة على صافي الربح المحاسبي للوصول إليه. وتبنى ستيوارت هذا المفهوم من كون أن رأس المال المستثمر ليس مورداً مجانياً وإنما مورد له تكلفة ضمنية، تتجسد في الفوائد التي يمكن لمن يقدمه الحصول عليها في حال استثمارها في مجال آخر، بذات المخاطر، من هنا يكون تقييم أداء إدارة المؤسسة يتم باستخدام الأرباح الصافية بعد خصم تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال، فإذا كان صافي الربح المحقق يساوي تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال، فإنه لا يتحقق عندئذ أية قيمة مضافة للمستثمرين "ثبات الثروة"، أما إذا كانت الأرباح المحققة أقل من تلك التكلفة فيوجد هدر للقيمة "إنخفاض في الثروة"، بينما إذا كان صافي الربح يفوق تكلفة رأس المال فعندئذ تحقق الإدارة للمساهم قيمة إضافية "زيادة في الثروة"، وهو ما يشير إليه الرقم الموجب لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة (أسعد، 2012، صفحة 58)

إستمر الإهتمام بمفهوم القيمة حتى وقتنا الحاضر، وتعددت البحوث والآراء لتحديد هذا المفهوم، مع بروز إتفاق عام على أن الهدف الإستراتيجي للمؤسسة، هو خلق القيمة التي يبرر للمستثمرين إتجاههم للاستثمار في مؤسسات خالقة للثروات تضمن لهم تراكم للأرباح، وتساعد في قيمتها.

2. تعريف القيمة الاقتصادية المضافة

عرفت القيمة الاقتصادية المضافة عدة تعاريف من أبرزها:

يعتبر Bennett Stewart أول من ساهم في بناء مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة بأنها: "معيار للأداء المالي لتقدير الربح الحقيقي المرتبط بتعظيم ثروة المساهمين، والذي يمثل الفرق بين الربح التشغيلي الصافي المعدل بعد الضرائب وتكلفة رأس المال المملوك والمقترض" (مولود، 2018، صفحة 54).

حيث تعد القيمة الاقتصادية المضافة الصورة المعدلة لمعيار الدخل المتبقي (RI) والتي قامت بتطويره شركة (Stern & Steward Co.)، فهو ناتج عن غياب الحسابات النهائية التي تعد وفق المعايير المحاسبية التقليدية، وعدم ملاءمتها لاقتصاديات التشغيل في المؤسسات، الأمر الذي جعل صافي ربح العمليات بعد الضرائب وتكلفة الأموال كمقادير مطلقة يشوبها التشويه ولا تعبر عن اقتصاديات التشغيل الحقيقية في المؤسسات (حمزة م.، 2008، صفحة 170).

كما عرفت بأنها: "نوع خاص من حساب الدخل المتبقي وهذا الأخير يمثل قياسا محاسبيا للدخل مطروحا منه العائد المحاسبي المطلوب لقياس الاستثمار ويساوي الدخل (معدل العائد المطلوب × الاستثمار) (نور و علاء، 2003، صفحة 337).

تعرف القيمة الاقتصادية المضافة على أنها الإجراء الذي يأخذ في الإعتبار بشكل صحيح خلق القيمة أو تدميرها في المؤسسة (Pablo , 2001, p. 02).

وتعرف EVA على أنها الإجراء الصحيح لاستخدام وتحديد الأهداف وتقييم الأداء وتحديد المكافآت، والتواصل مع المستثمرين، ووضع الميزانية الرأسمالية (Matthias , 2004, p. 66).

وعرفت أيضا على أنها: "مقياس محاسبي لأداء التشغيل الجاري وهو يمثل الدخل المتبقي بعد حصول المستثمر على الحد الأدنى من العائد المطلوب الذي يعرضهم عن المخاطر التي يواجهونها نتيجة استثمار أموالهم في المؤسسة" (Spero, 1997, p. 03).

القيمة الاقتصادية المضافة هي الدخل المتبقي بعد طرح تكلفة كل رأس المال الذي تم توظيفه لتحقيق الربح التشغيلي، وبالتالي فهو يدمج كفاءة التشغيل وإدارة الميزانية العمومية في مقياس واحد يمكن الوصول إليه من قبل العاملين (G. Bennett & III, Stern, 1994, p. 73).

القيمة الاقتصادية المضافة، هي ببساطة طريقة مختلفة لقياس أرباح المؤسسات التي هي أفضل من جميع المقاييس الأخرى. حيث تقيس الربح وفقا للمبادئ الاقتصادية ولغرض إدارة الأعمال، وليس بإتباع الأعراف المحاسبية؛ يتم احتسابها على أنها صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب (NOPAT) ناقصاً رسوم ربط رأس المال (G. Bennett, Best-Practice EVA, 2013, p. 15).

يعتبر Stewart أن القيمة الاقتصادية المضافة تمثل الفرق بين أرباح العمليات لكل وحدة ومصاريف رأس المال التي تتحملها كل وحدة. فمعادلة EVA تساعد المدراء ومتخذي القرار لمعرفة ما إذا كانت المشاريع مربحة أم لا من خلال إظهار ما تضيفه القيمة للمؤسسة، فجميع المشاريع التي لا تزيد في قيمة المؤسسة لا تستحق بأن تنفذ بغض النظر عن تأثيرها على الأرباح المحاسبية (Michael, 2008, p. 09).

ومما سبق نعرف القيمة الاقتصادية المضافة بأنها مقياس للأداء المالي للمؤسسة، وهي الفرق المتزايد في معدل العائد على تكلفة رأس المال، أي هي الفرق بين الربح التشغيلي الصافي المعدل بعد الضرائب وتكلفة رأس المال المستثمر. فهي تستخدم أساسا لقياس القيمة التي تولدها المؤسسة من الأموال المستثمرة فيها، ويمكن التعبير عنها أيضا بالربح الاقتصادي، كما يلاحظ أنه يمكن استخدامها في الأقسام الرئيسية داخل المؤسسة وذلك بوضع نظام حوافز للمديرين على أساس مدى تحقيقهم لقيمة اقتصادية مضافة.

ثانياً: خطوات تبني القيمة الاقتصادية المضافة والفرق بينها وبين الدخل الصافي في المؤسسة

تمر عملية تبني القيمة الاقتصادية المضافة بعدة خطوات، وذلك لضمان الأداء الجيد لها، وعلية سيتم التعرف في هذا الجزء على هذه الخطوات وعلى أبرز الفروقات بين القيمة الاقتصادية المضافة والدخل الصافي في المؤسسة.

1. خطوات تبني القيمة الاقتصادية المضافة في المؤسسة

وضع كل من Stern & Steward إستراتيجية تساعد المسير في اتخاذ القرار وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA ونظام تسيير للمؤسسة ككل وأطلق عليه إسم Four Ms المحركات الأربعة وهي عبارة عن مبادئ أساسية تساعد على تبني مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كنظام يمكنها من التسيير الجيد للمؤسسة وخلق القيمة لحاملي الأسهم وهي (عمر و محمد، 2014، صفحة 36):

1.1. القياس Measurement

وتعتبر أول خطوة تقوم بها المؤسسة قبل حساب EVA وهي أساسية وضرورية لضمان صحة مخرجات مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، بحيث يجب إعداد القوائم المالية وفق المعايير المحاسبية الدولية المتعارف عليها، وترجمة البيانات المالية من اللغة المحاسبية إلى اللغة الاقتصادية أي تغليب الواقع الاقتصادي للمؤسسة. بعد ذلك إجراء التعديلات المتعلقة بحساب NOPAT كشهرة المحل ومصاريف البحث والتطوير؛

2.1. التسيير Management

أي العملية الإدارية داخل المؤسسة من تخطيط وتنظيم وتنسيق وترتيب المهام ومراقبة سيرورة العمل داخل المؤسسة وذلك لتحقيق أهداف المؤسسة (الياس و يوسف ، 2011، صفحة 40)؛

3.1. التحفيز Motivation

أي تنشيط الموظفين بطريقة إيجابية بهدف زيادة معدلات الإنتاج وتحسين الأداء وذلك بخلق القيمة لحملة الأسهم، هذا من جهة، ومن جهة أخرى، مكافأهم وذلك في حالة تحسين الأداء وخلق القيمة، وهذا ما يؤدي في النهاية إلى إشباع حاجاتهم وزيادة كفاءتهم وفعاليتهم؛

4.1. ثقافة المؤسسة Mindset

ويقصد بها شرح وتوضيح مفهوم خلق القيمة للموظفين والمسيرين، والمساهمين في المؤسسة، وتدريبهم على خلق القيمة وهذا قبل تبني المؤسسة لهذا النظام، وذلك لضمان نجاح المؤسسة في عملية تبني نظام القيمة الاقتصادية المضافة.

2. الفرق بين صافي الدخل والقيمة الاقتصادية المضافة

يمكن إيضاح الفرق بين صافي الدخل والقيمة الاقتصادية المضافة من خلال الجدول التالي:

الجدول 01: الفرق بين صافي الدخل والقيمة الاقتصادية المضافة

(الربح الاقتصادي) القيمة الاقتصادية المضافة	(الربح المحاسبي) صافي الدخل
الهدف النهائي للمشروع تعظيم ثروة المساهمين.	الهدف النهائي للمؤسسة تعظيم الأرباح.
تأخذ في الإعتبار تكلفة رأس المال (عادة تكلفة رأس المال أكبر من تكلفة الدين).	لا تأخذ في الإعتبار التكاليف من رأس المال (تأخذ في الإعتبار فقط تكلفة الديون)
توفر إمكانية لوضع التعديلات اللازمة من أجل تحسين حساب الربح الاقتصادي عندما تشوه القواعد المحاسبية الواقع الاقتصادي.	تأخذ في الإعتبار بشكل صارم جميع القواعد المحاسبية (مثلا المبادئ المحاسبية المقبولة عموماً في الولايات المتحدة أو التوجه المحاسبي في أوروبا).

المصدر: (عامر و ياسر، 2014، صفحة 470)

ثالثاً: أهمية ومميزات القيمة الاقتصادية المضافة

تعمل القيمة الاقتصادية المضافة على خلق القيمة للمساهمين، وذلك بحساب تكلفة رأس المال وهذا ما يعطيها ميزة وأهمية داخل المؤسسة، لذلك سنحاول في هذه النقطة التعرف على أهمية ومميزات القيمة الاقتصادية المضافة.

1. أهمية القيمة الاقتصادية المضافة

تكتسي القيمة الاقتصادية المضافة أهمية بالغة يمكن إبرازها من خلال النقاط التالية (عمر ع.، 2015، الصفحات 118-119):

- يظهر معيار القيمة الاقتصادية المضافة باستخدام مفهوم الدخل المتبقي التحسن الحقيقي والمستمر لثروة الملاك؛
- تقوم القيمة الاقتصادية المضافة على دمج مبدئين ماليين هما تعظيم ثروة الملاك وخلق القيمة السوقية للمؤسسة، إذ تعتمد هذه الأخيرة على المدى الذي يتوقعه المستثمرون من الأرباح المستقبلية؛
- يعد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة أداة ضرورية لاتخاذ القرارات الاستثمارية وقرارات التوسع المتوقعة؛
- يستعمل كمؤشر لتقييم أصول المؤسسة وقياس أداءها المالي الحقيقي؛
- يعمل مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على توحيد أهداف المؤسسة إلى هدف واحد وهو خلق القيمة؛
- يحدد سير الإدارة بإتجاه تحديد سعر الأسهم؛
- تحقق القيمة الاقتصادية المضافة التجانس بين القرارات الإدارية وثروة حملة الأسهم، حيث أنها تحقق ذلك من خلال حث المسيرين الماليين على استعمال قاعدتين ماليتين أساسيتين في عملية اتخاذ القرار وهما:

- القاعدة الأولى: يجب أن يكون الهدف الأساسي والرئيسي لأي مؤسسة هو زيادة ثروة حملة الأسهم؛

- القاعدة الثانية: وهي أن قيمة المؤسسة تعتمد على مدى توقع المستثمرين لتعدي الأرباح المستقبلية لتكلفة رأس المال.

- تضع القيمة الاقتصادية المضافة عند حسابها جميع الحقائق والأرقام المتعلقة بالمنافع المتأتية من استخدام التكنولوجيا الجديدة، بحيث تحاول الإقتراب إلى الحقيقة قدر الإمكان من العوائد الناتجة من وراء استعمال التكنولوجيا؛

● تظهر القيمة الاقتصادية المضافة للرؤساء التنفيذيين في المؤسسة النمو الذي يضيف قيمة اقتصادية للمؤسسة، وبذلك يمكنها أن تسمح لمتخذي القرار بوضع حد للقرارات الاستثمارية التي لا تضيف قيمة للمؤسسة (احمد، حازم، و حيوار، 2017، صفحة 19).

ولبيان الأهمية التي إحتلتها القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس مهم قامت شركة (Steward Stern & Co) -وهي شركة أميركية متخصصة في تقديم الإستشارات المالية والإدارية والاقتصادية- بدراسة على عدة مجموعات من المؤسسات التي تتعامل معها والتي لا تتعامل معها، وخلصت هذه الشركة إلى النتائج الأتية (عبد الحسين، 2009، صفحة 145) و (حمزة م.، 2008، صفحة 166):

- المجموعة الأولى: تتكون من 31 مؤسسة وهي تتبع جميع إرشادات ونصائح وتعليمات شركة Stern & Steward وهذه المؤسسات 31 استطاعت أن تخلق ثروة بعد خمس سنوات أكبر من 85% من المؤسسات المنافسة التي لم تتبع معيار الشركة؛
- المجموعة الثانية: تتكون من 25 مؤسسة وهي تستخدم أسلوب شركة Stern & Steward ولكن ليس بشكل كامل وقد استطاعت هذه المؤسسات ال 25 أن تكون ثروة أكبر من 33% عن المؤسسات الأخرى المنافسة التي لم تستخدم القيمة الاقتصادية المضافة؛
- المجموعة الثالثة: وتتكون من 10 مؤسسات والتي لم تستخدم القيمة الاقتصادية المضافة وبذلك لم تستطع هذه المؤسسات أن تحقق ثروة بأكثر من 1% عن باقي المؤسسات المنافسة؛
- المجموعة الرابعة: تتكون من 22 مؤسسة يقال عنها أنها تبنت القيمة الاقتصادية المضافة بدون أن تكون تابعة أو تتعامل مع شركة Stern & Steward بشكل مباشر وقد سميت هذه المؤسسات ب (do-it-yourself. Group) وبذلك فقد حققت هذه المؤسسات ثروة تزيد ب 26% عن باقي المؤسسات الأخرى المنافسة التي لم تتبع معيار أو مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لا من قريب ولا من بعيد.

وعليه يمكن القول إن القيمة الاقتصادية المضافة تعبر عن مدى مساهمة المؤسسة الاقتصادية بشكل عام في إمداد المجتمع بالثروة، وتحقيق الرفاهية له. فهي نجحت في تحقيق التكامل بين الإدارة والمساهمين، وذلك من

خلال تحفيز الإدارة على تعظيم القيمة الاقتصادية مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للأسهم هذا من جهة، ومن جهة أخرى، زيادة الحوافز والمكافأة للإدارة.

2. مميزات القيمة الاقتصادية المضافة

تتميز القيمة الاقتصادية المضافة بكونها تهدف إلى تعظيم القيمة ليس للمساهمين فقط، بل للقطاع الاقتصادي ككل، وذلك لاتخاذها في الاعتبار جميع الأنشطة والتكاليف بما فيها تكلفة الفرصة البديلة والتضخم، وبالتالي تحدد قيمة المؤسسة على أساس القيمة الاقتصادية لها، حيث أن المسؤولية الاجتماعية للمؤسسة تتحدد بناءً على التنمية المستدامة لها، وذلك من خلال تحقيق النمو المستمر للمجتمع، وهذا الأخير يعتمد على تحقيق القيمة الاقتصادية للمؤسسة.

كما أن القيمة الاقتصادية المضافة تتميز بتحقيقها لنظام تعويضات أكثر عدالة، وذلك لأنها تأخذ بالإعتبار مقدار التضخم الذي يجب أن يتضمنه العائد المطلوب لرأس المال المستثمر، وبالتالي فهي أقرب للقيمة السوقية من المعايير الأخرى التي تعتمد على الربح المحاسبي، وبالتالي فهي الأحسن للمقارنة بين أداء المؤسسات (مجيد، 2017، صفحة 06).

وتتميز القيمة الاقتصادية المضافة بكونها يمكن استخدامها كأساس لجميع عمليات صنع القرارات المالية ووضع الإستراتيجية المالية للمؤسسة، كما يمكن استخدامها كوسيلة فعالة للإتصالات الداخلية والخارجية للمؤسسة، ووسيلة فعالة كنظام للحوافز.

توفر القيمة الاقتصادية المضافة بيئة فعالة لتطبيق نظام محاسبة المسؤولية، ومجالاً للمساءلة الإدارية على جميع نتائج المؤسسة، وذلك لتوفيرها نظام تقييم الأداء قويا.

كما تعد الميزة الأساسية لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة حسب Stern & Stewart أنها المقياس الوحيد الذي يقودنا مباشرة إلى قيمة السلعة أو الخدمة كجوهر للمؤسسة الاقتصادية، وبالتالي يمكن استعمالها في وصف القيمة بشكل عام في اتخاذ القرارات (أحمد و السعيد، 2012، صفحة 183).

وتتميز القيمة الاقتصادية المضافة عن المقاييس التقليدية المتعارف عليها في كونها تأخذ في الإعتبار عند حسابها التكلفة الكلية لرأس المال (المقترض والمملوك)، كما أن حسابها يتطلب إجراء العديد من التعديلات

والتسويات على الربح المحاسبي ورأس المال المستثمر وغيرها، والهدف منها الوصول إلى صافي الربح الاقتصادي، وبالتالي يتم إستبعاد بعض التسويات المحاسبية التي لا يترتب عليها تدفقات نقدية فضلا عن تعديلات رأس المال المستثمر لكي يعكس قيمة الأصول المستثمرة بالمؤسسة (علي ، 2010، صفحة 122).

المطلب الثاني: تقييم القيمة الاقتصادية المضافة

تعد القيمة الاقتصادية المضافة معيار لتقييم الأداء المالي حيث تتسم بالشمولية، فقد تعددت المزايا والفوائد التي تكتسبها المؤسسة التي تعتمد مقياس القيمة الاقتصادية المضافة، لذلك سنحاول في هذا الإطار الإطلاع على مزايا وعيوب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كغيرها من المؤشرات الأخرى حيث قدمت إسهامات عديدة ومع تداولها أظهرت مجموعة من المشاكل والصعوبات.

أولاً: مزايا القيمة الاقتصادية المضافة

إن معيار القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر لتقييم الأداء المالي الإستراتيجي يتميز بالشمولية، فقد أجمعت البحوث العلمية على أن استخدام هذا المعيار من طرف الإدارة المالية في المؤسسات يحقق ما يلي:

1. الفعالية

حيث تشير القيمة الاقتصادية المضافة إلى فعالية وكفاءة المدراء والمؤسسات، وبصفة أساسية فإن الهدف من استخدام القيمة الاقتصادية المضافة هو أنها تؤدي بالمؤسسة إلى تحقيق المزيد من الفعالية المالية برأسمال أقل من الضروري، والفعالية ليست هي الهدف الأول لمعيار القيمة الاقتصادية المضافة، ولكن يمكن أن تظهر القيمة الاقتصادية المضافة ما مقدار القيمة المحققة وما مقدار رأس المال المستخدم لتحقيقها، وبهذه الطريقة يمكن أن نحكم على الفعالية (مولود، 2018، صفحة 59)؛

2. تحفيز الإدارة

يعمل مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على خلق حافز لدى المدراء لتحقيق عوائد بكفاءة مرتفعة، حيث يعد أكثر المقاييس ملائمة في ربط أجور المدراء وتعويضاتهم بمؤشر يعمل كنظام للحوافز بدلا من مؤشر الربح المحاسبي، الذي يعطي كفاءة منخفضة رغم أنه مرتفع، وذلك لاستخدامه رأس المال المستثمر الخاص. كما أنه يدفع بالمديرين إلى تحديد مناطق القصور في نشاط المؤسسة. كما يؤكد مؤيد القيمة الاقتصادية المضافة أن

المساهمين الذين لا يتدخلون في قرارات المسيرين الماليين وذلك ضمن المعايير الأخلاقية، سيجدون أن هذا المؤشر هو الأفضل في تحديد الأجور وربطها بالإنجاز (أسعد، 2012، صفحة 61). فهو يعمل على تخفيض مشاكل الوكالة من خلال تحفيز المديرين وتشجيعهم على التصرف كأنهم ملاك المؤسسة؛

3. تعترف بصورة صريحة بتكلفة رأس المال المملوك

أي أنه يتم خصم كافة التكاليف التي تحملتها المؤسسة من الإيرادات المحققة وبالتالي فإن الربح المتبقي هو الربح الحقيقي لحملة الأسهم؛

4. قابلية التطبيق

تتميز القيمة الاقتصادية المضافة بقابليتها للتطبيق على أرض الواقع فهي تتطلب استعمال إثنين فقط من القوائم المالية، الميزانية وجدول حسابات النتائج، فهي تسمح بتطبيقها في الواقع على أي مؤسسة (مولود، 2018، صفحة 60).

5. يضمن معيار القيمة الاقتصادية المضافة نهاية فوضى تعدد الأهداف

حيث إن جل المؤسسات تضع منظومة من المقاييس للتعبير عن أهدافها، ونظرا لتعدد أهداف المؤسسة ومعايير قياسها، سيؤدي ذلك إلى تفكك وإنحلال عملية التخطيط واتخاذ القرارات، إلا أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يعمل على إزالة هذه الفوضى، عن طريق استعمالها كمؤشر شامل موحد للقرارات حيث تركز على هدف واحد وهو كيف تطور القيمة الاقتصادية المضافة، وذلك بكونها المؤشر الوحيد الذي وضع لغة مشتركة بين الموظفين عبر كافة المستويات والوظائف التشغيلية والرقابة المشتركة (حمزة م.، 2008، صفحة 174).

ثانيا: إنتقادات القيمة الاقتصادية المضافة

إن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كغيره من المؤشرات، على الرغم من مزاياه المتعدد إلا أنه وجهت له مجموعة من الإنتقادات يمكن إظهارها فيما يلي:

1. على الرغم من أهمية التسويات التي إقترحها كل من Stern & Stewart لمعالجة الأرباح المحاسبية ورأس المال المستثمر، إلا أن زيادة عددها يمثل عقبة أمام المؤسسة، فهي تزيد من تعقيد وتكلفة تطبيق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، مما يجعل العديد من المؤسسات تحجم عن تطبيقه، علماً أن Stern رد على هذا الانتقاد بأن المؤسسة لا تطبق كل التعديلات، بل يتم إجراء في حدود 10 تعديلات وذلك طبقاً لظروف المؤسسة (علي، 2010، صفحة 131).

2. عادة ما تكون تكلفة الأموال المستثمرة الخاصة أعلى من تكلفة الأموال المقترضة وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع المخاطر، لذلك تلجأ الإدارة عند تطبيق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة إلى الإقتراض كبديل عن التمويل الخاص، وهذا ما يؤدي إلى عدم التكافؤ في استخدام الأموال، وبالتالي عدم توازن الهيكل المالي، وهذا ما ينتج عنه مخاطر التمويل أي إمكانية الوقوع في العسر المالي، كما ستعمل الإدارة للتوجه إلى قبول المشاريع ذات العوائد المرتفعة التي تترافق عادة بمخاطر مرتفعة، ورفض المشاريع ذات العوائد المنخفضة بالرغم من أنها تحمل درجات أقل من المخاطرة (أسعد، 2012، صفحة 61).

3. تضمن هذا المقياس لمصطلح "اقتصادية" قد يعطي فكرة بأنه يعتمد في القياس على القيم الحالية الحقيقية، وذلك بعد أخذ التوقعات المستقبلية للتدفقات النقدية وأثرها على القيمة الحالية، إلا أن القيمة الاقتصادية المضافة تقيس القيمة المضافة لثروة الملاك في فترة زمنية محددة فقط. كما أن حساب هذا المقياس يعتمد على البيانات المعتمدة على أساس الإستحقاق الذي قد يتيح التلاعب بالنتائج دون التقيد بتوقيت تدفقها نقداً (أسعد، 2012، صفحة 62).

4. بالرغم من إستناد القيمة الاقتصادية المضافة على مفهوم الدخل المتبقي، إلا أنه لا يقدم أي نموذج يمكن استخدامه في تسعير الأوراق المالية، وذلك على عكس من نموذج خصم الدخل المتبقي بعد تغطية تكلفة رأس المال والذي يمثل الحلقة المفقودة في الربط بين البيانات المحاسبية وبين أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية (عمر ع.، 2015، صفحة 220).

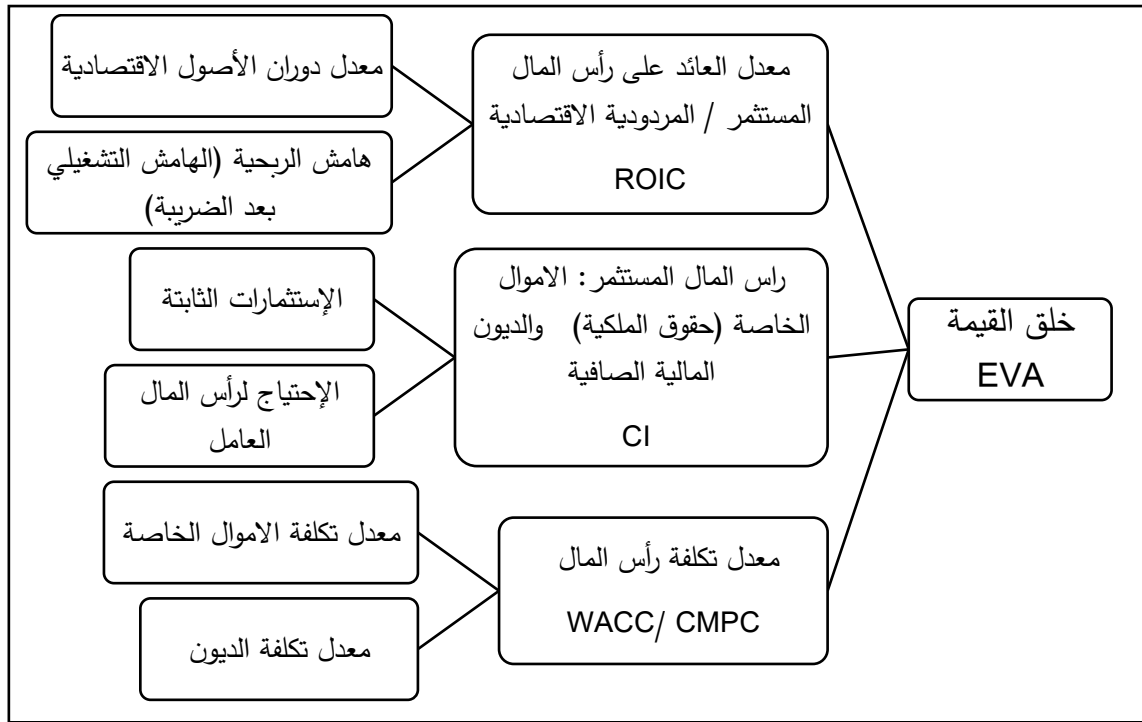
المطلب الثالث: شجرة القيمة الاقتصادية المضافة ومعوقات تطبيقها كأداة لتقييم الأداء المالي

تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة المعيار الأدق تحليلاً وتفسيراً للقيمة، إذ تعد أحد أهم مؤشرات الأداء المالي وقياس القيمة في المؤسسة، حيث سيتم في هذا المطلب التعرف على شجرة القيمة الاقتصادية المضافة، ومعوقات تطبيق القيمة الاقتصادية المضافة كأداة لتقييم الأداء المالي.

أولاً: شجرة القيمة الاقتصادية المضافة

تعطي شجرة خلق القيمة فكرة واضحة وشاملة عن ركائز وإستراتيجيات خلق القيمة الاقتصادية المضافة، وذلك بالرجوع إلى طريقة حساب الربح الاقتصادي المعروفة منذ زمن طويل، قبل أن تعيد مكاتب الاستثمار إكتشافها من جديد وذلك من خلال تلميعها والترويج لها.

الشكل 05: شجرة القيمة الاقتصادية المضافة



المصدر: (لمياء و سمية، 2021، صفحة 135)

ثانياً: معوقات تطبيق القيمة الاقتصادية المضافة كأداة لتقويم الأداء المالي

رغم إنتشار تطبيق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة إلا أن عدد قليل من المؤسسات نجحت في تطبيق هذا المؤشر بنجاح، وهو ما أعترف به Stewart حيث قال إن العديد من المؤسسات لا تعرف كيف تقوم بتنفيذ

مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، لذلك لم تستفد من مزاياه الكاملة جراء تطبيقه، ولقد أكدت بعض المؤسسات أن التطبيق الجيد لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة من شأنه أن يحسن الأداء المالي في المؤسسة (spero, 1999, pp. 01-02).

وقد ذكر Stewart أن هناك العديد من المعوقات التي تزيد من صعوبة تطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في كثير من المؤسسات ومنها:

1. سرعة تطبيق المؤسسات لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة

وجدت مؤسسة Briggs & Stratton أن نتائج حساب هذا المقياس لا تظهر بصورة حقيقية كل ما يحدث في مختلف الأقسام، يتم حساب القيمة الاقتصادية المضافة لكل قسم على حدة، وهذا قد يؤدي إلى عدم الدقة في قياسه، هذا لا يعني عيب أو قصور مقياس القيمة الاقتصادية المضافة إنما سبب ذلك هو السرعة وعدم التخطيط الجيد في تطبيقه (Dierks & Ajay, 1997, p. 162).

2. عدم اتخاذ المؤسسات لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأداة للعمل بها

حيث من الشائع لدى المؤسسات إعتقادها أنه كل ما تحتاجه من تطبيق هذا المقياس هو حسابه فقط وليس تطبيقه داخل المؤسسة في اتخاذ القرارات؛

فمثلاً، إذا تم ربط مكافأة المديرين بحجم الأرباح المحققة، فإنهم سوف يخفضون من حجم النفقات، كالتفقات الخاصة بالبحث والتطوير، وهو ما يؤدي إلى عدم مواكبة المؤسسة إلى التطورات والمنافسات في المستقبل، وذلك رغم تحقيقها لأرباح عالية، بينما إذا تم ربط المكافأة بالقيمة الاقتصادية المضافة، فذلك سيشجع المديرين على إجراء المزيد من الأبحاث لتطوير المنتجات، وذلك لأن نفقات البحث والتطوير يتم رسمتها في حساب هذا المقياس، وبالتالي لا تؤثر على مقدار نفقات هذه الفترة (spero, 1999, p. 02).

3. تعقيد عملية تطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة

يميل بعض المدراء إلى تعقيد عملية تطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة داخل المؤسسة وهذا الأمر ينعكس على أداء العاملين داخل المؤسسة، وقد يرجع البعض سبب التعقيد إلى كثرة التعديلات التي يتم إجراؤها في حساب القيمة الاقتصادية المضافة، إلا أن Stern & Stewart وجد حل لذلك، حيث وضع مجموعة من

الاختبارات يمكن للمؤسسة القيام بها للتأكد من مدى ملائمة التعديلات للمؤسسة، كما أن هناك مؤسسات نجحت في تطبيق هذا المقياس دون القيام بأي تعديلات. لذلك وجب على المدراء ترك الأمور التي من شأنها تعقيد تطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة، وإظهار مزايا تطبيقها من تحفيزات وعوائد للعاملين، وقد أكد Stern & Stewart على فشل تطبيق القيمة الاقتصادية المضافة في حال عدم الحصول على تأييد من الإدارة العليا، أو فشل هذه الأخيرة في تفسير الغرض من تنفيذ تطبيق هذا المقياس (هالة، 2007، صفحة 172).

4. ضعف بعض المدراء في الإقناع

قد يواجه تطبيق مقياس القيمة الاقتصادية الرفض من قبل العاملين داخل المؤسسة، لذلك وجب على المدراء إقناعهم بإظهار مزاياه والجدوى من تطبيقه، وكذا إظهار نتائج تطبيقه من مكافأة وزيادة في الحوافز الخاصة بهم.

5. الفهم الخاطئ لطبيعة القيمة الاقتصادية المضافة

يتم استخدام مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في العديد من المؤسسات لقياس الربحية قصيرة الأجل كبديل للعديد من المقاييس كالعائد على الاستثمار وصافي الربح التشغيلي...، إلا أن هذا المقياس يركز أيضا على الربحية في الأجل الطويل، حيث أن معظم التعديلات المقترحة في حساب القيمة الاقتصادية المضافة تنص على الأخذ في الاعتبار المنافع والتكاليف طويلة الأجل (بهاء، 2002، صفحة 276).

6. عدم تدريب العمال على تطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة

يؤكد Stewart على ضرورة تدريب العاملين على كيفية تطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة وذلك لضمان نجاح تطبيقها، فعلى الإدارة إيصال كافة المعلومات للعاملين، حيث أن جميع الوظائف داخل المؤسسة تساهم في تحقيق القيمة لحملة الأسهم، وهذا يعني ربط هذا المقياس بمقاييس التشغيل.

فمثلا، معدل دوران المخزون، عندما تقوم المؤسسة برفع معدلات دوران المخزون بها وتخفيض رأس المال المستثمر فيه، فإن ذلك من شأنه العمل على تحسين القيمة الاقتصادية المضافة (Spero, 1999, p. 02).

7. تعدد خطوات حساب القيمة الاقتصادية المضافة

وتتمثل هذه الخطوات في تحديد صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة، وذلك طبقاً للمبادئ المحاسبية المتعارف عليها والذي تظهره القوائم المالية، عقب ذلك يتم إجراء التسويات التي حددها كل من Stern & Stewart للوصول إلى صافي الربح المعدل، ثم يتم الوصول إلى رأس المال المستثمر وإجراء التعديلات اللازمة لحساب القيمة الاقتصادية المضافة.

وفقاً لما سبق يمكن القول أن نقطة الإنطلاق لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة هي المدراء، فيجب عليهم العمل على تخفيض التكاليف مع زيادة نسبة العائد على المال المستثمر، واستخدام الطرق الحديثة داخل المؤسسة كالبرمجة الخطية، وكل هذا يتطلب تنويع المهارات من خلال تدريبهم ومنح الوقت الكافي لهم لتطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة، مما ينتج عنه تحسين أداء المدراء وزيادة قيمة المؤسسة الاقتصادية.

كما أن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة يستهدف الحد من إتجاه الإدارة نحو التلاعب في الأرباح أو ما يطلق عليه إدارة الأرباح في القوائم المالية، خصوصاً إذا اعتمد عليه نظام الحوافز والمكافآت في المؤسسة الاقتصادية.

المبحث الثالث: حساب القيمة الاقتصادية المضافة

يعتبر مقياس القيمة الاقتصادية المضافة مؤشر يتم من خلاله التأكيد من مدى قيام المؤسسة الاقتصادية بتطبيق القيمة، بالإضافة إلى تحفيز المديرين على خلق قيمة للمساهمين، وإستنادا لذلك فإنه يجب على إدارة المؤسسة الاقتصادية أن تعمل على تفعيل تطبيق هذا المقياس، من خلال إيجاد الطريقة المثلى لحسابها.

لذلك سيتم في هذا الجزء التطرق إلى طرق حساب القيمة الاقتصادية المضافة، وكيفية حساب كل عنصر من العناصر المكونة لها، إضافة إلى التعرف على أهم التعديلات المقترحة لقياسها.

المطلب الأول: طرق حساب القيمة الاقتصادية المضافة

يتطلب إحساب القيمة الاقتصادية المضافة الأخذ في الإعتبار الكثير من الأمور، وخصوصا المتعلقة منها بتكلفة الأموال المستخدمة والأصول الرأسمالية والتشغيلية العامة في الأقسام والوحدات الإنتاجية، لأن معيار القيمة الاقتصادية المضافة يمثل في الحقيقة الصورة المعادلة للدخل المتبقي (RI)* ولكن بعد إجراء التعديلات التي قامت بوضعهم شركة (Stern & Steward Co).

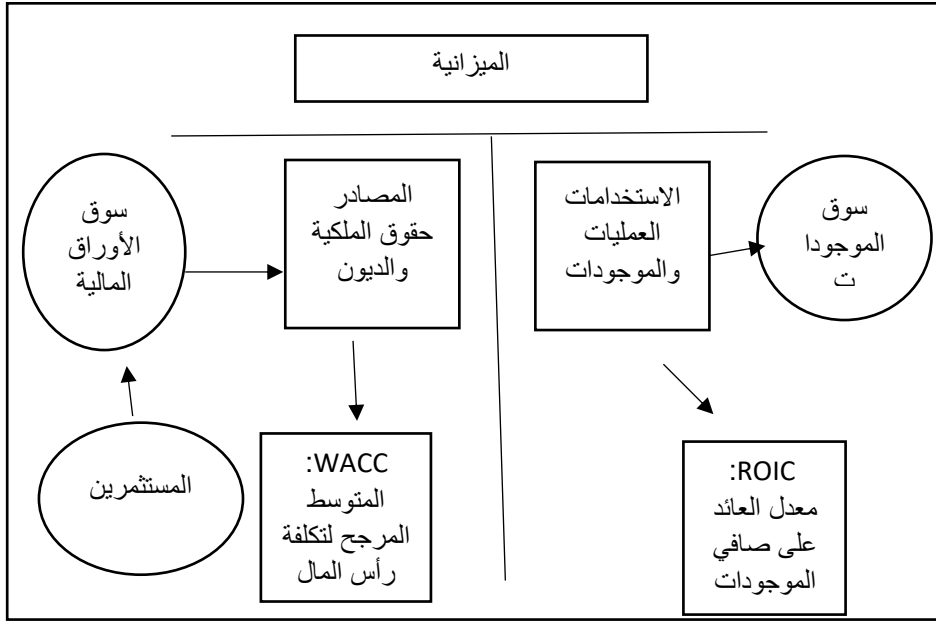
تحسب القيمة الاقتصادية المضافة EVA محاسبيا بأحد مدخلين، يعتمد الأول على أثر العمليات التي تنعكس في تغيرات بيانات المركز المالي، ويعتمد الثاني على نتائج الأنشطة التي تعكسها بيانات الإنتاج والدخل.

أولا: مدخل العمليات

يتم قياس القيمة الاقتصادية المضافة بناء على التغير في قيم الأصول والالتزامات، وليس على أساس التغير في القيم السوقية، وهي تعادل الزيادة أو الإنخفاض في حقوق الملكية وبالتالي في قيمة المؤسسة (أسعد، 2012، صفحة 58)، وتظهر مكوناتها في ميزانية المؤسسة، كما في الشكل التالي:

* يقاس الدخل المتبقي بالفرق بين الإيرادات والتكاليف الخاصة به مع تضمين تلك التكاليف المصاريف المالية الداخلية المرتبطة بالمؤسسة أو جزء منها الذي خلق الإيراد. وتتمثل المصاريف المالية بمعدل محتسب للفائدة محدد داخليا من قبل إدارة المؤسسة، وبما يحقق مردودية المطلوبة.

الشكل 06: مكونات القيمة الاقتصادية المضافة من خلال الميزانية



المصدر: (أسعد، 2012، صفحة 59).

تعطى عبارة القيمة الاقتصادية المضافة كما يأتي (Hans-Joachim, 2000, p. 144) و (Matthias, 2004, p. 69):

$$EVA = (ROIC - WACC) * IC$$

حيث أن:

- IC: رأس المال المستثمر؛
- ROIC: معدل العائد على صافي الموجودات؛
- WACC: المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

ثانياً: مدخل الأنشطة

وفق هذا المدخل تحسب القيمة الاقتصادية المضافة بشكل تفصيلي لعناصر النشاط المنتجة للدخل والمثبتة محاسبياً في قائمة الدخل والميزانية، حيث يعد هذا المدخل الأكثر شيوعاً لحساب القيمة الاقتصادية المضافة نظراً لدقته ووضوح خطواته. فهو يعتمد عند حسابها على الربح المحاسبي المحقق من الأنشطة التشغيلية مع إجراء التعديلات التي تلغي الفجوة بين المفهومين المحاسبي والاقتصادي للربح، ثم طرح تكلفة رأس المال منها، ويشكل

الناتج مقياسا للقيمة المضافة التي تمكنت إدارة المؤسسة من خلقها وتحقيق غايات المستثمرين وأهدافهم (أسعد، 2012، صفحة 59).

فتعطي عبارة القيمة الاقتصادية المضافة وفق هذا المدخل كما يلي (Matthias , 2004, p. 70):

$$EVA = NOPAT - (WACC \times IC)$$

حيث أن:

- IC: رأس المال المستثمر المستخدم لتمويل المشروع. ويشمل مصادر التمويل ذي التكلفة المختلفة (الخاص والمقترض)، ويعادل الفرق بين مجموع الموجودات والإلتزامات التي لا ترتب فائدة؛
- WACC: الوسط الحسابي المرجح لتكلفة رأس المال المستثمر؛
- NOPAT: ربح التشغيل الصافي قبل الفوائد وبعد الضريبة.

وبطريقة مبسطة تحسب القيمة الاقتصادية المضافة كالتالي:

$$EVA = \text{النتيجة الاستغلالية بعد الضريبة RE} - \text{أموال الاستثمار CE} \times \text{التكلفة المتوسطة}$$

المرجحة للأموال WACC

حيث أن:

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة أو التدفقات النقدية (في شكل سيولة) بعد جميع التحويلات الممكنة

والحسومات؛

CE: (Capitaux Engagés) تمثل رأس المال المستثمر والذي يتكون من: أموال خاصة + أقساط

الإصدار كقيمة خاصة متراكمة + مؤونات وشبه أموال خاصة + ديون مالية صافية من سلفات الخزينة؛

RE: (Résultat d'Exploitation) نتيجة الإستغلال وهي نفسها النتيجة الاقتصادية؛

WACC: التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال (السعيد و سمير، 2009، صفحة 20).

$$EVA = \text{الأرباح التشغيلية} - \text{أعباء رأس المال.}$$

مما سبق يتضح لنا أنه يمكن قياس القيمة الاقتصادية المضافة إما من خلال جداء الأموال المستثمرة والفرق بين المردودية المالية والتكلفة المتوسطة المرجحة، أو الفرق بين صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب ومكافأة رأس المال المستثمر. وهي بذلك يمكن أن تأخذ إحدى القيم التالية (محمد ر.، 2015، صفحة 137):

$0 < EVA$: فإن المؤسسة تحقق فائض عن تكلفة رأس المال المستثمر المطلوب من قبل المساهمين والدائنين، في هذه الحالة يمكن القول أن المؤسسة ناجحة وهناك خلق في ثروة المساهمين.

$0 = EVA$: فهذا يعني أن المؤسسة قد أنتجت بقدر ما إستثمرت من أموال، وبالتالي لا تحقق أي قيمة مضافة.

$0 > EVA$: هذا يعني وجود تآكل لثروة الملاك نتيجة عدم تغطية تكلفة رأس المال المستثمر، وهو ما يعرف بتدمير للقيمة، مما ينتج عنه إنخفاض قيمة أسهم المؤسسة وهذا ما يهدد إستمراريتها وبقاءها.

وبالتالي فإن القيمة الاقتصادية المضافة تعد مقياس جيد لمقدار الإضافة التي حققتها المؤسسة لأصحاب الأسهم. كما يمكن استخدامها في الأقسام الرئيسية داخل المؤسسة، وفي هذه الحالة يتم وضع نظام حوافز للمديرين على أساس ما يحققونه من قيمة اقتصادية مضافة.

ثالثا: طرق زيادة القيمة الاقتصادية المضافة

يعتبر مقياس القيمة الاقتصادية المضافة أداة لقياس خلق القيمة في المؤسسة، حيث هناك ثلاثة عناصر أساسية تدخل في حسابه وهي صافي الأرباح المعدلة بعد الضريبة وقبل الفوائد، المتوسط المرجح لتكلفة التمويل، رأس المال المستثمر. وتغيير في هذه العناصر يؤثر على القيمة الاقتصادية المضافة، وتستعمل الإدارة هذه العناصر لاتخاذ القرارات المناسبة لخلق القيمة وذلك كما يلي (Prasanna , 2011, p. 803):

1. زيادة معدل العائد على رأس المال وذلك بتحسين الأداء التشغيلي وبدون ضخ إضافات في رأس

المال؛

2. استثمار رأس المال الإضافي في المشاريع التي تحقق معدل عائد أكبر من تكلفة رأس المال؛

3. تحسين الكفاءة التشغيلية في المؤسسة للحفاظ على نفس قيمة صافي الربح بعد الضرائب، وذلك بتخفيض التمويل الحالي ما أمكن أو/ والإستمرار في زيادة صافي الربح بعد الضرائب مع الإبقاء على حجم التمويل كما هو وذلك بتخفيض التكاليف أو زيادة المبيعات؛
4. تخفيض التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال عن طريق تغيير إستراتيجية التمويل، وذلك بإيجاد المزيج التمويلي الأمثل.

المطلب الثاني: حساب متغيرات القيمة الاقتصادية المضافة

تستخدم القيمة الاقتصادية المضافة البيانات المستمدة من القوائم المحاسبية لقياس الزيادة في القيمة المحققة من طرف المؤسسة، على الرغم من أن معادلة القيمة الاقتصادية المضافة تأخذ العديد من الصيغ، لكنها كلها تركز على نفس الأفكار الأساسية التي وضعها Stewart.

حيث يعتمد في حسابها على ثلاث متغيرات أساسية وهي: صافي الأرباح التشغيلية بعد الضرائب، رأس المال المستثمر، المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

أولاً: صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب NOPAT ورأس المال المستثمر CI

يعتبر مقياس القيمة الاقتصادية المضافة من المعايير الحديثة في تقييم الأداء المالي، وهو يركز في حسابه على صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب ورأس المال المستثمر، لذلك سيتم التعرف على كل عنصر على حدي فيما يلي.

1. صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب (حساب نتيجة الاستغلال بعد الضريبة) NOPAT

يقصد بصافي الربح التشغيلي بعد الضريبة، بربح العمليات مطروحاً منه الضريبة ولكن قبل الأخذ في الحسبان تكلفة التمويل، والتكاليف غير النقدية (الإهلاك) وبالتالي يشير الربح التشغيلي إلى الدخل المتبقي Residual Income المتولد من رأس المال المستثمر في المؤسسة (محمد و جلال ، 2006، صفحة 492).

فصافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT يقيس أداء النشاط الإستغلالي للمؤسسة والمستقل عن النشاط خارج الإستغلال، حيث أن:

- نشاط الإستغلال: يتمثل في النشاط الأساسي للمؤسسة، والمرتبط بالنشاط الاستثماري والنشاط التجاري للمؤسسة؛
 - نشاط خارج الإستغلال: لا يمثل أساس نشاط المؤسسة، وهو عبارة عن نشاط إستثنائي غير متكرر، فنجد أنه مرتبط ببعض العمليات الإستثنائية كالتنازل عن الاستثمارات التي يجب ألا تأخذ في الإعتبار لتحديد القيمة الاقتصادية المضافة الناتجة عن القرارات المالية في المؤسسة لدورة ما.
- يمكن إيضاح طريقة تشكيل صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب من خلال الشكل التالي:

الشكل 07: طريقة تشكيل NOPAT



المصدر: (Denis , 2000, p. 04)

صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة يقيس أرباح المؤسسة الناتجة عن عملياتها الجارية حيث يشبه EBIT (الأرباح قبل الفوائد والضرائب) فهو شكل معدل ويحدده Stewart وفق المعادلة التالية:

صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT = المبيعات - مصاريف التشغيل - الضرائب.

وهذا واحد من أسهل التعديلات لجعل البيانات المحاسبية مأخوذة من الكشوف المالية، إذ يمثل أساساً الأرباح ناقص التدفقات النقدية التشغيلية والضرائب (مولود، 2018، صفحة 58).

وصافي الربح التشغيلي بعد الضريبة يعتبر في حد ذاته مقياساً لقدرة المؤسسة على توليد النقدية من خلال ممارسة نشاطها بغض النظر عن هيكلها التمويلي، وقد تم إختيار هذا المقياس لتعبيره عن التدفقات الناتجة عن العمليات التشغيلية دون النظر إلى الهيكل التمويلي وتكلفة التمويل للمؤسسة، ويتم إضافة تكلفة التمويل (الفوائد) إلى صافي الربح وصولاً لصافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (ياسر و جيهان ، 2011، صفحة 35). حيث يتم إستخراج قيمتها من قائمة الدخل للمؤسسة من خلال المعادلة التالية:

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} \times (1-T)$$

حيث:

EBIT (Earning Before Interest and Tax): صافي الربح التشغيلي قبل الفائدة الضريبة.

T (Tax Rate): معدل ضريبة الدخل.

حيث يتم إتباع منهجين عند إحتساب صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (حكيم ، 2015، صفحة 394):

1.1 منهج من الأسفل إلى الأعلى

الربح التشغيلي بعد الإندثار والإطفاء
 + الفائدة الضمنية المحسوبة على العقود التشغيلية
 + مبلغ الزيادة بسبب إتباع طريقة LIFO
 + الزيادة في محصص إطفاء شهرة المحل
 + الزيادة في محصص الديون المعدومة
 + الزيادة في نفقات البحث والتطوير
 + الزيادة في محصص إطفاء البنود الإستثنائية
 = الأرباح التشغيلية المعدلة قبل الضريبة
 - الضرائب النقدية التشغيلية

= صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة

2.1 منهج من الأعلى إلى الأسفل

المبيعات

- كلفة البضاعة المباعة

- المصاريف التسويقية والإدارية

- الإهلاك

+ مصاريف الفائدة الضمنية من الخسائر التشغيلية

+ الزيادة في حقوق الملكية

+ إيرادات تشغيلية أخرى

- الضرائب النقدية التشغيلية

= صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة

2. رأس المال المستثمر CI

رأس المال المستثمر يمكن تسميته كذلك بالأصول الاقتصادية، والتي تتشكل من مبلغ الأموال الخاصة ومبلغ الديون المقدمة من طرف المقرضين، ومن أجل تقديره هناك طريقتين هما (سعاد و سميحة، 2017، صفحة 406):

- الطريقة الأولى عن طريق الخصوم أو الموارد؛

- الطريقة الثانية عن طريق الأصول أو الاستخدامات.

1.2. الطريقة الأولى عن طريق الخصوم أو المصادر

رأس المال المستثمر بالنظر إلى الخصوم يتمثل في مبلغ الأموال الخاصة ومبلغ الديون الصافية التي تمثل
الوضعية الحقيقية لديون المؤسسة؛

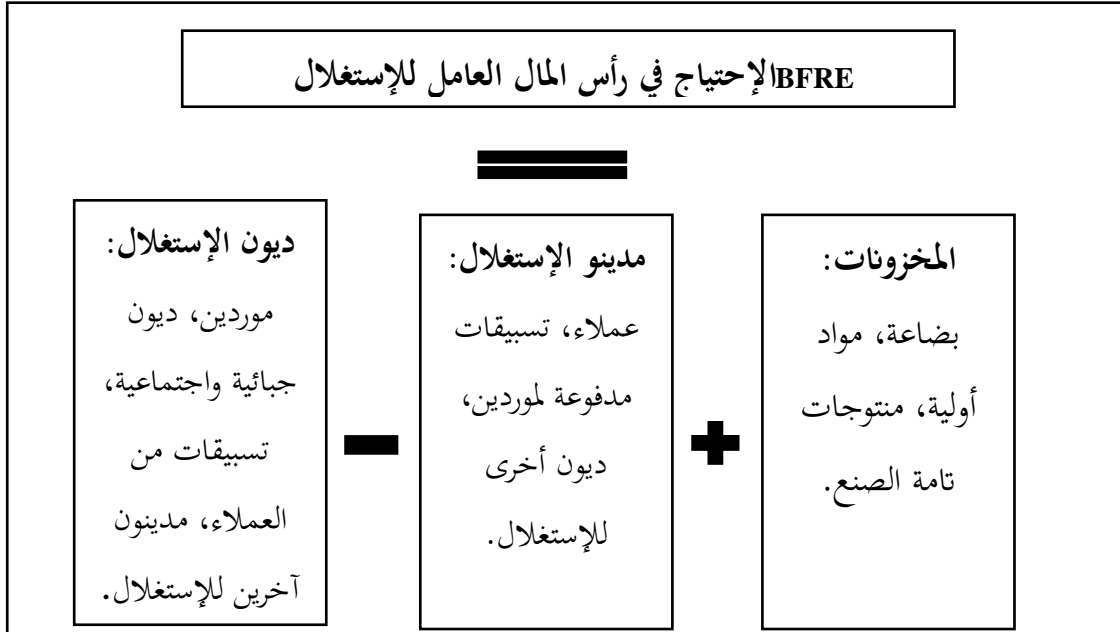
$$\text{رأس المال المستثمر} = \text{الأموال الخاصة} + \text{الديون الصافية}$$

2.2. الطريقة الثانية عن طريق الأصول أو الاستخدامات

وهي الطريقة الأكثر استعمالاً في الإدارة المالية والأكثر سهولة في التطبيق، حيث أنه في هذه الحالة فإن
رأس المال المستثمر يتمثل في الموارد المستخدمة والمقدمة من طرف أصحاب الأموال والمتعلقة بالنشاط الإستغلال
في المؤسسة.

وبعبارة أخرى، عبارة عن الأصول الثابتة الصافية زائداً الإحتياج في رأس المال العامل للإستغلال BFRE
ويحسب هذا الأخير كما يلي:

الشكل 08: الإحتياج في رأس المال العامل للإستغلال



المصدر: من إعداد الباحثة.

ثانياً: حساب تكلفة رأس المال

سيتم في هذا الجزء التعرف على تكلفة رأس المال وطريقة وقواعد حسابه.

1.1 تعريف تكلفة رأس المال

يقصد بتكلفة رأس المال التكلفة التي تتحملها المؤسسة لاستخدام رأس المال وهي تتضمن الفائدة على القروض وتكلفة الأموال الخاصة (محمد و جلال ، 2006، صفحة 492)، أي كلفة جميع مصادر التمويل التي تستخدمها المؤسسة في تمويل استثماراتها، وهي تكلفة الأموال الخاصة (حقوق الملكية) وتكلفة الديون المتوسطة والطويلة الأجل. وتمثل تكلفة رأس المال الحد الأدنى للعائد المطلوب من استثمار معين. فإذا كان العائد من مشروع استثماري أقل من تكلفة مصادر تمويله، فيجب عدم تنفيذ هذا المشروع لكونه غير مجدي اقتصادياً، وإلا سيتعرض المشروع لخسائر ومن ثم تخفيض لقيمه. من هنا تتضح الأهمية الكبيرة لهذه التكلفة ودورها المحوري في صناعة القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات (مولود، 2018، صفحة 58).

تعد تكلفة رأس المال المستثمر هي المكون الأكثر أهمية في مقياس القيمة الاقتصادية المضافة. ويتم احتساب تكلفة رأس المال من خلال الوصول إلى معدل التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال، وهي تتطلب احتساب شفاف وموثوق لأن هناك طرقاً مختلفة لقياس تكلفة رأس المال وتحديد التمويل بالأسهم. وهي ليست عائداً مطلوباً، وإنما هي متوسط مرجح للتكلفة وللعائد المطلوب. ويتم احتساب معدل التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال من خلال المعادلة التالية (حمزة م.، 2008، صفحة 511):

$$WACC = KCP \times CP / (D + CP) + KD \times (1 - IS) \times D / (D + CP)$$

حيث أن:

WACC: التكلفة المتوسطة لرأس المال؛

KCP: تكلفة الأموال الخاصة؛

KD: تكلفة الإئتمان؛

IS: معدل الضريبة.

هناك عدة طرق لتقدير تكلفة الأموال الخاصة المشروطة من المساهمين، حيث يمكن اعتبارها معدل الفائدة مضافا إليه نسبة المخاطرة، أو معدل العائد للأموال الخاصة وذلك بنسبة النتيجة الصافية للأموال الخاصة (مولود، 2018، صفحة 59). في المقابل، يتم الحصول على النسبة المئوية لتكلفة رأس المال من خلال أخذ المتوسط المرجح لتكلفة الدين بعد رأس المال للديون ورأس مال الأسهم.

وعليه يمكن القول إنه لحساب القيمة الإجمالية لتكلفة رأس المال، يجب حساب القيمة المتوسطة لتكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون أخذا بعين الاعتبار الأوزان النسبية لكل منهما في رأس المال هذا من جهة، والوفر الضريبي الناتج عن التمويل عن طريق الديون من جهة ثانية. حيث أن التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال هي مجموع تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون بعد الضريبة على أرباح المؤسسات مضروبة في أوزانها النسبية.

$$\text{التكلفة المرجحة للمتوسطة للأموال} = (\text{تكلفة القروض} \times \text{الوزن النسبي لهذا المصدر}) \times (1 - \text{معدل الضريبة الحدي}) + (\text{تكلفة الأسهم الممتازة} \times \text{الوزن النسبي لهذا المصدر}) + (\text{تكلفة حقوق الملكية} \times \text{الوزن النسبي لهذا المصدر})$$

ومنه يمكن تفسير التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال (WACC) على أنها العائد الإجمالي الذي يجب أن تحققه المؤسسة على أصولها الحالية للحفاظ على قيمة أسهمها. وهو أيضا العائد المطلوب من قبل المستثمرين على أي مشروع استثماري ينجز من قبل المؤسسة بحيث يكون له نفس المخاطر التشغيلية التي تتحملها المؤسسة. لذا، إذا رغبت المؤسسة بتقييم التدفقات النقدية لأي مشروع استثماري ترغب في الاستثمار فيه، فهذا هو معدل الخصم الذي يتم استخدامه (محمد ا.، 2020، صفحة 03).

2.1. قواعد حساب تكلفة رأس المال

توجد أربعة قواعد يجب أخذها بعين الاعتبار عند حساب تكلفة رأس المال وهي (حمزة و عيسى، 2019، الصفحات 155-156):

- يجب حساب تكلفة رأس المال بعد خصم الضرائب، تماما كما يتم حساب التدفقات النقدية الصافية أي بعد الضرائب أيضا؛

● الحساب باستعمال القيم السوقية، حيث على المؤسسة عند حسابها لتكلفة رأس المال أن تستعمل القيم السوقية للديون والسندات وليس القيم الدفترية، فهذه التكلفة تمثل العائد الحالي المتوقع على الأوراق المالية للمؤسسة، وهذا لأن القيمة الدفترية أو المحاسبية ليست مناسبة للترجيح، كما تتيح للمستثمرين الحصول على عائد يعكس ظروف السوق الحالية من مخاطر الاستثمار وغيرها. ومع ذلك فإذا تعسر تحديد القيمة السوقية لإحدى مركبات هيكل رأس المال، فإنه يمكن استعمال القيمة الدفترية لتقديم تكلفة رأس المال؛

● تطابق أسعار الفائدة الإسمية مع التدفقات النقدية الإسمية. في العموم، فإنه يجب استخدام معدلات العائد أو التكاليف الإسمية بما يتطابق مع التدفقات النقدية الإسمية المستعملة في التدفقات النقدية الحرة. ففي وجود تضخم كبير، يمكن حساب التدفقات النقدية الحقيقية بسعر الخصم الحقيقي، لكن في وجود هذا النوع من التضخم، فإن معدلات التضخم العالية عادة ما تكون متقلبة جدا، وبالتالي التقلب في حساب التدفقات النقدية الحقيقية، لذا فإنه يجب حساب التدفق النقدي الإسمي مع سعر خصم اسمي والعكس؛

● يجب وضع تكلفة محددة لرأس المال يكون كهدف للمؤسسة للوصول إليه خلال فترة زمنية معينة، وبالتالي تحديد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة، فإذا إحتاجت المؤسسة إلى تمويل، تكون قد حددت مصدر التمويل إما إصدار أسهم أو طرح سندات، أو إقتراض أو استعمال الأرباح المحتجزة، وذلك بما يتناسب مع أهدافها المستهدفة.

سيتم التطرق إلى حساب تكلفة كل عنصر من عناصر رأس المال لحساب تكلفة رأس المال في الفصل الثالث.

المطلب الثالث: تعديلات القيمة الاقتصادية المضافة

إقتاحت شركة Stern & Steward إجراء عدد كبير من التعديلات والتسويات التي تشترك في تأثيرها على صافي الأرباح وعلى تكلفة الاستثمار وهذا لتسهيل حساب القيمة الاقتصادية المضافة.

أولاً: التعديلات المقترحة لحساب القيمة الاقتصادية المضافة

تتمثل الفكرة الأساسية لأسلوب القيمة الاقتصادية المضافة في الإعتماد على الربح الاقتصادي وليس الربح المحاسبي، حيث تتحرك قيمة المؤسسة إرتفاعاً وهبوطاً تبعاً للربح الاقتصادي لها، والواقع أن حساب الربح الاقتصادي للمؤسسة ليست عملية يسيرة (محمد و جلال ، 2006، صفحة 492)، حيث تتطلب إجراء العديد من التعديلات أوصت بها شركة Stern Stewart & Co والتي تفوق 160 تعديلاً يتوجب إجراؤها على كل من رأس مال المستثمر (Invested Capital)، وصافي الأرباح التشغيلية بعد الضرائب (NOPAT)، ولكن في واقع الحال ما تقوم به المؤسسات التي تستخدم مقياس القيمة الاقتصادية المضافة من تعديلات لا تتجاوز من 5 إلى 15 تعديلات وذلك تجنباً للتعقيد.

لتحديد التعديلات التي تؤخذها المؤسسة بعين الإعتبار في حساب القيمة الاقتصادية المضافة فإنه يجب تطبيق القواعد التالية:

- المادية: يجب أن يكون التعديل له أثر مادي؛
- التحفيز: يجب أن يكون للتعديل أثر في صنع القرار؛
- توفر البيانات: حيث يجب توفر البيانات اللازمة لإجراء هذه التعديلات؛
- السهولة والبساطة: حيث يجب أن تتصف بالسهولة والبساطة.

هذه القواعد تساعد على تقليص كمية البيانات اللازمة، وتسهل عملية حساب القيمة الاقتصادية المضافة.

ومنه سنحاول تقسيم أهم التعديلات كالتالي:

1. تعديلات على قائمة الدخل

تتم هذه التعديلات بإجراء بعض التغييرات على عناصر قائمة الدخل، وذلك بإضافة بعض البنود إلى رأس المال المستثمر في قائمة المركز المالي وهي:

1.1. تكلفة البحث والتطوير

وفقا للمعايير المحاسبية فإن هذه النفقات تعتبر مصروف، فهي تخفض من الربح في السنة التي أنفقت بها. ولكون أن هذه النفقات ليست لها قيمة مستقبلية يمكن الإستفادة منها، لذا يعاد إضافتها إلى كل من صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة وإلى رأس المال (عدنان و ارشد ، 2008، صفحة 132).

لرسمة تكاليف البحث والتطوير أثر إيجابي على التنبؤ بالأسعار المستقبلية للأسهم أكثر من إعتبارها مصروفا في قائمة الدخل، وكذلك فإنها ترتبط بالقيمة السوقية للمؤسسة على المدى الطويل مما يؤدي إلى زيادة المبيعات من عام إلى آخر. كما أنها تساعد على منع العديد من حالات الغش والتلاعب.

2.1. إطفاء الشهرة

تؤدي النفقات غير النقدية مثل الشهرة إلى تشويه رأس المال، ونظرا لأن القيمة الاقتصادية المضافة تركز على قياس العائد النقدي المتولد من النقدية المستثمرة في المؤسسة، لذلك يجب إضافة مجمع إطفاءات الشهرة عن السنوات السابقة إلى رأس المال المستثمر، وكذا إضافة إطفاء الشهرة عن العام الحالي إلى صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب (محمد و جلال ، 2006، صفحة 494).

أما فيما يتعلق بالشهرة غير المسجلة في دفاتر المؤسسة، والناجئة عن عملية الإقضاء فإنه يتم الإفصاح عنها من خلال إضافتها إلى قائمة المركز المالي وذلك حتى تعكس التكلفة الفعلية للإقضاء من وجهة نظر المساهمين.

3.1. الفروق الضريبية

ويقصد بها ما تتحمله المؤسسة من ضرائب، وما سددها فعلا، ولكن من وجهة النظر الاقتصادية فإن الضرائب التي يتوجب طرحها من الإيرادات هي تلك التي سددت فعلا، وليست تلك التي ستدفع لاحقا. ولمعالجة هذه الفروق يتم إضافة الضرائب المستحقة إلى رأس المال المستثمر وإضافة الزيادة في الفروق الضريبية إلى صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب (محمد و جلال ، 2006، صفحة 493).

4.1. إستهلاك الأصول الثابتة

تقوم المؤسسات أحيانا بإستبعاد بعض أصولها الثابتة، وربما أن القيمة الدفترية للأصل تختلف عن قيمتها السوقية فإن ذلك يؤدي إلى أرباح أو خسائر تنتج عن بيع الأصول، وقد إقتترحت الشركة Stern Stewart & Co بخصوص هذا الشأن عدم تسجيل هذه الأرباح والخسائر، وفي حال قيام المؤسسة بتسجيل هذه الأرباح والخسائر فإنه يجب أن يتم إستبعادها من قائمة الدخل.

2. تعديلات على قائمة المركز المالي

أهم التعديلات من هذا النوع ما يلي:

1.2. جرد المخزون

نظرا لإختلاف المؤسسات في تقييم المخزون حسب طريقة (Lifo أو Fifo) فإنه يضاف الزيادة في الإحتياطي (Lifo)* إذا كانت المؤسسة تستخدم هذه الطريقة في تقييم المخزون مقارنة بمؤسسة تستخدم (Fifo)[†] في تقييم المخزون (عدنان و ارشد ، 2008، صفحة 132).

2.2. الأرباح والخسائر المؤقتة (غير العادية)

تعد هذه من أكثر الفقرات إرباكا عند معالجتها محاسيبيا. إذ قد تخفي هذه الفقرة الأداء غير الجيد للمؤسسة، وعليه تخصم الأرباح من صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب وتضاف الخسائر الرأس مالية غير العادية إلى هذا الصافي.

ثانيا: صور القيمة الاقتصادية المضافة بعد التعديل

بناء على التعديلات التي يتم إجرائها، تجدر الإشارة إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة يمكن أن تأخذ عدة صور تتمثل في (هالة، 2007، صفحة 169):

* طريقة محاسبية لتقييم المخزون السلعي وفق ما يرد أخرا يخرج أولا.

† طريقة محاسبية لتقييم المخزون السلعي وفق ما يرد أولا يخرج أولا.

1. القيمة الاقتصادية المضافة الأساسية

وهي التي تحسب دون إجراء أي تعديلات على البيانات التي توضحها القوائم المالية؛

2. القيمة الاقتصادية المنشورة

وهي التي تحسب بتطبيق 12 تعديلا على البيانات الواردة في القوائم المالية، ومثل هذه القيمة هي التي

تعتمد عليها شركة Stern & Stewart في ترتيبها السنوي للمؤسسات؛

3. القيمة الاقتصادية المضافة الملائمة للمؤسسة

وتحسب عن طريق إجراء بعض التعديلات على القوائم المالية والتي تراها المؤسسة ملائمة لها.

4. القيمة الاقتصادية المضافة الحقيقية

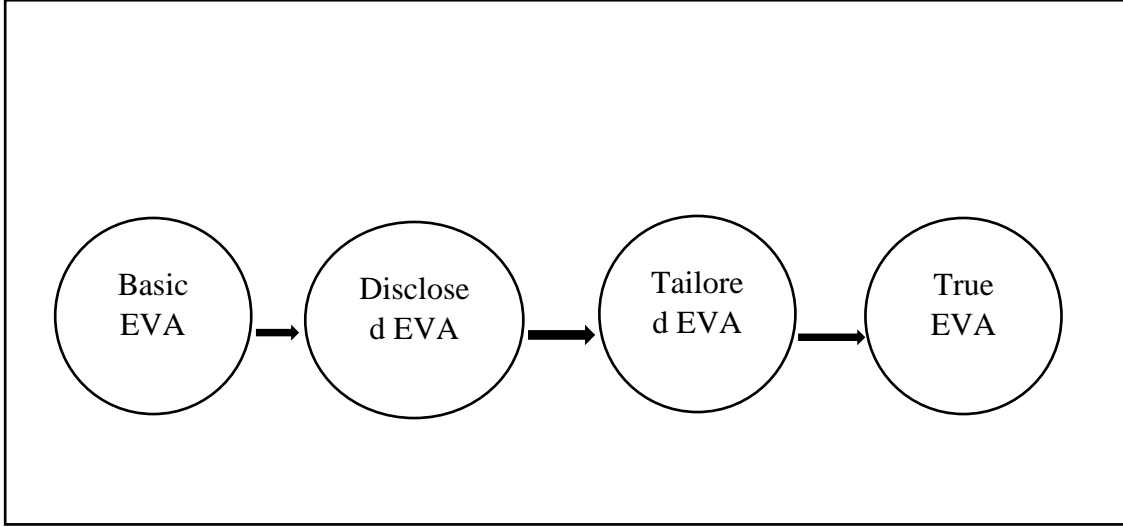
وتحسب عن طريق القيام بكامل التعديلات الملائمة على البيانات المستخرجة من القوائم المالية، مع

ملاحظة استخدام التكلفة الدقيقة لرأس المال لكل قسم من أقسام المؤسسة، ويمثل مقياس القيمة الاقتصادية

المضافة هنا أفضل وأدق مقياس للأرباح الاقتصادية؛

ويمكن تمثيل صور القيمة الاقتصادية المضافة من خلال الشكل التالي:

الشكل 09: صور القيمة الاقتصادية المضافة



المصدر: (Hans-Joachim, 2000, p. 149)

كما سبق يتضح أنه لا يوجد مفهوم خاص ومحدد لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة، وأن تنوع التعديلات تحت إختلاف مسميات القيمة الاقتصادية المضافة يترك مجالاً لكل مؤسسة للقيام بالإجراءات التي تناسبها وتتماشى مع خططها الإستراتيجية وسياساتها المحاسبية، وهذا ما يمكن إعتباره أحد عيوب هذا المقياس التي قد تعيق تحقيق الهدف المرجو منه، حيث أنه قد لا تستطيع المقارنة بين البدائل الاستثمارية إلا بتطبيق نفس التعديلات على كل منها، إضافة إلى أن كثرة التعديلات قد تزيد من تكلفة التطبيق مما يجد من مزاياه.

خلاصة الفصل الأول

تم في المبحث الأول من هذا الفصل التطرق للمفاهيم الأساسية حول الأداء المالي وخلق القيمة، حيث تم استعراض مفهوم الأداء المالي، الذي تنعكس عملية تقييمه في صورة مجموعة من المؤشرات التي تقيس مدى نجاح المؤسسة وتطورها، بحيث تصبح هذه المؤشرات بمثابة معايير يمكن بواسطتها تقدير مدى قيامها بتحقيق أهدافها. وكذا مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة، وأهم عيوبها، كما تم التعرف على خلق القيمة وأهدافها وأشكالها. وفي إطار المبحث الثاني تم معالجة القيمة الاقتصادية المضافة، من خلال التعرف على نشأة ومفهوم القيمة الاقتصادية المضافة، وأهميتها ومميزاتها، إذ أن هذا المؤشر يغلب الواقع الاقتصادي أي يأخذ في الحسبان تكلفة عامل من عوامل الإنتاج التي يجب أن تخصم كغيرها من تكاليف عوامل الإنتاج وهي تكلفة رأس المال وهو الشيء المضاف في مجال تقييم الأداء المالي الذي جاء به هذا المؤشر إنطلاقاً من عيوب المؤشرات التقليدية وأهم عيب وهو عدم حساب تلك التكلفة. وتم تقييمه من خلال إبراز المزايا والانتقادات الموجهة له.

أما في الأخير تم العمل على كيفية حساب القيمة الاقتصادية المضافة، وكيفية حساب كل من صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة وتكلفة رأس المال المستثمر، وكذا إيضاح التعديلات اللازمة على بعض بنود القوائم المالية لتطبيق القيمة الاقتصادية المضافة، والتعرف على صورها بعد إجراء التعديلات المناسبة لكل مؤسسة.

بعد أن تم التعرف على الأداء المالي ومؤشراته، والتطرق إلى مقياس القيمة الاقتصادية المضافة باعتباره أهم مقياس حديث لقياس الأداء المالي للمؤسسة، وذلك بالوقوف على نشأته وتعريفه وكذا أهم التعديلات المقترحة لحسابه، وكيفية حسابه، سننتقل في الفصل التالي لعرض الإستراتيجية المالية للمؤسسات الاقتصادية، بدراسة مختلف الجوانب المتعلقة بها.

الفصل الثاني: الإستراتيجية المالية

للمؤسسات الاقتصادية

تمهيد

تواجه المؤسسات في الوقت الراهن العديد من التحديات، خاصة في ظل التغيرات التي يعرفها الاقتصاد العالمي، وهذا ما يفرض عليها انتهاج إستراتيجيات لمجابهة هذه التحديات، وتحقيق النمو والبقاء، إذ تعتمد المؤسسة إلى تحديد إستراتيجية عامة، تأخذها بعين الإعتبار عند اتخاذها لأي قرار، فالإستراتيجية العامة هي تلك الوسيلة المستخدمة للوصول إلى الغايات والأهداف في شكل خطة موحدة، تربط جميع أجزاء المؤسسة، وتكون شاملة لجميع النشاطات المتكاملة والمتجانسة بالمؤسسة.

فنجد أن المساهمين في ظل انفصال الإدارة عن الملكية يهتمون بتقييم الربحية ودراسة إمكانية إستمرارية المؤسسة في المحيط الذي تنشط فيه، كذلك الدائنون والمستثمرون فنجدهم مهتمين بالتنبؤ بالأوضاع المستقبلية للمؤسسة، خاصة فيما يتعلق بيسرها المالي ورجحيتها بما يسمح لهم باتخاذ قرارات الاستثمار والإقراض للمؤسسة، وهذا ما يفرض على المؤسسة وضع إستراتيجية مالية.

حيث أن اتخاذ الإستراتيجية المالية في المؤسسة يهدف إلى تقدير وتوفير الموارد المالية، وتوظيفها بما ينسجم مع رسالة المؤسسة وأهدافها الإستراتيجية بشكل عام، وبما يحقق كفاءة الأداء بالنسبة لإدارتها، ولما لهذه الإستراتيجية من تأثير على ربحية المؤسسة وتوجهها في السوق، وما تتطلبه من مبالغ طائلة، يستوجب مجموعة من الإجراءات التحليلية للمعلومات المتعلقة بوضع المؤسسة المالي وقراراتها السابقة في ما يتعلق بشأن الاستثمار ومصادر التمويل التي توفرها القوائم المالية التي تتضمن قدرا هائلا من المعلومات المفيدة ماليا وإستراتيجيا خاصة إذا تم دعم نتائج تحليلها بنتائج التحليل الإستراتيجي للمؤسسة.

من خلال ما سبق سنحاول إبراز ماهية الإستراتيجية المالية والتعرف على مراحل إعدادها، وأهم القرارات المتعلقة بها. حيث سيتم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية الإستراتيجية

المبحث الثاني: الإستراتيجية المالية للمؤسسة الاقتصادية

المبحث الثالث: مقومات الإستراتيجية المالية للمؤسسة الاقتصادية

المبحث الأول: ماهية الإستراتيجية

تبنى مقومات المؤسسة الاقتصادية على التسيير الإستراتيجي الحديث، الذي يعمل على تحقيق أهداف المؤسسة طويلة المدى، وذلك من خلال وضع إستراتيجيات تتناسب ووضعية المؤسسة داخليا وخارجيا، مع الأخذ في عين الاعتبار نقاط قوة وضعف المؤسسة هذه من جهة، ومن جهة أخرى، الفرص والتهديدات التي تواجهها.

المطلب الأول: مفهوم الإستراتيجية

تعد إستراتيجية المؤسسة من العمليات الدورية والمستمرة في المؤسسة، والتي تعتمد على إنشاء وتطوير إستراتيجيات مستقبلية جديدة من خلال التغذية الرجعية للقرارات الاستراتيجية القائمة على نتائج تطبيق إستراتيجيات محددة.

أولا: تعريف الإستراتيجية

تستمد كلمة الإستراتيجية جذورها من الكلمة اليونانية Strategos والتي إقتصر استخدامها منذ عدة قرون على العمليات الحربية، إلا أنها إمتدت بعد ذلك إلى مجال الفكر الإداري وصارت مفضلة الاستخدام لدى مؤسسات الأعمال وغيرها من المؤسسات الأخرى المهتمة بتحليل بيئتها وتحقيق المبادرة والريادة في مجالات نشاطها (ابراهيم ن.، 2009، صفحة 22).

بدخول مصطلح الإستراتيجية إلى ميادين متعددة منها: سياسية، إجتماعية، اقتصادية، أدى إلى ظهور وجهات نظر مختلفة حول مفهوم الإستراتيجية، إذ يرى البعض أن مفهومها إرتبط بالقرارات التي تتخذ بغرض تحقيق أهداف معينة، ومن هذه الزاوية يمكن تعريفها على أنها "قرارات هامة ومؤثرة تتخذها المؤسسة لتعظيم قدرتها على الإستفادة مما تتيحه البيئة من فرص لوضع أفضل الوسائل لحمايتها نتيجة ما تفرضه البيئة عليها من تهديدات، فهي تتخذ على مستوى الإستراتيجية الكلية للمؤسسة، ومستوى الوحدات الإستراتيجية، وكذلك على مستوى الوظائف" (محمد أ.، 1999، صفحة 11).

وتعرف أيضا على أنها عبارة عن رؤية بعيدة المدى لما يجب أن تكون عليه المؤسسة في المستقبل، مع حشد الموارد اللازمة لذلك في إطار البيئة التي تعمل فيها (عبد السلام، 2001، صفحة 270).

ويرى Chandler أن الإستراتيجية هي إعداد الأهداف والغايات الأساسية للمؤسسة طويلة الأجل، وإختيار خطة العمل وتخصيص الموارد اللازمة لتحقيق هذه الأهداف (ناصر، 2001، صفحة 08).

كما تعرف بأنها مجموعة الوسائل والإجراءات المستعملة بشكل مشترك لتحقيق أهداف المؤسسة. يمكن أن تكون سرية عندما تكون موجهة ضد بعض المنافسين المباشرين وغير مباشرين للمؤسسة (Chiha, 2010, p. 134).

تعرف حسب Philip Kotler: "الإستراتيجية تمثل عملية تنمية وصيانة العلاقة بين المؤسسة والبيئة التي تعمل فيها من خلال تنمية أو تحديد غايات وأهداف وإستراتيجيات وخطط تنموية لمحافظة الأعمال وكل العمليات والأنشطة التي تمارسها هذه المؤسسة" (عبد السلام، الإدارة الإستراتيجية وإدارة الأزمات، 2002، صفحة 64).

ويمكن تعريفها أيضا على أنها: "أسلوب التحرك المرحلي لمواجهة الفرص والتهديدات التي يفرزها المحيط وذلك بالأخذ في الحسبان نقاط القوة والضعف الداخلية للمؤسسة، من أجل تحقيق غايات وأهداف المؤسسة" (محمد ر.، 2014، صفحة 18).

بهذا يمكن القول إن الإستراتيجية هي مجموعة السياسات والأساليب والخطط والمناهج المتخذة من طرف المؤسسة إنطلاقا من أهدافها الأساسية، لتصبح بعد تبنيها لهم وسيلة لتحقيق تلك الأهداف، وموجهة للقرارات المصيرية والمستقبلية التي تتخذها المؤسسة، في إطار توجيه مواردها نحو التطوير المستمر لموقفها التنافسي ولمواطن قوتها، من خلال التكيف مع المحيط الذي تنشط فيه، وصولا إلى تحقيق أهدافها.

ثانيا: خصائص الإستراتيجية

تتعدد خصائص الإستراتيجية وتختلف أهميتها باختلاف العلاقة مع المؤسسة، يمكن تلخيص أهم هذه الخصائص فيما يلي (ابراهيم، 2009، صفحة 23):

1. مجموعة من القرارات

تتكون الإستراتيجية من عدة قرارات، منها القرارات الإستراتيجية التي تعبر عن التوجهات الأساسية للمؤسسة وتحدد أفاق مستقبلية لها، وقرارات روتينية، وتتعلق هذه الأخيرة بالقرارات التي تتخذ على المستوى التشغيلي للمؤسسة وتكون بصفة يومية داخل المؤسسة؛

2. الشمولية

تعبر الإستراتيجية عن الوضع المستقبلي الذي تريد المؤسسة الوصول إليه، وعليه فإنه يجب عليها أن تكون شاملة لكل جوانب المؤسسة؛

3. تخصيص الموارد

تعمل الإستراتيجية على تخصيص موارد المؤسسة حسب الأهداف المراد تحقيقها.

4. موجهة لنظام مفتوح

المؤسسة عبارة عن نظام مفتوح موجود في بيئة خارجية، تتكون هذه الأخيرة من أنظمة تحمية تعمل فيما بينها بطريقة متكاملة لتحقيق أهداف أساسية، لتأتي الإستراتيجية بتصورها المستقبلي فتعمل على دراسة وتمحيص هذا النظام بمختلف جزئياته وتوجهاته بما يضمن تحقيق هذا التصور؛

5. الوضوح والإقناع

يجب أن تكون الإستراتيجية واضحة الأهداف، وكذا بصيغة واضحة وذلك لتطبيقها بصورة فعالة ودقيقة، دون أي مقاومة من العمال، أو تعرضها مع أهداف المؤسسة؛

6. محددة من حيث المراحل

هناك إختلاف في هذه النقطة فهناك إتجاه يقول بأن الإستراتيجية تمر بثلاث مراحل في إعدادها وهي: الصياغة، التطبيق والرقابة، وجهة تقول بأنها تمر بمرحلتين وهما: الصياغة والتطبيق، على إعتبار أن عملية الرقابة لا تتم كمرحلة أخيرة، بل تتم على مستوى الصياغة وعلى مستوى التطبيق، أي أن عملية الرقابة تكون ضمنية ومستمرة في كل مرحلة؛

7. أسلوب المشاركة

لصياغة الإستراتيجية بشكل جيد وناجح يجب إشراك كل الكفاءات وإستشارتهم فيما يخص الإستراتيجية، وذلك لعدم مواجهة أي مقاومة في تطبيقها، وكذا تحسيسهم بإنتمائهم للمؤسسة، ثم تقوم الإدارة العليا باتخاذ القرارات المناسبة فيما يخص الإستراتيجية الملائمة للمؤسسة؛

8. إلزامية الوقت

تعد الإستراتيجية وتطبق في الوقت المناسب والملائم للمؤسسة، حيث أن الوقت مهم جدا في الإستراتيجية، لأن أي تأخير في إعدادها أو تنفيذها سيلغي الجدوى من إعدادها، وهذا نظرا للبيئة الغير مستقرة؛

9. المرونة

الإستراتيجية ليست عملية ثابتة وصلبة بل عملية مرنة تستدعي التغيير متى لزم الأمر ذلك، فالمتابعة المستمرة للمحيط تستدعي من المؤسسة تحضير عدة سيناريوهات ملائمة لهذه التغيرات، تطبق متى حدثت وذلك للتقليل من الأخطار المرتقبة.

ثالثا: مراحل القيام بالإستراتيجية

تعد الإستراتيجية عملية مستمرة ومتناسقة فلا يمكن تقديم مرحلة على أخرى، ولا تنجح المرحلة الثانية إلا بنجاح المرحلة السابقة وهكذا.

1. تحليل البيئة

يعتبر التحليل الإستراتيجي المكون الأساسي للإستراتيجية، فهو المسؤول عن دراسة وضبط متغيرات البيئة التسويقية، حيث تسعى المؤسسة من خلاله إلى الملائمة والتوفيق بين الفرص الخارجية وعناصر القوة الداخلية بالمؤسسة وذلك في ظل التهديدات الخارجية وعناصر الضعف الداخلية (فاتح ، 2020 ، صفحة 06).

2. مرحلة التخطيط الإستراتيجي

تشتمل هذه المرحلة على تحديد الرؤية الإستراتيجية ورسالة المؤسسة، وتحديد الأهداف والغايات الطويلة الأجل، كما تهتم بتحديد البديل الإستراتيجي وإختيار الإستراتيجية المناسبة للمؤسسة.

3. التنفيذ

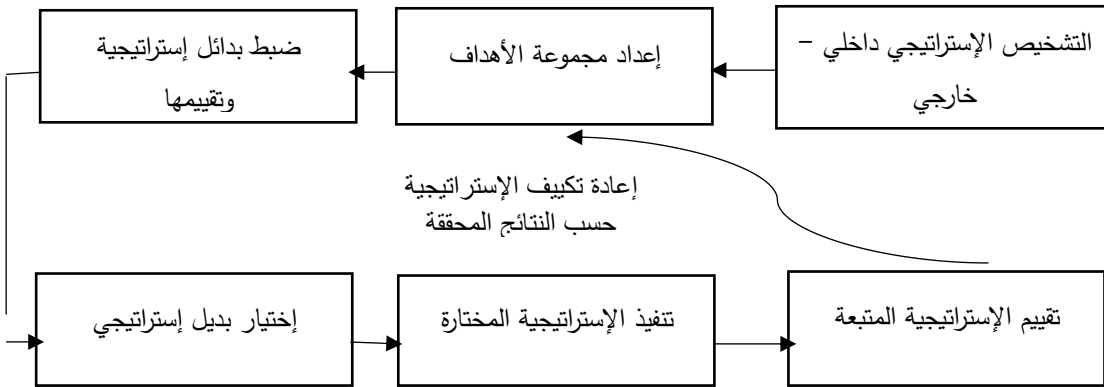
تمثل تلك العملية التي من خلالها يتم تحويل الإستراتيجيات والسياسات إلى تصرفات فعلية من خلال تنمية البرامج والموازنات والإجراءات، وبالتالي فإن وضع الإستراتيجية موضع تنفيذ يتطلب وجود هيكل تنظيمي ملائم، ملائمة الإستراتيجية للسياسات التنظيمية، كما أن النظم المطبقة في المؤسسة (نظم الأجور، ونظم المعلومات، نظم الإتصال...) تتلائم ومتطلبات تنفيذ الإستراتيجية (عبد السلام، الإدارة الإستراتيجية وإدارة الأزمات، 2002، صفحة 78).

4. مراجعة وتقييم الإستراتيجية

وهي عبارة عن الخطوة الأخيرة من مراحل الإستراتيجية، بحيث توضع الإستراتيجية لمواجهة وتعديل وتطوير المستقبل والذي يتميز بوجود عوامل داخلية وخارجية باستمرار، فتخضع الإستراتيجيات لعملية التقييم وهذا لمعرفة مدى تناسبها مع التغيرات التي تحدث في البيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة (فاتح ، 2020، صفحة 07).

ويمكن إيضاح مراحل طرح الإستراتيجية في الشكل التالي:

الشكل 10: مراحل القيام بالإستراتيجية



المصدر: (عادل ، 2014، صفحة 49)

المطلب الثاني: أهمية ومستويات الإستراتيجية

تعد الإستراتيجية مزيجاً من الأهداف والغايات التي تسعى المؤسسة لبلوغها، كما أن جوهرها يكمن في إختيار أداء الأنشطة بأسلوب مختلف عن المنافسين. وتتميز بأهمية بالغة في المؤسسة. لذلك سيتم التطرق في هذا الجزء إلى أهمية ومستويات الإستراتيجية داخل المؤسسة.

أولاً: أهمية الإستراتيجية

تتيح الإستراتيجية تحسين أداء المؤسسة، وضمان تعامل المؤسسة بفعالية مع بيئتها المتغيرة وذلك من خلال ما يلي (أحمد، 1996، صفحة 35):

1. التخصيص الفعال للموارد والإمكانات

تساعد الإستراتيجية المؤسسة على توجيه جهودها بشكل جيد في المدى البعيد، كما تساعد في تحسين استخدام مواردها وإمكاناتها بطريقة فعالة وبما يضمن إستغلال نقاط القوة والتغلب على نواحي الضعف في المؤسسة.

2. وضوح الرؤية المستقبلية واتخاذ القرارات الإستراتيجية

تتطلب صياغة الإستراتيجية دقة كبيرة في التنبؤ بالمستقبل والإستعداد لمختلف الأحداث، وهذا ما يجعل تطبيقها سبب نمو المؤسسة، كما تتيح الإدارة الإستراتيجية للمؤسسة التخطيط المسبق للمستقبل للتأثير على مختلف الأنشطة، وبالتالي فرض نوع من السيطرة على مستقبلها بشكل خاص.

3. تحقيق النتائج الاقتصادية الجيدة ودعم المركز التنافسي

تقوي الإستراتيجية مكانة المؤسسة في ظل الظروف التنافسية، وتمكنها من مواكبة التغيرات التكنولوجية، كما تساعد المؤسسة على الإستفادة من مواردها المتنوعة نظراً لإتساع سيطرتها الفكرية على أمور السوق.

4. إستيعاب وفهم عناصر المتغيرات البيئية

تمكن إستراتيجية المؤسسة من فهم محيطها، وذلك بمعرفة المتغيرات الاقتصادية والإجتماعية المستقبلية لبيئتها إعتقادا على وضعها الحالي، وبالتالي يمكنها إستغلال الفرص المتاحة وتجنب المخاطر، ودعم نقاط قوتها وتحجيم نقاط ضعفها.

ثانيا: مستويات الاستراتيجية

تختلف مستويات الإستراتيجية باختلاف حجم المؤسسة، ويتفق أغلب الباحثين على تقسيمها إلى ثلاث مستويات (الإستراتيجية الشاملة، إستراتيجية وحدات الأعمال، والإستراتيجيات الوظيفية)، نستعرض مفهومها كما يلي:

1. الإستراتيجية الشاملة

تصاغ هذه الإستراتيجية وفق الفرص والتهديدات، والموارد المتاحة للمؤسسة، فهي تعكس الإتجاه العام للمؤسسة، حيث أن عملية إعدادها معقدة ومتشعبة يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- وضع الخطط الإدارية الخاصة بالمؤسسة؛
- التنسيق بين مختلف الأعمال الاستثمارية، لتوفير التعاضد وتقوية الوضعية التنافسية للمؤسسة،
- وضع الأسبقيات الاستثمارية وتوزيع موارد المؤسسة فيها.

ويتم صياغة هذه الإستراتيجية من طرف الإدارة العليا للمؤسسة، وتتعدى الإستراتيجيات هذا المستوى فنجد مثلا إستراتيجيات الإستقرار والثبات، النمو والتوسع، الإنكماش والتراجع، والإستراتيجية المركبة (محمد س.، 2007، صفحة 19).

2. إستراتيجيات وحدات الأعمال

تختلف إستراتيجية المؤسسة باختلاف وحدات الأعمال في المؤسسة، حيث تتكون المؤسسة من مجموعة من وحدات الأعمال، إذ تتولى هذه الأخيرة صياغة وتنفيذ الإستراتيجية الخاصة بها إستنادا إلى متغيرات المحيط الخاص بها، وذلك في ظل الظروف والموارد المتاحة لها.

تقع مسؤولية إعداد وصياغة الإستراتيجية على عاتق مدراء الإدارة العليا لوحدة الأعمال مع التنسيق الكامل والمتكامل مع الإدارة العليا للمؤسسة. ومن بين أهم الإستراتيجيات التي يمكن تطبيقها في هذا المستوى نجد الإستراتيجية التنافسية (الهيمنة بالتكاليف، التميز، التركيز)، وإستراتيجيات التعاون، وتطوير بحوث التسويق، وتحليل الأوضاع البيئية لإقتناص الفرص وتوخي مخاطر البيئة الخارجية (زكريا، 2020، صفحة 28).

3. الإستراتيجيات الوظيفية

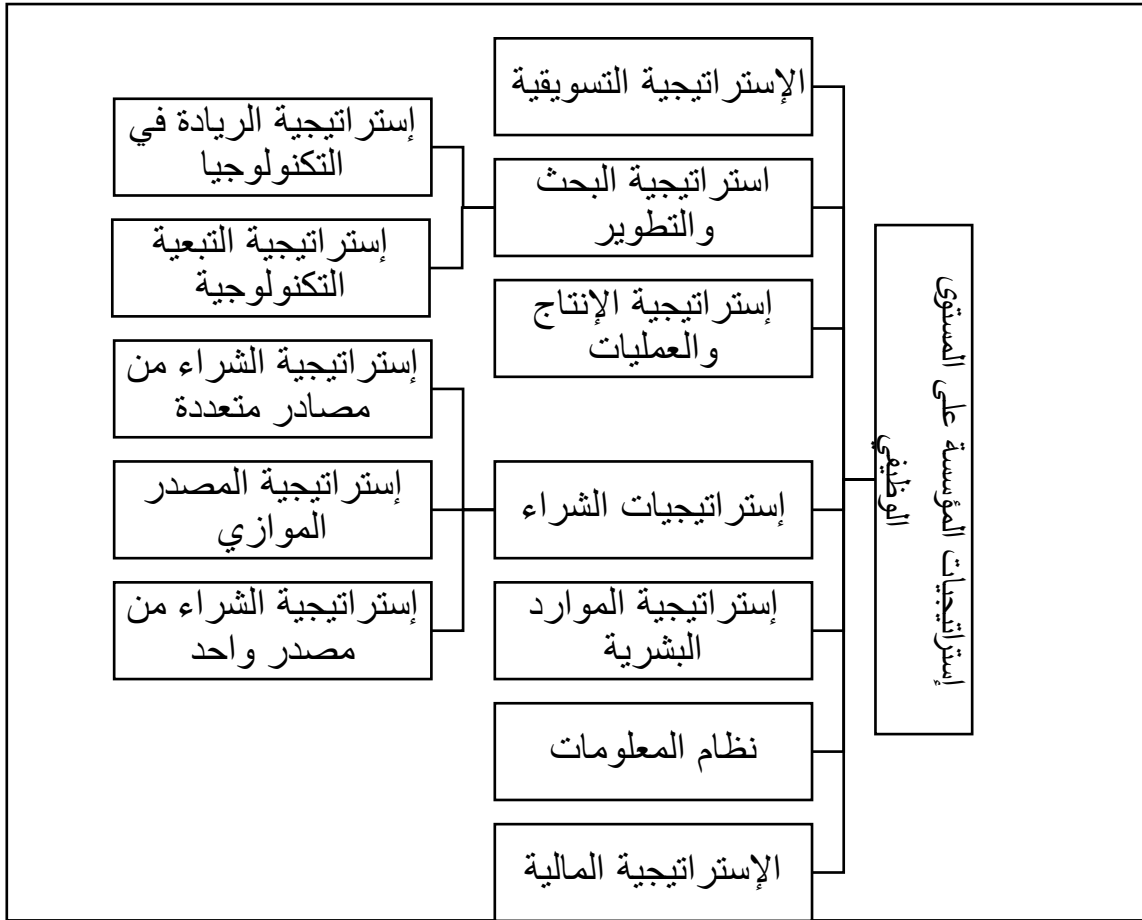
تعد هذه الاستراتيجية من قبل رؤساء ومدراء المجالات الوظيفية ومساعدتهم بالتنسيق مع مدراء وحدات الأعمال، حيث تتعدد المجالات الوظيفية داخل المؤسسة (أحمد س.، 2000، صفحة 103)، وهذا ما يتطلب وجود صيغ علمية لتنظيم استخدام الموارد المتاحة، فهي تهتم بوضع الموازنات والنظم وسياسات الاستثمار وعملية تخصيص التدفقات النقدية لإعطاء إنتاجية عالية داخل وظائف المؤسسة.

تكتسي الإستراتيجية الوظيفية أهمية، بإعتبارها الوظيفة المسؤولة عن التعامل مع الخطط أو البرامج التي تبين كيفية الحصول على الأموال اللازمة من مختلف المصادر (داخلية وخارجية)، واستخدامها لتنفيذ العمليات الضرورية للمؤسسة، وتوزيع الأرباح الناتجة على مساهمي المؤسسة (عائشة، 2017، صفحة 38).

عادة ما تبني المؤسسات أكثر من إستراتيجية على المستوى الوظيفي، ويمكن تلخيص هذه الإستراتيجيات

في الشكل التالي:

الشكل 11: أهم الإستراتيجيات على المستوى الوظيفي في المؤسسات



المصدر: (عادل ، 2014 ، صفحة 53)

المطلب الثالث: مبادئ الإستراتيجية ومعيقاتها

تعرف الإستراتيجية على أنها خطة طويلة المدى للوصول إلى هدف معين، لذلك فهي تبنى على عدة مبادئ لتحقيق أهدافها، كما أنها تواجهها صعوبات في إعدادها وتنفيذها. لذلك سيتم في هذا الجزء التعرف على مبادئ الإستراتيجية ومعوقاتها.

أولاً: مبادئ الإستراتيجية

يصعب وضع مبادئ ثابتة لبناء إستراتيجية في المؤسسة، ومع ذلك حاول بعض الباحثين ومنهم "Liddel Hart" أن يضع مبادئ أساسية للإسترشاد بها في صياغة الإستراتيجية، نورها كما يلي (ابراهيم، 2009، الصفحات 26-27):

- أن تتكيف الغايات مع الوسائل المتاحة لبلوغها؛
 - أخذ إتجاهات عمل تكتيكية والتي تؤدي إلى مزيد من البدائل المحققة لعدد كبير من الأهداف الموضوعية؛
 - أن تتكيف الخطط الموضوعية مع الحالات المستخدمة والتي لم يتم إستيعابها في عملية التنبؤ، لا يعني هذا فقدان التوجه الإستراتيجي المرسوم،
 - من الضروري تجديد الأساليب والموارد وعدم استخدام نفس الطرق السابقة في المنافسة، وتنظيمها ونشرها بطرق عديدة لتسهيل تكيفها مع الوضع الراهن والمستقبلي؛
 - الإتجاه نحو الاستثمارات ذات المقاومة القليلة خاصة إذا كانت هذه الاستثمارات تؤدي بالمؤسسة إلى الأهداف المراد تحقيقها؛
 - عندما تكون المؤسسة في حالة عمل متعدد الإتجاهات، فمن الضروري تجنب إستغلال جميع مواردها في خدمة موقع واحد.
- ثانيا: معوقات الإستراتيجية

تصادف الإستراتيجية بعض المشاكل والقيود سواء أثناء التنفيذ أو الإعداد، نلخصها في النقاط التالية (ابراهيم، 2009، صفحة 68):

1. التعقيد والصعوبات في الإعداد

إرتباط الإستراتيجية بأهداف وسياسات المؤسسة، وبالمعلومات التي تتحصل عليها من داخل وخارج المؤسسة، يجعل من عملية إعدادها أمرا صعبا ومعقدا، لذلك تهدف المؤسسات إلى تطوير نظام معلوماتها ليكون بإمكانها الوصول إلى أقصى درجة من فعالية الإستراتيجية؛

2. إمكانية نقص مرونتها

عادة ما تنتقد الإستراتيجية بأنها ثابتة وغير مرنة، وهذا ما يصعب عليها الإستفادة من الفرص التي قد تتاح لها أثناء عملية تنفيذ الإستراتيجية في المؤسسة، كونها غير مأخوذة بعين الإعتبار أثناء عملية إعداد الإستراتيجية، وهذا ما يقلل من فوائد المؤسسة؛

3. إمكانية المعارضة عند التنفيذ

تعد من أهم الصعوبات التي تواجه عملية تطبيق الإستراتيجية، وقد تكون جزئية أو كلية، كون أن هناك من لا يريد التغيير، بل يريد إبقاء الوضع الراهن، وأي محاولة للتغيير تضرهم، لأنهم يشعرون بأنها تخرجهم عن إطارهم المألوف بالنسبة لهم، إضافة إلى أنهم خائفين من التغيير؛

4. إزدیاد حدة المنافسة

لم تعد المنافسة مقتصرة على السعر وجودة المنتج فقط بل تعددت لتشمل كل أنشطة المؤسسة، ويتضح من خلال ظهور منافسين جدد باستمرار، وهذا يفرض على الإدارة العليا وضع إستراتيجية ذات كفاءة عالية وبعيدة المدى لمعالجة وضع المؤسسة وأسواق مختلفة؛

5. ندرة الموارد المتاحة

أهم مشكلة تواجه المؤسسة وهي الندرة، كون أن عدد السكان في تزايد مع نقص الموارد الطبيعية المكتشفة وهذا ما جعل المؤسسات في معضلة كبيرة، وأدى إلى ظهور صراعات بين الدول وبين المؤسسات على الموارد؛

6. الطاقة

على المؤسسات وضع إستراتيجيات تضمن من خلالها توفير ما تحتاجه من موارد لضمان بقائها وإستمراريتها.

ومما سبق يتضح لنا، أن وجود صعوبة في الإعداد يؤدي إلى صعوبة في التنفيذ، كما أن هذه الصعوبات ليس من الممكن القضاء عليها تماما، بل يجب على المؤسسة أن تسعى إلى التخفيف منها أو تأخذها بعين الإعتبار في مختلف المراحل الإستراتيجية.

المبحث الثاني: الإستراتيجية المالية للمؤسسة الاقتصادية

تبين الإستراتيجية المالية الأثار المالية للخيارات الإستراتيجية على مستوى المؤسسة ووحدات الأعمال، فهي تركز على مواءمة الإدارة المالية مع أهداف المؤسسة لإكسابها ميزة إستراتيجية. ولعل أهم ما تهدف إليه هو تعظيم القيمة المالية للمؤسسة، وذلك من خلال استخدام الموارد المالية بطريقة تعزز الأداء وتحسن الوضع التنافسي للمؤسسة، وهو ما يمكن تحقيقه بالإستناد إلى مجموعة من القرارات.

المطلب الأول: الخلفية النظرية للإستراتيجية المالية

تحاول الإستراتيجية المالية وضع الخطوط العريضة على المدى الطويل للتسيير المالي، من خلال تحديد الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة وتحديد الموارد المالية اللازمة لتحقيق هذه الأهداف.

أولاً: تعريف الاستراتيجية المالية

عرفت الإستراتيجية المالية عدت تعريفات نوجز بعضها فيما يلي:

تعرف الإستراتيجية المالية بأنها التطبيقات المالية المتعلقة بالإستراتيجية العامة للمؤسسة، فهي توضح أن الخيارات المالية تكون منسجمة مع خيارات الإستراتيجية العامة في المستوى الأعلى، فهي تهدف إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، من خلال تعزيز الأداء المالي وتحسين الوضع التنافسي للمؤسسة، باستخدام الموارد المالية المتاحة للمؤسسة (مولود، 2018، صفحة 31).

ونظراً لأهمية الجوانب المالية داخل المؤسسة، يتم دراسة الإستراتيجية المالية بعناية خاصة، حتى لا تقع المؤسسة في إشكالية الموازنة بين السيولة والربحية المحققة، كما تهتم الإستراتيجية المالية بفحص العديد من المؤشرات الخاصة بالمديونية والربحية، وتعتمد في ذلك على مجموعة من النسب المالية التي تعزز قدرة المؤسسة على تنفيذ إستراتيجيتها العامة (مولود، 2018، صفحة 31).

وتعرف الإستراتيجية المالية على أنها تلك الإستراتيجية المتفحصية والمحددة للإطار العام الذي يمكن في حدوده اتخاذ أفضل القرارات المالية التي تساعد المؤسسة على تنفيذ إستراتيجيتها الشاملة (مؤيد، 2005، صفحة 196).

كما يتم تعريف الإستراتيجية المالية على أنها مجموعة متماسكة ومتراصة من الأهداف والمعايير والقواعد المالية، حيث تتكون الإستراتيجية المالية من مكونين أساسيين هما:

- جمع الأموال التي تحتاجها المؤسسة بالطريقة الأنسب (قرارات التمويل)؛
- وإدارة توظيف هذه الأموال داخل المؤسسة، بما في ذلك قرارات الاستثمار وتوزيع الأرباح (Veronika ، 2019، صفحة 87).

وتعرف الإستراتيجية المالية على أنها إستراتيجية وظيفية وهو ما يجعلها تخضع للإستراتيجية العامة للمؤسسة، وهي تشمل كل من إستراتيجية الاستثمار، إستراتيجية التمويل وإستراتيجية توزيع الأرباح وإستراتيجية العلاقات القانونية (Jaroslav , 2009, p. 02).

كما أن الإستراتيجية المالية تمثل المحفظة المكونة للخطة الإستراتيجية للمؤسسة، التي تتبنى قرارات الاستثمار والتمويل المثلى والمطلوبة لتحقيق أهداف المؤسسة. ومن الضروري التمييز بين التخطيط الإستراتيجي والتكتيكي والتشغيلي حيث أن:

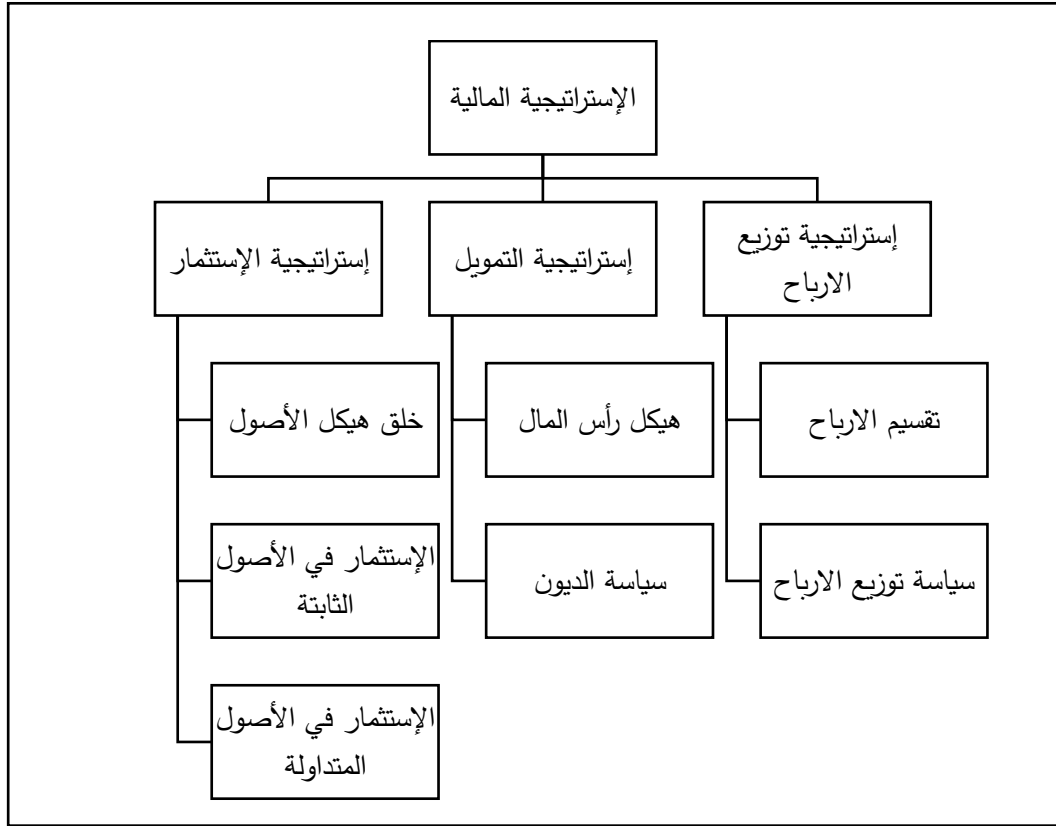
- الإستراتيجية هي مسار طويل المدى الإجرائي؛
- التكتيكات هي خطة وسيطة مصممة لتلبية أهداف الإستراتيجية المتفق عليها؛
- الأنشطة التشغيلية هي وظائف قصيرة الأجل مطلوبة لتحقيق أهداف المؤسسة المحددة وفقا لتكتيكات وخطط إستراتيجية.

وغنى عن القول إن الإدارة العليا تقرر الإستراتيجية، وتقرر الإدارة الوسطى التكتيكات وتمارس الإدارة الخطة السيطرة التشغيلية (Robert , 2009, p. 13).

ومما سبق فإن الإستراتيجية المالية هي إستراتيجية تؤدي إلى اتخاذ قرارات مالية مهمة وطويلة الأجل تؤثر على المستقبل المتوسط والبعيد للمؤسسة، وتوضح الإستراتيجية المالية من خلال القرارات المالية المتمثلة في قرارات الاستثمار وقرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح، ويعتبر القرار إستراتيجي ليس لكونه يتعلق بالأجل الطويل فقط وإنما هو إستراتيجي بالنظر إلى أهميته وتأثيره على مردودية المؤسسة، فتسيير الخزينة والتي تعتبر كل قراراتها مرتبطة بالأجل القصير، يأخذ الطابع الإستراتيجي نظرا لأهميتها وتأثيرها على مردودية المؤسسة. كما أن التوازن المالي في الأجل القصير يتعلق بالقرارات الإستراتيجية التي إتخذتها المؤسسة في الأجل الطويل.

يمكن توضيح تعريف الإستراتيجية المالية من خلال الشكل التالي:

الشكل 12: الإستراتيجية المالية في المؤسسة



المصدر: (Iwona, 2011, p. 09)

ثانيا: البعد المالي لدورة حياة المؤسسة

كل محطة من محطات حياة المؤسسة تقابلها إحتياجات مالية خاصة، تفرضها الوضعية المالية وقيود المحيط المالي والتجاري (الياس و يوسف ، 2011 ، الصفحات 54-55):

1. مرحلة الإعداد والتصميم

وهي مرحلة تأسيس المؤسسة، تتحمل فيها المؤسسة عادة مصاريف التأسيس والأبحاث، والتي يطلق عليها المصاريف الإعدادية خاصة في المؤسسات التي تعتمد على تكنولوجيات متطورة؛

2. مرحلة الإنطلاق

تعرف المؤسسة فيها نموا معتدلا وغير مستقر لكل من المبيعات والإنتاج، وتكون النتائج والمردودية في أغلب الأحيان سالبة بسبب ثقل المصاريف الثابتة وإنخفاض حجم الإنتاج. هذا ما يؤدي بالمؤسسة للجوء إلى مصادر التمويل الخارجية لمواجهة مصاريف الإستغلال.

3. مرحلة النمو

تشهد المؤسسة نموا متسارعا في حجم المبيعات والإنتاج، وتحسن في النتائج والمردودية بسبب إمتصاص التكاليف الثابتة الناتج عن وفورات الحجم، كما تتزايد قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي لمقابلة الاستثمارات المتزايدة. تبقى المؤسسة منشغلة بتحقيق التوازن المالي، بالتسيير الفعال للإحتياج في رأس المال العامل BFR واللجوء إلى الإستدانة يعد خيارا حتميا لمسايرة النمو؛

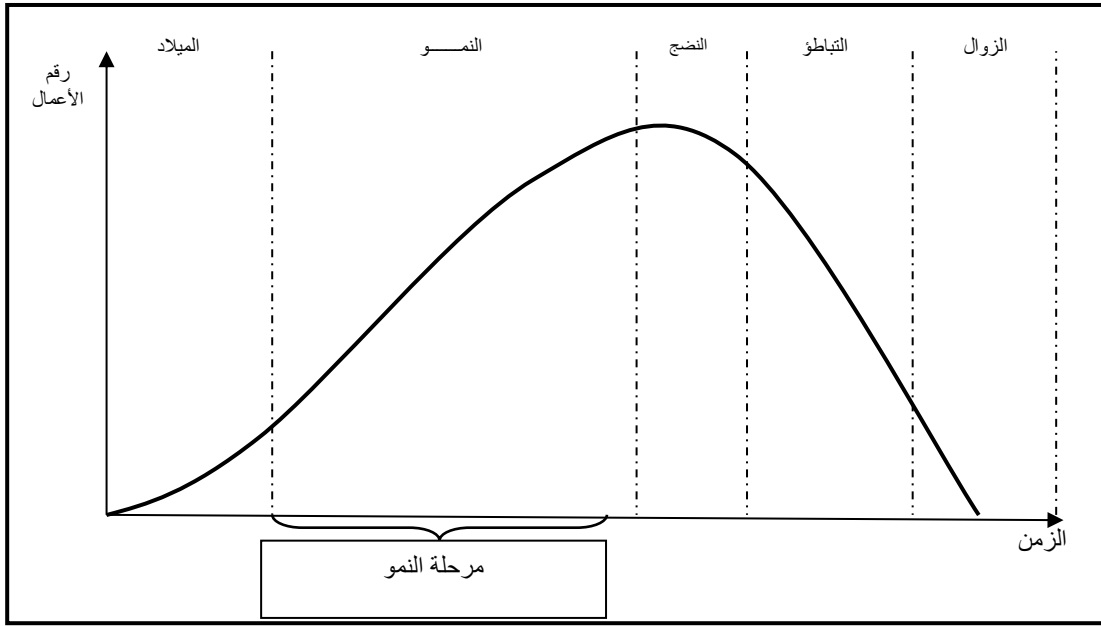
4. مراحل النضج

يميل معدل النمو نحو الإستقرار والتباطؤ، بعد تشبع السوق بمنتوج المؤسسة الحالي، فتزداد تكاليف الإشهار والترويج دون التأثير على المردودية، إذ تواصل المؤسسة في تحقيق نتائج إيجابية مع إنخفاض تدريجي للإحتياجات المالية. تسعى المؤسسة حينها إلى الحفاظ على الوضع الحالي أطول مدة ممكنة، فيسعى المسؤول المالي إلى توظيف السيولة المرتفعة في استثمارات إضافية والاستثمار غير المباشر في الأسواق المالية؛

5. مرحلة الزوال

هي بداية النهاية وأخر حلقة في حياة المؤسسة بنشاطها الحالي، إذ ينخفض بشدة رقم الأعمال، يدفع إلى السعي للبحث عن تصاميم جديدة للمنتج، وتنتهي بعملية التنازل عن الاستثمارات وتسريح العمال، مما ينجم عنه بعض التكاليف الخاصة التي ترفع من منحنى التكاليف.

الشكل 13: البعد المالي لدورة حياة المؤسسة



المصدر: (الياس و يوسف ، 2011 ، صفحة 73)

مراحل دورة حياة المؤسسة	مرحلة الإعداد والتحضير	مرحلة الانطلاق	مرحلة النمو	مرحلة النضج	مرحلة الزوال
الحاجة إلى التمويل الخارجي	مرتفع ومرتبط بتطوير الهياكل القاعدية	مرتفع مقارنة بقيمة المؤسسة	معقول مقارنة بقيمة المؤسسة	ضعيف وتابع للنقص في المشاريع الاستثمارية	ضعيف وتابع للنقص في المشاريع الاستثمارية
التمويل الداخلي	سالب أو ضعيف	سالب أو ضعيف	ضعيف بالمقارنة مع الحاجات التمويلية	مرتفع بالمقارنة مع الحاجات التمويلية	أعلى من الحاجات التمويلية
القدرة على دفع التوزيعات	لا توجد	لا توجد	ضعيف جدا	في حالة ارتفاع	مرتفع

المصدر: (عبد الكريم، 2019، صفحة 146)

ثالثا: مبادئ الإستراتيجية المالية

تتميز الإستراتيجية المالية بمجموعة من المبادئ، نوجزها في الجدول التالي:

الجدول 02: مبادئ الإستراتيجية المالية.

المبادئ	شرحها
المبادئ المتعلقة برأس المال/ الملكية	
قاعدة التمويل	يجب أن لا تقل نسبة رأس المال المطلوب/ رأس المال الخارجي عن 1
قاعدة التوازن	يجب تمويل الأصول الثابتة بحقوق الملكية، لأنها دائمة ومرتبطة بالمؤسسة. يمكن تمويل الأصول الثابتة برأس المال الثابت، والذي يتضمن حقوق الملكية ورأس المال الخارجي طويل الأجل.
المبادئ المتعلقة بعلاقة الإيرادات/ المخاطر	
مبدأ السيولة المالية	يجب أن تكون قيمة وهيكل رؤوس الأموال المشاركة في المؤسسة مناسبة للحفاظ على السيولة.
مبدأ مستوى المخاطرة المناسب	الحماية ضد المخاطر المفرطة تعني الحفاظ على كمية مناسبة من حقوق الملكية في المؤسسة.
مبدأ فعالية التمويل	يشير إلى ضرورة الجمع بين مصادر التمويل بحيث تكون تكلفة رأس المال أقل من قيمة المؤسسة.
مبدأ الإستقلالية المالية	يعني الحفاظ على مستوى الديون عند المستوى المعقول، حتى لا تكون هناك سيطرة خارجية على القرارات الرئيسية في المؤسسة.
مبدأ الرؤية المثلى للتمويل	يعني تحديد هيكل التمويل الذي يتم بواسطته إدراك وإعطاء تقييم إيجابي على بيئة المؤسسة.
مبادئ اتخاذ القرار المالي	
مبدأ الأناية	المستثمرون، أثناء اتخاذ القرار مدفوعون بمصالحهم المالية وبأخذون في الإعتبار الفوائد المفقودة التي سيحصلون عليها إذا أخذوا مبادرات أخرى.
مبدأ النفور من المخاطر	يفضل المستثمرون المبادرات ذات معدلات العائد الأعلى والمخاطر الأقل.
مبدأ التنوع	يشكل الأساس لبناء المحفظة الاستثمارية، مع السعي لتحقيقها بتعظيم معدل العائد وتقليل المخاطر.
مبدأ ثنائية المعاملات	يعني الحاجة إلى قبول المعاملة من قبل الأطراف المعنية، أي أن تكون لديهم قوة تفاوض وإقناع.
مبدأ الإشارات	المعلومات المرسله من خلال المؤسسات الاقتصادية الأخرى تعتبر إشارات قد تكون إيجابية أو تؤثر سلبا على الوضع المالي الحالي والمستقبلي للمؤسسة.
مبدأ كفاءة السوق	يفترض أن سوق رأس المال فعال. المشاركون في السوق متساوون في الوصول إلى جميع المعلومات الهامة ويستجيبون للإشارات على الفور.
مبدأ معدل الخطر	يركز صنع القرار الاقتصادي على الإختيار بين مستوى المخاطر والمخاطر المتوقعة.
مبدأ قيمة الأفكار	تضمن الأفكار المتوسطة متوسط الأرباح بينما يتم الحصول على أرباح كبيرة من خلال تنفيذ الأفكار الجديدة التي تنطوي أيضا على مستويات مخاطر أعلى.
مبدأ الإختيار	يتألف من مرونة أعلى وفرص معززة لإختيار مستقبل الأنشطة، ومع ذلك فإنها تنطوي على نفقات أعلى.
مبدأ السلوك	أثناء النشاط التجاري من المفيد الإستفادة من خبرة الآخرين هذا لا يعني أنه يجب نقل الحلول الجاهزة.
مبدأ الوقت هو المال	المال له قيمة مختلفة في الوقت المناسب. الأموال المستلمة في وقت مناسب لها قيمة أعلى بسبب فرص الحصول على إيرادات إضافية على الاستثمار، وإنخفاض المخاطر وقوة شرائية أعلى.

المصدر: (Iwona, 2011, p. 11)

المطلب الثاني: مجالات وسيورة الإستراتيجية المالية وأنواعها

تعتبر الإستراتيجية المالية عن الغايات والتوجهات المتعلقة بالجانب المالي، والتي تريد المؤسسة تحقيقه على المدى الطويل والمتوسط، وهي تحاول عادة تعظيم قيمة المؤسسة. إذ سنتعرض من خلال هذا المطلب إلى مجالات وسيورة عمل الإستراتيجية المالية، وكذا إلى أنواعها.

أولاً: مجالات الإستراتيجية المالية

تتم الإستراتيجية المالية بالمجالات التالية (مولود، 2018، الصفحات 32-33) و (مصطفى، 2004، صفحة 492):

1. رسم الخطط الإستراتيجية في مجال الاستثمار والتمويل وذلك لتحديد وتطوير هيكل التمويل، مصادر التمويل، استخدامات الأموال وتوزيع الأرباح؛
2. دراسة قرارات الاستثمار والتمويل، وذلك لاتخاذ التدابير اللازمة لتجنب المخاطر، وعدم تكرار الأخطاء. ويتم ذلك من خلال القيام بالعمليات التالية:
 - دراسة الجدوى ومطابقتها بالواقع العملي؛
 - دراسة نتائج القرارات الاستثمارية ومقارنتها بالمستهدف منها؛
 - دراسة البدائل الإستراتيجية والفرص والتهديدات التي تواجه المؤسسة وعلاقتها بمصادر التمويل؛
 - دراسة نتائج نشاط المؤسسة ومقارنتها بما هو مخطط ومستهدف، وتحليل الإنحرافات وضبط نقاط القوة والضعف في المؤسسة.
3. تقييم الموقف الحالي للبيئة الداخلية للمؤسسة في مجال الاستثمار والتمويل. ويتم ذلك من خلال:
 - تحليل ودراسة خصائص هيكل التمويل الحالي وتحديد نقاط قوته وضعفه، وتأثيرها على البدائل الإستراتيجية في مجال الاستثمار والتمويل؛
 - دراسة العلاقة بين مصادر التمويل، وما تحتاجه هذه الأخيرة من رؤية إستراتيجية لتنميتها والإستفادة منها لدعم قرارات التمويل والاستثمار؛

- دراسة المركز المالي وما به من نقاط قوة وضعف، وأثر ذلك على تحديد البدائل الإستراتيجية والإختيارات من بينها؛

4. تقييم الموقف الحالي للبيئة الخارجية في مجال الاستثمار، وهو ما يتطلب دراسة وتحليل:

- المركز المالي وسيولة المنافسين على إعتبار أن ذلك له تأثير قوي وواضح على القدرة المالية للمؤسسة، ومدى إستجابة مصادر التمويل لإحتياجات المؤسسة، حيث أن الموقف الاستثماري والمالي للمنافسين له تأثير على إختيار وتحديد البدائل الإستراتيجية؛
- خصائص وإمكانات مصادر التمويل وما يرتبط بها من فرص يمكن استثمارها وتهديدات تتطلب كفاءة التعامل معها وتأثير ذلك على الخيارات الإستراتيجية أمام المؤسسة؛
- مجالات الاستثمار التي توفرها البيئة الخارجية للمؤسسة ومدى قدرة هذه الأخيرة على التحرك داخل وبين هذه المجالات لتوظيف الفرص الاستثمارية فيها والتعامل مع القيود والتهديدات المرتبطة بها؛

- #### 5. البدائل الإستراتيجية الوظيفية في مجال الاستثمار والتمويل: وبناء على الخطوات السابقة وما إنتهي به التحليل من حقائق يمكن أن يتم وضع عدد من الإستراتيجيات الوظيفية البديلة في كل من مجال الاستثمار والتمويل.

ثانيا: سيورة الإستراتيجية المالية

تمر الإستراتيجية المالية بأربعة مراحل رئيسة يمكن إيجازها فيما يلي (Belletanté, 1991, p. 257):

1. التشخيص العام للمؤسسة: والهدف منه إكتشاف نقاط القوة والضعف، وإستنتاج إلتزامات المؤسسة والفرص المتاحة والتي يمكن تطويرها، أي تشخيص الوضع الإستراتيجي للمؤسسة؛
2. إختيار المديرية العامة للأسواق الجديدة والمنتجات والتكنولوجيات المستحدثة، إذ تختار التوجه العام للتطور؛
3. تقدير وإختيار الوسائل الواجب استعمالها لتحقيق هذه الإستراتيجية، فيلعب التحليل المالي دورا أساسيا في هذه المرحلة إذ يقيم الاستثمارات المرعوم إنجازها؛

4. أما المرحلة الأخيرة فهي تعكس الإستراتيجية العامة الخاصة بالبحث وتحديد الموارد المالية الملائمة وتحقيق التركيب التقني للعمليات المالية (إقتراض، زيادة رأس المال).

ثالثا: أنواع الإستراتيجية المالية

تتمثل أنواع الإستراتيجية المالية في (فاتح ، 2020، صفحة 10):

1. إستراتيجية هيكل التمويل

تختص هذه الإستراتيجية بتدبير موارد التمويل طويلة الأجل للمؤسسة، ويتكون هيكل التمويل في المؤسسة من أموال الملكية والتي تتضمن رأس المال المملوك والإحتياطات والأرباح المحتجزة، والديون طويلة الأجل؛

2. إستراتيجية إدارة الأصول

تمتد مسؤولية الوظيفة المالية إلى مجالات إدارة الأصول سواء كانت أصولا طويلة الأجل أو قصيرة الأجل؛

3. إستراتيجية توزيع الأرباح

تعتبر الأرباح عنصرا هاما لإستمرار أعمال المؤسسة، ولهذا فإن الأمر يتطلب ضرورة وضع إستراتيجية تحدد حجم الأرباح التي تحتفظ بها المؤسسة كأرباح محتجزة حتى يمكنها الإستمرار في أداء نشاطها.

المطلب الثالث: أهمية وأهداف الإستراتيجية المالية

تعتبر الإستراتيجية المالية المرتكز الذي تقوم عليه الإستراتيجيات والأهداف التي تحددها المؤسسة، لأنها تسعى إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وتوفير الحجم الأمثل من السيولة، وذلك من خلال مجموعة من القرارات الإستراتيجية.

أولا: أهمية الإستراتيجية المالية

يمكن تلخيص دوافع لجوء المؤسسة إلى تبني إستراتيجية مالية إلى ما يلي (هناء، 2016، صفحة 120):

1. الإستراتيجية المالية كوسيلة لمواجهة مستجدات المحيط

نظرا للتطورات التي يعرفها العالم والتغيرات الاقتصادية، إكتسبت المؤسسات على إثرها بعدا عالميا، حيث أصبح يصعب عليها التأقلم مع هذه التغيرات، ولمواجهة هذه الوضعية يجب على المؤسسة تبني إستراتيجية مالية فعالة، تضمن بها المؤسسة التسيير الجيد لأموالها بما يكفل تدعيم المشاريع الاستثمارية؛

2. الإستراتيجية المالية كأداة للنمو

يتحقق النمو نتيجة مجموعة من القرارات الإستراتيجية، حيث أنه لكل مؤسسة طريقة معينة في إختيار الإستراتيجية الملائمة؛

3. الإستراتيجية المالية كآلية لخلق القيمة المالية في المؤسسة

تهدف المؤسسة من تخصيصها للموارد المالية إلى تحقيق العوائد النقدية، فهذه الأخيرة تعتبر جوهر خلق القيمة، حيث تساهم النسب المالية بإعطاء كفاءة للأنشطة الخالقة للقيمة، وتمكينها من الاستخدام الأمثل للموارد المالية في إطار إستراتيجية معينة؛

4. الإستراتيجية المالية وتحقيق ميزة تنافسية من منطلق تحسين الأداء

من المعلوم عدم ثبات البيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة، وهذا ما يجعل إدارتها أمام تعديل مستمر لإختياراتها الإستراتيجية خلال مراحل تنفيذها لإستراتيجيتها، وهذا حسب مقتضيات وتغيرات محيطها.

ثانيا: الأهداف الرئيسية للإستراتيجية المالية

تهدف إدارة المؤسسة من خلال بناء الإستراتيجية المالية إلى تحقيق الأهداف التالية:

1. تعظيم قيمة المؤسسة

تعظيم قيمة المؤسسة تعد محصلة القرارات المالية، فهذه الأخيرة تؤثر على قيمة المؤسسة من خلال تأثيرها على حجم العائد الذي يتوقع أن تحققه المؤسسة وحجم المخاطر التي تتعرض لها هذه القرارات، وقد أصبح التركيز على هدف تعظيم قيمة المؤسسة كأحد أهم الأهداف الإستراتيجية التي يبقى على إدارة المؤسسة إنجازها كأحد المحاور الرئيسية في الإستراتيجية المالية (عبد الله، 2019، صفحة 147)، وهذا ما يجعل هذه القيمة تتأثر بالعناصر التالية:

- العائد المتوقع عن السهم؛
- الأرباح الموزعة على المساهمين؛
- التوقيت الذي يحصل فيه المستثمرون على العائد؛
- سعر الخصم في السوق؛
- توقعات المستثمرين، حيث سيؤدي إرتفاعها إلى زيادة تلقائية في قيمة السهم والقيمة السوقية للمؤسسة.

2. السيولة

يتمحور مفهوم السيولة حول (مولود، 2018، صفحة 34):

- توفير الأموال عند الحاجة إليها مع إمكانية الحصول عليها بتكلفة معقولة لمواجهة الإلتزامات عند إستحقاقها؛
- القدرة على تحويل بعض الأصول إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة مع تفادي الخسائر المعتبرة؛
- للسيولة أهمية كبيرة داخل المؤسسة وذلك في المدى القصير، حيث أن مؤشرات الأداء الجيد لا قيمة لها في حال كان وجود المؤسسة مهدد بسبب نقص السيولة، ولعل أبرز ما يوفره عنصر السيولة من ميزات نجد: تعزيز الثقة بين المؤسسة والأطراف الخارجية المتعاملة معها (المقرضين والمستثمرين)؛ تجنب تكلفة الأموال العالية إذا ما اضطرت المؤسسة للإقتراض؛ الوفاء بالإلتزامات عند إستحقاقها؛ مواجهة الإنحرافات غير المتوقعة في التدفقات النقدية؛ مواجهة متطلبات الإنتاج التشغيلي.

وتعد السيولة ضرورية لوفاء المؤسسة بإلتزاماتها وتفادي مشكلات خطر الإفلاس والتصفية الناتجة عن عدم توفر السيولة لفترة قصيرة أو في نفس الوقت، كما أن زيادة السيولة عن الحاجة قد يؤدي إلى تخفيض الأرباح نتيجة توظيف المؤسسة لجزء من أموالها في استثمارات ذات عوائد منخفضة.

3. الربحية

تعد الربحية هدفا أساسيا لجميع المؤسسات، فهي أمر ضروري لبقائها وإستمرارها وغاية يتطلع إليها المستثمرون ومؤشر يهتم الدائنون عند تعاملهم مع المؤسسة، حيث أنها تستعمل لقياس كفاءة الإدارة في استخدام الموارد الموجودة بحوزتها، لذا نجد أن جهدا كبيرا من الإدارة المالية في المؤسسة يوجه بالدرجة الأولى نحو الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بهدف تحقيق أفضل عائد ممكن لأصحابها، حيث لا تقل قيمته عن العائد الممكن تحقيقه على الاستثمارات البديلة التي تتعرض لنفس الدرجة من المخاطرة، وتعمل الإدارة المالية على تحقيق هدفها في الربحية من خلال إجراء تفاعل رشيد بين قرارات الاستثمار وقرارات التمويل.

المبحث الثالث: مقومات الإستراتيجية المالية للمؤسسة الاقتصادية

تعتبر الإستراتيجية المالية أنها مجموعة من القرارات التي تسمح بتحقيق الأهداف المالية للمؤسسة، ولأهمية الإستراتيجية المالية لا بد من دراستها بعناية فائقة حتى لا تقع المؤسسة في إشكالية عدم الموازنة بين جانبي السيولة والربحية المحققة.

المطلب الأول: العناصر الرئيسية للإستراتيجية المالية

تبنى الإستراتيجية المالية من أربع عناصر أساسية، تتمثل في كل من الكشوف المالية ومصادر التمويل، استخدامات الأموال وتقييم المؤسسة، حيث سيتم التعرف على هذه العناصر من خلال هذا المطلب.

أولاً: الكشوف المالية ومصادر تمويل الإستراتيجية المالية

تعتبر الوثائق المالية والمحاسبية المصدر الحقيقي للمعلومات التي يحتاجها المحلل المالي في عمله، إذ أن المؤسسة مطالبة بإعداد هذه الوثائق سواء بناء على النصوص القانونية أو متطلبات تفرضها المبادئ المحاسبية. كما تبين سيولة المؤسسة مما يسمح له باتخاذ القرار حول مصدر التمويل المتاحة للمؤسسة.

1. إكتساب رأس المال لتنفيذ الإستراتيجية

يتكون رأس مال المؤسسة من الأموال الخاصة والديون، حيث غالباً ما يتطلب التنفيذ الناجح للإستراتيجية، أموال إضافية إلى جانب صافي الربح من العمليات وبيع الأصول، كما أن إختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة يجعل تنفيذ الإستراتيجية أمراً ناجحاً (هشام ، 2021، صفحة 08).

من المتعارف عليه، أنه يجب أن يكون هيكل رأس المال يحتوي على ديون كافية وذلك لزيادة عائدها على الاستثمار، لكن كثرة الديون قد تعرض المؤسسة إلى خطر الإفلاس وبالتالي زوال المؤسسة.

لذا لا بد على الإستراتيجيين القيام بالعمليات التالية للحصول على التمويل المناسب وفي الوقت المناسب وذلك لتنفيذ الإستراتيجية (Urmila K, 2021) :

- إختيار هيكل رأس المال الصحيح؛
- شراء رأس المال وقروض رأس المال العامل؛

- استعمال الإحتياطات والفائض كمصادر للتمويل؛
- تحسين العلاقة مع المقرضين والبنوك والمؤسسات المالية.

2. الكشوف المالية (الميزانيات المتوقعة)

يعد تحليل البيانات المالية المتوقعة مفتاحاً لتنفيذ الإستراتيجية المالية، وهذا لكونه يسمح للمؤسسة بفحص النتائج المتوقعة للعمليات المختلفة، والتنبؤ بتأثير الإيرادات والتكاليف والتدفقات النقدية المستقبلية. حيث تعرف الميزانية التقديرية على أنها: " ورقة عمل تستخدم لتخطيط التدفقات النقدية الداخلية والخارجية والأرصدة النقدية عبر مدة زمنية محددة" (عدنان و ارشد ، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، 2008، صفحة 131).

كما يسمح كل من جدول حسابات النتائج والميزانية المتوقعة بحساب النسب المالية المتوقعة وذلك في إطار تنفيذ الإستراتيجيات المختلفة للمؤسسة. إذ تعد الميزانية المالية مستند يوضح مصادر التمويل وطريقة إنفاقها لفترة زمنية معينة، حيث ينظر إليها على أنها تخصيص مخطط لموارد المؤسسة بناء على توقعات مستقبلية، وغالب ما يتم إعتقاد سنة في الميزانية، على الرغم من أن الفترة الزمنية للميزانية يمكن أن تتراوح من يوم واحد إلى أكثر من عشرة سنوات (مليكة و ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، 2010، صفحة 20).

في الأساس الميزانية المالية هي طريقة لتحديد ما يجب القيام به لإكمال تنفيذ الإستراتيجية بنجاح. يمكن النظر إليها على أنها تخصيص مخطط لموارد المؤسسة بناء على توقعات المستقبل.

1.2. أنواع الميزانية المالية

هناك أنواع مختلفة من الميزانيات المالية منها (Urmila K, 2021):

- الميزانية النقدية؛
- ميزانيات التشغيل؛
- ميزانيات المبيعات؛
- ميزانيات الربح؛
- ميزانيات المصنع؛
- الميزانيات الرأسمالية؛

- ميزانيات المصروفات؛
- ميزانيات الأقسام؛
- الميزانيات المتغيرة؛
- ميزانيات مرنة؛
- الميزانيات الثابتة.

عندما تواجه المؤسسة صعوبات مالية، تكون الميزانيات مهمة بشكل خاص في توجيه تنفيذ الإستراتيجية.

2.2. مشاكل إعداد الميزانية المالية

بعض المشاكل التي تواجه إعداد الميزانية المالية (هشام ، 2021 ، صفحة 10):

- إن إعداد الميزانية المفصلة مرهق ومكلف، كما أن كثرة الميزانية أو نقصها قد يسبب مشاكل للمؤسسة؛
- يمكن أن يصبح إعداد الميزانية المالية هدف للمؤسسة، بينما هي أداة وليست هدف في حد ذاته؛
- يمكن أن يؤدي الإعداد السيئ للميزانية إلى نقص في الكفاءة وذلك إذا كانت معدة فقط على أساس معلومات سابقة دون القيام بتقييم دوري للظروف والمعايير؛
- عادة ما يتم استخدام الميزانيات كأداة للدكتاتورية من طرف الإدارة العليا، حيث تقوم هذه الأخيرة بإعداد كل شيء لذلك وجب عليها إشراك المرؤوسين في إعداد الميزانيات.

ثانياً: استخدامات الأموال وتقييم قيمة المؤسسة في الإستراتيجية المالية

تعد إدارة الأموال وتقييم قيمة المؤسسة الاقتصادية من العناصر الرئيسة في الإستراتيجية المالية للمؤسسة الاقتصادية.

1. استخدام الأموال

تعد إدارة الأموال أمراً مهماً وذلك لأنه يتعلق بكفاءة وفعالية استخدام الموارد في عملية تنفيذ الإستراتيجية. حيث تعمل على خطط وسياسات استخدام الأموال مع قرارات الاستثمار خاصة القرارات التي تتعلق بالأصول -أي الأصول التي سيتم شراؤها والتي يجب التخلص منها-.

عادة ما ترتبط القرارات التي تتعلق بإدارة الأموال ب (Urmila K, 2021):

- الاستثمار؛
- حيازة الأصول الثابتة؛
- الأصول المتداولة؛
- القروض والسلفات؛
- قرارات توزيع الأرباح؛
- العلاقات مع المساهمين.

إذ يؤدي تنفيذ المشاريع في إطار إستراتيجيات التوسع والتنوع إلى زيادة النفقات الرأس مالية. إذ لم يتم التخطيط بشكل صحيح، فقد تكون النفقات الرأسمالية غير فعالة مما يؤدي إلى أقل من الاستخدام الأمثل للموارد.

2. تقييم قيمة المؤسسة

يعد تقييم قيمة المؤسسة أمرا مهما أيضا في تنفيذ الإستراتيجية المالية لأن المؤسسة قد تستحوذ على مؤسسة أخرى في ظل التنوع أو التجديد بموجب إستراتيجية التخفيض، مثلا تحدث آلاف المعاملات كل عام حيث يتم فيها شراء أو بيع المؤسسات في الولايات المتحدة حيث أنه في جميع هذه الحالات، من الضروري تحديد القيمة المالية أو النقدية للمؤسسة لتنفيذ الإستراتيجيات بنجاح.

يمكن تجميع جميع طرق تقييم قيمة المؤسسة في ثلاث مناهج رئيسية وهي (Urmila K, 2021):

- يتم تحديد قيمة المؤسسة من خلال صافي الثروة أو حقوق المساهمين، حيث يمثل صافي القيمة مجموع الأسهم العادية ورأس المال الإضافي المدفوع والأرباح المحتجزة؛
- يعتمد المنهج الثاني على الفوائد المستقبلية التي قد يجنيها أصحاب المؤسسات من خلال التدفقات النقدية المتوقعة؛
- أما المنهج الثالث يحدد السوق قيمة المؤسسة من خلال ثلاث طرق شائعة:

- إسناد قيمة المؤسسة إلى سعر بيع مؤسسة مماثلة ولكل وحدة من طاقنها، إذا حدثت صفقة مماثلة مؤخرًا؛
- الطريقة الثانية تسمى طريقة نسبة السعر إلى الأرباح، لاستخدام هذه الطريقة، نقسم سعر السوق للأسهم العادية للمؤسسة على العائد السنوي للسهم ونضرب هذا الرقم في متوسط الدخل الصافي للمؤسسة خلال السنوات الخمس الماضية؛
- طريقة الأسهم المعلقة ولاستخدام هذه الطريقة، يتم ضرب عدد الأسهم القائمة في سعر السوق للسهم وإضافة العلاوات.

المطلب الثاني: خطوات وضع الاستراتيجية المالية

ترسم الإستراتيجية المالية في العادة خيارات المؤسسة فيما يتعلق بمصادر التمويل وكيفية استثمار هذه الأموال، وكذا قرارات المؤسسة حول الأرباح.

أولاً: قواعد إعداد الإستراتيجية المالية

يجب أن تأخذ الإستراتيجية المالية عند إعدادها بعين الاعتبار القضايا التالية (Iwona, 2011, p. 09):

- ضرورة عكس توقعات وتطلعات المساهمين وخاصة في الإدارة المستمرة للأداء المالي؛
- متطلبات الخطط المالية لتعكس كل من الأهداف قصيرة وطويلة الأجل، وبالتالي تعكس متطلبات الموارد الكاملة لتحقيق تلك الأهداف؛
- ضرورة مراعات تأثير أسطوانة الحياة. على سبيل المثال نضج المؤسسة قد يكون له تأثير على هيكل رأس المال الأنسب، وكذلك المستوى المالي للمؤسسة.

إذ أن إعداد الإستراتيجية المالية للمؤسسة ليس بالأمر السهل بل هو معقد وبالغ الصعوبة. حيث تتدخل فيه مجموعة من العوامل الداخلية والخارجية وكذا شخصية متخذ القرار، وهذه الإستراتيجية تمس بقاء المؤسسة وتطورها في المستقبل. وذلك في ظل تغيرات المحيط الدائمة والتطورات التكنولوجية التي تفرض نوع من المرونة في اتخاذ القرارات الإستراتيجية، حتى يمكنها أن تتأقلم مع متغيرات المحيط الداخلي والخارجي للمؤسسة، ومهما

كانت الإستراتيجية المتبعة من قبل المؤسسة فإنه يستوجب أن تأخذ بعين الإعتبار المبدأين الأساسيين التاليين في مجال التسيير المالي:

1. مبدأ السيولة

حيث يقع على عاتق الإدارة المالية في الأجل القصير توفير السيولة الكافية لوفاء المؤسسة بالتزاماتها في موعد إستحقاقها لتخفيض المخاطر التي تواجهها المؤسسة (مفلح، 2000، صفحة 24).

2. مبدأ الربحية

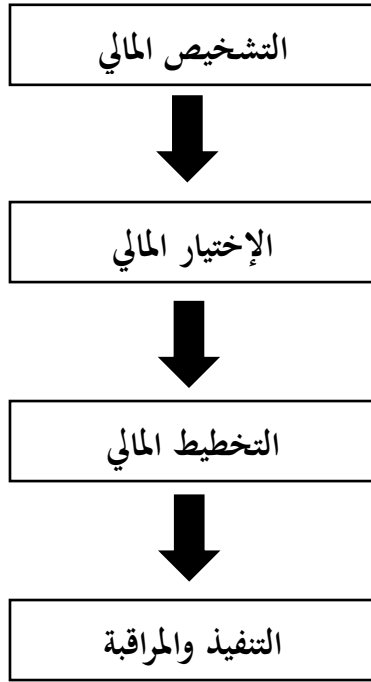
في الأجل الطويلة يجب على الإدارة المالية أن ترتب وتنظم استعمال موارد المؤسسة بحيث تتمكنها من تعظيم أرباح المساهمين، على ألا تقل هذه العائدات عن تلك التي يمكن تحقيقها في الاستثمارات البديلة في نفس ظروف وفي نفس المخاطرة، حيث يمثل العائد على الاستثمار مقياسا عاما لكفاءة المؤسسة في إستغلال استثماراتها (الياس و يوسف ، 2011 ، صفحة 52).

وهنا يمكن القول بأن تحقيق المبدأين السابقين يعتبر صعبا نوعا ما، فعند إحتفاظ المؤسسة بسيولة كبيرة لمواجهة إلتزاماتها فإنه سوف تحافظ بالفعل على قدرة التسديد ولكن في المقابل يمكنها أن تضيع استثمار هذه السيولة في تحقيق فرص استثمارية متاحة ذات مردودية جيدة، أما عند استثمار السيولة في الاستثمارات الطويلة الأجل المرهجة فإنه سوف تحقق ربحية ولكن في المدى الطويل حيث يمكن أن تعجز عن الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، وهو ما سيؤثر على سمعتها (محمد ب.، 2016، صفحة 04)، وبذلك وجب على المؤسسة العمل على الموازنة بين السيولة والربحية.

ثانيا: مراحل وضع الإستراتيجية المالية

إن وضع الإستراتيجية المالية يمر بالمراحل التالية:

الشكل 14: مراحل وضع الإستراتيجية المالية



المصدر: من إعداد الباحثة.

تم هذه المراحل بالترتيب حيث لا يمكن أن يتم إعداد المرحلة الموالية إلا إذا تم إعداد المرحلة السابقة لها. حيث سيتم تفصيل كل مرحلة في التالي:

1. التشخيص المالي

يعد التشخيص المالي أول خطوة يقوم بها واضع الإستراتيجية المالية، إذ يعرف التشخيص المالي بأنه تحليل الوضعية المالية للمؤسسة باستخدام مجموعة من الأدوات والمؤشرات المالية، وذلك من أجل إستخراج نقاط القوة والضعف، وكذا تحديد الفرص والتهديدات التي تواجه المؤسسة (الياس و يوسف ، 2011، صفحة 40) ما يتضح من خلال التعريف أن المؤسسة تقوم بنوعين من التشخيص المالي، التشخيص المالي الداخلي تقوم به من أجل إكتشاف نقاط القوة والضعف، وذلك بدراسة مختلف المؤشرات وقياس الأداء المالي من أجل وضع إستراتيجية مالية فعالة.

وتشخيص مالي خارجي من خلال تحليل الفرص والتهديدات الممكن مواجهتها في المحيط الخارجي للمؤسسة، عن طريق دراسة فرص الاستثمار المتاحة أمام المؤسسة في أسواقها الحالية أو في الأسواق الجديدة،

ودخول منافسين جدد، عدم الإستقرار النقدي والمالي، دراسة فرص التمويل الخارجي الذي يمكن أن تحصل عليه المؤسسة ودراسة تكلفته...

1.1. خطوات التشخيص المالي

يمر التشخيص المالي بالخطوات التالية (ناصر، 2001، الصفحات 11-13):

1.1.1. تحديد هدف التحليل بدقة

من الضروري جدا أن يحدد المحلل المالي الهدف الذي ينبغي الوصول إليه ومدى أهمية هذا الهدف وتأثيره على المؤسسة؛

2.1.1. تحديد الفترة الزمنية للتحليل المالي

في هذه المرحلة يتم تحديد البعد الزمني للتحليل المالي، أي تحديد سنوات الدراسة؛

3.1.1. إختيار أسلوب التحليل المناسب

تتعدد هذه الأساليب، فمنها أسلوب النسب المالية وكذا الأساليب الاقتصادية وغيرها، إذ يقف المحلل في هذه المرحلة أمام مجموعة من البدائل وعليه أن يتخذ البديل المناسب؛

4.1.1. إعداد وتبويب القوائم لتلائم التحليل المختار

في هذه المرحلة يتم التبويب السليم للقوائم المالية من زاوية التحليل المالي والتي تستعمل عملية التحليل، وكل هذا يعتمد على خبرة المحلل المالي والتي من خلالها يستطيع توفير الدقة والوضوح والبساطة في القوائم المالية، من أجل تحقيق هدف التحليل المالي؛

5.1.1. التوصل إلى الإستنتاجات

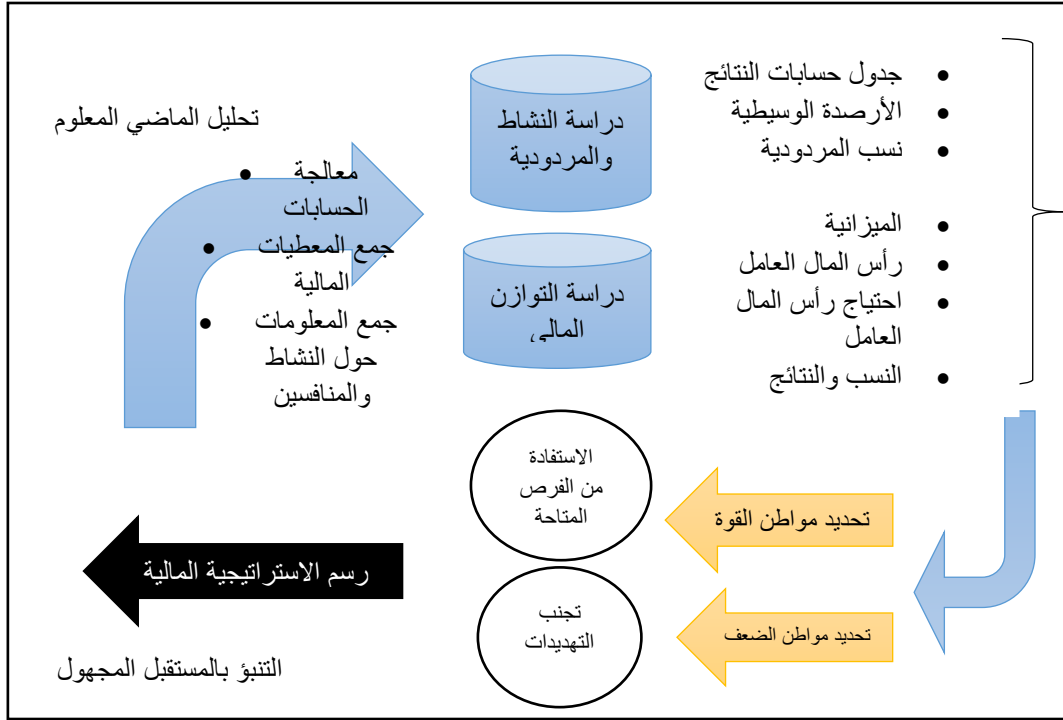
تتم عملية الإستنتاج من قبل المحلل المالي في إبداء رأيه بعيدا عن التحيز الشخصي والإلتزام بالموضوعية؛

6.1.1. صياغة التقارير

وذلك لنقل نتائج عملية التحليل وذكر الاقتراحات التي تتناسب مع النتائج المتحصل عليها.

يمكن تمثيل خطوات التشخيص المالي من خلال الشكل التالي:

الشكل 15: خطوات التشخيص المالي



المصدر: (نور الدين و الحاج، 2016، صفحة 129)

وعليه يمكن القول إن التشخيص المالي للمؤسسة يعتمد على معطيات مالية سابقة، لتحليل الهيكل المالي للمؤسسة ونتاجها، ومقارنة معطياتها بمؤسسة أخرى لها نفس الحجم وتعمل في نفس القطاع. والتشخيص المالي الداخلي يتم من خلال عملية التجزئة الإستراتيجية، وهذه الأخيرة تتم بتفكيك المؤسسة إلى مجموعة من الأنشطة المتجانسة، والملبية لنفس الإحتياجات.

2.1. دراسة عناصر محيط المؤسسة

بعد قيام المؤسسة بعملية التجزئة الإستراتيجية لمجموع أنشطتها، يتم التعرف على نقاط القوة والضعف في المؤسسة، بينما يتم التعرف على التهديدات والفرص من خلال دراسة العناصر الساكنة والديناميكية، الحالية والمستقبلية في محيط المؤسسة، والتي تؤثر على قرارات المؤسسة وتنظيم أدائها، ويتم ذلك من خلال (نور الدين و الحاج، 2016، صفحة 130):

1.2.1. التعرف على آثار المحيط الكلي

وذلك بالتعرف على العوامل السياسية، الاقتصادية، الإجتماعية الثقافية، التكنولوجية البيئية، القانونية. بهدف تحديد التوجهات الكبيرة والهيكلية لهذه العوامل المختلفة، وتحديد أثرها المعترف اليوم وغدا على هيكل القطاع، أو السوق وإستراتيجية المؤسسة المطبقة على مستوى عالمي، دولي أو جهوي.

2.2.1. تحليل نقاط القوة والحركة التنافسية

يهدف تحليل المحيط التنافسي للميادين أو قطاعات النشاطات إلى الكشف عن الفرص والتهديدات التي تقيد إمكانيات النمو والتطوير والحصول على ميزات تنافسية دائمة. ويتم تحديد مختلف أنواع المنافسة وهيكل السوق بواسطة حجم البائعين والمشتريين وكذلك من خلال تجانس أو عدم تجانس المنتجات.

3.2.1. تحليل الطلب وملائمة العرض

لا بد على المؤسسات دراسة تطورات الطلب في الأسواق ذات التغيرات الدائمة، وذلك لفهم رغبات وإحتياجات الزبائن لتفادي تراجع عرض المؤسسة. إن ملائمة العرض مع رغبات السوق تنعكس على نمو وأداء القطاع أو ميدان النشاط الإستراتيجي للمؤسسة، ولهذا يجب دراسة مدى ملائمة العرض من خلال تحليل: خصائص ووضعية القطاع، طبيعة وهيكل التكاليف، دائرة أو شبكة التوزيع، التمويل التكنولوجي، والإنعكاسات الإجتماعية.

إن الهدف من هذا التحليل هو تحديد قدرة المؤسسة على التكيف مع المحيط والتحكم في العوامل المفتاحية للنجاح من جهة، وقدرتها على توليد الموارد الإستراتيجية والكفاءات الأساسية من جهة أخرى.

2. الإختيار المالي

بعد القيام بالتشخيص المالي، والتعرف على نقاط قوة وضعف المؤسسة من جهة والفرص والتهديدات التي يفرضها المحيط من جهة أخرى، يتم إختيار الإستراتيجية المالية، عن طريق إعادة المؤسسة إلى سوق موارد التمويل، إعادة النظر إزاء حالة المساهمين، المصرفيين، المنافسين، دراسة إمكانية القيام بعمليات تجميع، إنقاص المؤسسات والإندماجات...، ويجب أن يكون إختيار الإستراتيجية المالية منسجما ومتوافقا مع الإستراتيجية العامة للمؤسسة في المستوى الأعلى.

3. التخطيط المالي

يعتبر التخطيط المالي نوع من أنواع التخطيط الذي يركز على الأموال، فهو يساعد المؤسسة في الإعداد للمستقبل، إذ يتضمن تخطيط الإحتياجات المالية للمؤسسة سواء كانت هذه الإحتياجات قصيرة أو طويلة الأجل، فهو يركز على عملية الحصول على الأموال من المصادر المختلفة بأقل التكاليف وأيسر الشروط، كما يركز على كيفية استثمار هذه الأموال بما يحقق أعلى العوائد للمؤسسة وبأقل المخاطر (حكمت، زين، و سامي، 2018، صفحة 21).

إذ يعتبر التخطيط المالي الذي يتم على مستوى الوظيفة المالية للمؤسسة، قاعدة إنطلاق لعملية التخطيط لباقي الوظائف الأخرى في المؤسسة، وذلك لإرتباط جميع الوظائف الأخرى بالوظيفة المالية للمؤسسة (محمد ب.، 2016، صفحة 12). ويتجسد التخطيط المالي في مخطط التمويل، الذي يعتبر التعبير الكمي لمختلف القرارات المالية المتخذة من طرف المؤسسة، إذ يوضح مختلف الاستخدامات التي سيتم تمويلها في المستقبل ومصادر الأموال التي سيتم بواسطتها تغطية هذه الاستخدامات، فهو يضمن نمو المؤسسة في المدى الطويل وكذا التسيير الأمثل لمواردها المالية في المدى الطويل.

وعادة ما يتم إعداد مخطط التمويل عموماً لمدة تتراوح بين 3 إلى 5 سنوات. ويشمل هذا المخطط مجموع الإحتياجات والموارد التقديرية. ويتوافق هذا المخطط مع الإستراتيجية المالية: أنواع الإحتياجات، يحدد أفضل طرق التمويل التي يمكن أن تطبقها المؤسسة (رفع رأس المال، قروض جديدة...).

يمكن تمثيل مخطط التمويل في الجدول التالي:

الجدول 03: مخطط التمويل

السنة 5	السنة 4	السنة 3	السنة 2	السنة 1	مخطط التمويل
					الاستخدامات الاستثمارات الدائمة الاستثمارات المادية الاستثمارات غير المادية الاستثمارات المالية إحتياجات رأس المال العامل ارتفاع الإحتياجات من رأس المال العامل الإحتياجات المتعلقة بالتمويل تسديد الفوائد المتعلقة بالقروض وأصول القروض العوائد الموزعة على الشركاء
					مجموع الاستخدامات الدائمة A
					الموارد الدائمة الموارد الداخلية قدرة التمويل الذاتي التنازل عن الاستثمارات الموارد الخارجية رفع رأس المال القروض
					مجموع الموارد الدائمة B
					مدى تغطية الموارد للاستخدامات B-A
					الرصيد المتجمع للموارد الفائضة

المصدر: (محمد ب.، 2016، صفحة 14)

بعد إعداد مخطط التمويل يتم إعداد القوائم المالية التقديرية وتقدير المدة المأخوذة في التقدير بالدورة.

4. التنفيذ والمراقبة

بعد قيام المؤسسة بعملية التخطيط المالي للموارد والتوظيفات المستقبلية يتم تنفيذه، ليتم فيما بعد تقييم وتحليل الانحرافات بين ما كان متوقع وما تم إنجازه فعليا وذلك للحكم على أداء المؤسسة واكتشاف الانحرافات وتحديد أسباب حدوثها. ليتم إجراء التصحيحات اللازمة وذلك للحفاظ على الصحة المالية للمؤسسة وضمان بقائها وإستمراريتها.

المطلب الثالث: قرارات وقضايا الإستراتيجية المالية في المؤسسات الاقتصادية

تهتم الإستراتيجية المالية بالجانب المالي للمؤسسة، وذلك بما يتعلق بتحديد الإحتياجات المالية والتخطيط لسبل توفيرها وجوانب استخدامها وهذا ما يتمحور أساسا حول قرارات التمويل، الاستثمار وتوزيع الأرباح. كما أن المؤسسة تواجه بعض التحديات في إعدادها للإستراتيجية المالية.

أولا: قرارات الإستراتيجية المالية

وتتضمن القرارات الرئيسية التي تقع داخل نطاق الإستراتيجية المالية الآتي:

1. قرار التمويل

يعتبر قرار التمويل من أهم القرارات الإستراتيجية في المؤسسة، حيث له أثر كبير على أداء المؤسسة، عن طريق استخدام مزيج تمويلي من الموارد المالية الداخلية والخارجية لتمويل استثماراتها. وذلك من خلال السعي للوصول إلى الهيكل المالي الأمثل الذي يسعى إلى تقليل تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى (صابر، 2016، صفحة 98).

كما أن قرار التمويل يعد قرارا مصيريا، بإعتباره قرارا إستراتيجيا له إنعكاسات على أداء المؤسسة وعلى درجة المخاطرة المالية، وذلك لتأثيره المباشر على تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة.

2. قرار الاستثمار

يقوم قرار الاستثمار على الرشادة الاقتصادية المتولدة من التخصيص الأمثل للموارد النادرة. فهو القرار الذي يهدف إلى تحديد مبلغ الأموال التي تستثمر، وكذا نوع الأصول التي تكون موضوع الاستثمار، ويترتب على هذا القرار مخاطر على المؤسسة، كون أن النتائج المستقبلية للمشاريع الاستثمارية لا تكون معروفة بدقة (محمد ب.، 2017، صفحة 49).

فهو يتضمن الاستخدام المربح لأموال المؤسسة وخاصة من خلال المشاريع طويلة الأجل، وكذا دراسة المخاطر لصعوبة التنبؤ بالعوائد المستقبلية للمشروعات، لذلك يتم تقييم المشاريع بربط العوائد بالمخاطر ذات الصلة، فالمؤسسات من أجل تعظيم قيمتها السوقية تهتم بالمشاريع ذات أقصى عوائد وأقل مخاطرة.

3. قرار توزيع الأرباح

يعتبر هذا القرار بأنه ذلك القرار الذي يحدد نسبة الربح الذي سيتم توزيعه على المساهمين ومقدار الأرباح المحتجزة لتمويل نمو المؤسسة على المدى الطويل، والذي يحقق رغبة المدير المالي في تعظيم القيمة السوقية لسهم المؤسسة، وتحقيق الموازنة بين التوزيعات ونمو المؤسسة (محمد ب.، 2017، صفحة 55).

إذ يركز قرار توزيع الأرباح على الإجابة على التساؤل - كم من الأرباح سيتم دفعها كأرباح وكم يجب الاحتفاظ به لتحقيق النمو؟ - بحيث يجب على المؤسسة أن تحقق التوازن بين توزيعات الأرباح على المساهمين ومتطلبات تحقيق نمو المؤسسة.

حيث تركز الإستراتيجية المالية على اتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية كقرار التمويل والاستثمار وقرار توزيع الأرباح، كما أن هناك قرارات أخرى كإدارة رأس المال العامل والتدفقات النقدية، وكذا إدارة نمو المخاطر يراها بعض الباحثين على أنها قرارات الإستراتيجية المالية. سنوجز هذه القرارات فيما يلي (هشام ، 2021، الصفحات 07-08) (Urmila K, 2021):

1. إدارة رأس المال العامل

يشار إليها عادة بإدارة الأصول المتداولة، فهو إدارة كل الجوانب المتعلقة بإدارة الأصول المتداولة والخصوم المتداولة من تخطيط وتنظيم ورقابة واتخاذ القرار (حمزة م.، 2008، صفحة 229).

وتعد إدارة رأس المال العامل مهمة للغاية لأنها يمكن أن تزيد من ثروة المساهمين، إذا تمت إدارتها بكفاءة. تشمل مصادر رأس المال العامل الائتمان التجاري، القروض المصرفية، خصم الفواتير، السحب على المكشوف، وما إلى ذلك.

2. إدارة التدفق النقدي

تتضمن إدارة السيولة في المؤسسة وتقليل التكاليف المالية، حيث تسعى الإدارة المالية إلى تحقيق التوازن بين السيولة والربحية، وهذا ما يلزمها أن تحتفظ في استثماراتها بمقدار من النقدية والموجودات شبه نقدية ليضمن لها السيولة وفي نفس الوقت يضمن لها الربحية (حمزة م.، 2008، صفحة 185)، حيث أن زيادة الاحتفاظ بالمكونات النقدية والشبه نقدية لدعم السيولة يلزم المؤسسة إلى زيادة الاحتفاظ بالنقدية كمكون ضمن مكونات الاستثمار داخل المؤسسة، وكلما زاد هذا الاستثمار زادت السيولة وبالتالي ما تم التخطيط له من أهداف مرتبطة بذلك، وأيضا تقليل الضرائب.

3. إدارة النمو والمخاطرة

النمو مكلف لأنه يستهلك رأس المال، وبالتالي يجب إدارته بعناية، إذ أن جمع جميع المعلومات ذات الصلة لتقييم فرص الاستثمار أمر حتمي لتجنب القرارات السيئة هذا الأمر ليس بالجان، كما أنه يجب التأكد من المخاطر، ويجب إحساب جميع المخاطر حتى لا تكون المؤسسة في وضع غير متوقع أبدا، ويجب اتخاذ القرارات الإستراتيجية في هذا الصدد بعناية.

ثانيا: القضايا الرئيسية للإستراتيجية المالية

تجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن تحقيق النجاح الإستراتيجي من خلال مجموعة من القواعد والأولويات التي تطبق على قدم المساواة على جميع المؤسسات وفي جميع الأوقات. ففي الواقع، هناك بعض القضايا الرئيسية التي تواجهها المؤسسات في بناء إستراتيجيتها المالية. ومن هذه القضايا نجد:

1. الإدارة من أجل القيمة

توفر الإدارة من أجل القيمة إستراتيجية الإدارة المتكاملة ونظام الرقابة المالية الذي يهدف إلى زيادة قيمة المساهمين من خلال التخفيف من حدة صراعات الوكالة، حيث تكشف عن قرارات زيادة القيمة للعاملين،

وتتيح سهولة مراقبة قرارات المديرين وتوفير طريقة لربط التعويض عن النتائج التي تحقق قيمة للمساهمين. وذلك عن طريق ربط التعويضات والترقية بقيمة المساهمين (حيدر حمودي، سجاد محمد، و زينب هادي، 2019، صفحة 500). إذ تهتم الإدارة من أجل القيمة بتعظيم قدرة توليد النقد على المدى الطويل في المؤسسة.

حيث يتم تحديد خلق القيمة من خلال الأموال من العمليات التي تتعلق بمدى قدرة المؤسسة على توليد النقدية، فهي المساهم الرئيسي في خلق القيمة. عن طريق إيرادات المبيعات، تكلفة الإنتاج والبيع، التكاليف العامة أو غير المباشرة. أو الاستثمار في الأصول فهو يؤثر على خلق القيمة من خلال تكلفة استثمار رأس المال، التصرف في الأصول الثابتة، تخفيض الأصول المتداولة، أو تخفيض تكلفة التمويل ويكون ذلك بتحديد مزيج رأس المال في الأعمال التجارية بين الديون وحقوق الملكية.

2. تطوير إستراتيجية التمويل

يحتاج المدراء في جميع المؤسسات إلى تحديد كيفية تمويل المؤسسة ودعم التطورات الإستراتيجية. حيث تتأثر هذه القرارات بملكية المؤسسة (عامة أو خاصة) وبالأهداف العامة لها، حيث أنه يجب أن:

- تتطابق الإستراتيجيات المالية والتجارية؛
- يجب موازنة مخاطر العمل مع المخاطر المالية للمؤسسة (هشام ، 2021، صفحة 18).

3. التوقعات المالية لأصحاب المصلحة

تختلف التوقعات المالية لأصحاب المصلحة، حيث يحتاج المدراء إلى إدراك التأثير المالي على مختلف أصحاب المصلحة، وذلك للإستراتيجيات التي يتابعونها أو يخططون لتابعها. ويحتاجون أيضا إلى فهم كيف يمكن لهذه التوقعات أن تمكن من إنجاح الإستراتيجيات، والحد من قدرة المؤسسة على النجاح مع الإستراتيجيات الأخرى (هشام ، 2021، صفحة 18).

خلاصة الفصل الثاني

تم التطرق في المبحث الأول من هذا الفصل إلى ماهية الإستراتيجية بإعتبارها رؤية بعيدة المدى لما يجب أن تكون عليه المؤسسة في المستقبل، وذلك بدراسة مفهومها وخصائصها، ومراحل إعدادها، والتعرف على أهمية الإستراتيجية ومستوياتها التي تختلف باختلاف حجم المؤسسة، إذ تنقسم إلى ثلاث مستويات (الإستراتيجية الشاملة، إستراتيجية وحدات الأعمال، والإستراتيجيات الوظيفية)، وتم إبراز مبادئها ومعوقات تطبيقها.

كما أستعرض في الجزء الثاني الإستراتيجية المالية للمؤسسات الاقتصادية، إذ تم التعرف على الخلفية النظرية للإستراتيجية المالية ومبادئها، ومجالات سيرورتها، كما تم التعرض إلى أهميتها وأهدافها، حيث تهدف إلى تحقيق القيمة للمؤسسة، وتوفير السيولة وتحقيق الربحية وذلك بتحقيق التوازن بينهما.

أما في المبحث الثالث فتم دراسة العناصر الرئيسة للإستراتيجية المالية المتمثلة في معرفة مصادر التمويل والكشوف المالية المتوقعة واستخدامات تلك الأموال. كما تم معالجة خطوات وضع الإستراتيجية المالية إذ تنطلق من التشخيص المالي إلى الإختيار والتخطيط المالي وصولاً إلى التنفيذ والمراقبة. وفي جانب آخر تم التعرف على قرارات الإستراتيجية المالية إذ تركز على القرارات المالية المتمثلة في قرارات الاستثمار وقرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح.

بعد أن تم الدراسة الإستراتيجية المالية للمؤسسات الاقتصادية، والتطرق إلى جل الجوانب المتعلقة بها في هذا الفصل، سيتم في الفصل التالي التعرف على العلاقة بين قيمة المؤسسة والإستراتيجية المالية للمؤسسات الاقتصادية.

الفصل الثالث: قرارات

الإستراتيجية المالية وقيمة المؤسسة

الاقتصادية

تمهيد

تتم الإستراتيجية المالية بالجانب المالي للمؤسسة، وبالأخص ما يتعلق بتحديد إحتياجات المؤسسة المالية والتخطيط لسبل توفيرها وجوانب استخدامها وهو ما يتمحور أساسا حول قرارات الاستثمار والتمويل وتوزيع الأرباح.

ويعتبر تعظيم قيمة المؤسسة من الأهداف الأساسية في المؤسسة والذي يتمثل في تعظيم ثروة المساهمين، حيث أن إرتفاع قيمة المؤسسة يؤدي إلى زيادة ثروة المساهمين وإستمرار إستثمارهم في المؤسسة، إذ يعتمد تعظيم القيمة للمؤسسة على اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية وقرارات توزيع الأرباح، بما يضمن إستمرار المؤسسة في ممارسة أنشطتها المختلفة.

حيث أن معظم المؤسسات اليوم تهدف إلى تعظيم قيمتها السوقية، ولا يتحقق هذا الهدف إلا بواسطة مجموعة من القرارات المالية المتخذة من قبل الإدارة المالية، وهذه القرارات هي قرار التمويل وقرار الاستثمار، قرار توزيع الأرباح.

من خلال ما سبق سنعمل في هذا الفصل على تسليط الضوء على قرارات الإستراتيجية المالية، وذلك بدراسة كل قرار على حدة، والتعرف على العلاقة بين قيمة المؤسسة وقرارات الإستراتيجية المالية. حيث سيتم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: قرار التمويل وقيمة المؤسسة الاقتصادية

المبحث الثاني: قرار الاستثمار وقيمة المؤسسة الاقتصادية

المبحث الثالث: قرار توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة الاقتصادية

المبحث الأول: قرار التمويل وقيمة المؤسسة الاقتصادية

يعتبر قرار التمويل أحد أهم قرارات الإستراتيجية المالية في المؤسسة، فهو يتعلق بالقرارات المتعلقة بإختيار هيكل التمويل في المؤسسة، أي تحديد نسبة التمويل من المصادر التمويلية قصيرة وطويلة الأجل، وكذا تحديد المزيج التمويلي المناسب للمؤسسة، وذلك بالتمويل بالديون أو بمصادر الملكية الخاصة بالمؤسسة. إذ يعد إختيار الهيكل المالي من القرارات الحاسمة التي تؤثر على قيمة المؤسسة وما يتبعها من تأثير على ثروة المساهمين، لذلك قامت العديد من النظريات بتفسير كيفية تأثير هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة، إلا أنه لوحظ وجود إختلاف بين تلك النظريات حول مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة. وعليه سنعمل في هذا المبحث على ماهية قرار التمويل ومصادر تمويل المؤسسة، لتكون دراسة أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة في العنصر الأخير.

المطلب الأول: الإطار العام لقرار التمويل

يعد التمويل ركيزة المؤسسة في توفير مستلزماتها الإنتاجية، وتسديدها لمستحقاتها ونفقاتها، حيث يعرف على أنه توفير المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع عام أو خاص (أحمد ب.، تمويل المنشآت الاقتصادية، 2008، صفحة 24)، فهو الممارسات التي يتم بواسطتها الحصول على التمويل من مختلف المصادر لتوفير الإحتياجات المالية، واستخدامها بكفاءة وفعالية.

أولاً: مفهوم قرار التمويل

يحظى قرار التمويل بأهمية بالغة، إذ أن نجاح المؤسسة يعتمد على نوعية القرار المتخذ، لذلك سنقدم مجموعة من التعاريف لقرار التمويل والعوامل المؤثرة فيه.

1. تعريف قرار التمويل

يختص قرار التمويل بالبحث في الكيفية التي تحصل بها المؤسسة على الأموال الضرورية للاستثمارات. فهل يجب عليها إصدار أسهم جديدة أو اللجوء إلى الإستدانة. يرتبط هذا القرار إرتباطاً وثيقاً بقرار الاستثمار

* نقصد بالقرار حكم أو إختيار بين بديلين أو أكثر، فهو فعل يختاره متخذ القرار بإعتباره أنسب وسيلة لإنجاز الأهداف التي يتبناها، أما اتخاذ القرار فهو عملية ذات خطوات متتابعة، حيث يعبر عن مجموعة من التصرفات المتتابعة التي يمر بها متخذ القرار لحل مشكلة ما.

لأنه ستكون هناك مقارنة بين معدل مردودية المشروع الاستثماري وتكلفة تمويله. وبما أن الموارد المالية للمؤسسة محدودة، فيجب عليها أن تختار المشاريع الاستثمارية التي تضمن لها مردودية مرتفعة مع تكلفة منخفضة وتقلص من أخطار الإفلاس (محمد، 2018، صفحة 03).

"تتعلق قرارات التمويل بتحديد وصياغة هيكل التمويل الأمثل Optimal Financial Structure الذي يتحقق من خلال المزيج الأمثل لمصادر تمويل المؤسسة" (حمزة م.، 2008، صفحة 15).

ويعرف القرار التمويلي بأنه "القرار الذي يتعلق بأنواع ومصدر الأموال وكيفية الحصول عليها والموازنة بين أنواعها المختلفة في سبيل الحصول على هيكل رأسمال أمثل" (زوينة، 2020، صفحة 65).

"هو عملية إختيار المزيج أكثر ملائمة للتمويل طويل وقصير الأجل، وتحديد مصادر الأموال قصيرة وطويلة الأجل وفق البدائل التمويلية المتاحة تكلفتها وتأثير على المدى الطويل" (امال، 2017، صفحة 124).

مما سبق يتضح أن قرار التمويل هو: عملية تحديد كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات وتحديد المزيج أو تشكيلة التوليفة المثلى من مصادر التمويل المتاحة والمناسبة مع تحديد قيمة مبلغ، تكلفة التمويل، طريقة التمويل، بالإضافة إلى نوع التمويل المناسب.

ومنه قرار التمويل هو الإختيار بين مختلف أشكال الأموال المتاحة أمام المؤسسة، وتصنف هذه القرارات إلى قرارات طويلة وقصيرة الأجل، إذ أن قرار التمويل يجب أن يحافظ على الأقل على القيمة الجارية للمؤسسة وهذا يتطلب دراية بالأسواق المالية، ولهذا يتوجب على المدراء الماليين عند اتخاذ قرار التمويل الأخذ بعين الإعتبار أن مصادر التمويل متعددة، وأنه يترتب على كل منها عائد ومخاطر، حيث يمثل العائد مقدار الزيادة عن كلفة التمويل، أما المخاطر هي مخاطر مالية.

2. العوامل المؤثرة في قرار التمويل

يخضع قرار التمويل إلى مجموعة من العوامل التي لها دور أساسي في اتخاذه، والتي يجب أخذها بعين الإعتبار في اتخاذه فهي تغيّر في حال إستدعت الضرورة، وتتمثل هذه العوامل في: (زوينة، 2020، صفحة 65)

1.1. الملائمة

وهي تتحقق بملائمة مصادر التمويل وتوافقها مع مجال استخدامها، حيث أن ملائمة مصادر التمويل ومجالات استخدامها وإنفاقها أمراً ضرورياً يجب مراعاته عند اتخاذ قرار التمويل.

2.2. وضعية السيولة النقدية في المؤسسة

وجب على متخذ القرار إدراك وضع المؤسسة المالي، وأن يكون على دراية بحالة السيولة النقدية في المؤسسة وسياسة إدارتها، فالمؤسسات تبحث باستمرار عن مصادر تمويل طويلة الأجل لتجنب ضغط السيولة ومخاطر الإفلاس مستقبلاً.

3.1. القيود المفروضة على المؤسسة

وجب على متخذ القرار التمويلي دراسة وتحليل القيود المفروضة على المؤسسة، كقيود قرارات توزيع الأرباح المطبقة داخل المؤسسة، والقيود المفروضة على مصادر التمويل الأخرى.

4.2. المزايا الضريبية

على متخذ القرار التمويلي الأخذ بعين الاعتبار المزايا الضريبية، إذ أنها تعد من أهم العوامل المؤثرة على القرار التمويلي، حيث أن مصادر التمويل الخارجية تحقق وفورات ضريبية تخفف من المتوسط المرجح لتكلفة الأموال (عدنان، سعدون، اسامة، و شقيري، 2017، صفحة 437).

5.2. التكلفة المختلفة لمصادر التمويل

يجب على متخذ القرار التمويلي مراعاة تكلفة مصادر التمويل المختلفة التي يمكن اعتمادها في تمويل المؤسسة والوقوف على تكلفة الدينار الواحد من كل مصدر.

ثانياً: أنواع قرار التمويل

تختلف إدارة المؤسسات من مؤسسة إلى أخرى، حيث أن هناك مؤسسات تتصف إدارتها بالجرأة، وأخرى تعد محافظة، لذلك يختلف قرار التمويل الذي تتبعه كل واحدة لتشكيل هيكلها التمويلي الملائم، والمفاضلة بين

مصادر التمويل المتاحة (مملوكة أو مقترضة) (محمد م.، 2006، صفحة 291)، إذ تشير مراجع الإدارة المالية والتمويل إلى وجود ثلاث أنواع من قرارات التمويل وهي:

1. قرارات التمويل المتحفظة

وهو قرار التمويل الذي يتم إتباعه عندما تكون إدارة المؤسسة متحفظة، حيث يتم وفق هذا القرار اعتماد مصادر التمويل طويلة الأجل في تمويل جزء من الأصول المتداولة، وذلك لتجنب احتمال انخفاض قدرة المؤسسة على تسديد إلتزاماتها، فاتباع هذا القرار يخفض المخاطر إلى أقصى حد، ولكنه عالي التكلفة مما ينعكس على تدنية العائد.

الشكل 16: قرارات التمويل المتحفظة

أصول ثابتة	أموال دائمة
أصول متداولة	ديون قصيرة الاجل

المصدر: من اعداد الباحثة

2. قرارات التمويل المجازفة

يتم إتباع هذا القرار من قبل الإدارة التي تتميز بالجرأة، حيث تعتمد على مصادر التمويل قصيرة الأجل في تمويل الأصول الثابتة، كونها ذات تكلفة منخفضة مقارنة بالمصادر التمويلية الأخرى طويلة الأجل، إذ تتميز هذه القرارات بإرتفاع العائد وزيادة المخاطر في نفس الوقت.

الشكل 17: قرارات التمويل المجازفة

أصول ثابتة	أموال دائمة
أصول متداولة	ديون قصيرة الاجل

المصدر: من اعداد الباحثة

3. قرارات التمويل المثلى أو المطابقة

ويقصد بما ذلك القرار الذي يقوم على الإلتزام الحرفي بمبدأ المقابلة، الذي يقضي بالضرورة ملاءمة توقيت التدفقات النقدية المتولدة من الأصل مع توقيت إستحقاق الأموال المستخدمة في تمويله، وعليه تقوم إدارة المؤسسة بإتباع سياسة مثلى في التمويل، وذلك بتمويل الأصول الثابتة بالأموال الدائمة والأصول المتداولة بالديون قصيرة الأجل، حيث أن إتباع هذا القرار يجعل مخاطر التمويل في حدود معينة ويحافظ على مستوى معين من الربحية.

الشكل 18: قرارات التمويل المطابقة

أصول ثابتة	أموال دائمة
أصول متداولة	ديون قصيرة الاجل

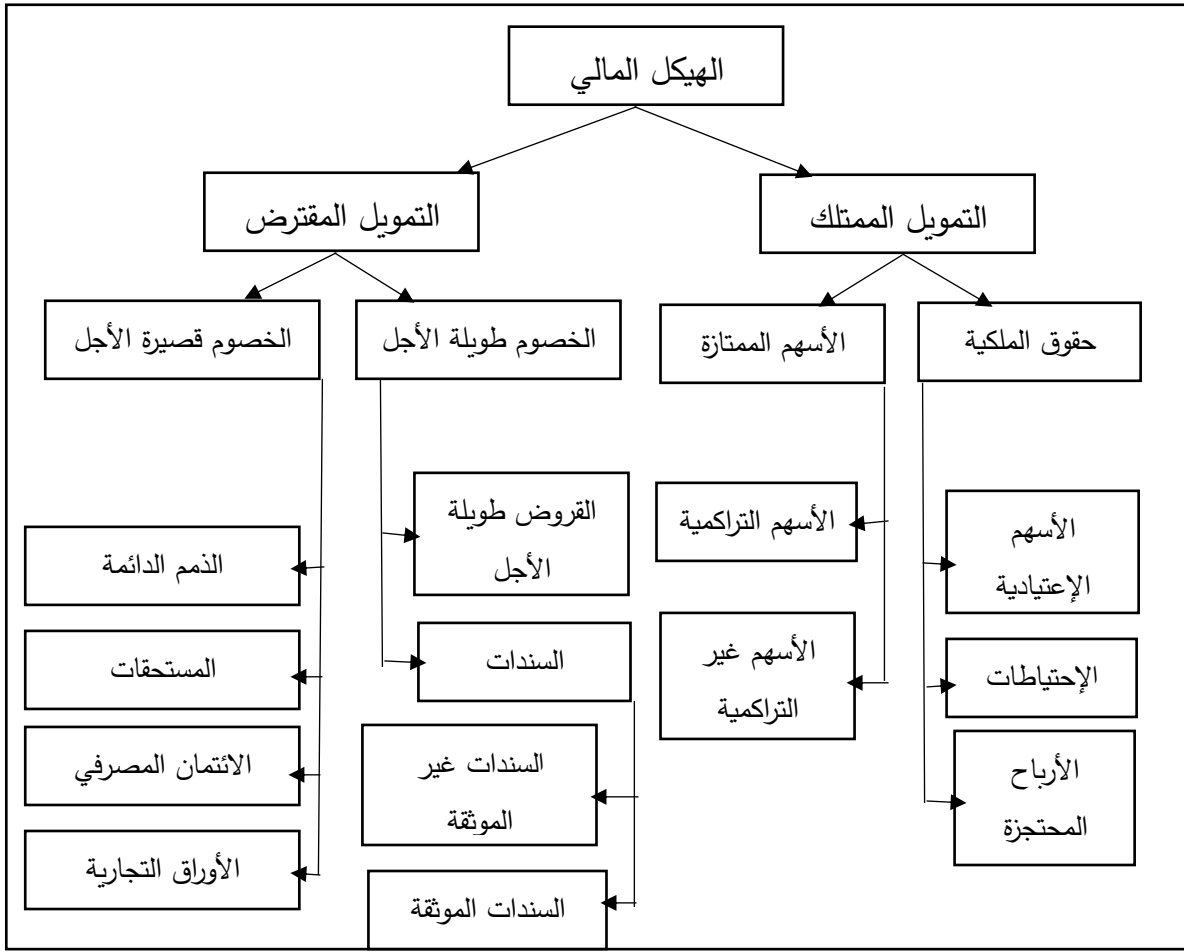
المصدر: من اعداد الباحثة

المطلب الثاني: مصادر تمويل المؤسسات

للمؤسسات مصادر تمويلية مختلفة داخلية وخارجية، لذا فهي تبحث عن المصادر التي تتلائم مع نشاطها، حيث أن لكل مصدر تكلفة وخصائص خاصة به، وهذا ما جعل عملية إختيار مصادر التمويل مهمة وضرورية في المؤسسة.

وشكل التالي يوضح أهم مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة:

الشكل 19: مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسات



المصدر: (عدنان و أرشد، 2009، صفحة 350)

يمكن تقسيم مصادر التمويل إلى ثلاثة مصادر:

- مصادر تمويل قصيرة الأجل؛
- مصادر تمويل متوسطة الأجل؛
- مصادر تمويل طويلة الأجل.

أولاً: مصادر التمويل قصيرة الأجل وتكلفتها

هي تلك الإلتزامات التي يجب سدادها خلال مدة زمنية لا تزيد عن سنة واحدة، وتتمثل أهم هذه مصادر

في الإئتمان التجاري، والإئتمان المصرفي.

1. الإئتمان التجاري

يمثل تلك الموارد التي تستطيع المؤسسة شراءها بالآجال من الموردين، فهو يعتبر مصدرا للتمويل من وجهة نظر المشتري. حيث يعبر عن رصيد الدائنين عن المدفوعات المستحقة على المؤسسة مقابل البضائع التي تم شراءها من الموردين دون سداد قيمتها، ويتميز هذا المصدر التمويلي بالمرونة إذ ترتبط عملية شراء إحتياجات المؤسسة بمستوى المبيعات المتوقعة (محمد، نحال، و رسمية، 2001، صفحة 330).

يعتبر الإئتمان التجاري الذي يقدمه الموردون مصدرا آليا للتمويل. فإذا كانت المؤسسة تستفيد من شراء موادها الأولية بالآجال وفق شروط معينة من موردها، فإن هذا التمويل يزداد آليا بزيادة حجم مشتريات المؤسسة تباعا لزيادة مبيعاتها وإنتاجها.

يتضمن الإئتمان التجاري ثلاثة عناصر وهي:

1.1. الخصم النقدي: وهو الخصم الذي يمنح للمشتري في حال قام بالسداد خلال فترة زمنية معينة؛

2.1. فترة السداد: وهي الفترة الزمنية التي يجب السداد خلالها حتى تتمكن المؤسسة من الإستفادة من الخصم النقدي، وتكون في العادة قصيرة حيث تتراوح بين 10 إلى 20 يوم؛

3.1. فترة السماح: وهي الفترة الزمنية التي يمكن أن تمر قبل سداد الفاتورة وذلك في حالة عدم الإستفادة من الخصم النقدي (غادة، 2018، صفحة 44).

من وجهة نظر المشتري (المؤسسة) يمكن تقسيم الإئتمان التجاري المقدم من قبل الموردين إلى:

1. ائتمان تجاري مجاني Cost-Free Trade Crédit

ويكون في حال ما إذا قررت المؤسسة السداد خلال فترة السماح والإستفادة من الخصم النقدي.

2. ائتمان تجاري ذو تكلفة Costly Trade Crédit

ويكون عندما تقرر المؤسسة السداد بعد نهاية فترة السماح أي نهاية فترة الائتمان، وفي هذه الحالة تكون تكلفة الإقتراض هي تكلفة عدم الإستفادة من الخصم (غادة، 2018، صفحة 44)، حيث يتم حساب التكلفة كالتالي:

365

تكلفة الائتمان التجاري = معدل الخصم النقدي × فترة التمتع بالائتمان - فترة الخصم

لذلك يجب على المدير المالي حساب هذه التكلفة قبل اتخاذ القرار وتحديد فيما إذا كان من المجدي تحمل تكلفة التمويل أو هناك بديل آخر أقل تكلفة.

2. الائتمان المصرفي

وهي تلك القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك، وتلجأ المؤسسات إلى هذا النوع من الائتمان لتمويل إحتياجاتها الموسمية للأموال التي قد تتمثل في الزيادة الموسمية في المخزون السلعي وحسابات القبض (أحمد، 2008، صفحة 106).

بمقارنة الائتمان المصرفي بالائتمان التجاري نجد أن الأول أقل تكلفة في حالة عدم إستفادة المؤسسة من الخصم النقدي المصاحب للإئتمان التجاري وأكثر مرونة؛ إذ أنه يأتي في صورة نقدية وليس بضاعة أو مواد. ومن ناحية أخرى يمكن أن يعتبر الائتمان المصرفي أقل مرونة؛ لأنه قد لا يتجاوب مع الزيادة أو النقصان في حجم نشاط المؤسسة (عبد القادر و خالد، 2017، صفحة 360).

وتنقسم القروض المصرفية إلى نوعين (محمد، نihal، و رسمية، 2001، الصفحات 332-334):

1.2. القروض غير المكفولة بضمان

في هذا النوع من القروض يتم الإتفاق بين البنك والمؤسسة على فتح إعتماد للمؤسسة، بمعنى أن يسمح البنك للمؤسسة أن تقترض كلما إحتاجت إلى أموال ولمدة زمنية محددة بشرط ألا تزيد الكمية المقترضة عن مبلغ معين في أي وقت خلال هذه الفترة.

وعادة ما تضع البنوك عدة شروط عند منحها هذا النوع من القروض، ومن أهم هذه الشروط:

- شرط الرصيد المعوض؛
- شرط قيام العميل بسداد قرضه مرة واحدة على الأقل كل سنة؛
- شرط إتباع سياسة مالية معينة طوال فترة القرض.

2.2. القروض المكفولة بضمان

في بعض الحالات يقوم البنك بطلب ضمانات معينة تلتزم المؤسسة بتقديمها قبل حصولها على القرض. ويجرّص البنك على طلب ضمان للقرض في حالة المؤسسات ذات المركز المالي الضعيف أو في حالة المؤسسات التي تكون نسب الإقتراض لديها مرتفعة.

وبالنسبة لتكلفة القروض المصرفية التي تحصل عليها المؤسسة فإنه يمكن التحكم فيها تبعاً لأسلوب دفع الفائدة على القرض. ويرجع ذلك إلى أن طريقة دفع الفائدة تؤثر على التكلفة الفعلية لأموال الإقتراض.

$$\text{المعدل الفعلي للفائدة} = \frac{\text{مقدار الفائدة}}{\text{مقدار الأموال المتحصل عليها فعلاً من القرض}}$$

ثانياً: مصادر التمويل متوسطة الأجل وتكلفتها

يقصد بها تلك المصادر التي تتحصل منها المؤسسة على الأموال سواء في صورتها النقدية أو أصول، ويتم اللجوء إلى هذا النوع من التمويل من أجل القيام بعملية توسع في الأصول الثابتة لتطوير المنتجات في مدة تزيد عن سنة وتقل عن سبعة سنوات، ويتميز هذا التمويل بأنه يستحق التسديد بعد فترة تزيد عن سنة، حيث يتم سداد قيمة الدين من خلال الأرباح المتحصل عليها خلال هذه السنوات. ومن أهم مصادر التمويل متوسطة الأجل نجد:

1. القروض المتوسطة الأجل

وهي عبارة عن مبالغ مالية تحصل عليها المؤسسة من البنوك التجارية أو البنوك المتخصصة بهدف شراء أصول تساعد المؤسسة في زيادة الإنتاج، وتكون هذه القروض مضمونة بأصول المؤسسة أو أي ضمانات أخرى، وتقتزن بمجموعة من الشروط تحددها المؤسسة المانحة بهدف ضمان حقها، حيث تدفع قيمة القرض في شكل أقساط للبنك، ومعدل الفائدة في هذا النوع من القروض يكون أعلى من معدل الفائدة في القروض القصيرة الأجل وذلك بهدف تعويض البنوك لتخليها عن أموالها لفترة أطول (زوينة ، 2020، صفحة 72).

2. التمويل عن طريق الإستئجار

يعرف التمويل التأجيري حسب المعيار المحاسبي الدولي 17 بأنه: " ترتيب تنقل بموجبه للمؤجر الحق في استخدام أصل لفترة زمنية متفق عليها مقابل دفعة أو سلسلة دفعات تستحق على المستأجر " (خالد، 2007، صفحة 47)، كما يعرف الإستئجار بأنه عقد يلتزم بموجبه المستأجر بدفع مبلغ محدد بمواعيد متفق عليها لمالك الأصل لقاء إنتفاعه من الخدمات التي يقدمها الأصل للمستأجر لفترة معينة، ويمكن أن يتم تحويل ملكية الأصل للمستأجر عند نهاية العقد أو لا يتم ذلك. ويمكن الإستئجار المؤسسات من الحصول على منافع أصل من الأصول دون إمتلاكه، إذ يصنف الإستئجار من هذا المنطلق كواحد من مصادر التمويل قصير الأجل.

ولكل عقد إستئجار طرفان: المستأجر والمؤجر اللذان يتفقان على بنود عقد الإيجار. ومن أهم البنود التي يشملها العقد:

- المدة الأساسية للعقد والتي لا يمكن خلالها إلغاؤه؛
- قيمة دفعة الإيجار الدورية وتوقيتها؛
- أية خيارات تتعلق بتجديد العقد أو شراء التجهيزات في نهاية العقد، وتحديد الجهة التي تتحمل نفقات الصيانة والتأمين والضرائب المرتبطة بالأصل المستأجر (غادة، 2018، صفحة 61).

هناك عدة أنواع لعقود الإستئجار أهمها الإستئجار التمويلي، والإستئجار التشغيلي.

1.2. الإستئجار التشغيلي

أو التأجير التشغيلي يعتبر نوع من أنواع التأجير قصير الأجل تقوم بإدارته وممارسته البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة في هذا المجال، ويهدف إلى تزويد المستأجر عن طريق التأجير بحاجته من الأصول الإنتاجية، وذلك دون أن يكون هناك داع لشرائها من قبل المستأجر، على أن يكون التأجير لغاية محددة وفترة زمنية محددة (طاهر، 2003، صفحة 78).

وغالبا ما ينص عقد الإستئجار على قيام المؤجر بتنفيذ عمليات الصيانة خلال الفترة المتفق عليها، وفي الغالب تكون تكلفة الصيانة محسوبة ضمن قسط الإيجار (نور الدين و اسلام ، 2002، صفحة 73).

ومن التعريف يتضح أن له مجموعة من الخصائص نوجزها فيما يلي:

- مدة عقد التأجير التشغيلي قصيرة نوعا ما؛
- إن عقد التأجير التشغيلي لا ينتهي بالتمليك؛
- إمكانية قيام المستأجر بإلغاء عقد الإيجار في أي وقت؛
- يعتبر التأجير التشغيلي نظام تأجيري أكثر منه تمويلي.

2.2. الإستئجار التمويلي

أو التأجير التمويلي يمثل علاقة تعاقدية بمقتضاها يقوم مالك الأصل محل العقد بمنح المؤسسة المستأجرة حق الإنتفاع من أصل معين خلال فترة زمنية معينة مقابل أقساط مالية تدفع دوريا. حيث مجموع هذه الأقساط المالية يغطي قيمة الأصل بالإضافة إلى تحقيق عائد مناسب للمؤجر (عبد القادر و خالد، 2017، صفحة 388).

إذ يتميز هذا النوع من الإستئجار بأنه لا يمكن إلغاؤه عكس عقد التأجيل التشغيلي، وإذا أراد المستأجر فعل ذلك، فعليه أن يدفع ما تبقى من قيمة العقد دفعة واحدة. وإذا تخلف المستأجر فإن ذلك من شأنه أن يؤدي إلى إفلاسه؛ كما أنه يتحمل المستأجر صيانة الأصل، وكذلك نفقات التأمين والضرائب؛ ويمكن للمستأجر في نهاية مدة العقد أن يختار بين تجديد العقد لفترة إضافية بإيجار منخفض أو شراء الأصل (عبد القادر و خالد، 2017، صفحة 388).

وتحدد تكلفة الإستئجار باعتبارها القيمة الحالية لدفعات الإيجار المستقبلية مخضومة بمعدل الفائدة الذي يجب أن تدفعه المؤسسة إلى المصرف إذا إقتضت مبلغا مماثلا لقيمة الآلية ولذات الفترة الزمنية. تمثل تكلفة الإقتراض معدل الخصم المناسب لدفعات الإيجار لأن خطر دفعات الإيجار من وجهة نظر المؤجر مماثل لخطر دفعات تسديد القرض من وجهة نظر المصرف. تؤخذ هنا تكلفة الإيجار بعد الحصول على التكلفة الفعلية للإيجار، أي بعد إستبعاد الوفر الضريبي الذي يخفض تكلفة الإيجار. كذلك يجب الأخذ بعين الإعتبار أن دفعات الإيجار تدفع مقدما عادة، أي في بداية السنة، ولكن الوفر الضريبي لا تتم الإستفادة منها إلا في آخر السنة. هذا

يعني أن هناك فترة تأخير بين دفعة الإيجار (التدفق النقدي الخارج) والوفر الضريبي الناتج عن هذه الدفعة (التدفق النقدي الداخل) (غادة، 2018، صفحة 68).

حيث أن الوفر الضريبي يساوي:

$$\text{الوفر الضريبي} = \text{معدل الضريبة} \times \text{دفعة التمويل التأجيري.}$$

ثالثاً: مصادر تمويل طويلة الأجل وتكلفتها

نشأت حاجة المؤسسات للتمويل طويل الأجل لتغطية الإنفاق اللازم لشراء الأصول الثابتة وتمويل الجزء الدائم من الأصول المتداولة، إذ أن هذا التمويل يستحق الدفع بعد فترة زمنية تزيد عن السنة الواحدة، وفيما يلي عرض لأهم أنواع مصادر التمويل طويلة الأجل (أحمد، 2008، الصفحات 120-128):

1. الأسهم العادية

يمكن تعريف السهم العادي بأنه حصة في ملكية إحدى المؤسسات، وباعتبار أن حملة الأسهم هم ملاك المؤسسة المصدرة لتلك الأسهم، لذلك فإنهم لا يحصلون على أية عائد قبل أن تقوم المؤسسة بالوفاء بكل إلتزاماتها إتجاه الحكومة والدائنين وحملة الأسهم الممتازة.

يتمتع حملة الأسهم العادية بالعديد من الحقوق، تتمثل بصفة أساسية فيما يلي: حق التصويت، حق المشاركة، حق الإكتتاب، القيمة الإسمية، القيمة الدفترية، القيمة السوقية*، القيمة الذاتية، قيمة التصفية.

يمكن حساب تكلفة الأسهم العادية باستخدام أسلوبين مختلفين هما (محمد، نihal، و رسمية، 2001، صفحة 343):

* حيث أن:

القيمة الإسمية: هي القيمة المنصوص عليها في عقد تأسيس المؤسسة، وعلى أساسها يتم توزيع الأرباح كنسبة مئوية منها.
والقيمة السوقية: وهي التي يتم التعامل بها في السوق المالية (البورصة)، وتعتبر قيمة كثيرة التذبذب بالمقارنة بالقيمة الإسمية التي تظل ثابتة.
أما القيمة الدفترية: فهي القيمة التي يستحقها السهم من واقع السجلات المحاسبية للمؤسسة.

1.1. أسلوب التوزيعات المخصصة

يسمى أيضا نموذج القيمة الحالية للأرباح الموزعة. فحسب هذا النموذج فإن القيمة الحقيقية للسهم هي القيمة الحالية للأرباح الموزعة المتوقع الحصول عليها مستقبلا. في ضوء هذا النموذج، إن تكلفة التمويل الممتلك تتكون من جزأين أولهما هو ربح السهم مقسوما على القيمة السوقية للسهم، مع تكييف النموذج ليتضمن تكلفة الإصدار للتمويل الجديد، أما الجزء الثاني فهو معدل النمو المتوقع لأرباح السهم الناتجة عن استثمار الأموال المملوكة وذلك بإفتراض ثباتها. ويمكن استخدام العلاقة التالية لحساب تكلفة الأسهم العادية طبقا لهذا الأسلوب:

$$\text{تكلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{الأرباح الموزعة المتوقعة لكل سهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم} - 1} + \frac{\text{الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة}}{\text{السهم}}$$

هذا الأسلوب لا يأخذ بعين الإعتبار المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الأسهم، مما أدى إلى ظهور أسلوب آخر يهتم بدراسة العلاقة بين عائد السهم والمخاطر التي يمكن أن يتعرض لها هذا العائد، وهذا الأسلوب يعرف ب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، وهو ما سنعرضه في ما يلي.

2.1. أسلوب تسعير الأصول الرأسمالية

يحتل هذا النموذج مكانة كبيرة في حساب تكلفة التمويل بالأسهم العادية، حيث يوازن بين معدل العائد المطلوب من السهم العادي (تكلفته) وبين مخاطرته، فهو يفترض بأن المساهم يملك محفظة مالية متنوعة. والعوائد على الأصول لا تتحرك بنفس الاتجاه ولا بنفس الوقت ولا بنفس المقدار. نتيجة هذا التنوع تصبح المخاطرة الوحيدة المتبقية هي المخاطرة المرتبطة بالتغيرات في السوق بشكل عام.

تحدد تكلفة التمويل بالأسهم العادية بدلالة المخاطرة الذي تتضمنها، بنظر لعدة عوامل، منها (سويس، 2007، صفحة 114):

- طبيعة المخاطر المرتبطة بالاستثمار، من مخاطر تشغيلية مرتبطة بنشاط المؤسسة المصدرة للأوراق المالية ومخاطر مالية؛

-المدة الزمنية المأخوذة لتقدير التدفقات، فكلما كانت في المدى البعيد كلما زاد الخطأ وحالة عدم التأكد، وهو ما يؤدي إلى زيادة علاوة المخاطر.

يعطى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية كما يلي:

$$E(R_i) = R_f + (E(R_m) - R_f) \cdot [Cov(R_m, R_i) / Var(R_m)]$$

حيث أن:

R_i : عائد السهم للمؤسسة i ؛

R_m : عائد للمحفظة التي تضم جميع المؤسسات أو عائد السوق؛

R_f : معدل العائد للأصل بدون مخاطرة.

E ، Var و Cov تمثل التوقع، التباين والتباين المشترك على الترتيب.

من الصيغة السابقة يمكن استخراج المخاطر النظامية أو مخاطر السوق β ، تصاغ كتالي:

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

يتميز هذا الأسلوب بتعديل المخاطرة، كما ينطبق على المؤسسات التي لا يكون فيها نمو أرباح السهم ثابتاً. وبذلك، فإن النموذج يطبق على نطاق واسع من المؤسسات.

2. الأسهم الممتازة

يوجد تشابه بين تعريف كل من السهم العادي والسهم الممتاز، إلا أن حامل السهم الممتاز يتمتع بميزتين أساسيتين لا يتمتع بها حامل السهم العادي، وهما حقه في الحصول على نصيبه من ممتلكات المؤسسة في حالة تصفيتها قبل أن يحصل المساهمون العاديون على نصيبهم من تلك الممتلكات، وحقه في الحصول على عائد سنوي بشرط أن تكون الأرباح التي تحققها المؤسسة كافية لتحقيق ذلك.

يمكن التعبير عن تكلفة الأسهم الممتازة بالعلاقة التالية (محمد، نحال، و رسمية، 2001، صفحة 344):

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = \frac{\text{الأرباح السنوية الموزعة للسهم الواحد خلال السنة}}{\text{السعر السوقي للسهم الممتاز (1- نفقات إصدار الأسهم الممتازة)}}$$

3. السندات

يعتبر السند بأنه مستند مديونية طويل الأجل تصدره المؤسسة، ويعطي الحق لحامله في الحصول على القيمة الإسمية للسند في تاريخ الإستحقاق، بالإضافة إلى الحق في الحصول على معدل فائدة دوري يتمثل في نسبة من القيمة الإسمية.

تعد السندات أوراق مالية تمثل حق مديونية، يحقق لحامله فائدة ثابتة ودورية، أي كل فترة محددة من تاريخ الإصدار حتى تاريخ الإستحقاق، حيث يحصل حامله على القيمة الإسمية.

توجد العديد من الخصائص والسمات التي تتميز بها السندات عن غيرها من مصادر التمويل الأخرى يمكن توضيح أهمها فيما يلي (الياس و يوسف ، 2011 ، صفحة 58):

- يعتبر عقد السند مستندا قانونيا تتحدد وفقا له إلتزامات المؤسسة المصدرة له كما تتحدد وفقا له حقوق حملة السندات؛
- لا بد من وجود وكيل يمثل طرف ثالث في إتفاق السند؛
- يمكن تحويل السندات إلى أسهم عادية وذلك وفقا لمعدل التحويل الذي يتم الإتفاق عليه مسبقا؛
- كما يمكن إستدعاء السند قبل تاريخ إستحقاقه إذا تضمن إتفاق السند ذلك كما في حالة إنخفاض أسعار الفائدة على السندات عما كانت عليه وقت إصدار هذه السندات

تحتسب تكلفة التمويل لإصدار السندات باستخدام العلاقة بين نسبة كل المصروفات التي تتحملها المؤسسة للحصول على الأموال الخاصة بالسند إلى صافي المبالغ التي يتم تحصيلها من الإصدار، أي أن:

$$\text{تكلفة التمويل بالسندات} = \frac{\text{إجمالي التكاليف السنوية للسند}}{\text{متوسط الاستثمار خلال المدة}}$$

يتحكم في تكلفة التمويل عاملان هما:

- إجمالي التكاليف السنوية للسند حيث تتكون من النفقات التي تتحملها المؤسسة لإصدار السندات، والتي تشمل رسوم الإصدار ورسوم الرهونات وغيرها من النفقات.
- متوسط الاستثمار خلال مدة الإصدار، ويتم الحصول عليها بقسمة القيمة الصافية لإصدار السند مضافا إليها القيمة الإسمية للسند والمدفوعة في نهاية المدة (فتحي، 2007، صفحة 269).

4. الأرباح المحتجزة

تعتبر أحد المصادر الهامة للتمويل طويل الأجل، وتظهر هذه الأرباح في الميزانية العمومية للمؤسسة كجزء من حقوق الملكية والتي تعتبر بدورها أيضا أحد المصادر الهامة والأساسية للتمويل طويل الأجل.

وبالتالي تمثل الأرباح المحتجزة بديلا تمويليا أمام المؤسسة لشراء أصول جديدة دون الحاجة للإقتراض أو بيع أسهم عادية إضافية، حيث تمكن المؤسسات من تمويل عمليات النمو لديها وذلك في ظل ظروف معينة كصعوبة بيع الأوراق المالية، وعندما يريد الملاك تجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة، وإذا كانت الأرباح المحققة مرتفعة وكافية لمقابلة النمو، وأنها تمكن المؤسسات أيضا من تخفيض عبء الإقتراض عن طريق إستبدال هذه القروض تدريجيا بالأرباح المحتجزة.

يمكن التعبير على تكلفة الأرباح الموزعة كما يلي (فتحي، 2007، الصفحات 281-282):

على إفتراض عدم وجود ضرائب وعمولات تصبح:

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{الأرباح المتوقعة للسهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم} - (1 - \text{تكلفة إصدار السهم})} + \text{الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة}$$

للسهم

وفي حال وجود ضرائب وعمولات تصبح:

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{الأرباح المتوقعة للسهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم} - (1 - \text{تكلفة إصدار السهم})} + (\text{الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة})$$

للسهم (1-نسبة الضريبة) (1-نسبة العمولة)

المطلب الثالث: أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة

تعتبر دراسة العلاقة بين قرار التمويل وقيمة المؤسسة من الجوانب الهامة لتقدير قيمة المؤسسة، ولذلك قامت نظريات الهيكل المالي بدراسة وتحليل العلاقة بين قرار التمويل وقيمة المؤسسة، إلا أنه لوحظ وجود إختلاف بين تلك النظريات في العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة.

أولاً: الإختيار بين مصادر التمويل المختلفة

تتعد مصادر التمويل أمام المؤسسة وهذا ما يجعلها تطرح تساؤل حول كيفية إختيار مصادر التمويل وهو: كيف يتم إختيار المصدر المناسب من مصادر التمويل المختلفة خاصة الطويلة الأجل؟

1. إعتبرات إختيار مصادر التمويل

على المؤسسات مراعاة بعض الإعتبرات عند إختيار مصادر التمويل الملائمة نوضحها فيما يلي (فتحي، 2007، صفحة 286):

1.1. التكلفة

حيث يجب أن يكون تركيز المؤسسات على تكلفة كل مصدر، وإختيار المصدر الأقل تكلفة؛

2.1. ربحية المؤسسة

حيث من الأفضل إختيار المصادر التمويلية التي تكون نسبة ربحية المؤسسة فيها أعلى من نسبة الفوائد المدفوعة على هذه المصادر؛

3.1. أسعار الفوائد السائدة

إذ يجب تجنب المصادر التمويلية ذات التكلفة المرتفعة نتيجة لتذبذب هذه الأسعار في السوق المالية؛

4.1. مكونات رأس المال

من الأفضل للمؤسسات أن توازن بين نسب مصادر التمويل المختلفة في هيكلها التمويلي؛

5.1. طبيعة نشاط المؤسسة

إذ يجب مراعاة حالة الأصول الثابتة في ضوء عمل المؤسسة، فقد تكون هذه المؤسسة مجبرة على إصدار الأسهم بدلا من السندات، خاصة إذا كانت لا تمتلك الكثير من هذه الأصول لرهنها، أو لبيع بضاعتها كالبنوك على سبيل المثال.

2. قواعد تحكم إختيار مصادر التمويل

كما أن هناك مجموعة من القواعد تتحكم في عملية إختيار مصادر التمويل، وفيما يلي عرض لمختلف هذه القواعد (زهوني، وصفية فايزة، و سمير، 2017، صفحة 243):

1.2. قاعدة التوازن المالي الأدنى

تنص هذه القاعدة على أن الاستخدامات الثابتة يجب أن تمول بواسطة الموارد الدائمة، فمثلا يجب تمويل الاستثمارات بديون متوسطة أو طويلة الأجل أو عن طريق التمويل الذاتي (الياس و يوسف ، 2011، صفحة 301). والإخلال بهذه القاعدة عند اتخاذ القرار التمويلي قد يؤدي إلى عدة مشاكل أهمها العجز المفاجئ في الخزينة وإنخفاض حاد في رأس المال العامل.

2.2. قاعدة الإستدانة العظمى (الإستقلالية المالية)

تعني أن مجموع الديون المالية (باستثناء الإعتمادات البنكية) يجب ألا تفوق الأموال الخاصة، ويمكن التعبير عن هذه القاعدة باستعمال نسبة الإستقلالية المالية والتي يمكن أن تأخذ عدة أشكال (الياس و يوسف ، 2011، صفحة 302):

$$\text{الإستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الديون المالية}}$$

الإلتزام بهذه القاعدة يوجب أن تكون هذه النسبة أكبر من الواحد.

$$\text{الإستقلالية المالية} = \frac{\text{الديون المالية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

الإلتزام بهذه القاعدة يوجب أن تكون النسبة أعلاه أقل من الواحد

الإستقلالية المالية = الأموال الخاصة / الموارد الدائمة

من أجل التقيد بهذه القاعدة يجب أن لا يؤثر قرار التمويل على النسبة أعلاه، أي لا تتعدى النصف (2/1).

تهدف هذه القاعدة إلى منح المؤسسة الإستقلالية المالية أي أن أموالها الخاصة تفوق مجموع ديونها وأن تظل مساهمة ملاك الأسهم في المؤسسة في إحتياجاتها المالية أكثر من مقرضيهها.

3.2. قاعدة القدرة على السداد

ترتكز هذه القاعدة على أن الديون المالية للمؤسسة يجب ألا تفوق ثلاث أضعاف قدرتها على التمويل الذاتي السنوي المتوسطة المقدرة، ويستعمل متخذ القرار المالي النسبة التالية كأداة تساعده على المراقبة.

القدرة على السداد = الديون المالية / القدرة على التمويل الذاتي

تعبر هذه النسبة عن المدة المتوسطة بين المؤسسة ودائنيها والتي تقل عن ثلاث سنوات ولهذا يجب أن تكون النسبة أقل من ثلاثة، فهي تترجم مدى إستطاعة المؤسسة على تغطية مجمل ديونها باستعمال قدرتها على التمويل الذاتي، وذلك مؤشر على زيادة إحتمال عدم القدرة على السداد وبالتالي التوقف عن دفع الديون في آجال إستحقاقها وبالتالي إرتفاع إحتمال الإفلاس، كما قد تؤثر هذه النسبة على سمعة المؤسسة تجاه القروض فهي تمثل بالنسبة إليهم قدرة المؤسسة على السداد.

4.2. قاعدة الحد الأدنى للتمويل الذاتي

تهدف هذه القاعدة إلى تنويع مصادر تمويل المشاريع الاستثمارية بالنسبة للمؤسسة أي أن يكون تمويل مشاريع المؤسسة على الأقل بثلاث الأموال الذاتية للمؤسسة، وما تبقى يكون بالإستدانة وهذا حتى يتسنى للمؤسسة الإبتعاد عن جملة المخاطر كزيادة مصاريف خدمة الديون مقارنة بمردودية المشروع الاستثماري (الياس و يوسف ، 2011 ، صفحة 302).

ثانيا: النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة

بدأت الدراسات حول الهيكل المالي بالتبلور بشكل علمي مع بداية الخمسينات عندما ظهرت أول نظرية في هذا المجال التي أصبحت تعرف بالنظرية التقليدية للهيكل المالي، ثم تلتها باقي النظريات، حيث تنصب أغلبها على إمكانية وجود هيكل مالي أمثل، يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.

1. نظريات الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق

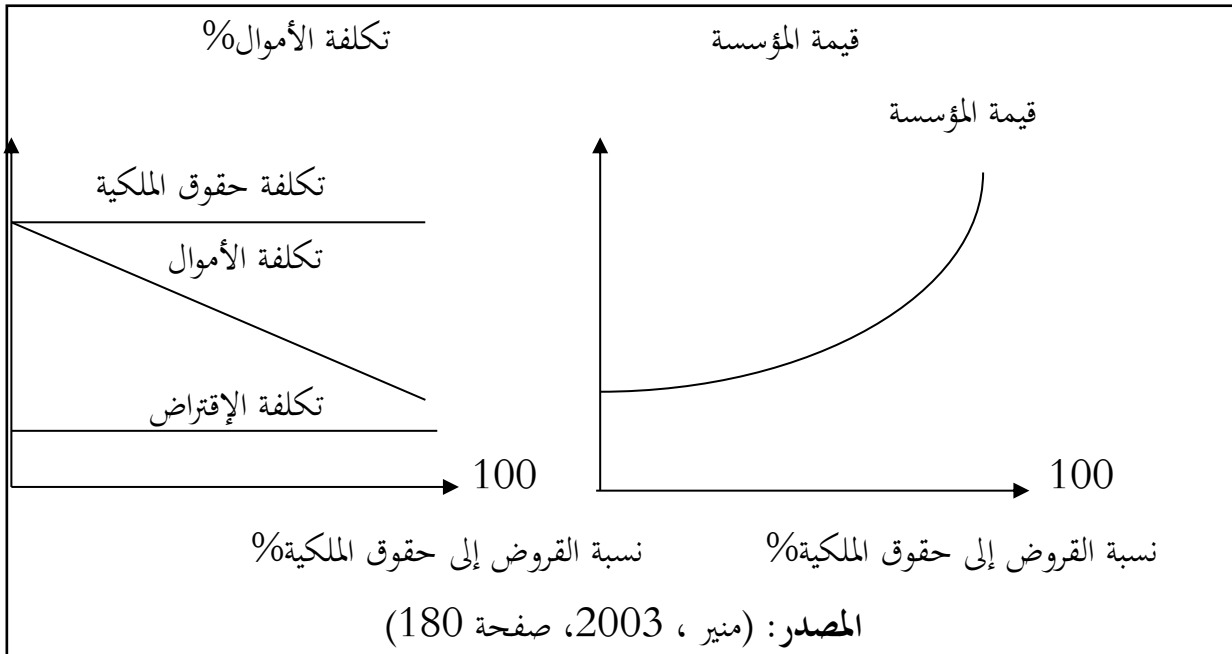
يفترض هذا المدخل كمال الأسواق، حيث من أهم المقاربات التي درست علاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة في ظل كمال الأسواق: نظرية صافي الربح وصافي ربح العمليات، النظرية التقليدية ونظرية مودكلياني وميلر في ظل غياب الضريبة.

1.1. نظرية صافي الربح، صافي ربح العمليات

1.1.1. نظرية صافي الربح

تفترض نظرية صافي الربح أن تكلفة كل من الإقتراض وحقوق الملكية ثابت لا يتغير بتغير نسبة الإقتراض، فإرتفاع أو إنخفاض نسبة الإقتراض في هيكل رأس مال المؤسسة لا يترتب عنه إنخفاض أو إرتفاع في معدل العائد على الاستثمار الذي يطلبه المقرضون أو الملاك، وطالما أن تكلفة الإقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم عادية جديدة، فإن زيادة نسبة الإقتراض يترتب عليها إنخفاض في تكلفة الأموال وإرتفاع في قيمة المؤسسة بالتبعية (منير ، 2003، صفحة 166).

الشكل 20: العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الإستدانة وقيمة المؤسسة وفقا لمدخل صافي الربح

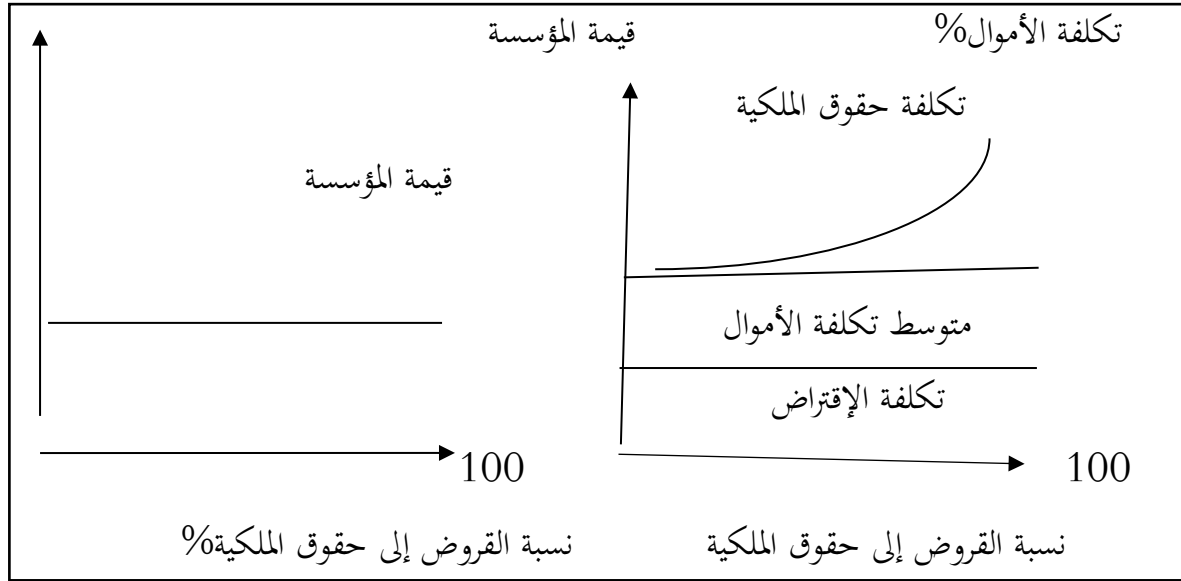


2.1.1. نظرية صافي ربح العمليات

على عكس نظرية صافي الربح وأيضا النظرية التقليدية، تقوم هذه النظرية على إفتراض أساسي هو أن التكلفة الكلية للأموال تكون ثابتة أيا كانت نسبة المديونية في المؤسسة، وذلك رغم أنه يفترض أيضا أن تكلفة الإقتراض ثابتة لا تتغير مع تغير نسبة الإقتراض بينما تكلفة الملكية سترتفع مع كل زيادة في نسبة الإقتراض، ويستند هذا المدخل على أن زيادة الإقتراض وما يصاحبها من زيادة المخاطر يؤدي إلى مطالبة أصحاب الأسهم بزيادة معدل العائد المطلوب مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الملكية (محمد، نهال، و رسمية، 2001، الصفحات 436-437).

الشكل 21: العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الإستدانة وقيمة المؤسسة وفقا لمدخل صافي ربح

العمليات



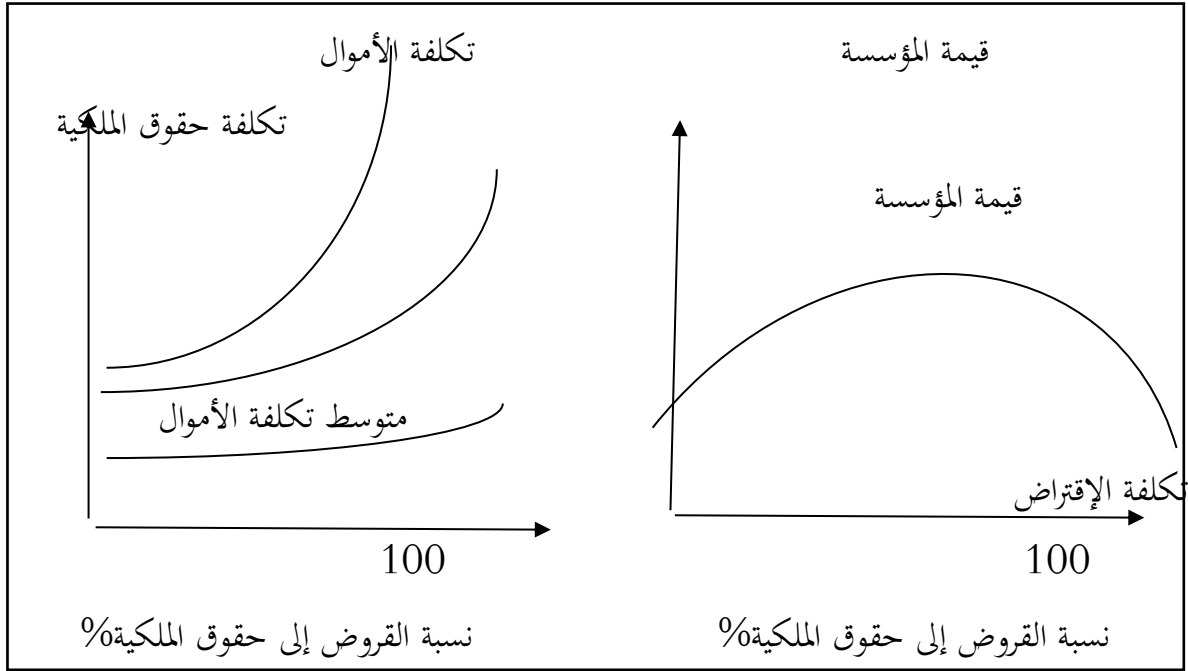
المصدر: (منير ، 2003 ، صفحة 185).

2.1. النظرية التقليدية The traditional theory

تسلم هذه النظرية بوجود هيكل مالي أمثل ينشأ عند نقطة إقتراض مثلى تتحقق عند تشكيلة مميزة من الديون والأموال الخاصة تجعل التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل عند حدها الأدنى، لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى وذلك عند مستويات مميزة من الرفع المالي، إضافة إلى إرتفاع تكلفة التمويل الخاصة مع كل زيادة في هذه المستويات وذلك نتيجة زيادة درجة الخطر المالي التي يتعرض لها الملاك (نبيلة و جبار، 2017، صفحة 246).

طبقا لهذه النظرية، فإن الهيكل التمويلي الأمثل يتحقق عندما تكون تكلفة الأموال أقل ما يمكن أي عندما تكون قيمة المؤسسة أكبر ما يمكن.

الشكل 22: علاقة تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة بحجم الإستدانة وفق النظرية التقليدية



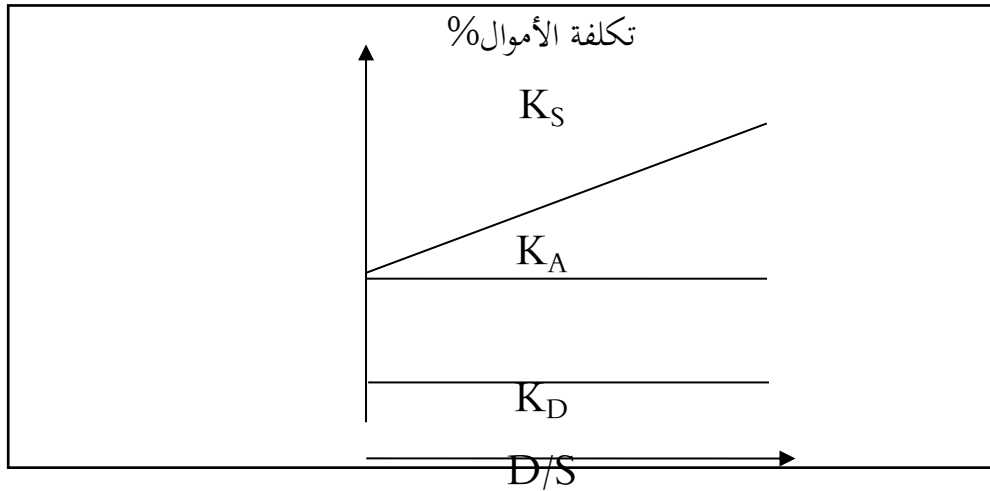
المصدر: (منير ، 2003 ، صفحة 187).

3.1. نظرية مودكلياني وميلر في ظل غياب الضريبة

خلافا للنظرية التقليدية التي تعترف بوجود هيكل تمويلي أمثل، أكد مودكلياني وميلر في دراستهم سنة 1958 أن تكلفة رأس المال مستقلة عن الهيكل المالي، مما يؤكد عدم وجود هيكل مالي أمثل، وأن قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي.

فجوهر هذه النظرية يقوم على أساس أن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها، وهذه بدورها تتوقف على العائد المتوقع من ورائها والتي تتأثر بالمخاطر التي قد يتعرض لها العائد، ومن ثم فمهما كانت التشكيلة التي تكون رأس المال فالقيمة الكلية للمؤسسة لا بد وأن تتساوى مع القيمة الكلية للاستثمارات المكونة لها سواء تم تمويل هذه الاستثمارات من قروض أو من أموال ملكية، وهذا يعني أن قيمة المؤسسة تتوقف على قرارات الاستثمار وليس قرارات التمويل، ومن منطلق الإفتراضات التي وضعوها فإن مودكلياني وميلر إعتبروا أنه لو تشابهت شركتان في كل المظاهر فيما عدا هيكل رأسمالها فإن القيمة السوقية لهما تكون واحدة (مولود، 2018، الصفحات 145-147).

الشكل 23: نظرية مودكلياني وميلر في ظل كمال الأسواق



المصدر: (مليكة، 2006، صفحة 109)

2. نظريات الهيكل التمويلي في ظل عدم كمال السوق

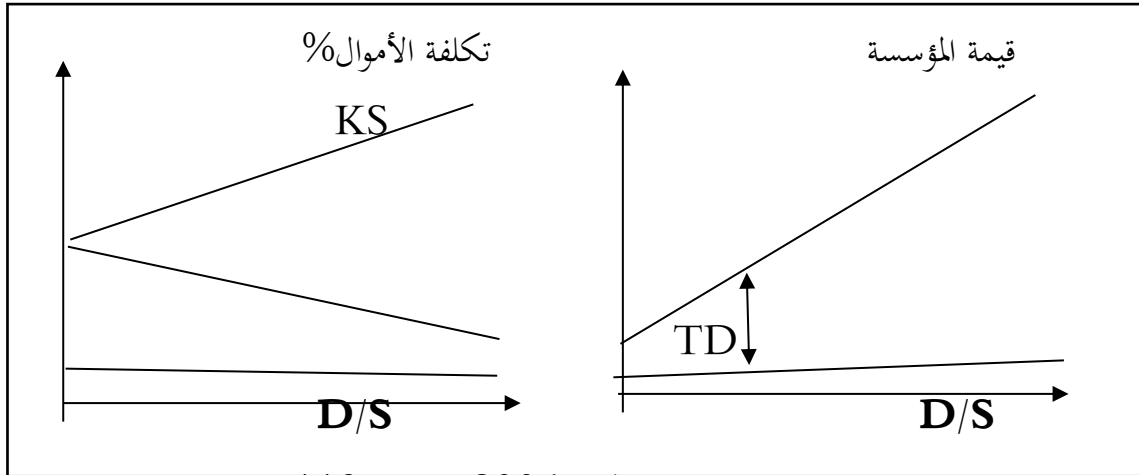
نظرا للإنتقادات التي وجهت للنظريات السابقة حول عدم واقعية فرض كمال السوق، تم إدخال بعض التكاليف (كتكلفة الإفلاس والوكالة) لبيان التأثيرات المحتملة عند أخذ هذه المتغيرات في الحسبان على تكلفة الأموال والقيمة السوقية للمؤسسة.

1.2. نظرية مودكلياني وميلر: قيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب

في إطار الأسواق غير الكاملة قدم مودكلياني وميلر تحليلا متميزا أثبتا فيه أنه في حالة خضوع دخل المؤسسة للضريبة، فإن القيمة السوقية لمؤسسة مستدينة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تعتمد كليا في تمويل استثماراتها على الأموال الخاصة، بالإضافة إلى القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الإقتراض. حيث يؤكد مودكلياني وميلر أنه لا ينبغي أن يزيد أو يقل الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة، والمؤسسة غير المقترضة، عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية، وإذا حدث العكس، فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين المؤسستين.

وعليه فإن الهيكل التمويلي الأمثل هو ذلك الهيكل الذي تكون فيه أكبر نسبة إقتراض ممكنة، وفي هذه الحالة سوف تنخفض تكلفة الأموال إلى أدنى حد ممكن والشكل الآتي يوضح ذلك (مليكة، 2006، الصفحات 112-113):

الشكل 24: تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة في ظل مدخل مودكلياني وميلر



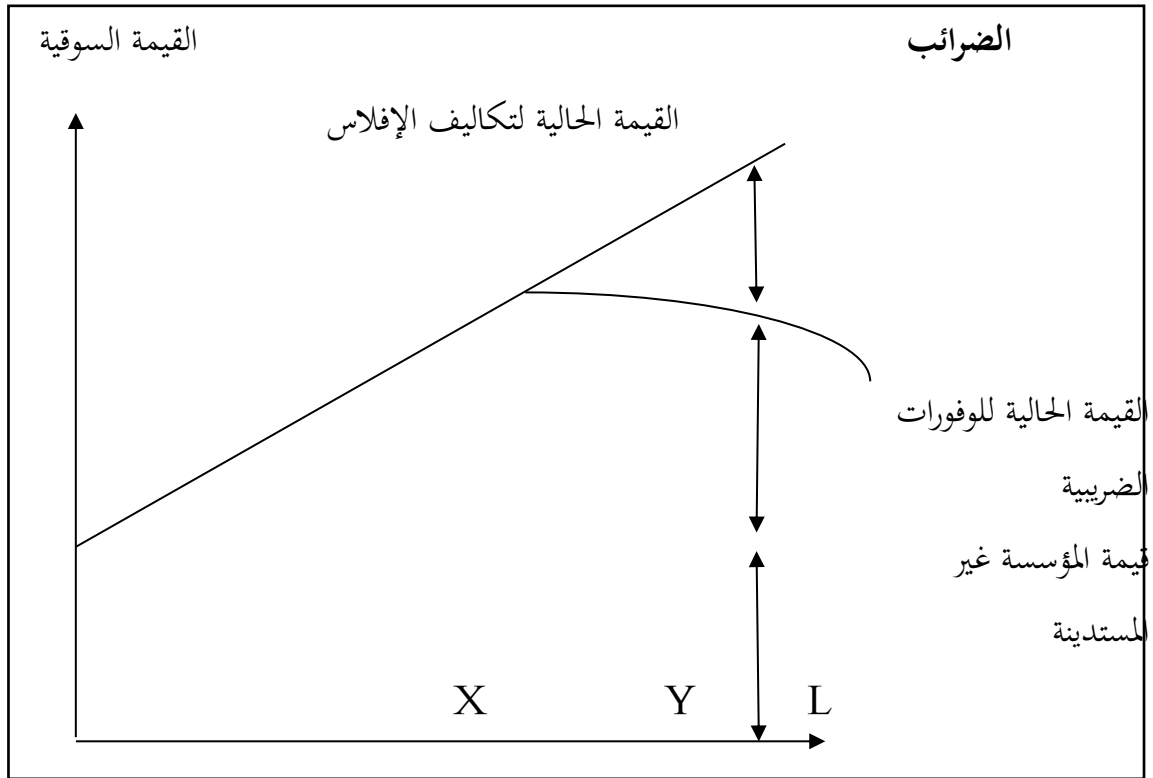
المصدر: (مليفة، 2006، صفحة 113).

2.2. الهيكل المالي في ظل وجود تكلفة الإفلاس

كلما زادت قيمة الديون، زادت صعوباتها المالية، لأنها تؤثر بشكل أو بآخر على فرص ديمومة المؤسسة وبقاءها، بسبب تحملها لتكاليف باهظة تؤدي إلى تخفيض قيمة المؤسسة، ففي حالة عجز المؤسسة عن سداد إلتزاماتها في تواريخ إستحقاقها. يتخذ الدائنون إجراءات قانونية من شأنها أن تؤدي إلى إعلان إفلاس المؤسسة (منير ، 2003 ، صفحة 246).

مما سبق نجد أن زيادة نسبة الإستدانة تؤدي إلى إنخفاض التكلفة الفعلية للأموال المقترضة بسبب الوفر الضريبي، غير أن زيادة هذه النسبة بعد نقطة معينة يؤدي إلى ظهور تكلفة الإفلاس، وبالتالي إرتفاع معدل العائد الذي يطلبه الملاك، مما يؤدي إلى زيادة تكلفة التمويل، ومن ثمة إنخفاض القيمة السوقية للمؤسسة. والشكل الموالي يوضح الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية الإفلاس بوجود الضرائب:

الشكل 25: العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسبة الرفع المالي حسب نظرية الإفلاس في وجود



Source: (Pascal & Georges , 2009, p. 449).

نلاحظ من الشكل أنه كلما إرتفعت الإستدانة إرتفعت معها قيمة المؤسسة، بحيث يفسر ذلك إلى إنخفاض تكلفة الأموال بفضل الوفورات الضريبية، وعدم وجود تكلفة الإفلاس، إلى أن تصل إلى النقطة X، أين تبدأ مخاطر الإفلاس في الظهور، بحيث تواصل قيمة المؤسسة إرتفاعها بسبب إنخفاض تكلفة الأموال، ولكن بنسبة أقل من ذي قبل، وعند وصولها إلى النقطة Y تبدأ قيمة المؤسسة في الإنخفاض، بسبب إرتفاع تكلفة الأموال، وتفسير ذلك أن قيمة تكاليف الإفلاس أصبحت تفوق قيمة الوفورات الضريبية، وعليه فإن الهيكل المالي الأمثل (نسبة الإقتراض المثلى) في ظل وجود تكاليف الإفلاس، تتحدد في النقطة Y والتي تكون تكلفة الأموال عندها في حدها الأدنى (منير ، 2003 ، صفحة 254).

3. نظريات الهيكل المالي في ظل التيارات المالية الجديدة

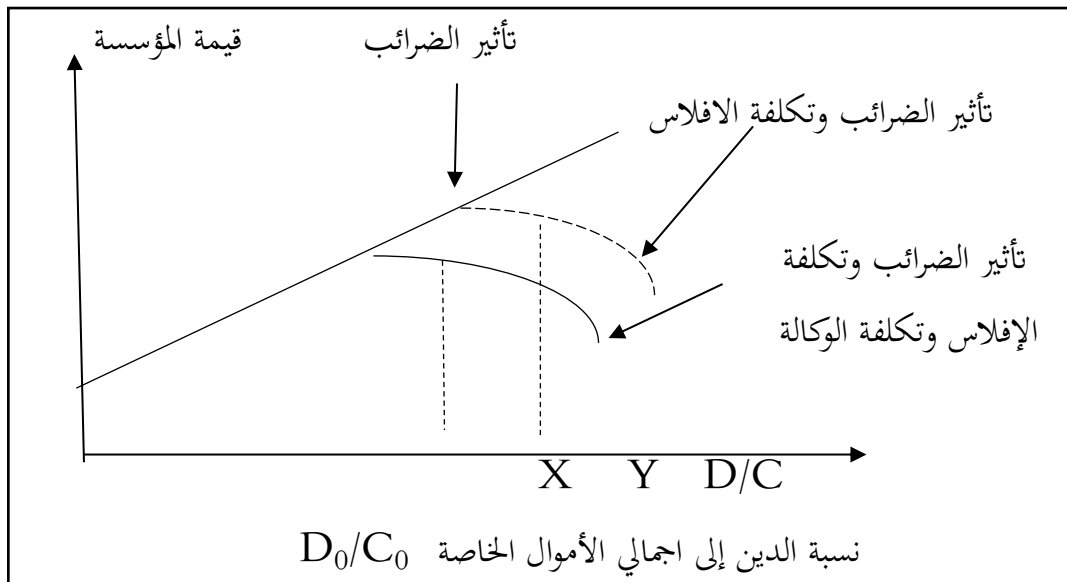
في إطار هذا التيار برز ما يعرف بنظرية الوكالة وذلك لإنفصال الإدارة عن المالكين، ونظرية الإشارة، حيث يمكن إبراز أثرهم على الهيكل المالي في التالي:

1.3. نظرية الوكالة

تقوم هذه النظرية على العلاقات بين المتدخلين في المؤسسة ممثلة في شكل عقود سواء بين المسيرين والمساهمين أو الدائنين، فهي تقدم خصائص التعاقد الأمثل بين الموكل والوكيل، على أساس المبدأ النيوكلاسيكي الذي مفاده أن كل عون اقتصادي يبحث على تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة (مولود، 2018، صفحة 168).

وفقا لهذه النظرية تتعدد أهداف الأطراف المتداخلة في المؤسسة، وغالبا ما تكون متناقضة وهذا ما ينجر عنه ما يعرف بتكلفة الوكالة.

الشكل 26: تأثير تكلفة الوكالة على القيمة السوقية للمؤسسة



المصدر: (الياس و يوسف، 2011، صفحة 425).

نلاحظ أن تكلفة الوكالة يترتب عليها انخفاض نسبة الإستدانة داخل هيكل رأس المال، حيث إنخفضت من النقطة Y إلى النقطة X بشرط أن تكون هذه الأخيرة هي التي يتعادل عندها الوفر الضريبي مع كل من تكلفة الإفلاس والوكالة.

2.3. نظرية الإشارة

تستند هذه النظرية على مفهوم عدم التناظر أو التماثل في المعلومات التي تتميز بها الأسواق المالية إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، فتتعلق هذه النظرية من أنه بإستطاعة مدراء

المؤسسات الأحسن أداءاً إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداءاً (مولود، 2018، صفحة 170).

هذا يجعل المديرين في موقف أفضل لقابليتهم على توقع التدفقات المستقبلية، ويشير (Mark et Sheric)، إلى أن نسبة الدين إلى حق الملكية تنقل المعلومات للمستثمرين لسببين، السبب الأول يتعلق بالآزمات حيث يتجنب المدراء من زيادة نسبة المديونية إذا كانت عندهم معلومات تشير إلى تعرض المؤسسة إلى صعوبات مالية وبالتالي تؤدي إلى إفلاس المؤسسة، وبذلك يتعرض مديرو المؤسسة المفلسة إلى عقوبات إصدار الدين، لهذا يكون للمديرين حافز قوي على إرسال إشارة صحيحة بعد أن يكونوا على قناعة لقابلية المؤسسة على إعادة الدين، وهذا يعني أن زيادة الدين إشارة إلى المستقبل المالي الجيد للمؤسسة، كالمؤسسات التي ترغب في مستويات عالية من الدين عندما تتوقع أنها تحقق تدفقات نقدية من الوفورات الضريبية، أما السبب الثاني، إذا أصدرت الإدارة الأسهم العادية تشير هذه المعلومة للمستثمرين أن أسهم المؤسسة مقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية، وهذه إشارة سلبية تؤدي إلى انخفاض سعر سهم المؤسسة في السوق، وأن إصدار الأسهم الجديدة هي لمشاركة المستثمرين الجدد في الخسارة (عادلة و عبد الخالق ، 2014، الصفحات 95-96).

المبحث الثاني: قرار الاستثمار وقيمة المؤسسة الاقتصادية

تعد قرارات الاستثمار من المواضيع المهمة في مجال الإدارة المالية، فهي تؤثر بشكل كبير في العديد من القرارات التي تقوم المؤسسة باتخاذها، وهناك العديد من العوامل التي تؤثر على قرار الاستثمار وجب على المستثمرين أخذها بعين الإعتبار، إذ قد تكون هذه العوامل داخلية يمكن التحكم فيها أو خارجية لا يمكن التحكم فيها، في هذا الصدد تستعمل العديد من المعايير المالية لتقييمه، وذلك بهدف التنبؤ بإمكانية ربحية الاستثمار من عدمه.

وعليه سيتم التعرف من خلال هذا المبحث على قرار الاستثمار وعلاقته بقيمة المؤسسة الاقتصادية.

المطلب الأول: مفاهيم عامة حول قرار الاستثمار

يعد قرار الاستثمار ومهما كان شكل الاستثمار* من أصعب القرارات وأكثرها حساسية، فهو يمثل في جوهره عملية تخصيص الموارد، هذا من جهة، ومن جهة ثانية فإنه يعد شكلا من أشكال توزيع الدخل القومي، وهذا ما يفرض عليه ضرورة أن يكون قرار سليم ومستند على أسس صحيحة.

أولاً: مفهوم قرار الاستثمار

سنعرض إلى كل من تعريف قرار الاستثمار وأنواعه وذلك في التالي:

1. تعريف قرار الاستثمار

يعد قرار الاستثمار ذلك القرار الذي يهدف إلى إختيار بديل استثماري يعطي أكبر عائد من بين بديلين استثماريين على الأقل، والمبني على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسبق عملية الإختيار بعدة مراحل تنتهي بإختيار قابلية هذا البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين وفقاً لأهداف وطبيعة المشروع الاستثماري (عبد المطلب، 2006، صفحة 38).

* يعبر الاستثمار عن تخلي المستثمر عن أمواله في لحظة معينة ولفترة زمنية معينة، وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها في تلك الفترة الزمنية قصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية. أو هو تضحية بمنفعة حالية تحقق عن طريق الإستهلاك بهدف الحصول على منفعة مستقبلية أكبر تحقق إشباع مستقبلي عن طريق زيادة الدخل ثم الإستهلاك.

هناك من يعرفه "بأنه يشير إلى تخصيص الموجودات من خلال استثمار أموال المؤسسة في نوعين من الموجودات المالية والموجودات المادية المتداولة والثابتة" (محمد و عمر، 2018، صفحة 105).

ومنه يعد اتخاذ القرار الاستثماري تلك العملية التي يتم من خلالها حصر ودراسة وتحليل البدائل الاستثمارية المتاحة، والموازنة بينها واتخاذ القرار المناسب بناء على البديل الذي يحقق أكبر عائد وأقل تكلفة.

2. أنواع قرار الاستثمار

تعدد أنواع قرار الاستثمار وتختلف وذلك حسب عدد البدائل المتاحة، وحسب ظروف اتخاذ قرار الاستثمار، والأساليب المعتمدة في التحليل الاستثماري كالأتي (الغالي، 2013، الصفحات 80-82):

1.2. قرارات الاستثمار وفقا لعدد البدائل المتاحة

حسب هذا النوع، نميز ثلاث أصناف لقرار الاستثمار وهي (عبد المطلب، 2006، صفحة 44):

1.1.2. قرارات أولويات تحديد الاستثمار

ويتم اتخاذ القرار الاستثماري في هذه الحالة بإختيار البديل الأفضل بناء على مدى ما يعود عليه من عائد أو منفعة خلال فترة زمنية معينة، ومن ثم يقوم بترتيب أولويات الاستثمار طبقا للمعايير الموضوعية لترتيب الأولويات، فإذا أعتبر أن عائد الاستثمار هو الذي يحكم تفصيلاته فإنه سيقوم بترتيب البدائل الاستثمارية طبقا لهذا المدخل.

إذ يتم تحديد وإختيار أولويات الاستثمار بناء على رغبة وهدف متخذ القرار، ومن ثم ترتيب أولويات الاستثمار.

2.1.2. قرارات قبول أو رفض الاستثمار

في هذه الحالة يكون المستثمر أمامه بديل واحد لاستثمار أمواله في نشاط معين أو الإحتفاظ بها دون استثمار، وهذا القرار يجعل فرص الإختيار أمام المستثمر محدودة جدا.

3.1.2. قرارات الاستثمار المانعة للتبديل

في هذا النوع يكون أمام متخذ القرار العديد من فرص الاستثمار، ولكن في حالة إختيار المستثمر إحدى هذه الفرص في نشاط معين، فإن ذلك لا يمكنه من إختيار نشاط آخر، فالنشاط يمنع تبادل النشاطات الأخرى.

2.2. القرارات الاستثمارية وفقا لظروف اتخاذ القرارات الاستثمارية (ظروف التأكد والمخاطرة وعدم

التأكد)

يمكن اتخاذ القرارات في ظروف التأكد حيث تكاد تنعدم المخاطرة، وذلك راجع لتوفر المعلومات لدى متخذ القرار حول المستقبل ونتائجه، أما في ظروف المخاطرة فيتم اتخاذ القرارات الاستثمارية في ظل قلة المعلومات المتوفرة، أما القرارات التي تتم في ظروف عدم التأكد قل وأن تحدث في مجال الاستثمار وتحتاج إلى خبرة عالية ودقة كبيرة في إجراء دراسات الجدوى الاقتصادية وتطبيق أساليب على درجة مرتفعة من التقدم لاتخاذ القرار الاستثماري (أحمد ش.، 2021، صفحة 105).

3.2. القرارات الاستثمارية وفقا لنوع التحليل الاستثماري المتبع

توجد قرارات استثمارية تعتمد على التحليل الوصفي فقط وهذه قليلة الحدوث في عالم اليوم، أو قرارات تعتمد على التحليل الكمي فقط وهي أيضا ليست بالكثيرة الحدوث، ولكن الواقع العملي يغلب على القرارات الاستثمارية الأخذ بالتحليل الوصفي والكمي معا.

ثانيا: الخطر والعائد

تعد دراسة العلاقة بين العائد والخطر جوهر قرارات الاستثمار في المؤسسة، وهذا ما سيتم التعرف عليه في هذا الجزء.

1. العائد

بعد العائد مجموع المكاسب أو الخسائر الناتجة عن الاستثمار خلال فترة زمنية معينة، أما الربحية فهي تعبر عن الاستثمارات في الأصول التي تقدم أكبر قدر ممكن من العوائد وأقل التكاليف، وهذا يعني أن العائد يمثل مقدر الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي، حيث يمكن قياس العائد باستخدام النسب المالية فيتم إستخراج

نسبة العائد على الاستثمار، العائد على حقوق الملكية وعائد الاحتفاظ بالأسهم (دريد، 2009، صفحة 153).

2. الخطر

يعتبر الخطر احتمال الفشل في تحقيق العائد المتوقع أو هو درجة التغير في العائد مقارنة بالمردودية المتوقع الحصول عليها، ومصادر الخطر متعددة وتصنف إلى مصادر داخلية ومصادر خارجية (دريد، 2009، الصفحات 160-164):

1.2. الخطر الخارجي

وهو الخطر المتأتي من البيئة المحيطة بالمؤسسة، وخاصة الاقتصادية وتكون بعيدة عن تأثير قرارات الإدارة في المؤسسة، ومصادرها متنوعة أهمها التغير في أسعار الفائدة التضخم والإنكماش...

2.2. الخطر الداخلي

وهي مصادر الخطر التي تظهر من داخل المؤسسة، وأهمها خطر المديونية والائتمان التجاري الممنوح للعملاء، ودرجة السيولة التي تتمتع بها المؤسسة...

3. علاقة العائد بالخطر

تعد العلاقة بين العائد والخطر علاقة طردية، وهذا ما جعل المبادلة بينهما ودرجة تحليلها جوهر القرار الاستثماري، وبشكل عام نشأت هذه العلاقة الطردية بينهما من تلازم بين المتغيرين، حيث أنه لا يمكن دراسة العائد بمعزل عن تحديد الخطر (حمزة م.، 2008، صفحة 359).

ثالثاً: المقومات الأساسية للقرار الاستثماري

لأجل أن يكون القرار الاستثماري ناجحاً، لا بد أن يستند إلى ثلاث أسس هي (مولود، 2018، الصفحات 121-123):

1. إعتقاد إستراتيجية ملائمة

تعتمد على أولويات المستثمر، وذلك من خلال منحى التفضيلات الاستثمارية للمستثمر والذي يتشكل من رغباته وتفضيلاته إتجاه كل من الربحية والسيولة والأمان، هذه التفضيلات تحدد في الوقت نفسه ميل هذا المنحى فضلا عن عوامل ذاتية خاصة بالمستثمر مثل العمر، الوظيفة، الدخل الحالة الإجتماعية. ووفقا لمنحى التفضيل الاستثماري بالإمكان تصنيف المستثمرين إلى ثلاثة أصناف:

1.1 المستثمر المتحفظ: الذي يكون حساسا جدا لعنصر المخاطرة؛

2.1 المستثمر المضارب: الذي يعطي الأولوية لمسألة الربحية ما يجعل حساسيته للمخاطرة متدنية؛

3.1 المستثمر المتوازن: وهو المستثمر الرشيد الذي يهتم بكل من العائد والمخاطرة بشكل متوازن.

2. الإسترشاد بالأسس العلمية في اتخاذ قرار الاستثمار

قصد أن يكون القرار رشيدا، على المستثمر أن يوظف أولا المنهج العلمي في اتخاذ القرار لتحديد الهدف من الاستثمار، وتهيئة البيانات والمعلومات الملائمة لاتخاذ القرار، تحليل ودراسة الجوانب المالية للبدائل الاستثمارية، وإختيار البديل الاستثماري الأفضل. وكذا على متخذ القرار الاستثماري أن يأخذ بعين الإعتبار المبادئ والمعايير كأساس لاتخاذ القرار، ومن أهم هذه المبادئ:

- مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية؛
- مبدأ الملائمة؛
- مبدأ الخبرة والكفاءة؛
- مبدأ تنويع المخاطر الاستثمارية.

3. مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطر

من البديهي أن المستثمر يربط قراره الاستثماري بمتغيرين أساسيين هما: العائد المتوقع من الاستثمار ودرجة المخاطرة المرافقة للأداة الاستثمارية، ولهذا على المستثمر قبل أن يتخذ قراره الاستثماري أن يعرف مسبقا كل من العائد المتوقع ودرجة المخاطرة.

المطلب الثاني: مراحل اتخاذ القرارات الاستثمارية ومخاطر اتخاذها

تمر عملية اتخاذ القرار الاستثماري بعدة مراحل، تنطلق من التفكير في المشروع الاستثماري وتنتهي بتنفيذ القرار، كما أن عملية اتخاذه تمر بعدة صعوبات.

أولاً: مراحل اتخاذ القرار الاستثماري

تعددت الآراء حول مراحل عملية اتخاذ القرار الاستثماري وترتيبها، إلا أن هناك إجماع حول أهم العناصر وهي التالية:

1. التفكير في المشروع

تبدأ فكرة المشروع بوجود فرص استثمارية تلوح للمستثمر في مجال معين في أحد الأنشطة الاقتصادية المتنوعة، وتتأني فكرة المشروع الاستثماري من عدة مصادر والتي يمكن إيجازها في العناصر التالية (طلال، 2008، الصفحات 29-31):

- قوائم وكشوفات التجارة والموارد الطبيعية المحلية المتاحة؛
- الإمكانيات البشرية المتاحة؛
- الهيكل الصناعي القائم والتطورات والإبتكارات التكنولوجية؛
- خطط وبرامج التنمية والمشاريع السابقة والمؤجلة؛
- تجارب الدول الأخرى؛
- النشرات والتقارير.

2. دراسة الجدوى المبدئية (عبد المطلب، 2006، الصفحات 48-50)

تعتبر هذه الدراسة كنظرة عامة للمشروع من جميع جوانبه، حيث يهدف متخذ القرار من خلالها إلى التوصل إلى قرار حول المشروع وذلك بالتخلي عنه أو قبوله، وذلك بالانتقال إلى دراسة أكثر تعمقا وتفصيلا له.

فهي دراسة سطحية، لا تتطلب التفصيل والدقة، إذ تبرز أهميتها في كونها تهدف إلى تقليص الوقت الذي تأخذه دراسة الجدوى التفصيلية التي قد تثبت في نهايتها رفض المشروع، وتقليل التكاليف والجهد المبذول في دراسة الجدوى التفصيلية دون اللجوء إلى دراسة الجدوى المبدئية، والتي قد تثبت في نهايتها عدم جدوى المشروع. كما أن دراسة الجدوى المبدئية تهدف إلى إيضاح مدى الحاجة إلى منتجات المشروع، ومدى توافر عوامل الإنتاج الأساسية، وتحديد المراحل التي تحتاج إلى تركيز خاص في الدراسة التفصيلية، تقدير حجم وتكلفة الاستثمار المطلوب، كما توضح معلومات حول التكاليف المقدرة للدراسة التفصيلية للجدوى.

3. دراسة الجدوى التفصيلية

تعتبر هذه المرحلة إمتداد لمرحلة دراسة الجدوى الأولية، بتعمق وتدقيق وتفصيل وتحليل أكثر للمعلومات والأفكار التي تم التوصل إليها في المرحلة السابقة، إذ تمثل مجموعة من الدراسات المتنوعة والمتكاملة فيما بينها، فهي تتعلق بدراسة كل من الجدوى التسويقية والفنية، التمويلية، والجدوى المالية (الغالي، 2013، صفحة 86).

4. التقييم المالي والاقتصادي للربحية ا

بعد إتمام المرحلة السابقة، يتم الانتقال إلى مرحلة التقييم المالي والاقتصادي للربحية التجارية وفق المعايير الموضوعية التي تستخدم في التقييم، والتي تعتمد على التدفقات النقدية وتتضمن العديد من الطرق والأساليب في ظل التأكد، عدم التأكد والمخاطرة، أكثرها شهرة واستخداما المعايير غير المخصومة (فترة الإسترداد ومعيار المعدل المتوسط للعائد) والمعايير المخصومة (أسلوبي صافي القيمة الحالية والعائد الداخلي على الاستثمار إضافة الى معيار مؤشر الربحية)، وفي ظروف عدم التأكد والمخاطرة (تحليل الحساسية وشجرة القرار) (الغالي، 2013، صفحة 87).

5. اتخاذ القرار الاستثماري

يتم ذلك من خلال نتائج المرحلة السابقة وذلك بإقرار البديل الذي ينتج عنه أفضل النتائج من حيث القيمة العددية، ومن ثم تأتي مرحلة بدأ تنفيذ المشروع (عبد المطلب، 2006، صفحة 51).

6. مرحلة التنفيذ

وهي آخر مرحلة في اتخاذ القرار الاستثماري، وتتم هذه المرحلة بواسطة الإدارة أو لجنة خاصة، وتتم بإعداد موازنة رأسمالية للمشروع ليتم من خلالها ضبط ورقابة ومراجعة عملية التنفيذ (أحمد ش.، 2021، صفحة 112).

تعتبر مراحل اتخاذ القرار الاستثماري، مراحل متسلسلة ومتكاملة، بحيث لا يمكن الانتقال إلى مرحلة دون إتمام المرحلة التي تسبقها، وهذا لضمان أفضل قرار استثماري للمؤسسة ذو أكبر عائد وأقل تكلفة.

ثانياً: صعوبات اتخاذ القرار الاستثماري

من بين الأسباب التي تجعل اتخاذ القرار الاستثماري من أصعب القرارات في المؤسسة ما يلي:

-إعتماده كلياً على التنبؤات؛

-مراعاة أن يكون الاستثمار الجيد متماشياً مع أنشطة المؤسسة وأهدافها وسياساتها ويمكن توضيح ذلك كما يلي (عبد المطلب، 2006، صفحة 49):

- يعد إعداد التقديرات أصعب من مراحل دراسات الجدوى وذلك للاقتراحات الاستثمارية، ولا تكمن الصعوبة في إعداد تقديرات لمختلف التدفقات النقدية بل في مراعاة دقة هذه التدفقات بمرور الزمن، وهذا راجع لإختلاف القيمة الزمنية للنقود مع مرور الزمن، كما توجد جوانب أخرى يصعب وضع قيم أو تقديرات لها بدقة كالتطور التكنولوجي، الظروف والأوضاع الاقتصادية المنتظرة خلال الفترة التي تتضمنها دراسة الجدوى الاقتصادية؛
- إن عملية التنسيق بين القرارات الاستثمارية من جهة، وأهداف وسياسات المؤسسة من جهة أخرى صعب إذا لم تكن معلنة بطريقة واضحة هذا يعني أن سياسة الاستثمار غير المدروسة قد تعارض مع هذه الأهداف وهو ما يؤدي للتأثير على مستقبل المؤسسة.

المطلب الثالث: تقييم القرارات الاستثمارية وعلاقتها بقيمة المؤسسة

يتميز قرار الاستثمار بصعوبة إختياره وهذا راجع لتعدد طرق المفاضلة بين البدائل الاستثمارية لذلك سيتم أولاً التعرف على هذه الطرق، كما أن كلا من قرارات الاستثمار وقرارات التمويل يتأثران ببعضهما البعض وهذا ما سيتم إبرازه في النقطة الثانية، ل يتم التعرف في النقطة الموالية على علاقة قرار الاستثمار بقيمة المؤسسة.

أولاً: طرق المفاضلة بين البدائل الاستثمارية

تختلف وتتعدد الفرص الاستثمارية أمام المؤسسة، وكذا تختلف النتائج من فرصة لأخرى وهذا راجع لإختلاف درجة المخاطرة المرتبطة بها، لذلك يعتمد المستثمر على مجموعة من الطرق للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية لترتيبها وتقييمها.

يمكن تصنيف طرق تقييم البدائل الاستثمارية كما يلي:

1. طرق تقييم الاستثمارات في ظروف المستقبل الأكيد

يتم استخدام العديد من الطرق للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية من بينها:

1.1. الطرق التي تتجاهل القيمة الزمنية للنقود

في هذا الإطار يمكن التمييز بين الطرق التالية:

1.1.1. طريقة المعدل العائد المحاسبي: تستند هذه الطريقة على الأرباح المحاسبية مقارنة بالمبلغ المستثمر

وفق العلاقة التالية:

$$\text{معدل العائد المحاسبي} = \text{متوسط ربح المحاسبي} / \text{متوسط تكلفة الاستثمار.}$$

أما معيار القبول أو الرفض فهو أن يبلغ معدل العائد المحاسبي المحسوب مستوى أعلى من المعدل المرجعي الذي تحدده الإدارة والذي يعتبر الحد الأدنى للقبول أو الرفض البديل الاستثماري (منير، 1999، صفحة 338).

2.1.1. طريقة فترة الإسترداد: تعتمد هذه الطريقة على الفترة الزمنية اللازمة لإسترداد الأموال التي أنفقها المشروع الاستثماري كأساس عند قبول الاستثمار واتخاذ القرار بذلك (دريد، 2009، صفحة 285)، أو هي الفترة الزمنية اللازمة لتعادل التدفقات النقدية الداخلة مع التدفقات النقدية الخارجة (تكلفة الاستثمار) (غادة، 2018، صفحة 96). أي هي المدة اللازمة لإسترجاع تكلفة المشروع وقد تعتمد مدة معيارية أو أقل مدة.

وعلى ذلك يتم حساب فترة الإسترداد كما يلي (مولود، 2018، صفحة 125):

فترة الإسترداد = قيمة الاستثمار الأصلي / التدفقات النقدية السنوية الثابتة.

إن استخدام هذه الطريقة كأساس لاتخاذ القرارات، يجعل هذه القرارات غير سليمة نظرا لأن هذه الطريقة تحمل أمورا جوهرية أهمها (جميل ، بدون سنة نشر، صفحة 206):

- الهدف من الإنفاق الرأسمالي ليس إسترداد هذا الإنفاق، وإنما تحقيق عائد منه؛
- تتجاهل هذه الطريقة معدل الإختلافات في تتابع المكاسب النقدية السنوية التي تتحقق خلال الفترة؛
- تفشل هذه الطريقة في أن تأخذ في الحسبان المكاسب النقدية التي قد تتحقق بعد فترة الإسترداد.

2.1. طرق تقييم تأخذ في الحسبان القيمة الزمنية للنقود

يمكننا أن نميز الطرق التالية:

1.2.1. طريقة القيمة الحالية الصافية VAN: تم تطوير هذه الطريقة لمعالجة بعض العيوب في ظرف فترة الإسترداد حيث تأخذ هذه الطريقة بعين الإعتبار القيمة الزمنية للنقود كونها تستخدم سعر الخصم (عهود، 2014، صفحة 232). ويقصد بها مجموع التدفقات النقدية الصافية المخصصة للحظة 0 مطروحا منها تكلفة المشروع مضاف إليها القيمة المتبقية للمشروع بعد التحيين

حيث يمكن التعبير عن القيمة الحالية الصافية باستخدام المعادلة التالية:

$$VAN = \sum_{i=1}^n \frac{S_i}{(1+i)^n} - I_0$$

حيث أن: S_i : التدفقات النقدية الصافية، I_0 : تكلفة المشروع، VR : القيمة المتبقية للمشروع بعد التحيين.

حيث قاعدة القرار هي:

- إذا كان $0 < VAN$ فإن المشروع يقبل؛
- إذا كان $0 \geq VAN$ فإن المشروع يرفض.

2.2.1. طريقة فترة الإسترداد المخصوصة: بعد الإنتقادات الموجهة لفترة الإسترداد حيث تتضمن تجاهل

القيمة الزمنية للنقود، من هنا تم تطوير هذه الطريقة لتأخذ بعين الإعتبار القيمة الزمنية للنقود من خلال خصم تلك التدفقات بتكلفة رأس مال المؤسسة، وهذا ما ينتج عنه فترة الإسترداد المخصوصة.

وبناء عليه فإنه يتم تعريف مدة الإسترداد المخصوصة على أنها عدد السنوات المطلوبة لتغطية كلفة الاستثمار عن طريق صافي التدفقات النقدية المتحققة من خلال عمر المشروع والمخصوصة بتكلفة رأس المال (عدنان و أرشد، 2009، صفحة 225).

يعاب على هذه الطريقة أنها (عدنان و أرشد، 2009، صفحة 228):

- لا توفر مساحة كافية ومتمينة للقرار فيما إذا كان الاستثمار سيؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة وتعظيمها؛
- يتطلب تقدير كلفة رأس المال لحسابها؛
- يهمل التدفقات النقدية المتحققة بعد فترة الإسترداد.

3.2.1. مؤشر الربحية: يقصد به عائد كل وحدة نقدية مضحي بها أي نسبة القيمة الحالية مقارنة

بتكلفة المشروع.

يتم حسابها وفق العلاقة التالية:

$$IP = VA / I_0$$

حيث: IP : مؤشر الربحية، VA : القيمة الحالية، I_0 : تكلفة المشروع.

يمكن التمييز بين ثلاث حالات لدليل الربحية (غادة، 2018، صفحة 101).

- إذا كانت قيمة دليل الربحية يساوي الواحد، هذا يعني أن الاستثمار لا يحقق لا ربح ولا خسارة؛

- إذا كانت قيمة دليل الربحية أكبر من الواحد، هذا يعني أن الاستثمار يحقق ربحاً؛
- إذا كانت قيمة دليل الربحية أقل من الواحد، هذا يعني أن الاستثمار يحقق خسارة.

يظهر على هذا الأسلوب بعض القصور عند استخدامه للمفاضلة بين المقترحات الاستثمارية وهي (حمزة م، 2008، صفحة 433):

- مثل أسلوب القيمة الحالية الصافية فإن هذه الطريقة تفترض إعادة استثمار التدفقات النقدية؛
- تفترض ثبات كلفة التمويل (معدل الخصم المستخدم) طوال فترة حياة المشروع؛
- لا توضح بشكل واضح المساهمة الاقتصادية للمشروع الاستثماري.

4.2.1. طريقة معدل العائد الداخلي: يقصد به ذلك المعدل الذي يساوي بين القيمة الحالية للتدفقات

النقدية من المشروع والقيمة الحالية لتكلفة الاستثمار الرأسمالي. بمعنى آخر هو معدل الخصم الذي يجعل صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية مساوياً للصفر (عبد القادر و خالد، 2017، صفحة 274).

حيث يمكن التعبير عنها وفق المعادلة التالية:

$$K = \sum_{i=0}^n \frac{CF_i}{(1+IRR)^i} + \frac{SV}{(1+IRR)^n}$$

حيث: K = تكلفة الاستثمار، CF = التدفقات النقدية السنوية من المشروع، i = السنة وتتراوح بين 1

إلى n ، n = عدد سنوات عمر المشروع، IRR = معدل العائد الداخلي، SV = قيمة الخردة.

يمكن أن يتعارض معدل العائد الداخلي والقيمة الحالية الصافية عندما (عدنان و أرشد، 2009،

صفحة 253):

- يكون التدفق النقدي الأول من المشروع سالبا وبقية التدفقات موجبة؛
- تكون المشاريع الاستثمارية معتمدة على بعضها البعض؛
- يمتلك المشروع أكثر من صافي قيمة حالية واحدة.

2. طرق تقييم الاستثمارات في ظروف عدم التأكد

تشير حالة عدم التأكد إلى إستحالة التنبؤ بالأحداث المتوقعة لعدم توفر بيانات تمكن متخذ القرار من تحديد الإحتمالات لتكرار حدوث هذه الظروف مستقبلا. يمكن تلخيص أساليب مقترحة لمعالجة مشكلة عدم التأكد وأثرها على التدفقات النقدية كما يلي:

1.2. تحليل الحساسية

يستخدم لقياس مدى تأثير التغيرات التي تحدث على المكونات الأساسية لعناصر التدفقات النقدية الداخلة وعناصر التدفقات النقدية الخارجة، ومن ثم التعرف على الأثر النهائي على صافي التدفقات النقدية عبر عمر المشروع، وهو ما يتيح لنا قياس درجة التأثير على القيمة الحالية الصافية أو معدل العائد الداخلي للمشروع، ومن ثم اتخاذ القرار بقبول أو رفض المشروع بعد قياس تأثير تلك التغيرات (مولود، 2018، صفحة 126).

2.2. معدل القيمة المتوقعة لصافي التدفقات النقدية والانحراف المعياري

يتم قسمة القيمة المتوقعة لصافي التدفقات النقدية على الإنفاق الاستثماري، ولكون معيار القيمة المتوقعة لصافي التدفقات النقدية قد يؤدي إلى إختيار خاطئ نتيجة عدم موضوعية التوزيعات الإحتمالية للمخاطرة ونسبتها وإختلاف نسبة الإحتمال المرتبط بالظروف المختلفة، فيفضل الإسترشاد بمعيار الانحراف المعياري قائما والذي يتم تحديده بإيجاد الفرق بين القيمة المتوقعة لصافي التدفقات النقدية وقيمة صافي التدفقات تحت كل ظرف من الظروف المتوقعة مع ترجيح مربع الانحراف بإحتمال الحدوث وإستخراج الجذر التربيعي للمجموع الناتج، وكلما إنخفض هذا الانحراف كان ذلك مستحبا للدلالة على إنخفاض درجة المخاطرة (مولود، 2018، صفحة 127).

ثانيا: العلاقة بين قرارات التمويل وقرارات الاستثمار

ترتبط قرارات الاستثمار بقرارات التمويل فهما يتأثران ببعضهما البعض، إذ يمكن إبراز هذا التأثير والتفاعل بينهما كما يلي:

1. تأثير قرار التمويل على قرار الاستثمار

يتوقف قرار قبول الاستثمار أو رفضه على صافي القيمة الحالية لتدفقات النقدية، أي على حجم التدفقات النقدية المتولدة عنه، وعلى تكلفة الأموال التي تستخدم في تمويله، ومنها يظهر أثر قرار التمويل على قرار الاستثمار (محمد ب.، 2017، صفحة 146).

إذ تتفاوت مصادر التمويل من حيث التدفقات النقدية الإضافية المترتبة على استخدامها، فبينما نجد أنه لا يصاحب استخدام التمويل بالأرباح المحتجزة أي تدفقات نقدية خارجة، إذ أن التمويل عن طريق الأسهم العادية أو الممتازة يترتب عنه تدفقات نقدية خارجة تتمثل في تكلفة الإصدار والخصومات التي يحصل عليها مشترون تلك الأسهم وعلى العكس من ذلك يتولد عن الأموال المقترضة وفورات ضريبية يمكن إعتبارها في حكم التدفقات النقدية الداخلة (منير، 1999، صفحة 405).

حيث أن قرار الاستثمار يتأثر بالتدفقات النقدية الإضافية التي تصاحب طريقة التمويل المستخدمة مما يظهر تأثير قرارات التمويل على قرارات الاستثمار غير أن هذا ليس هو النمط الوحيد للتفاعل بين القرارين حيث تلعب تكلفة الأموال دورا مهما في اتخاذ القرارات الاستثمارية ويتمثل هذا الدور في (منير، 1999، صفحة 405):

- معدل الخصم لإيجاد القيم الحالية للتدفقات النقدية للمشروعات الاستثمارية والتعرف على صافي القيمة الحالية لكل متغير ودليل ربحيته؛
- تكلفة الأموال تستخدم بطريقة مباشرة في حساب القيم الحالية للتدفقات النقدية في طريقة صافي القيمة الحالية، وبطريقة غير مباشرة كمعيار في طريقة معدل العائد الداخلي؛
- تشكل تكلفة الأموال حجر الزاوية بالنسبة للإدارة المالية فهي توجهها نحو تعظيم حقوق الملكية بقبول المشروعات التي عوائدها أكبر من تكلفة الأموال المستخدمة في تمويلها.

2. تأثير قرار الاستثمار على قرار التمويل

على المؤسسة وضع هيكل مالي مستهدف، تحدد من خلاله مصادر التمويل التي ستعتمد عليها ونسبة كل مصدر، على أن تلتزم به عند تمويل الاقتراحات الاستثمارية المستقبلية، فإذا كان الهيكل المالي للمؤسسة

يتكون من 40% قروض، 60% حقوق الملكية فينبغي تمويل أي اقتراح استثماري بنفس هذه التشكيلة من الأموال (منير، 1999، صفحة 409).

وفي حالة ما أضطرت المؤسسة -لسبب أو آخر- الإعتماد بالكامل على إصدار أسهم عادية جديدة لتمويل الاقتراح الاستثماري، وكنتيجة لتنفيذ هذا الاقتراح فإن تشكيلة الهيكل المالي تتغير بحيث ترتفع نسبة حقوق الملكية، وتنخفض نسبة الإقتراض.

ولكي تحافظ المؤسسة على الخليط المستهدف للهيكل المالي، فإن عليها أن تقترض مبلغا إضافيا يتمثل في الفرق الذي أحدثه الإعتماد على حقوق الملكية فقط في تمويل الاقتراح الاستثماري (منير، 1999، صفحة 409).

وعليه يمكن القول إنه إذا ترتب على تنفيذ قرار استثماري ما تغيير في تشكيلة مصادر التمويل التي يتكون منها الهيكل المالي بسبب زيادة نسبة حقوق الملكية، فسوف يترتب عن ذلك زيادة في الطاقة الإقتراضية للمؤسسة ويصبح من المتوقع قيام المؤسسة بالتخطيط للحصول على قرض إضافي تتحدد قيمته بالتكلفة المبدئية للاقتراح وهي تعادل قيمة الزيادة في حقوق الملكية مضروبة في نسبة الإقتراض إلى حقوق الملكية (محمد ب.، 2017، صفحة 147).

يمكن إبراز تأثير قرارات الاستثمار على قرارات التمويل بشكل آخر حيث أنه قد يؤدي الإعتماد في تمويل الاقتراح الاستثماري على القروض فقط إلى إنخفاض نسبة حقوق الملكية، وإرتفاع نسبة القروض في الهيكل المالي مما يؤدي إلى إرتفاع نسبة الإقتراض لدى المؤسسة وبالتالي الصعوبة في الحصول على قروض في المستقبل نتيجة مطالبة المقرضين بمعدلات فائدة أكبر نظرا لإنخفاض الإستقلالية المالية للمؤسسة، وبالتالي أدى تنفيذ هذا القرار الاستثماري إلى إرتفاع في تكلفة التمويل في المستقبل.

ثالثا: أثر قرار الاستثمار على قيمة المؤسسة

تتخذ المؤسسة عدة قرارات متعلقة بتوسعها الداخلي أو الخارجي، والتي يكون لها أثر مباشر على قيمتها. فالقرارات الخارجية تكون في شكل إندماج أو إستحواذ أو تحالف، وذلك لإستغلال الفرص ومواجهة التهديدات. إذ توفر عملية الإندماج والتحالف خاصية الحجم الكبير للمؤسسة، وهذا ما يزيد من تداول أوراقها المالية في

السوق بشكل أكبر، وهو ما يرفع من قيمة المؤسسة وبالتالي تحقيق هدف قرار التوسع. وكذا تنويع محفظة الاستثمارات مما يخفف المخاطر ويزيد من الطلب على الأوراق المالية للمؤسسة وبالتالي زيادة قيمتها. كما تساهم عمليات المؤسسة في زيادة قيمة المؤسستين المتحالفتين إذا ما تمت وفق دراسة دقيقة، بفضل إستفادة كل منهما بمازيا الأخرى إلا أن قيمة المؤسستين قد تنخفض في بداية التحالف بسبب بعض المشاكل التسييرية (هوارى)، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر (أطروحة دكتوراه)، 2008، صفحة (233).

ونجد أن القرارات الداخلية تتعلق بالجانب الأيمن من الميزانية المحاسبية (جانب الأصول) للمؤسسة، إذ تخص استخدامات المؤسسة في مزاولة نشاطها، أو الأصل الاقتصادي من وجهة نظر مالية والذي يعبر عن الأصول الثابتة والإحتياجات في رأس المال العامل للإستغلال (هلال وسام، 2017، صفحة 29).

يهدف المسيرين من الاستثمار إلى تحقيق عائد لمدة تفوق السنة. وذلك من خلال حيازة أصول جديدة أو التنازل عن بعضها، أو حتى تجديد الطاقة الإنتاجية، بغية تحقيق عوائد عن الأصل الاقتصادي أو تدفقات ناتجة عنه، وهو ما يؤثر على قيمة المؤسسة، كما أن نظر الجمهور المستثمر حول وضعية المؤسسة والحكم على تدفقاتها المستقبلية يؤثر على قيمتها في البورصة (هوارى)، تقييم المؤسسة ودوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر (أطروحة دكتوراه)، 2008، الصفحات 215-216).

المبحث الثالث: قرار توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة الاقتصادية

تعد نظريات توزيع الأرباح من أهم نظريات الإدارة المالية نظرا لعلاقتها المباشرة بالمساهمين، كما تعد من القضايا التي ما زالت تخضع للكثير من الجدل لإنعكاسها على سعر السهم في سوق المال، وحقل الإدارة المالية والاستثمارات المالية. وتتعلق سياسة توزيع الأرباح بقرار تقسيم صافي دخل المؤسسة ما بين أرباح موزعة (أرباح السهم) على المساهمين وأرباح محتجزة.

وعليه سيتم التطرق في هذا المبحث إلى قرار توزيع الأرباح وعلاقته بقيمة المؤسسة الاقتصادية.

المطلب الأول: مفاهيم عامة حول قرارات توزيع الأرباح

ترافق قرارات التمويل وقرارات الاستثمار نوعا ثالثا من القرارات وهي قرارات توزيع الأرباح، وهي تتضمن كافة الأمور التي تحدد النسبة المئوية للأرباح النقدية التي ستوزع على المساهمين من حملة الأسهم العادية، و زمن توزيع هذه الأرباح (حمزة م.، 2008، صفحة 49).

أولاً: مفهوم قرار توزيع الأرباح

سنتعرف في هذا الجزء على قرار توزيع الأرباح في المؤسسة والمحددات التي تحكم قرار توزيع الأرباح.

1. تعريف قرار توزيع الأرباح

يتمثل قرار توزيع الأرباح في قرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على الملاك وبين إحتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها (منير، 1999، صفحة 666).

إذ تتضمن قرارات توزيع الأرباح دفع أو حجز الأرباح لإعادة استثمارها. فهي تعتبر من أهم السياسات التمويلية في المؤسسة نظرا لإرتباطها المباشر مع المساهمين من جهة ولتأثير هذه القرار على سعر سهم المؤسسة من جهة ثانية (محمد ق.، 2011، صفحة 208). وتعتبر السياسة المثلى لتوزيع الأرباح هي تلك التي تضع توازنات بين التوزيعات الحالية والتوزيعات المستقبلية لتعظيم قيمة السهم في السوق (عدنان، سعدون، اسامة، و شقيري، 2017، صفحة 455).

كما تعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها: "الممارسة التي تضبط إدارة المؤسسة في اتخاذ قرار توزيع أرباحها على المساهمين، والتي تحدد من خلالها قيمة ونمط التوزيعات النقدية التي تتبعها المؤسسة على مدار دورتها الاستثمارية" (سفيان، 2017، صفحة 110).

فتتضح أهمية قرار توزيع الأرباح من دوره في تعظيم وزيادة ثروة المساهمين، حيث يسعى قرار التوزيع الأمثل للأرباح بصفة أساسية إلى إحداث التوازن بين كل من التوزيعات الحالية والنمو المستقبلي الذي يعظم سعر سهم المؤسسة، وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين (أحمد، 2008، صفحة 208).

ومنه يمكن إعتبار أن قرارات توزيع الأرباح هي القرارات المتعلقة بالخيار بين الإحتفاظ بالأرباح وبين توزيعها وإصدار أسهم جديدة لتغطية حاجيات المؤسسة من الأموال، أو بعبارة أخرى هي تقسيم الأرباح التي تحققها المؤسسة أو الإحتفاظ بها لأغراض الاستثمار والتشغيل، إذ تعتبر هذه الأرباح مصدرا رئيسيا للتمويل الداخلي.

2. محددات قرارات توزيع الأرباح

تتجه معظم الدراسات المعاصرة إلى إستراتيجية تخفيض نسبة توزيع الأرباح، غير أن ما يشغل فكر مدراء المؤسسات هي المقدار المطلوب توزيعه على المساهمين - حملة الأسهم - لتحقيق الرضا، لأن تخفيض نسبة توزيع الأرباح تحتاج الكثير من الدراسات والتحسينات في سياقها وعمقها التحليلي، وذلك لوجود محددات أساسية تحكم التغيير في توزيع الأرباح، والتي يمكن إيجازها في الآتي (حمزة م.، 2008، صفحة 621).

- مستوى الأرباح المتوقعة؛
- الأنماط السابقة لتوزيع الأرباح؛
- النقد المتاح؛
- توجهات الإدارة بالحفاظ على الأسعار السوقية الحالية أو زيادتها؛
- نسبة سعر السهم في السوق إلى ربحية السهم أو ما يسمى بمكرر الأرباح أو المضاعف؛
- القابلية التسويقية للسهم معبرا عنها بحركة أو سرعة تداول السهم في السوق.

ثانياً: أنواع قرار توزيع الأرباح

عند إعداد قرار توزيع الأرباح على المؤسسة أن تعمل على توفير الأموال اللازمة لدفع توزيع الأرباح وتعظيم ثروة المساهمين في المؤسسة، حيث أن هناك شكلان أو نوعين من توزيعات الأرباح هما: التوزيعات النقدية والتوزيعات في شكل أسهم.

1. التوزيعات النقدية

وتنقسم إلى ثلاثة أنواع هي:

1.1. قرار توزيع نسب ثابتة من الأرباح

يقوم هذا القرار على دفع توزيعات من الأرباح نقداً للمساهمين في المؤسسة في شكل نسبة من الأرباح. ويمكن حساب هذه النسبة عن طريق تقسيم توزيعات الأرباح النقدية لكل سهم على صافي الربح لكل سهم عادي من الأرباح المحققة.

المشكلة في تطبيق هذا القرار هي أنه إذا إنخفضت أرباح المؤسسة أو حققت خسارة في فترة معينة، فإن توزيعات الأرباح ستنخفض، أو قد لا تقوم المؤسسة بتوزيع أرباح إذا حققت خسائر. ولأن توزيعات الأرباح تعتبر كمؤشر على أحوال المؤسسة المستقبلية، فإن هذا سيؤثر بشكل سلبي على سعر سهمها في السوق. ومع أن هناك بعض المؤسسات التي تستخدم سياسة النسبة الثابتة في توزيعات الأرباح إلا أن هذه السياسة غير مجبذة (فايز، 2009، الصفحات 313-314).

2.1. قرار توزيع مبلغ نقدي ثابت

وفق هذا القرار يتم توزيع مبلغ نقدي ثابت على المساهمين وذلك بصرف النظر عن مستوى الأرباح الذي تحققه المؤسسة كل سنة.

حيث أن هذا المبلغ النقدي الثابت يعتبر مبلغاً مستقراً من توزيعات السهم الواحد ولا يختلف من فترة زمنية إلى فترة زمنية أخرى، وبالتالي فإن معظم المؤسسات ترفض خفض توزيعات أرباحها حتى في أوقات المحن المالية التي تتعرض لها (أحمد، 2008، صفحة 218).

توجد العديد من الأسباب التي تدفع المؤسسات نحو اتخاذ قرار بتنفيذ سياسة توزيع مبلغ ثابت ويمكن توضيحها بإيجاز فيما يلي (أحمد، 2008، صفحة 219):

- يترتب على هذه السياسة عدم وجود المعلومات الخاطئة؛
- تزداد درجة التأكد في حالة إتباع هذه السياسة عنها في ظل التوزيعات النقدية المتقلبة؛
- وعلى الرغم من أنه لا توجد أدلة علمية على وجود علاقة بين كل من توزيعات الأرباح وأسعار الأسهم، إلا أن البعض يعتقد أنه يترتب على إتباع سياسة توزيع مبلغ نقدي ثابت إرتفاع أسعار الأسهم.

3.1. قرار توزيع أرباح منتظمة منخفضة ومرتفعة

يقوم هذا القرار على دفع توزيعات أرباح ثابتة ولكن بمبالغ منخفضة، وتقوم المؤسسة بزيادة هذه التوزيعات حين تحقق أرباح أعلى من أرباحها العادية في فترة زمنية معينة. هذه السياسة مستخدمة بشكل كبير في المؤسسات التي تواجه تذبذبات موسمية في أرباحها.

وباستخدام هذا القرار فإن المؤسسة تعطي المساهمين دخل ثابت يزيد من ثقتهم في المؤسسة، وكذلك تعطيتهم زيادة في توزيعات الأرباح تسمح لهم بمشاركة المؤسسة في أرباحها في الأوقات الجيدة (فايز، 2009، صفحة 314).

2. التوزيعات في شكل أسهم

ينقسم هذا النوع من التوزيعات إلى:

1.2. التوزيعات على شكل أسهم مجانية

وفق هذا النوع يتم إعطاء المساهمين مجموعة من الأسهم المجانية بدلا من إعطائهم توزيعات نقدية، حيث يتحدد نصيب كل مستثمر من هذه الأسهم بنسبة ما يمتلكه هذا الأخير من أسهم في المؤسسة ويترتب على هذا القرار إنخفاض القيمة السوقية للسهم، لذلك تلجأ المؤسسات إلى هذه السياسة عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة تخشى منها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها (منبر، 2008، صفحة 722).

2.2. تخفيض القيمة الاسمية للسهم

تلجأ المؤسسة إلى تخفيض القيمة الاسمية للسهم، وذلك لمضاعفة عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال، وهو ما يطلق عليه بتجزئة الأسهم، إذ تتفق هذه السياسة مع سياسة التوزيعات المجانية على أنها تهدف في النهاية إلى تخفيض القيمة السوقية للسهم، بما يجعل قيمة السهم متاحة لصغار المستثمرين (منبر، 2008، صفحة 725).

3.2. إعادة شراء الأسهم العادية

قد تلجأ المؤسسة في بعض الأحيان إلى إعادة شراء أسهمها العادية التي أصدرتها، وهذا الإجراء يؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية، وهذه الأخيرة عبارة عن سهم سبق إصداره ثم أعيد شراؤه بإحدى الطرق، فقد يشتري من سوق مفتوحة حيث يتاح لأي مستثمر شراء الأسهم التي يرغبها، وقد يتم شراء هذا السهم من خلال ما يسمى بعروض المناقصات لعدد من الأسهم بسعر محدد، وبصفة عامة تحدث عملية إعادة الشراء إذا كان سعر السهم السوقي أقل من قيمته الحقيقية الاقتصادية (عبد الغفار، 2002، صفحة 204).

المطلب الثاني: أهمية وعلاقة قرار توزيع الأرباح بقرارات الإستراتيجية المالية للمؤسسة الاقتصادية

يعد قرار توزيع الأرباح قرار مهم وإستراتيجي في المؤسسة، فهو مرتبط بكل القرارات المتعلقة بالإستراتيجية المالية. حيث سيتم التطرق في هذا المطلب إلى أهمية قرار توزيع الأرباح في الإستراتيجية المالية، وكذا على علاقة هذا القرار بالقرارات الأخرى للإستراتيجية المالية.

أولاً: أهمية قرار توزيع الأرباح ضمن الإستراتيجية المالية للمؤسسة

تبرز أهمية قرار توزيع الأرباح في الإستراتيجية المالية من خلال النقاط التالية (سفيان، 2017، الصفحات 273-274):

- يعمل مجلس إدارة المؤسسة، وفقاً للإستراتيجية المالية المسطرة، على الخيار بين الإحتفاظ بالأرباح وضخها في الدورة الاستثمارية، وبين توزيعها على المساهمين في شكل نقدية حاضرة. حيث يعمل قرار توزيع الأرباح أو إحتجازها على تحقيق الموازنة بين قرار الاستثمار وقرار التمويل في نفس

الوقت، فهذا القرار عبارة عن الحلقة الفاصلة بين قيمة الأرباح المحققة محل التوزيع والنمو المستقبلي الناتج عن إحتجاز الأرباح؛

- تختار المؤسسة عند عملية تحصيل أرباحها من أنشطتها أن توزعها كلها على الأطراف المساهمة في إنتاجها، أو الإحتفاظ بجزء منها لإعادة استثماره وإدراجه مع التمويلات الذاتية في المؤسسة، من هنا تبرز أنواع توزيعات الأرباح على المساهمين وذلك بإختلاف سياسة التوزيع من مؤسسة لأخرى، فهناك مؤسسات تتجه نحو الإحتفاظ بكل الأرباح وإعادة استثمارها، وأخرى تذهب إلى الوسطية وذلك من خلال توزيع جزء والإحتفاظ بالجزء الذي تحتاجه في الاستثمار. غير أنه هناك مؤسسات تفضل إقتسام الأرباح المتحققة في الحاضر على الأطراف المشاركة في تحقيقها على أن تتم عملية إعادة استثمارها من قبل المساهمين بأنفسهم؛
- يعتبر قرار توزيع الأرباح قرارا للموازنة الرأسمالية في القرارات الاستثمارية، في حال المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة من خلال دراسة الجدوى الشاملة للاستثمارات؛
- تعمل جل السيناريوهات التي يتضمنها قرار توزيع الأرباح على التأثير في معدل العائد على الأسهم وعلى نمو المؤسسة، وعلى قيمتها السوقية، وبذلك سيكون قرار توزيع الأرباح متزنا بقرار الإقتراض ضمن القرارات التمويلية.

ثانيا: علاقة قرارات توزيع الأرباح بقرارات الإستراتيجية المالية الأخرى

تختلف خصوصية توزيع الأرباح بين وظيفتي التمويل والاستثمار، وهذا ما يطرح تساؤل هل قرارات توزيع الأرباح يعد قرارا تمويليا أو قرارا استثماريا، أم هو قرار قائم بحد ذاته؟

1. قرارات توزيع الأرباح كقرار استثماري

يعد قرار الاستثمار التضحية بالسيولة الحالية قصد الحصول على إيرادات مستقبلية تفوق رأس المال المشروع الاستثماري، إذ يهتم القرار الاستثماري بإختيار المؤسسة للمشاريع التي تضمن بقاء وإستمرارية المؤسسة، حيث يتكون من القرارات التي لها تأثير فعلي على المدخلات المستقبلية للأموال (عبد الوهاب، 2008، الصفحات 44-93).

إذا إعتمدت قرارات توزيع الأرباح على النقدية الناتجة عن العمليات التشغيلية فإنه يعد قرارا استثماريا، إذ يؤثر على الفرص الاستثمارية المتاحة للمؤسسة، وهذا ما يعكس مشكلة استثمارية لا بد من اتخاذ قرار حاسم لمواجهتها، وبالتالي فإن البحث عن حلول لسياسة توزيع الأرباح كمشكلة استثمارية قد يفرض على المؤسسة أن تنتظر حتى تقرر إختيار الفرص الاستثمارية المتاحة، واستخدام ذلك الجزء المتبقي من النقدية الناتجة عن التشغيل في عملية توزيع الأرباح وذلك بعد إستيفاء كافة متطلبات الاستثمار في المؤسسة (فتحي، 2007، الصفحات 338-339).

إذن فإن قرار توزيع الأرباح يعد قرارا استثماريا، إذا قررت المؤسسة إحتجاز أرباحها لأن لديها فرصة مناسبة للاستثمار في مشاريع مربحة.

2. قرارات توزيع الأرباح كقرار تمويلي

يعد قرار عدم توزيع الأرباح من إستراتيجيات التمويل، إذ يعتبر مصدر تمويلي داخلي للمؤسسة، ولكن في حال رغبة المؤسسة زيادة التوزيعات عن طريق مصادر خارجية لتمويل هذه التوزيعات، قد يعرضها لمشكل تمويلي، يتمثل في إدراج مصدر تمويلي جديد في هيكلها المالي المعد سلفا، حيث أن هذا التغيير يغير التكلفة المرجحة لرأس المال، وهذا ما يفرض على الإدارة المالية للمؤسسة أن تعد هيكل رأسمال متسم بالمرونة (سفيان، 2017، صفحة 274).

إن الإرتباط بين سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار والتمويل تتضح من خلال العلاقة التالية (فتحي، 2007، صفحة 340):

$$\text{توزيعات الأرباح} = (\text{النقدية الناتجة عن التشغيل} + \text{مصدر التمويل الخارجي}) - \text{الأموال المطلوبة للاستثمار.}$$

حيث توضح لنا هذه العلاقة أن عملية توزيع الأرباح، ماهي إلا محصلة للفرق بين ما هو متاح لهذه المؤسسة من نقدية (داخلية أم خارجية) وبين ما تحتاجه من أموال لعمليات الاستثمار، أما إذا كانت النقدية الداخلية كافية لتغطية مطالب الاستثمار أو تزيد عنها، فلا حاجة للتمويل الخارجي كمصدر والإتجاه لتمويل عملية التوزيع.

3. قرارات توزيع الأرباح كقرار قائم بحد ذاته

يعتبر الكثير من المدراء والخبراء الماليين أن قرار توزيع الأرباح يعد قرار قائم بحد ذاته، مثله مثل باقي القرارات المالية الأخرى (قرار التمويل، قرار الاستثمار) وله أهميته ودوره في المؤسسة.

المطلب الثالث: النظريات المفسرة لتأثير قرارات توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة

توجد العديد من النظريات التي ناقشت قرار توزيع الأرباح، حيث أن قرارات توزيع الأرباح تتأثر بالعديد من العوامل مثل الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة، كلفة مصادر التمويل الأخرى والتفضيلات الضريبية. وبالتالي فقد إنبثقت العديد من النظريات ومن أهم هذه النظريات نجد:

أولاً: نظرية والتر Walter's Model

يعد من أول النماذج النظرية التي ناقشت العلاقة بين توزيع الأرباح والقيمة السوقية لأسهم المؤسسة. حيث أن أساس هذا النموذج هو العلاقة بين معدل العائد المتوقع على الاستثمار في المؤسسة أو معدل العائد الداخلي ومعدل العائد المطلوب من الملاك أو الكلفة المرجحة للأموال، إذ يمكن للمؤسسة أن تحقق سياسة توزيع مثلى وفق شكل العلاقة بين معدل العائد المتوقع على الاستثمار في المؤسسة وبين معدل العائد المطلوب (حمزة م.، 2008، صفحة 627).

يفترض هذا النموذج ما يلي (محمد و جلال ، 2006 ، صفحة 360):

- يتم تمويل الاستثمارات عن طريق الأرباح المحتجزة، ولا يتم استخدام أموال إضافية سواء عن طريق الإقتراض أو إصدار أسهم جديدة؛
- كل من معدل العائد الداخلي (معدل العائد المطلوب) وتكلفة رأس المال ثابتة لا تتغير؛
- كل الأرباح المتاحة للمؤسسة إما أن يتم توزيعها بالكامل فوراً أو أن يتم إحتجازها كلها؛
- لا تتغير التوزيعات والأرباح بالإضافة إلى أن المؤسسة مستمرة ولن تنقضي.

لقد إفترض والتر أن استثمارات المؤسسة سيتم تمويلها من الأرباح المحتجزة. هذا يعني عدم وجود تمويل خارجي، أي أن تطبيقه سيتم فقط على المؤسسات التي تمول بمصدر ملكية (حمزة م.، 2008، صفحة 635).

كما أن النموذج يفترض أن معدل العائد المتوقع على الاستثمار ثابت وهذا غير منطقي حيث أن أي زيادة في استثمارات المؤسسة لابد وأن يصاحبها تغير في معدل العائد المتوقع على الاستثمار (حمزة م.، 2008، صفحة 635).

أخير فإنه بإفتراض النموذج ثبات معدل العائد المطلوب، يكون النموذج قد تجاهل المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة وتأثيرها على القيمة السوقية للسهم الواحد (حمزة م.، 2008، صفحة 636).

ثانيا: نظرية عدم ملائمة التوزيعات (مود جلياني وميلر) M&M

يري أن سياسة التوزيعات ليس لها تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة أو ثروة الملاك، حيث تتوقف قيمة المؤسسة على أرباحها والتي تنجم من عملية الاستثمار (محمد و جلال ، 2006، صفحة 379). ولكي يبرر كل من مود جلياني وميلر وجهة نظرهما فقد إفترضا ما يلي (عدنان، سعدون، اسامة ، و شقيري، 2017، صفحة 455):

- عدم وجود ضرائب على المؤسسة أو ضرائب شخصية على الدخل؛
- عدم وجود نفقات للتعامل في الأسهم (مثل عمولات الوسطاء)؛
- ليس للرافعة المالية أثر على تكلفة رأس المال؛
- للمدراء والمتعاملين نفس المعلومات حول مستقبل المؤسسة؛
- ليس لتقسيم الربح بين الإحتجاز والتوزيع أثر في تكلفة الأموال المملوكة؛
- إن سياسة تخطيط الإنفاق الرأسمالي مستقلة عن التوزيعات؛

من الواضح أن هذه الإفتراضات لا تقوم على أرض الواقع.

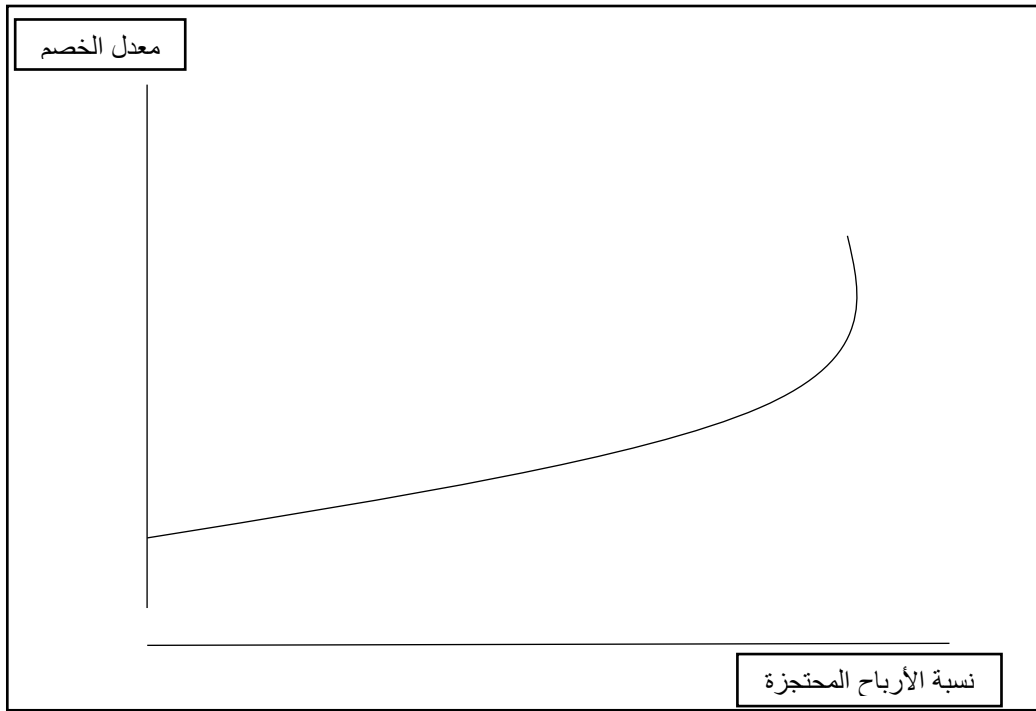
ثالثا: نظرية عصفور في اليد

طبقا لهذه النظرية فإن المستثمرين يفضلون الاستثمار في المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسبة أكبر من الأرباح، حيث أن المستثمرين يفضلون دائما الحصول على عوائد نقدية في شكل توزيعات للعائد في أقل وقت ممكن وعدم الإنتظار للحصول على تلك التوزيعات مستقبلا بعد مرور فترة زمنية طويلة حيث تزداد درجة عدم التأكد

الخاصة بتوقيت ومقدار حصولهم على التوزيعات خلال الأعوام القادمة (أحمد، 2008، الصفحات 210-211).

وفقا لهذا النموذج يصبح من غير الملائم إفتراض ثبات سعر الخصم، فالواقع يشير إلى أنه بزيادة درجة عدم التأكد ونتيجة لأن المستثمر يتجنب المخاطرة فسوف يطلب معدل عائد أعلى كلما زادت درجة عدم التأكد، وبمعنى آخر فإن معدل الخصم الملائم سوف يزداد كلما زادت نسبة الأرباح المحتجزة (محمد و جلال ، 2006، صفحة 376). كما يوضح الشكل التالي ذلك:

الشكل 27: العلاقة بين معدل الخصم ونسبة الأرباح المحتجزة



المصدر: (محمد و جلال ، 2006، صفحة 377).

رابعا: نموذج التفضيل الضريبي

هناك ثلاثة أسباب ذات علاقة بالضريبة تدفع المنظرين والباحثين للتفكير بأن المستثمرين ربما يفضلون التوزيعات النقدية القليلة على الكبيرة وهي:

1. أن ضريبة الأرباح الرأسمالية تكون أقل من ضريبة الأرباح الموزعة (فمثلا في أمريكا فإن الحد الأعلى لضريبة الأرباح الرأسمالية 20% بينما ضريبة الأرباح الموزعة هي 39%) وبالتالي فإن المستثمرين الأثرياء الذين يملكون معظم الأسهم ويستلمون معظم التوزيعات قد يفضلون قيام المؤسسة بحجز الأرباح وإعادة استثمارها في المؤسسة نفسها حيث يؤدي إحتجاز الأرباح إلى زيادة سعر السهم إذ يتم إستبدال العوائد الجارية ذات الضريبة الأعلى بالعوائد الرأسمالية ذات الضريبة الأقل (محمد ق.، 2011، صفحة 212).

2. إن الضرائب المستحقة على العوائد الرأسمالية لا تدفع إلا في حالة قيام المستثمر ببيع السهم، وبما أن القيمة الزمنية للنقود تجعل من تكلفة الدينار المدفوع كضريبة مستقبلا أقل من تكلفة الدينار المدفوع كضريبة في الوقت الحاضر (عدنان و أرشد، الإدارة المالية المتقدمة، 2009، صفحة 465).

3. إذا تم الإحتفاظ بسهم معين من قبل المستثمر حتى وفاته فإن الورثة لن يدفعوا ضريبة أرباح رأسمالية لأن قيمة السهم في تاريخ الوفاة بالنسبة لهم هي بمثابة تكلفة حصولهم على السهم (عدنان و أرشد، الإدارة المالية المتقدمة، 2009، صفحة 465).

خامسا: نظرية الإشارة وعدم تماثل المعلومات

تعد سياسة توزيع الأرباح كإشارة ترسلها المؤسسة في الأسواق المالية تعبر بها عن وضعيتها، حيث هذه الفكرة مبنية على عدم تماثل المعلومات بين عناصر السوق المالية، وخاصة بين المسيرين والمساهمين. فسياسة توزيع الأرباح تعتبر وسيلة تستعملها المؤسسة لكسب ثقة الممولين، فالمؤسسة التي تبحث عن تمويل لا بد لها أن تصرح على مكانتها المالية التي تتمتع بها، والتي تسمح لها بتسديد ما عليها من إلتزامات في الوقت وبالمبلغ المناسبين.

إذ تنقل التوزيعات معلومات إلى الأسواق، فهي تؤثر على المعلومات لدى المستثمرين حول ما يتعلق بسياسة توزيعات أرباح السهم المتوقعة للمؤسسة على سعر السهم. فإذا توقع المستثمرون زيادة نسبة توزيعات أرباح السهم بالنسبة لمؤسسة ما، وبعد فترة قامت المؤسسة بتوزيع نفس النسبة المتوقعة، فإن المعلومات في هذه الحالة لن تحدث تغيرا ملموسا في سعر السهم نظرا لتماثل المعلومات. أما إذا زادت نسبة التوزيعات عن النسبة المتوقعة، فإن ذلك سيؤدي إلى إرتفاع سعر السهم، والعكس سيحصل لو أن الزيادة كانت أقل من المتوقع أو أن التوزيعات إنخفضت (محمد ق.، 2018، صفحة 92). يرجع السبب في ذلك إلى أن معظم المستثمرين يفضلون الحصول على توزيعات أكثر من تحقيق زيادة في الأرباح الرأسمالية.

على الرغم من أنه يتم دراسة القرارات المالية كل قرار على حدة وبصفة منفصلة عن القرارات الأخرى، إلا أنه لابد من معرفة أن هذه القرارات الثلاثة مرتبطة ومتداخلة فيما بينها، حيث أن الاستثمارات تحدد حجم التوزيعات وذلك من خلال الأرباح المتوقعة مستقبلاً، كما أن قرارات توزيع الأرباح تؤثر على حجم الأموال المملوكة في هيكل تمويل المؤسسة من خلال حساب الأرباح المحتجزة، وهذا يمتد أثره إلى التأثير على قيمة المؤسسة (عاطف، 2008، صفحة 389).

خلاصة الفصل الثالث

تم في المبحث الأول من هذا الفصل دراسة مفاهيم عامة حول قرار التمويل حيث تم التعرف على قرار التمويل والعوامل المؤثرة فيه وأنواعه، إذ يختلف من قرار تمولي متحفظ إلى مجازف ومثالي، حيث أنه بعد التطرق إلى الإحتياجات المالية للمؤسسة، إذ تبدأ هذه الأخيرة في البحث عن مصادر التمويل المتاحة وتعرف على تكلفة كل مصدر لتمويل إحتياجاتها المالية، وعليها أن تراعي طرق المفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة، وذلك لتحقيق هدفها العام وهو تعظيم قيمة المؤسسة، حيث برزت العديد من النظريات التي تفسر علاقة قرار التمويل بقيمة المؤسسة.

كما أستعرض في المبحث الثاني قرارات الاستثمار وعلاقتها بقيمة المؤسسة، حيث تم معالجة قرار الاستثمار، وذلك بتعريفه والتعرض لأنواعه، والمقومات الأساسية لقرار الاستثمار، ومراحل عملية اتخاذ القرار الاستثماري، إذ تنطلق من التفكير في المشروع الاستثماري وتنتهي بتنفيذ القرار، وكذا الصعوبات التي تواجه عملية إعداده، وطرق تقييم قرار الاستثمار إذ تختلف في حالة ظروف المستقبل الأكيد عنها حالة عدم التأكد، وكذا التقديم العلاقة بين قرار التمويل وقرار الاستثمار، وأثر هذا الأخير على قيمة المؤسسة.

أما في الجزء الأخير من هذا الفصل فتم طرح قرار توزيع الأرباح، وذلك بدراسة مختلف جوانبه من مفهومه إلى أنواع قرار توزيع الأرباح، وإلى أهمية وعلاقة هذا الأخير بقرارات الإستراتيجية المالية للمؤسسة الاقتصادية، ومعرفة أهو قرار تمويلي أو استثماري، أم قرار قائم بحد ذاته، وكذا التعرف على النظريات المفسرة لهذا القرار وأثرها على قيمة المؤسسة الاقتصادية.

بعد أن تم التعرف على قرارات الإستراتيجية المالية للمؤسسات الاقتصادية وعلاقتها بقيمة المؤسسة، والتطرق إلى جل الجوانب المتعلقة بها في هذا الفصل، سيتم في الفصل التالي دراسة قياسية لأثر القيمة الاقتصادية المضافة على الإستراتيجية المالية.

الفصل الرابع: قياس أثر القيمة

الاقتصادية المضافة على الإستراتيجية

المالية للمؤسسات الاقتصادية

تمهيد

بعد أن تطرقنا في الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة والإستراتيجية المالية، وأهم قرارات الإستراتيجية المالية المتمثلة في قرار التمويل وقرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح، ونظرا للأهمية التي يكتسبها الموضوع كان من المهم ربط الجانب النظري بالجانب التطبيقي، حيث سنحاول في هذا الفصل اختبار مدى تأثير القيمة الاقتصادية المضافة على الإستراتيجية المالية لمؤسسة صيدال، وهذا للفترة الممتدة من 2002 إلى 2020، بتطبيق نموذج الإنحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع (ARDL)، وذلك بتقدير النموذج من خلال إدخال البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة في برنامج Eviews10.

وقد قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: تقديم مؤسسة صيدال

المبحث الثاني: تقييم مؤسسة صيدال

المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر القيمة الاقتصادية المضافة على الإستراتيجية المالية لمؤسسة

صيدال

المبحث الأول: تقديم مؤسسة صيدال

يعتبر مجمع صيدال من المؤسسات الرائدة في مجال صناعة الأدوية في الجزائر، وذلك نظرا للنتائج الهامة المحققة في السوق الجزائرية.

المطلب الأول: تعريف مؤسسة صيدال

صيدال مؤسسة ذات أسهم برأس مال قدره 2500.000000 دينار جزائري، يمثل 80% من رأس مالها ملك لدولة وال 20% المتبقية قد تم التنازل عنها في سنة 1999 عن طريق البورصة إلى المستثمرين من المؤسسات والأشخاص.

تكمن مهنة صيدال في تطوير إنتاج وتسويق المواد الصيدلانية الموجهة للإستهلاك البشري (مؤسسة صيدال، 2021).

أولاً: نشأة وتطور مؤسسة صيدال

تعتبر مؤسسة صيدال من المؤسسات الاقتصادية والإنتاجية التي أنشأت عن طريق إعادة هيكلة المؤسسة العمومية الاقتصادية، وعليه تكون مؤسسة صيدال تاريخياً تأسست على مراحل مختلفة مرت بها المؤسسة الصيدلانية الجزائرية (مؤسسة صيدال، 2021):

- في سنة 1963 تأسست المؤسسة الصيدلانية المركزية الجزائرية PCA بناء على بعض الهياكل التي ورثتها الجزائر من الحقبة الإستعمارية في مجال الخدمات الصحية، وتمثل هذه الهياكل في مجموعة من المخازن العمومية القديمة لتخزين الأدوية؛

- في سنة 1969 عهدت الدولة للصيدلية المركزية مهمة إحتكار إستيراد وتصنيع، تسويق المنتجات الصيدلانية الخاصة بالطب، وهذا بناء على أمر رئاسي أوكلها هذه المهام، وفي إطار مهمتها الإنتاجية أسست سنة 1971 وحدة للإنتاج بالحراش؛

- في سنة 1982 تحولت الصيدلية المركزية الجزائرية إلى المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني ENPP بناء على المرسوم 161/82، المؤرخ في أفريل 1982، لتصبح بعد ذلك تحت وصاية وزارة الطاقة والصناعات الكيمايائية والبتروكيمايائية، تحت إسم مؤسسة صيدال؛

- في سنة 1989 أصبحت صيدال مؤسسة عمومية اقتصادية ذات إستقلالية في التسيير، وهذا وفقا لقانون إستقلالية المؤسسات، كما لها إحتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمنتجات الصيدلانية، وأصبحت مؤسسة ذات أسهم، ولكنها بقيت خاضعة لمراقبة صندوق المساهمة البتروكيمايائية وصيدلة؛

- في سنة 1993 سمحت التغييرات التي أجريت على قانون المؤسسة بمشاركة صيدال في العمليات الصناعية والتجارية التي من شأنها خدمة هدفها الإقتصادي، سواء بإنشاء مؤسسة جديدة أو فرع تابع لها، وقد تم أيضا في هذا العام الإصلاح المالي لصيدال حيث تحملت الدولة ديونها وخسائرها في إطار الإصلاح المالي للمؤسسات القطاع العام؛

- في سنة 1997 تم تحويل رأس مال المؤسسة إلى ملكية الشركة القابضة للصيدلية والكيمايائية، كما تم إعادة هيكلة المؤسسة مما أدى لتحويلها إلى مجمع صناعي، وقد إتجه المجمع في هذه السنة إلى إنتاج المضادات الحيوية بالمدينة، كما عرف تطور فعاليته في عدة مجالات، حيث سجلت زيادة بنسبة 16% كما إرتفعت المبيعات بنسبة 24% وذلك مقارنة بنسبة لسنة 1996؛

- في سنة 1998 قام مجمع صيدال بتطوير هدفه الإقتصادي، بالتوجه إلى عمليات البحث الأساسي في مجال الطب الإنساني والبيطري؛

- في مارس 1999 عرضت أسهم مجمع صيدال للبيع في بورصة الجزائر، حيث قدرت قيمة السهم الواحد 800 دينار جزائري، وكانت أول تسعيرة لأسهم المؤسسة؛

- في سنة 2002 تم إفتتاح وحدة إنتاج في باتنة تابعة لفرع BOITIC، متخصصة في تصنيع التحاميل؛

- وفي سنة 2003 تحصلت صيدال على شهادة الإيزو والتي أكدت مجهودها في تحقيق الجودة الكاملة ودليل ذلك فوزها بالجائزة الأولى للجودة على المستوى الوطني في اليوم الوطني الثاني للتقييس المنظم من طرف وزارة الصناعة؛

- في سنة 2005 تم إنشاء مصنع الأنسولين في قسنطينة تابع لفرع فارما، وفي تاريخ 16 أفريل 2006 تم إفتتاحه من طرف رئيس الجمهورية؛

- في 2006/03/12 تم إختيار المجمع الصناعي صيدال مع 54 مؤسسة أخرى من بين 145 مؤسسة كبرى من أجل خوصصة وإستكمال فتح رأس مالها؛

- سنة 2009 رفعت صيدال من حصتها في رأس مال مؤسسة سوميدال إلى حدود 59%؛

- سنة 2010 قامت بشراء 20% من رأس مال مؤسسة إبييرال، كما رفعت من حصتها في رأس مال مؤسسة نافكو من 38.75% إلى 44.51%؛

- سنة 2011 رفعت صيدال حصتها في رأس مال إبييرال إلى حدود 60%؛

- جانفي 2014 سارع مجمع صيدال في إدماج فروعه الأتي ذكرها عن طريق الإمتصاص: أنتيبرتيكال، فارمال وبيوتيك.

ثانيا: مهام وأهداف مؤسسة صيدال (مؤسسة صيدال، 2021)

1. المهام

1.1. المهام الأساسية: تتمثل في:

- إنتاج مواد مخصصة لصناعة الدواء؛

- إنتاج الأساس الفعال للمضادات الحيوية؛

- الإهتمام أكثر بالمهام التجارية كتوزيع وتسويق منتجات المجمع عبر كامل التراب الوطني لتغطية السوق الوطني والسعي لإختراق الأسواق الدولية؛

- إجراء البحوث التطبيقية وتطوير الأدوية الجنيصة؛

2.1. المهام الثانوية: تتمثل في:

- إنتاج منتجات التعبئة والتغليف؛

-عبور ونقل السلع؛

-صيانة ذاتية لتجهيزات الإنتاج والعمل على تطوير التقنيات المستعملة في الإنتاج من أجل ضمان النوعية ورفع الطاقة الإنتاجية؛

-تقديم الخدمات (التشكيل أو التركيب والتحليل).

2. الأهداف

حيث تتمثل أهداف مؤسسة صيدال في:

-تحقيق الأمن الدوائي؛

-تقليص الإستيراد للأدوية التي تقارب ما قيمته 600 مليون دولار سنويا؛

-الإرضاء الكلي والدوائي للزبون وهذا بوضع سياسة تسيير للنوعية والجودة تدريجيا؛

-تنويع قائمة المنتجات؛

-تطوير الشراكة من خلال مشاريع مع مخابر ذات سمعة عالمية سواء عن طريق عقود شراكة أو إتفاقية

التصنيع؛

المطلب الثاني: التنظيم العام لمؤسسة صيدال

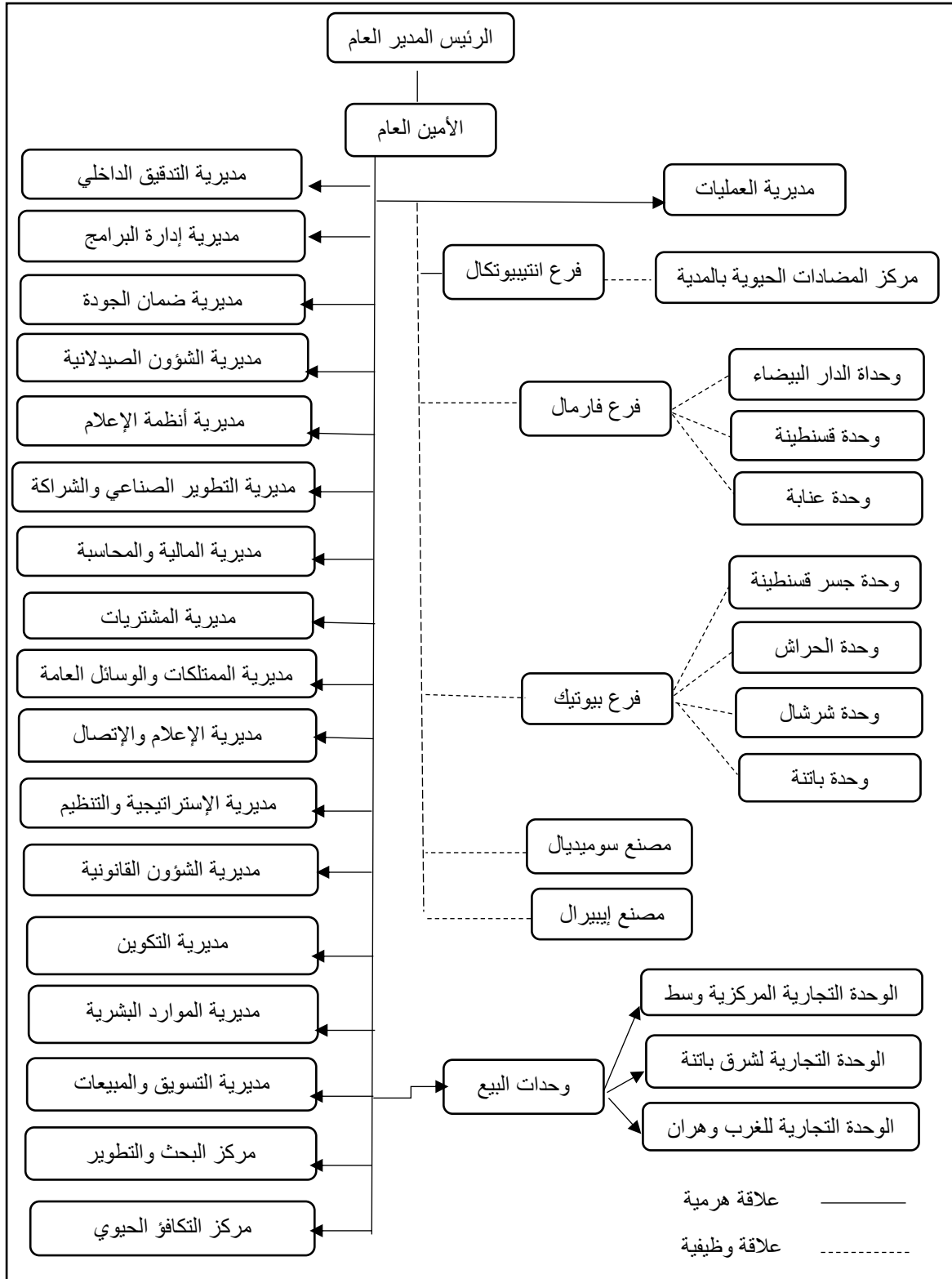
يتم في هذا الجزء تقديم الهيكل التنظيمي لمؤسسة صيدال، والقيام بشرحه.

أولا: الهيكل التنظيمي لمؤسسة صيدال

يتكون الهيكل التنظيمي لمؤسسة صيدال من عدت وظائف تتفاعل مع بعضها البعض وذلك لتحقيق

أهداف المؤسسة، والشكل التالي يوضح الهيكل التنظيمي لمؤسسة صيدال.

الشكل 28: الهيكل التنظيمي لمؤسسة صيدال



المصدر: (حسن، 2020، صفحة 227)

يتكون الهيكل التنظيمي لمؤسسة صيدال مما يلي (حسن، 2020، الصفحات 228-232):

1. الرئيس المدير العام

وهو المسؤول الأول عن تسيير المجمع وتوجيه القرارات إلى المديرين المركزيين ومن مهامه تمثيل المجمع في الداخل والخارج وإبرام عقود الشراكة مع المخابر والمؤسسات المحلية والأجنبية؛

2. الأمين العام

وهو المسؤول الثاني عن تسيير المؤسسة من خلال توليه مهمة التنسيق؛

3. المصالح الوظيفية

1.3. مديرية التدقيق: تتولى مهمة مراقبة التسيير، والمراجعة الداخلية لجميع حسابات المؤسسة وكذا عمليات التحليل المالي؛

2.3. مديرية إدارة البرامج: تقوم بإعداد دفاتر شروط المشاريع الجديدة، بالإضافة إلى وضع الخطط لتأهيل الوحدات الإنتاجية؛

3.3. مديرية ضمان الجودة: تقوم بمراقبة مدى تطابق الموارد المنتجة في صيدال مع الموارد الأصلية وكذا العمل على ترقية الجودة؛

4.3. مديرية الشؤون الصيدلانية: تعتبر همزة الوصل بين مؤسسة صيدال ووزارة الصحة، تتولى مهمة الإعلام الطبي ومراجعة ملفات صنع الأدوية؛

5.3. مديرية أنظمة الإعلام: تقوم بإعداد الخطط والسياسات في مجال الإعلام الآلي وإعداد البرامج؛

6.3. مديرية التطوير الصناعي والشراكة: مهمتها السهر على تطوير أساليب الإنتاج بالإعتماد على التكنولوجيا الحديثة، وكذا ترقية الشراكة مع المخابر العالمية؛

7.3. مديرية المالية والمحاسبة: تقوم بتسيير ووضع الإستراتيجية المالية، وكذا تسيير الميزانية، والمحاسبة والمالية والعمليات التمويلية على المدى الطويل والمتوسط، وكذا المساهمة في تسيير الموازنة ومتابعة محفظة الأوراق المالية عبر السوق المالي، وإعداد القوائم المالية؛

8.3. مديرية المشتريات: تقوم بإدارة عملية الشراء؛

9.3. مديرية الممتلكات والوسائل العامة: تقوم بتسيير وصيانة العتاد والممتلكات العامة للمؤسسة،

وكذا إعداد ميزانية المؤسسة كما تعمل على تطبيق الميزانيات الممنوحة للمصالح الخارجية وضمان متابعتها وتقييمها؛

10.3. مديرية الإعلام والاتصال: تعمل على تطوير التقنيات الجديدة للإعلام والاتصال لكل نشاطات

المؤسسة؛

11.3. مديرية الإستراتيجية والتنظيم: تعمل على إعداد الدراسات المرتبطة بتحديد الأهداف

الإستراتيجية للمؤسسة وتسهر على متابعة تنفيذها؛

12.3. مديرية الشؤون القانونية: تهتم بكل القضايا القانونية التي تمم المجتمع؛

13.3. مديرية التكوين: تعمل على إعداد الإحتياجات التكوينية ووضع تنفيذ برامج تكوين الأفراد

العاملين والمخصصة لتنمية معارفهم وتحسين مستوياتهم؛

14.3. مديرية الموارد البشرية: تتولى تسيير الموارد البشرية، فهي همزة الوصل بين إدارة الجمع والأفراد

العاملين من جهة وبين الإدارة والنقابات من جهة أخرى؛

15.3. مديرية التسويق والمبيعات: تعمل على مهمة التسويق بالدرجة الأولى، كما تعمل على دراسة

السوق قصد إدخال تحسينات على منتجات المؤسسة، وتوجيه المؤسسة في سياستها الإنتاجية والبيعية؛

16.3. مديرية العمليات: مهمتها التنسيق بين مختلف الوحدات والمصانع الإنتاجية للمؤسسة، ولها

علاقة مع مديرية المشتريات والتسويق والمبيعات.

ثانيا: الوحدات التجارية

تضم مؤسسة صيدال ثلاث وحدات تجارية، تعمل على تسويق وتوزيع الأدوية والمواد الصيدلانية وهي:

1. الوحدة التجارية المركزية وسط

تعد أول وحدة تجارية للمؤسسة، أنشئت في 12 أوت 1995، بهدف تخزين وتوزيع كل منتجات مؤسسو صيدال، مقرها بالحراش، وتشغل أكثر من 160 عاملا؛

2. الوحدة التجارية شرق باتنة

تأسست عام 1999، مقرها باتنة وتشغل 50 عاملا؛

3. الوحدة التجارية للغرب وهران

تأسست سنة 2000، تشغل 40 عاملا، كما يمتلك المجمع وحدة تجارية في الجنوب لكنها مازلت في طور الإنجاز، ويقع مقرها في ورقلة.

المطلب الثالث: فروع مؤسسة صيدال

تتكون مؤسسة صيدال من ثلاث فروع إنتاجية، يمكن تقديمها كما يلي (مؤسسة صيدال، 2021):

أولا: فرع أنتيبوتيكال

يتمثل هذا الفرع في مركب المضادات الحيوية الواقعة بمدينة المدية ويبلغ رأسمالها في سنة 2005، 1.187.500.000 دج ويشغل 1374 عاملا، إذ يعتبر أكبر فرع لدى المؤسسة من حيث معايير الحجم (عدد العمال، رأس المال). لذلك نجده يتوفر على هياكل واستثمارات ضخمة من بينها مبنى لتصنيع الأدوية بالتجزئة عن طريق تقنية التخمير بالإضافة إلى مبنى إنتاج مواد أولية بالتجزئة عن طريق التركيب الكيميائي للمنتجات المخمرة، كما يتوفر على مبنين آخرين للإنتاج أحدهما مخصص لمنتجات صيدلانية من عائلة البنسلين والآخر لمنتجات غير البنسلين، وتعود بداية الإنتاج بهذا المركز إلى سنة 1988.

ثانيا: فرع فارمال

تأسس هذا الفرع في 1998/02/02 ويبلغ رأسماله في سنة 2005، 200 مليون دج ويشغل 918 عاملا منهم أكثر من 130 صيدلاني ومهندس. ولهذا الفرع أكثر من ثلاثين سنة خبرة في مجال الإنتاج الصيدلاني، الأمر الذي يكسبه تحكما في هذا المجال، وللقيام بأنشطته تتوفر هذه المؤسسة على ثلاث وحدات إنتاج هي:

وحدة دار البيضاء، وحدة قسنطينة ووحدة عنابة، ويقوم هذا الفرع بإنتاج أصناف الأدوية التالية: جعب، مراهم، مساحيق... إلخ.

ثالثا: فرع بيوتيك

تم تأسيس هذا الفرع في 1998/02/02، برأسمال قدره 590 مليون دج سنة 2005، وتوظف 1127 عاملا منهم أكثر من 20 صيدلاني وأكثر من 80 مهندسا، يتواجد المقر الإجتماعي لهذا الفرع بالحراش الجزائر العاصمة، ويتوفر على ثلاث وحدات إنتاج ممتلئة في وحدة جسر قسنطينة ووحدة الحراش ووحدة شرشال.

ولقد ظهرت فروع جديدة تمثلت في (مؤسسة صيدال، 2021):

1. فرع سوميدال

يقع في المنطقة الصناعية واد السمار، وهو ناتج عن الشراكة بين مجمع صيدال بنسبة 59%، والمجمع الصيدلاني الأوربي بنسبة 36.45% و PHINALIPE بنسبة 4.55%، وتضم ثلاث أقسام: قسم متخصص لإنتاج المنتجات الهرمونية، قسم صناعة السوائل، قسم لصناعة أشكال الجرعات الصلبة.

2. فرع إيبيرال

هي مؤسسة ذات أسهم ناتجة عن شراكة بين القطاعين العام والخاص بين مجموعة صيدال بنسبة 40%، و JALVAR (الإمارات العربية المتحدة) بنسبة 40%، و FLACH الجزائر المتخصصة في المواد الغذائية بنسبة 20%، تهدف إلى تحقيق صناعة الأدوية الجنيصة (حقن وأشكال جافة)، تغليف الأدوية، توفير خدمة تغليف ومراقبة الجودة بناء على طلب المنتجين المحليين.

رابعا: الأفاق المستقبلية لمؤسسة صيدال

من أهم الأفاق المستقبلية لمؤسسة صيدال نجد (مؤسسة صيدال، 2021):

-إنجاز وحدة لإنتاج أدوية خاصة بعلاج دواء السرطان بالشراكة مع مؤسسة كويتية قصد تلبية الطلب الكبير على هذا النوع من الدواء لتقليص من حجم الواردات؛

-إنشاء مصنع الأنسولين بالشراكة مع المجمع الدانيماركي بغية توسيع مؤسسة صيدال للأنسولين من أجل ضمان تلبية الطلب المحلي المتنامي والمقدر حاليا بحوالي 5 ملايين قارورة؛

-رفع رقم أعمالها من 25 مليار دينار جزائري إلى أكثر من 40 مليار دينار جزائري على المدى المتوسط؛

- تحسين تغطية السوق الوطنية للأدوية، من خلال إستراتيجية ترمي إلى تقليص الواردات وذلك بتطوير صناعة صيدلانية ناجحة وتوسيع تشكيلتها من المنتجات إلى أشكال أخرى، حيث أنه حاليا يتم إنتاج قائمة محدودة تشكل من حوالي 180 دواء لتغطية الحاجيات بشكل أفضل والإنتاح على مجال طب السرطان والبيوتكنولوجيا.

المبحث الثاني: تقييم مؤسسة صيدال

بعد تقديم بطاقة فنية للمؤسسة محل الدراسة، سنحاول في هذا الجزء قياس القيمة الاقتصادية المضافة وذلك لتقييم الأداء المالي لمؤسسة صيدال، وتقييم قرارات الإستراتيجية المالية بدراسة كل من قرار التمويل، قرار الاستثمار، قرار توزيع الأرباح لمؤسسة صيدال.

المطلب الأول: تقييم الأداء المالي لمؤسسة صيدال باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة

سيتم خلال هذه المرحلة من الدراسة تقييم الأداء المالي لمؤسسة صيدال، وذلك بحساب القيمة الاقتصادية المضافة باعتبارها طريقة حديثة للتقييم، حيث أن الدراسات السابقة أثبتت محدودية أغلب الطرق التقليدية في التقييم، كونها لا تأخذ عنصر تكلفة الأموال موضع التحليل، فالقيمة الاقتصادية المضافة أخذت بتكلفة الأموال بعين الاعتبار في الحساب. إذ تحسب وفق العلاقة التالية:

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

حيث أن:

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة؛

ROCI: العائد على رأس المال المستثمر؛

WACC: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال؛

CI: رأس المال المستثمر.

ومن العلاقة السابقة فإنه يتم حساب القيمة الاقتصادية المضافة وفق المراحل التالية حيث يتم حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال كمرحلة أولى، ثم حساب العائد على رأس المال المستثمر بعد حساب رأس المال المستثمر، وأخيرا سيتم حساب القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة صيدال في هذا الجزء من الدراسة.

أولاً: حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال

كما تم الإشارة سابقا، فإن التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال تحسب وفق العلاقة التالية:

$$WACC = KCP \times CP / (D + CP) + KD \times (1 - IS) \times D / (D + CP)$$

حيث أن:

WACC: التكلفة المتوسطة لرأس المال؛

KCP: تكلفة الأموال الخاصة؛

KD: تكلفة الإستدانة؛

IS: معدل الضريبة.

1. حساب تكلفة الأموال الخاصة (المعدل المطلوب من طرف المساهمين)

يتم حساب تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة صيدال بالقيمة السوقية وفقا للعلاقة التالية:

تكلفة الأموال الخاصة KCP = توزيعات السهم الواحد / سعر السهم في N/12/31.

الجدول 04: تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة صيدال الوحدة: دج

البيان	توزيعات السهم الواحد	سعر السهم في N/12/31	تكلفة الأموال الخاصة
2002	24	430	5.58%
2003	24	380	6.32%
2004	20	345	5.80%
2005	20	360	5.56%
2006	23	440	5.23%
2007	11	400	2.75%
2008	35	380	9.21%
2009	35	385	9.09%
2010	35	520	6.73%
2011	35	715	4.90%
2012	40	620	6.45%
2013	40	450	8.89%
2014	40	560	7.14%
2015	40	640	6.25%
2016	40	600	6.67%
2017	45	660	6.82%
2018	40.5	635	6.38%

4.31%	580	25	2019
4.53%	552	25	2020

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على القوائم المالية لمؤسسة صيدال.

نلاحظ من خلال نتائج الجدول أعلاه أن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين عرف تذبذب خلال سنوات الدراسة بين ارتفاع وانخفاض، حيث عرفا أقل قيمة له سنة 2007، وهذا راجع لضآلة توزيعات السهم الواحد وارتفاع سعر السهم في هذه السنة، ليعود للإرتفاع في السنة الموالية، وذلك راجع لإرتفاع توزيعات السهم الواحد.

2. حساب تكلفة الإستدانة

تتمثل تكلفة الديون في أسعار الفائدة على مختلف القروض طويلة الاجل، فهي تمثل حقوق أصحاب الأموال الخارجية وذلك بعد استبعاد الوفرات الضريبية، وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{تكلفة الإستدانة Kd} = \frac{\text{المصاريف المالية}}{\text{الديون المالية}} * (1 - \text{معدل الضريبة})$$

الجدول 05: تكلفة الإستدانة لمؤسسة صيدال الوحدة: دج

البيان	المصاريف المالية	الديون المالية	تكلفة الإستدانة الصافية تكلفة الإستدانة Kd =المصاريف المالية /الديون المالية*(1-معدل الضريبة)
2002	283680504	1847590318	10.75%
2003	267953160	2170232409	8.64%
2004	379887812	2595149396	10.25%
2005	255011836	3086963140	5.78%
2006	223700807	2712313428	5.77%
2007	205807857	2612086364	5.52%
2008	273387343	2550734409	7.50%
2009	573684371	2509161829	16.00%
2010	261601048	8620504681	2.46%
2011	201298040	5741800974	2.84%
2012	225135653	6341404297	2.88%
2013	221326017	5008200603	3.58%
2014	157011457	8488726951	1.50%

1.38%	7773819494	132453560	2015
1.26%	11397228496	177710456	2016
1.00%	13318697612	164840374	2017
1.59%	12971323612	254951764	2018
2.23%	12464710757	343123098	2019
1.04%	12054977890	154762522	2020

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على القوائم المالية لمؤسسة صيدال.

بعد حساب كل من تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الإستدانة نقوم الآن بحساب التكلفة المتوسطة المرجحة

لرأس المال، وذلك وفق العلاقة التالية:

$$WACC = KCP \times CP / (D + CP) + KD \times (1 - IS) \times D / (D + CP)$$

الجدول 06: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال لمؤسسة صيدال الوحدة: دج

التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال	الاستدانة الصافية	تكلفة الاستدانة الصافي	الأموال الخاصة	تكلفة الأموال الخاصة	البيان
6.90%	1847590318	10.75%	5396898937	5.58%	2002
6.98%	2170232409	8.64%	5455505165	6.32%	2003
7.20%	2595149396	10.25%	5665062698	5.80%	2004
5.63%	3086963140	5.78%	5771991416	5.56%	2005
5.40%	2712313428	5.77%	5906738853	5.23%	2006
3.58%	2612086364	5.52%	6143335023	2.75%	2007
8.77%	2550734409	7.50%	7257107387	9.21%	2008
10.50%	2509161829	16.00%	9789871730	9.09%	2009
4.93%	8620504681	2.46%	11785525448	6.73%	2010
4.29%	5741800974	2.84%	13795482543	4.90%	2011
5.38%	6341404297	2.88%	14746506012	6.45%	2012
7.67%	5008200603	3.58%	16748436102	8.89%	2013
5.31%	8488726951	1.50%	17590664386	7.14%	2014
4.91%	7773819494	1.38%	20465934577	6.25%	2015
5.08%	11397228496	1.26%	27464009197	6.67%	2016
4.94%	13318697612	1.00%	27931531058	6.82%	2017
4.48%	12971323612	1.59%	19796410397	6.38%	2018
3.55%	12464710757	2.23%	21776278416	4.31%	2019

3.30%	12054977890	1.04%	22234554787	4.53%	2020
-------	-------------	-------	-------------	-------	------

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على القوائم المالية لمؤسسة صيدال.

نلاحظ من خلال نتائج الجدول أعلاه أن التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال عرفت تذبذب خلال سنوات الدراسة، إلا أنه منذ سنة 2016 إلى سنة 2020 عرفت هذه النسبة انخفاض من سنة لأخرى، وهذا يدل على أن معدل العائد الذي يمكن أن يتوقعه الممتلكين والمقرضين في إنخفاض، بعبارة أخرى تكلفة الفرصة للمستثمرين لمواجهة مخاطر استثمار الأموال في مؤسسة صيدال تنخفض من سنة إلى أخرى.

ثانياً: حساب معدل العائد على رأس المال المستثمر

يحسب معدل العائد على رأس المال المستثمر بالعلاقة التالية:

معدل العائد على رأس المال المستثمر = النتيجة العملية بعد الضريبة وقبل الفوائد / رأس المال المستثمر.

1. حساب رأس المال المستثمر

يمكن حسابه وفق العلاقة التالية:

رأس المال المستثمر = الاستثمارات + الإحتياج في رأس المال العامل.

الجدول 07: رأس المال المستثمر لمؤسسة صيدال الوحدة: دج

البيان	الاستثمارات	الإحتياج في ر م ع	رأس المال المستثمر
2002	11633239070	-3170239532	8462999538
2003	3951726039	4129297054	8081023092
2004	4331210771	4398223885	8729434656
2005	4975363658	4334066147	9309429805
2006	4766522945	4388680796	9155203741
2007	4595924031	5013906984	9609831015
2008	5665952524	5459290025	11125242549
2009	7536352675	7657708757	15194061432
2010	13212823632	5027424912	18240248544
2011	11161030681	3711629696	14872660377
2012	11454745445	3948169922	15402915367

17075280254	5766541014	11308739240	2013
21508990212	8505760838	13003229373	2014
22980942186	7213756052	15767186134	2015
34540400749	4098604266	30441796483	2016
37309043711	3349689254	33959354457	2017
30252950563	5422337990	24830612573	2018
33133544294	6360336615	26773207679	2019
32425976590	6622999648	25802976943	2020

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على القوائم المالية لمؤسسة صيدال.

بعد حساب رأس المال المستثمر، سوف تتمكن من حساب أحد عناصر القيمة الاقتصادية المضافة، وهو العائد على رأس المال المستثمر وذلك في النقطة الموالية.

2. حساب معدل العائد على رأس المال المستثمر

يتم حساب معدل العائد على رأس المال المستثمر وفق العلاقة السابقة، حيث يتم إستخراج النتيجة العملية من حسابات النتائج وفقاً لسنوات الدراسة، والجدول التالي يلخص عملية حسابه.

الجدول 08: معدل العائد على رأس المال المستثمر لمؤسسة صيدال الوحدة: دج

معدل العائد على رأس المال المستثمر	رأس المال المستثمر	النتيجة العملية بعد الضريبة وقبل الفوائد	البيان
5.42%	8462999538	458779221.4	2002
10.35%	8081023092	836245495.3	2003
12.17%	8729434656	1062277730	2004
7.53%	9309429805	700612521.7	2005
10.79%	9155203741	987929057.4	2006
11.90%	9609831015	1143714811	2007
15.35%	11125242549	1708103462	2008
19.15%	15194061432	2909948415	2009
7.33%	18240248544	1336473426	2010
14.29%	14872660377	2125488588	2011
13.26%	15402915367	2042650158	2012
13.98%	17075280254	2386583418	2013
6.10%	21508990212	1311176283	2014
5.05%	22980942186	1161384676	2015

4.91%	34540400749	1695446620	2016
3.21%	37309043711	1198995761	2017
3.46%	30252950563	1048038255	2018
2.43%	33133544294	806168796.3	2019
0.82%	32425976590	266831497.5	2020

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية لمؤسسة صيدال.

يظهر من خلال الجدول أعلاه أن معدل العائد على رأس المال المستثمر عرف تذبذب خلال سنوات الدراسة 2002-2020 بين إرتفاع وإنخفاض، حيث بلغ ذروته سنة 2009، كما أن معدل العائد على رأس المال المستثمر لمؤسسة صيدال عرف إنخفاض مستمر منذ سنة 2014 الى غاية 2020، وهذا راجع للإرتفاع في رأس المال المستثمر. وهذا يدل على أن المؤسسة لم تعد تخلق القيمة للمساهمين بنفس المعدل، وذلك بسبب عدم قدرتها على استخدام أموالها لإنتاج العائدات.

ثالثا: حساب القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة صيدال

بعد حساب كل من العائد على رأس المال المستثمر والتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال، فإن قيمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة تكون موضحة في الجدول التالي:

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

الجدول 09: القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة صيدال الوحدة: دج

البيان	معدل العائد على رأس المال المستثمر	التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال	رأس المال المستثمر	القيمة الاقتصادية المضافة
2002	5.42%	6.90%	8462999538	-125084641.7
2003	10.35%	6.98%	8081023092	272350151.1
2004	12.17%	7.20%	8729434656	434185775.6
2005	7.53%	5.63%	9309429805	176055170.8
2006	10.79%	5.40%	9155203741	493629748.5
2007	11.90%	3.58%	9609831015	800162366.1
2008	15.35%	8.77%	11125242549	732826684.3
2009	19.15%	10.50%	15194061432	1314363338

438001398	18240248544	4.93%	7.33%	2010
1487295181	14872660377	4.29%	14.29%	2011
1214544650	15402915367	5.38%	13.26%	2012
1077466720	17075280254	7.67%	13.98%	2013
170005920.6	21508990212	5.31%	6.10%	2014
33153573.28	22980942186	4.91%	5.05%	2015
- 59853275.51	34540400749	5.08%	4.91%	2016
- 644235590.4	37309043711	4.94%	3.21%	2017
- 308329957.4	30252950563	4.48%	3.46%	2018
-371046732	33133544294	3.55%	2.43%	2019
- 803984926.5	32425976590	3.30%	0.82%	2020

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على القوائم المالية لمؤسسة صيدال.

يلاحظ من خلال الجدول السابق أن القيمة الاقتصادية المضافة كانت موجبة من سنة 2003 الى غاية 2015، أي أن مؤسسة صيدال إستطاعت خلق قيمة وزيادة الثروة لمساهميها خلال هذه سنوات من الدراسة، إلا انه منذ سنة 2016 لم تستطع خلق قيمة لمساهميها، حيث انه هناك هدم للقيمة منذ هذه السنة الى غاية 2020، وهذا راجع لإرتفاع التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال وانخفاض معدل العائد على رأس المال المستثمر، وبذلك يمكن القول ان الأداء المالي لمؤسسة صيدال عرف تدهور خلال خمس سنوات الأخيرة لدراسة.

المطلب الثاني: تقييم قرارات الإستراتيجية المالية لمؤسسة صيدال

أولاً: تقييم قرار التمويل لمؤسسة صيدال

يمكن تلخيص متغير قرار التمويل والمتمثل في الإستقلالية المالية D/CP، لمؤسسة صيدال في الجدول التالي:

الجدول 10: متغيرات قرار التمويل لمؤسسة صيدال الوحدة: دج

D/CP	CP	D	البيان
1.03	5396898937	5562701925	2002
1.14	5455505165	6225742196	2003
1.21	5665062698	6882486919	2004
1.40	5771991416	8102905174	2005

1.34	5906738853	7888778386	2006
1.30	6143335023	7999112009	2007
1.39	7257107387	10088493253	2008
1.08	9789871730	10601555286	2009
1.39	11785525448	16465662514	2010
0.98	13795482543	13482488325	2011
1.04	14746506012	15274639481	2012
0.79	16748436102	13351137269	2013
0.79	17590664386	13997040018	2014
0.71	20465934577	14455966242	2015
0.69	27464009197	18926527459	2016
0.73	27931531058	20387413532	2017
0.99	19796410397	19777933564	2018
0.86	21776278416	18657900460	2019
0.83	22234554787	18452995689	2020

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على البيانات المالية لمؤسسة صيدال.

نلاحظ من خلال الجدول رقم 10 أن نسبة الديون المالية إلى رؤوس الأموال الخاصة (نسبة الإستقلالية المالية) خلال سنوات الدراسة عرفت تذبذب بين ارتفاع وانخفاض، ونلاحظ انه من سنة 2002 إلى 2010 كانت هذه النسبة أكبر من الواحد وهذا يدل على توجه المؤسسة إلى طلب قروض خارجية، بينما في السنوات الموالية بدأت هذه النسبة في الإنخفاض وهذا راجع لتوجه مؤسسة صيدال إلى استعمال أموالها الخاصة في تمويل استثماراتها.

على الرغم من التذبذب الذي عرفته نسبة الإستقلالية المالية بين الإرتفاع والإنخفاض، إلا أنها في سنوات الدراسة الأخيرة إنخفضت إلى أقل من الواحد أي تمتع المؤسسة بإستقلالية مالية، وهذا يعني أن مؤسسة صيدال تتجه نحو سياسة التمويل الذاتي، وهذا ما يعطيها قدرة الحصول على قروض إضافة دون تقديم ضمانات مرهقة لها، أو سيطرة خارجية على القرارات الرئيسية في المؤسسة.

وعليه يمكننا الحكم على أن قرار التمويل الذي تتبعه مؤسسة صيدال لسنوات الدراسة أنه فعال وله أثر إيجابي عليها، وهذا ما يعزز الثقة في مؤسسة صيدال.

ثانياً: تقييم قرار الاستثمار لمؤسسة صيدال

يمكن تلخيص متغيرات قرار الاستثمار والمعبر عنها بالعائد على الاستثمار والعائد على الأصول (ROA)

ROI؛)، لمؤسسة صيدال وذلك من خلال الجدول التالي:

العائد على الاستثمار = صافي الأرباح بعد الضريبة / مجموع الأموال المستثمرة

العائد على الأصول = النتيجة الصافية / مجموع الأصول

الجدول 11: متغيرات قرار الاستثمار لمؤسسة صيدال الوحدة: دج

البيان	ROI	ROA
2002	2.10%	1.54%
2003	9.12%	7.09%
2004	4.52%	3.51%
2005	3.89%	3.01%
2006	5.03%	3.82%
2007	7.82%	5.81%
2008	9.73%	7.11%
2009	16.45%	12.36%
2010	5.40%	3.90%
2011	10.55%	7.55%
2012	9.32%	6.55%
2013	12.22%	8.83%
2014	5.67%	4.68%
2015	4.05%	3.28%
2016	3.88%	3.25%
2017	3.34%	2.85%
2018	3.58%	2.97%
2019	2.32%	1.96%
2020	0.55%	0.47%

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على البيانات المالية لمؤسسة صيدال.

نلاحظ من خلال الجدول رقم 11 أن العائد على الاستثمار (ROI) يعرف تذبذب بين إرتفاع وإنخفاض

حيث وصل إلى ذروته سنة 2009، إلا أنه في السنوات الأخير من الدراسة من سنة 2018 إلى 2020 عرف

إنخفاض، وهذا ما يدل على أن سياسة الاستثمار لمؤسسة صيدال غير متوازنة على العموم، والسبب يرجع أساساً لتدهور النتائج السنوية.

كما نلاحظ أن مؤسسة صيدال قادرة على تحقيق نتائج صافية إيجابية من استثمار أصولها خلال فترة الدراسة 2002-2020 إنعكست إيجاباً على معدل العائد على الأصول (ROA)، ورغم التذبذب المسجل بين الإرتفاع والإنخفاض في فترات الدراسة حيث وصلت إلى ذروتها سنة 2009 وإنعدمت سنة 2020، إلا أنها بقيت ضمن الحدود المرغوب فيها لدى مسيري المؤسسة، وهذا يعكس فعالية هذه المؤسسة في توظيف أصولها والحصول منها على عوائد مناسبة.

ثالثاً: تقييم قرار توزيع الأرباح لمؤسسة صيدال

يمكن تلخيص متغيرات قرار توزيع الأرباح المعبر عنه بنصيب السهم من الأرباح الموزعة والممثل بنسبة النتيجة الموزعة إلى عدد الأسهم المصدرة ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة المعبر عنها بنسبة الأرباح المحتجزة إلى عدد الأسهم المصدرة (RPA ; DPA)، لمؤسسة صيدال من خلال الجدول التالي:

الجدول 12: متغيرات قرار توزيع الأرباح لمؤسسة صيدال الوحدة: دج

البيان	DPA	RPA
2002	24	24
2003	24	24.229
2004	20	25.623
2005	20	23.055
2006	23	31.748
2007	11	76.215
2008	35	97.86
2009	35	252.5
2010	35	75.22
2011	35	171.05
2012	40	156.52
2013	40	225.81
2014	40	107.78
2015	40	74.38
2016	40	110.92

92.62	45	2017
76.92	40.5	2018
54.35	25	2019
54.35	25	2020

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على البيانات المالية لمؤسسة صيدال وبورصة الجزائر.

نلاحظ من خلال الجدول رقم 12 إرتفاع مستمر في نصيب السهم من الأرباح الموزعة خلال أغلب سنوات الدراسة إلا أنه عرف إنخفاض خلال السنتين الأخيرتين ويرجع ذلك لإنخفاض نتيجة المؤسسة، نتيجة الظروف الاقتصادية التي يعرفها العالم إثر جائحة كورونا، فالمؤسسة تنتهج سياسة تشجيعية للمساهمين من خلال تقديم توزيعات سنوية على الأرباح.

كما نلاحظ تذبذب كبير في نصيب السهم من الأرباح المحتجزة منذ بداية الدراسة إلى غاية 2016، إلا أنه عرف إنخفاض مستمر منذ هذه السنة إلى غاية 2020، وهذا يرجع إلى إنخفاض نتائج السنوات الأخيرة.

المطلب الثالث: وصف نموذج الإنحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL

في هذا الجزء سيتم التعرف على نموذج الإنحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL، وذلك بعرض لأهم المتطلبات النظرية له، وإبراز مزاياه وذلك على النحو التالي.

إكتسب نموذج ARDL مكانة هامة في السنوات الأخير كوسيلة لدراسة علاقات التكامل المشترك، والتي طورها كل من (Shinand and Sun (1998), Pesaran (1997), pesaran et Al (2001)، وهم يؤكدون أن نماذج ARDL مفيدة بشكل خاص في قدرتها على التعامل مع التكامل المشترك بين المتغيرات محل الدراسة (عمير، 2019، صفحة 154)، حيث لا يشترط أن تكون السلاسل الزمنية متكاملة من نفس الدرجة.

ويلاحظ pesaran and أن اختبار الحدود (Bound test) المبني في إطار نموذج الإنحدار الذاتي بالإبطاء الزمني الموزع، أنه لا يولي أهمية قصوى كباقي الاختبارات لخصائص السلاسل الزمنية ما إذا كانت مستقرة عند المستوى، أو متكاملة عند الفرق الأول، أو مزيج بينهما، ولكن الشرط الوحيد الذي يركز عليه هذا النوع من الاختبار أنه لا تكون السلسلة الزمنية من الفرق الثاني (زهرة، 2020، صفحة 118).

أولاً: مميزات نموذج ARDL

من اختبارات التكامل المشترك المتعارف عليها، يلاحظ إشتراط أن تكون السلاسل الزمنية المراد اختبار علاقة التكامل المشترك بينهما متكاملة من نفس الدرجة وفي غير مستوياتها الأصلية، وهذا يوضح محدودية استخدام هذه الاختبارات. لكن هناك اختبار بديل كمنهج للتكامل المشترك يتمثل في نموذج الإنحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL لصاحبه Pesaran and Shin، والذي يقدم جملة من المنافع مقارنة بالاختبارات الأخرى، والتي تتجسد في (زهرة، 2020، الصفحات 120-121):

-يعتبر هذا النموذج هو نسبياً أكثر قوة في العينات الصغيرة؛

-يستخدم هذا الأسلوب بغض النظر عما إذا كان الإنحدار من الرتبة (0) أي $I(0)$ أو الرتبة (1) أي $I(1)$ أو في حالة الخليط بينهما، نموذج ARDL يكون غير فعال في حالة ما إذا كانت أحد السلاسل الزمنية متكاملة من الرتبة (2) أي $I(2)$.

-يطبق نموذج ARDL إطار نمذجة من العام إلى الخاص من خلال اتخاذ عدد كافي من فترات الإبطاء للحصول على عملية توليد البيانات. وهو يقدر عدد $(p+1)^k$ من الإنحدارات بغرض الحصول على طول فترة الإبطاء المثلى لكل متغير.

حيث: p - هي أقصى فترة إبطاء يمكن أن تستخدم؛

- K هو عدد المتغيرات الداخلة في المعادلة.

ويتم اختبار النموذج على معايير إحصائية مختلفة مثل: AIC OU SIC OU HQC.

-إضافة إلى ذلك، تعاني النماذج التقليدية لاختبارات التكامل المشترك من مشكلة النمو الداخلي، في حين تستطيع طريقة نموذج ARDL التمييز بين المتغير التابع والمتغيرات التفسيرية والقضاء على المشاكل التي قد تطرأ بسبب وجود الارتباط الذاتي والنمو الداخلي. كما يستطيع هذا النموذج تقدير العلاقة قصيرة الأجل وطويلة الأجل في آن واحد، كما يقدم تقديراً غير متحيز وذي كفاءة.

ثانياً: تقديم نموذج الإنحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL

في نماذج السلاسل الزمنية، قد توجد فترة معينة طويلة نسبياً في متغيرات صنع القرار الاقتصادي والتأثير النهائي في متغير السياسة، وبصيغة أخرى إن التعديل في المتغير التابع Y بسبب التغيرات في المتغير المستقل X تتوزع على نطاق واسع عبر الزمن فإذا كانت المدة الفاصلة بين الإستجابة والتأثير كافية طويلة نسبياً فإن المتغيرات التوضيحية المتباطئة يجب تضمينها في النموذج. هذا، وتكون إحدى طرائق بناء نماذج الإستجابة الديناميكية بتضمين المتغيرات المتباطئة ل X كمتغيرات توضيحية أي يكون استخدام نماذج الإبطاء في ذلك، حيث إن الأساس في نماذج الإبطاء يكون بتضمين سلسلة من متغيرات الإبطاء التوضيحية لضمان عملية التعديل وفق النموذج البسيط التالي (بوالكور، 2019، صفحة 53):

$$Y_t = a_0 X_t + a_1 X_{t-1} + a_2 X_{t-2} + \dots + a_p X_{t-q} + u_t$$

ويمكن أن يعبر السلوك الديناميكي من خلال الإعتماد على القيمة السابقة للمتغير الداخلي أي Y_t يعتمد على القيم السابقة Y ويتمثل بنموذج الإنحدار الذاتي AR (p) Autoregressive Model:

$$Y_t = \beta_1 Y_{t-1} + \beta_2 Y_{t-2} + \dots + \beta_p Y_{t-p} + \varepsilon_t$$

بمعنى آخر أن الطريقة الإضافية أو البديلة لاحتواء المركبة الديناميكية في السلوك الاقتصادي تكون من خلال تضمين متغيرات داخلية متباطئة إلى جانب المتغيرات الخارجية توضيحية. في حين في دراسات السلاسل الزمنية تكون نماذج الإنحدار الديناميكية متضمنة كلا من المتغيرات الداخلية والخارجية المتباطئة كمتغيرات توضيحية. ويمكن التعبير في حالة وجود K من المتغيرات التوضيحية بالنموذج التالي (جلولي و مقران، 2019، صفحة 03):

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 Y_{t-1} + \beta_2 Y_{t-2} + \dots + \beta_p Y_{t-p} + a_0 X_{t-1} + a_1 X_{t-1} + a_2 X_{t-2} + \dots + a_p X_{t-q} + \varepsilon_t$$

وتعبر هذه المعادلة عن الشكل الأساسي لنموذج الإنحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL. حيث تمثل كل من: ε_t حد الخطأ العشوائي -التشويش الأبيض-؛ والنموذج هو نموذج إنحدار ذاتي، بمعنى أن المتغير Y_t هو مفسر (جزئياً) بواسطة القيم المبطأة للمتغير نفسه، كما أن لديه مكونات إبطاء موزع، وذلك في شكل

إبطاءات متتالية للمتغير التفسيري X ، وأحيانا يتم إستبعاد القيمة X_t نفسها من هيكل نموذج الإبطاء الموزع. كما أن β_0 : يمثل الحد الثابت؛ p : رتبة المتغير Y (عدد فترات الإبطاء للمتغير X_t)؛ t : متغير الزمن (الإتجاه الزمني). ويمكن التعبير عن المعادلة إختصارا بـ $ARDL(p,q)$. وهذا النوع من النماذج مستند إلى تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير مقيد (Unrestricted Error Correction (UECM).

وبصورة أشمل تكون الصيغة العامة لنموذج $ARDL(p,q_1,q_2,\dots,q_k)$ مكون من متغير تابع Y وعدد K من المتغيرات التفسيرية X_1, X_2, \dots, X_k على الشكل التالي (زهرة، 2020، صفحة 123):

$$\Delta Y_t = c + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_1} \beta_2 \Delta X_{1t-i} + \sum_{i=0}^{q_2} \beta_3 \Delta X_{2t-i} \dots + \sum_{i=0}^{q_k} \beta_k \Delta X_{kt-i} + a_1 Y_{t-1} + a_2 X_{t-1} + a_3 X_{t-2} + \dots + a_k X_{t-1} + \varepsilon_t$$

حيث أن:

C : الحد الثابت؛

Δ : الفرق من الدرجة الأولى؛

K : عدد المتغيرات؛

p : فترة إبطاء المتغير التابع Y ؛

q_1, q_2, \dots, q_k : فترات إبطاء المتغيرات التفسيرية X_1, X_2, \dots, X_k على التوالي؛

$\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$: معاملات العلاقة قصيرة الأجل؛

a_1, a_2, \dots, a_k : معاملات العلاقة طويلة الأجل؛

ε_t : حد الخطأ العشوائي.

ويتم اختبار علاقة التكامل المشترك وفق نموذج $ARDL$ من خلال فرضيتين:

H_0 : فرضية العدم، عدم وجود تكامل مشترك (علاقة توازنية طويلة الأجل) بين المتغيرات، والتي تتمثل

في:

$$a_1 = a_2 = a_3 = a_4 = a_5 = a_6 = 0$$

H_1 : الفرضية البديلة، وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، والتي تتمثل في:

$$a_1 \neq a_2 \neq a_3 \neq a_4 \neq a_5 \neq a_6 \neq 0$$

ثالثاً: مراحل تطبيق نموذج ARDL

قبل القيام بنمذجة نموذج ARDL، لابد من القيام باختبار الإستقرارية وذلك للتأكد من أن متغيرات الدراسة متكاملة من الدرجة الأولى أو عند المستوى أو مزيج بينهما، ولا يوجد متغير مستقر من الدرجة الثانية، وبعد التأكد من ذلك يتم تطبيق المراحل التالية (رانية، 2020، الصفحات 255-256):

المرحلة الأولى: اختبار فترة الإبطاء المثلى للفروق الأولى لقيم المتغيرات في النموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM) وذلك باستعمال متجه إنحدار ذاتي غير مقيد وذلك باستعمال المعايير الأربعة المختلف لتحديد هذه الفترة:

- معيار خطأ التنبؤ النهائي: (1969) Final prediction Error (FPE)

- معيار معلومات أكياكي: (1973) Akaike (AIC)

- معيار معلومات شوارز: Schwarz

- معيار معلومات حنان وكوين: (1979) Hannan and Quinn (h-q)

ويتم إختيار الفترة الملائمة التي تملك أقل قيمة من المعايير الإحصائية المقدره أعلاه.

المرحلة الثانية: تقدير نموذج (UECM) بطريقة المربعات الصغرى الإعتيادية (OLS)، ولتحديد النموذج الملائم يتم إتباع إجراء اختبار النموذج الذي ينتقل من العام إلى الخاص (General to Specific) والذي يتمثل في إلغاء متغير الفروق الأولى لأي متغير تكون القيم المطلقة لإحصاء t الخاصة به أقل من الواحد الصحيح (غير معنوي) وذلك بشكل متتالي.

المرحلة الثالثة: اختبار المعنوية المشتركة لمعاملات مستويات المتغيرات المبטئة لفترة واحدة بواسطة اختبار (Wald Test) وإحصاء (F) التي لها توزيع غير معياري والذي لا يعتمد بضعة عوامل منها حجم العينة وإدراج متغير الإتجاه في التقدير.

المرحلة الرابعة: مقارنة إحصائية (F) المحسوبة لمعاملات المتغيرات التوضيحية المبטئة لفترة واحدة بقيمة إحصائية (F) الحرجة (الجدولية) المناظرة والمحسوبة من قبل بيسران وآخرون، ونظرا لأن الاختبار له توزيع غير معياري فإن هناك قيمتين حرجتين لإحصاء هذا الاختبار:

- قيمة الحد الأدنى (Upper Bound Test) وتفترض أن كل المتغيرات مستقرة في قيمتها الأصلية (أو في المستوى) بمعنى أنها متكاملة من الرتبة صفر أي $I(0)$ ؛
- قيمة الحد الأعلى (Lower Bound Test) وتفترض أن المتغيرات مستقرة في الفروق الأولى بمعنى أنها متكاملة من الرتبة واحد أي $I(1)$.

ويكون قرار المقارنة كالتالي:

- إذا كانت قيمة (F المحسوبة) أكبر من الحد الأعلى لقيمة (F الجدولية): نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة أي وجود علاقة توازنية طويلة الأجل؛
- إذا كانت قيمة (F المحسوبة) أقل من الحد الأدنى لقيمة (F الجدولية): فإننا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة أي غياب علاقة توازنية طويلة الأجل؛
- إذا كانت قيمة (F المحسوبة) تقع بين الحد الأدنى والأعلى لقيمة (F الجدولية): النتائج تكون غير محددة يعني عدم القدرة على اتخاذ القرار فيما إذا كان هناك تكامل مشترك بين المتغيرات.

بعد تحليلنا للأداء المالية لمؤسسة صيدال عن طريق حساب القيمة الاقتصادية المضافة وتقييم الإستراتيجية المالية للمؤسسة وذلك بتحليل كل من قرار الاستثمار وقرار التمويل، قرار توزيع الأرباح، وتقديم نموذج الدراسة، يمكن أن نقوم بدراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة وذلك في المبحث الموالي.

المبحث الثالث: دراسة قياسية للعلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والإستراتيجية المالية لمؤسسة

صيدال

من خلال هذا الجزء سيتم قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والإستراتيجية المالية لمؤسسة صيدال، وذلك باستخدام نموذج الإنحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL، ومن ثم بناء نموذج لاختبار فرضيات الدراسة، وقياس وتفسير أثر المتغير التابع للمتغير المستقل، وذلك بالإستعانة ببرنامج Eviews10.

المطلب الأول: الإجراءات المنهجية لدراسة الحالة

لإجراء القياس الإقتصادي لهذه الدراسة ينبغي تحديد متغيرات الدراسة، ثم إبراز النموذج الملائم لذلك، وبعد ذلك التطرق إلى المسارات التي سلكتها كل هذه المتغيرات بداية من 2002 إلى غاية 2020، من خلال دراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والإستراتيجية المالية للوصول إلى تقييم علمي مبني على أسس كمية وقياسية، وذلك بالإستعانة ببرنامج Eviews10.

أولاً: جمع المعطيات والتعريف بمتغيرات الدراسة

1. التعريف بمتغيرات الدراسة

المتغير المستقل: يتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة، الذي يمثل مقياس للأداء، إذ يحسب قيمة الثروة المضافة للمساهمين في المؤسسة، حيث يختلف هذا المقياس عن غيره من المقاييس بكونه يقيس تكلفة رأس المال. وتم حسابها وفق الصيغة الرياضية التالية:

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

حيث:

WACC : التكلفة المرجحة لرأس المال؛

ROCI : العائد على رأس المال المستثمر؛

CI : رأس المال المستثمر.

المتغير التابع: يتمثل هذا المتغير في الإستراتيجية المالية، ويمكن توضيح ابعادها حسب ما جاء في بعض

الدراسات من خلال الجدول التالي:

الجدول 13: أبعاد الإستراتيجية المالية حسب ما جاء في بعض الدراسات السابقة

الدراسة	قرار التمويل	قرار الاستثمار	قرار توزيع الأرباح
دراسة الباحث: عبد الكريم خيري بعنوان: "أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية"	-نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة؛ -نسبة الديون القصيرة إلى الأموال الخاصة؛ -نسبة الديون الطويلة إلى الأموال الخاصة.	-العائد على الاستثمار (النتيجة الصافية إلى مجموع رؤوس الأموال الخاصة والخصوم غير الجارية)؛ -المردودية الاقتصادية (النتيجة الاقتصادية إلى مجموع الأصول الاقتصادية)؛ -المردودية المالية (نسبة النتيجة الصافية إلى الأموال الخاصة).	-نصيب السهم من التوزيعات؛ -نصيب السهم من الأرباح المحققة؛ -نصيب السهم من الأرباح المحتجزة.
دراسة الباحث حمزة غربي بعنوان "محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة حالة الجزائر".	-حجم المؤسسة؛ -المردودية؛ -الضمانات؛ -النمو؛ -الشكل القانوني.	-الإستدانة؛ -تكلفة التمويل.	-أرباح السنوات السابقة؛ -الإستدانة الصافية.
دراسة محمد بوهالي وعمر لعيني بعنوان: "أثر القرارات المالية	-التغير في الأموال الخاصة؛	-التغير في الأصول غير الجارية؛	

<p>-التغير في الأصول الجارية.</p>	<p>-التغير في الخصوم غير الجارية؛ -التغير في الخصوم الجارية.</p>	<p>على نمو المؤسسات -دراسة حالة مؤسسة مطاحن الأغواط للفترة 2012- 2017.</p>
<p>-نتيجة المؤسسة. -متوسط الأصول الثابتة من إجمالي الأصول؛ - الأصول الجارية.</p>	<p>-الاستقلالية المالية؛ -الاستدانة الخارجية؛ - الرافعة المالية.</p>	<p>دراسة محمد لمن علون ولطفي شعباني بعنوان: دور الهيكل المالي في اتخاذ القرارات المالية بالمؤسسات الاقتصادية دراسة حالة: مؤسسة دباغة الجلود -جيجل-.</p>

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على الدراسات السابقة.

حسب الدراسات السابقة فقد تم التعبير عن الاستراتيجية المالية بالمتغيرات التالية: بقرار التمويل وقرار الاستثمار، قرار توزيع الأرباح.

- حيث تم التعبير عن قرار التمويل بالإستقلالية المالية D/CP.

- وتم التعبير عن قرار الاستثمار بالعائد على الاستثمار ROI والعائد على الأصول ROA.

- والتعبير عن قرار توزيع الأرباح بنصيب السهم من التوزيعات DAP، ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة RPA.

2. مصادر الحصول على بيانات الدراسة

تم الإعتماد في جمع البيانات الخاصة بالدراسة التطبيقية على القوائم المالية لمؤسسة صيدال المنشورة في موقعها الإلكتروني (مؤسسة صيدال، 2021)، والموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB، 2021)، كما تم الإعتماد على الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر (الجزائر، 2021)، وذلك للفترة من 2002-2020.

ثانيا: دراسة وتحليل السلاسل الزمنية للقيمة الاقتصادية المضافة ومتغيرات الإستراتيجية المالية

قبل الشروع في تحليل النتائج واختبار الفرضيات، تم تطبيق بعض الاختبارات الأولية لفحص مصداقية وجودة البيانات وذلك كما يلي:

الجدول 14: متغيرات الدراسة

المتغيرات والسنوات	EVA	الاستقلالية المالية D/CO	العائد على الاستثمار ROI	العائد على الاصول ROA	نصيب السهم من التوزيعات DPA	نصيب السهم من الارباح المحتجزة RPA
2002	- 125084641.7	1.03	2.10%	1.54%	24	24
2003	272350151.1	1.14	9.12%	7.09%	24	24.229
2004	434185775.6	1.21	4.52%	3.51%	20	25.623
2005	176055170.8	1.40	3.89%	3.01%	20	23.055
2006	493629748.5	1.34	5.03%	3.82%	23	31.748
2007	800162366.1	1.30	7.82%	5.81%	11	76.215
2008	732826684.3	1.39	9.73%	7.11%	35	97.86
2009	1314363338	1.08	16.45%	12.36%	35	252.5
2010	438001398	1.39	5.40%	3.90%	35	75.22
2011	1487295181	0.98	10.55%	7.55%	35	171.05
2012	1214544650	1.04	9.32%	6.55%	40	156.52
2013	1077466720	0.79	12.22%	8.83%	40	225.81
2014	170005920.6	0.79	5.67%	4.68%	40	107.78
2015	33153573.28	0.71	4.05%	3.28%	40	74.38
2016	- 59853275.51	0.69	3.88%	3.25%	40	110.92
2017	- 644235590.4	0.73	3.34%	2.85%	45	92.62

2018	- 308329957.4	0.99	3.58%	2.97%	40.5	76.92
2019	-371046732	0.86	2.32%	1.96%	25	54.35
2020	- 803984926.5	0.83	0.55%	0.47%	25	54.35

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على الجداول (09، 10، 11، 12).

سيتم التطرق في هذا الجزء إلى الخصائص الإحصائية لمختلف متغيرات الدراسة كما يلي:

الجدول 15: بعض الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة

متغيرات	Mean	Median	MAX	MIN	SD	CV
EVA	3.26E+08	2.48E+08	1.49E+09	- 8.04E+08	6.56E+08	0.144730
D/CP	1.038421	1.030000	1.400000	0.690000	0.247684	0.151556
ROI	0.063158	0.050000	0.160000	0.010000	0.039589	0.813360
ROA	0.048158	0.040000	0.120000	0.005000	0.027949	0.814904
DPA	31.44737	35.00000	45.00000	11.00000	9.508614	- 0.463120
RPA	92.37632	76.21500	252.5000	23.05500	66.92711	1.070786

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن مؤسسة صيدال تحقق قيمة اقتصادية مضافة في معظم سنوات الدراسة إذ أن متوسط القيمة الاقتصادية المضافة يساوي $3.26E+08$ ، والوسيط قدره $2.48E+08$ ، أما أعلى قمة له هي $1.49E+09$ ، وأدنى قيمة $-8.04E+08$ ، بانحراف معياري قدر ب $6.56E+08$ ، ويتضح أن المؤسسة تتمتع باستقلالية مالية على العموم بمتوسط 1.038421 وانحراف معياري 0.247684 ، والعائد على الاستثمار بمتوسط قدره 0.063158 وانحراف معياري 0.039589 ، بينما العائد على الأصول قدر بمتوسط 0.048158 وانحراف معياري 0.027949 ، كما أن المؤسسة تعتمد على سياسة توزيع أرباح تشجيعية بمتوسط قدره 31.71053 وذلك من أجل كسب ثقة المساهمين. كما أن نصيب السهم من الأرباح المحتجزة بلغ 92.37632 وهذا يترجم الأرباح المعتبرة التي تحتجزها مؤسسة صيدال والتي تعبر عن حقوق المساهمين غير الموزعة.

المطلب الثاني: نموذج الدراسة

سوف نستخدم في هذه الدراسة منهجية الإنحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL والتي طورها كل من (Shin and Sun (1998), Pesaran (1997), pesaran et Al (2001) (بوالكور، 2019، صفحة 52).

حيث يهدف إلى دراسة العلاقة ما بين المتغيرات، وهذه المنهجية تختلف عن باقي منهجيات القياس الاقتصادي في أنها لا تشترط أن تكون كل المتغيرات مستقرة من نفس الدرجة، إذ يمكن اعتمادها إذا كانت المتغيرات:

- كلها مستقرة عند المستوى؛
- كلها مستقرة عند الفرق الأول؛
- أو بعضها مستقر في المستوى والبعض مستقر في الفرق الأول. (جلولي و مقران، 2019، صفحة 02).

كما يمكن استخدام هذه المنهجية في حال السلاسل الزمنية القصيرة، فضلا عن إمكانية الحصول على تقديرات المدى القصير والطويل في آن واحد، وتشترط هذه المنهجية عدم وجود متغيرات مستقرة من الدرجة الثانية. وقرار التكامل المشترك يعتمد على اختبار الحدود الذي يقيس عدم وجود علاقة التكامل المشترك.

أولا: دراسة الإستقرارية

كما سبق الذكر أن منهجية ARDL تستعمل بدون التركيز على ما إذا كانت المتغيرات مستقرة عند الفرق الأول أو عند المستوى، ولكن علينا التأكد بأن المتغيرات غير مستقرة عند الفرق الثاني، في هذا الإطار يتم الاعتماد على اختبار جذر الوحدة ديكي-فولر الموسع ADF، حيث نختبر الفرضية العدمية لوجود جذر الوحدة وبالتالي عدم سكون السلسلة الزمنية، بحيث يتم رفض الفرضية العدمية إذا كانت القيمة المطلقة المحسوبة لاختبار ديكي-فولر أكبر من القيمة المطلقة الحرجة.

1. نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) Augmented Dickey-Fuller Test

الجدول التالي يوضح نتائج اختبار ديكي-فولر على متغيرات الدراسة، حيث تم إجراءه على كل من المستوى (level) والفرق الأول (First Difference) عند مستوى معنوية 5% باستخدام الحد الثابت

Intercept، القاطع والإتجاه العام Trend and intercept، وبدونهما None، إذ أنه في حالة استقرار المتغير عند المستوى لا يتم اللجوء إلى اختبار استقراره عند الفرق الأول أو الفرق الثاني وتتوقف العملية عندما تكون الاحتمالية أقل من 5%.

الجدول 16: اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) للسكون عند مستوى دلالة 5%

المتغير	باستخدام	المستوى		القرار	Prob	الفرق الأول		القرار	Prob
		قيمة المحسوبة	قيمة الجدولية			قيمة المحسوبة	قيمة الجدولية		
EVA	الاتجاه والقاطع	-	3.690814-	غير مستقرة	0.5898	3.710482	6.624434	مستقرة	0.0003
	القاطع	-	-3.040391	غير مستقرة	0.6225	3.052169	5.896210	مستقرة	0.0002
	بدونهما	-	1.961409	غير مستقرة	0.1828	1.962813	6.008999	مستقرة	0.0000
D/CP	الاتجاه والقاطع	-	3.759743	غير مستقرة	0.4787	3.710482	6.934383	مستقرة	0.0002
	القاطع	-	-	غير مستقرة	0.8291	3.052169	7.076545	مستقرة	0.0000
	بدونهما	-	1.962813	غير مستقرة	0.3928	1.962813	7.207582	مستقرة	0.0000
ROI	الاتجاه والقاطع	-	3.690814	غير مستقرة	0.1340	3.710482	7.365112	مستقرة	0.0001
	القاطع	-	-	غير مستقرة	0.0963	3.052169	7.370143	مستقرة	0.0000
	بدونهما	-	1.962813	غير مستقرة	0.3069	1.962813	7.541950	مستقرة	0.0000
ROA	الاتجاه والقاطع	-	3.690814	غير مستقرة	0.1456	3.710482	7.236856	مستقرة	0.0001
	القاطع	-	-	غير مستقرة	0.1146	3.052169	7.234222	مستقرة	0.0000
	بدونهما	-	1.962813	غير مستقرة	0.2935	1.962813	7.380893	مستقرة	0.0000
DPA	الاتجاه والقاطع	-	3.690814	غير مستقرة	0.7081	3.710482	5.188316	مستقرة	0.0036
	القاطع	-	-	غير مستقرة	0.3602	3.052169	5.066083	مستقرة	0.0010
	بدونهما	-	1.961409	غير مستقرة	0.5027	1.962813	5.231832	مستقرة	0.0000
RPA	الاتجاه والقاطع	-	3.690814	غير مستقرة	0.3360	3.710482	7.225313	مستقرة	0.0001
	القاطع	-	-	غير مستقرة	0.1021	3.052169	7.014146	مستقرة	0.0000
	بدونهما	-	1.962813	غير مستقرة	0.4256	1.962813	7.234902	مستقرة	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على الملاحق (02، 03، 04، 05، 06، 07).

يلاحظ من الجدول أعلاه أن القيمة المطلقة المحسوبة (t) لمتغير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في الاختبارات الثلاثة أقل من القيمة الحرجة المطلقة الجدولية، وبالتالي فهي غير مستقرة عند المستوى I(0)، لذلك

لا بد من اجراء الاختبار عند الفرق الأول وأظهرت نتائج هذا الاختبار استقرارية هذا المتغير عند الفرق الأول I(1).

ولوحظ أن القيمة المحسوبة (t) المقدره أكبر من القيمة الحرجة المطلقة للقيمة المجدولة في اختبار ADF عند أخذ الفرق الأول لكل من الإستقلالية المالية (D/CP)، العائد على الاستثمار (ROI)، العائد على الأصول (ROA)، ونصيب السهم من التوزيعات (DPA)، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (RPA)، يعني ذلك أنها معنوية إحصائياً عند 5%، وبالتالي يتم رفض فرضية العدم التي تنص على أن السلسلة الزمنية غير مستقرة، وينتج أن السلسلة مستقرة، وبالتالي فإن المتغيرات متكاملات من الدرجة الأولى I(1).

وعليه من خلال نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) للسكون، تبين سكون السلاسل الزمنية للمتغير المستقل والمتغيرات التابعة للدراسة عند الرتبة I(1) أي بعد أخذ الفرق الأول. وبالتالي بما أن المتغيرات كلها متكاملة من نفس الدرجة بحد ثابت، وكذا لا يوجد أي منها مستقر من الدرجة الثانية، إذا هذا يسمح بإمكانية تطبيق نموذج ARDL الذي لديه قدرة عالية على التعامل مع سلاسل زمنية من درجات تكامل مختلفة.

ومما سبق ونظرا لتعدد المتغير التابع سيتم تحديد نموذج لكل فرضية وذلك على النحو الآتي.

ثانياً: بناء النموذج المتعلق بالفرضية الأولى

من خلال هذا الجزء سنعمل على دراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وقرار التمويل المعبر عنه بالإستقلالية المالية لمؤسسة صيدال خلال سنوات الدراسة.

1. تقدير نموذج ARDL

بهدف الكشف عن العلاقة بين المتغير المستقل في النموذج قيد الدراسة الممثل في القيمة الاقتصادية المضافة EVA، والمتغير التابع قرار التمويل الممثل بالإستقلالية المالية. سيتم تقدير نموذج ARDL الذي بدوره يحدد فترات الإبطاء المثلي تلقائياً بإعتماد على معيار Akaike. وتظهر النتائج في الجدول الآتي:

الجدول 17: نتائج تقدير نموذج ARDL

Maximum dependent lags : 4 (Automatic selection)				
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)				
Dynamic regressors (4 lags, automatic): EVA				
Fixed regressors : C				
Number of models evaluated : 20				
Selected Model : ARDL (4, 4)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
DCP (-1)	-1.040052	0.508515	-2.045274	0.0962
DCP (-2)	0.178045	0.345317	0.515600	0.6281
DCP (-3)	2.690745	0.735985	3.655976	0.0147
DCP (-4)	-0.785240	0.517890	-1.516230	0.1899
EVA	-6.07E-12	1.25E-10	-0.048462	0.9632
EVA (-1)	-1.82E-10	1.29E-10	-1.416391	0.2158
EVA (-2)	-4.38E-10	1.48E-10	-2.961325	0.0315
EVA (-3)	4.60E-10	1.74E-10	2.637302	0.0461
EVA (-4)	-5.64E-10	1.81E-10	-3.118711	0.0263
C	0.233117	0.490832	0.474942	0.6548
R-squared	0.937013	Mean dependent var	0.996667	
Adjusted R-squared	0.823635	S.D. dependent var	0.254605	
S.E. of regression	0.106924	Akaike info criterion	1.398684	
Sum squared resid	0.057163	Schwarz criterion	0.926651	
Log likelihood	20.49013	Hannan-Quinn criter.	1.403712	
F-statistic	8.264539	Durbin-Watson stat	1.458425	
Prob (F-statistic)	0.015800			

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

أظهرت نتائج اختبار نموذج ARDL أن أفضل فترات إبطاء بالإعتماد على نموذج AIC هي ARDL(4.4) من بين 20 نموذج تم تقييمه.

كما تشير المعطيات الإحصائية الواردة في الجدول أعلاه معنوية وجودة النموذج الذي تم تقديره، فمن خلال قيمة (R^2) نلاحظ أن متغير القيمة الاقتصادية المضافة يفسر التغيرات التي تحدث على قرار التمويل (الاستقلالية المالية) بنسبة (93%) وتبقى 7% تدخل ضمن هامش الخطأ على العموم، ونلاحظ أن قيمة (F) البالغة (8.264539) وبقية (Prob) التي بلغت (0.015800) وهذا يشير إلى المعنوية الإحصائية للنموذج المدروس.

وللتعرف على مدى إجتيان النموذج المقدر لاختبارات القياسية لمعرفة فيما إذا كانت هناك مشكلة إرتباط ذاتي من عدمها، حيث يتضح من الجدول السابق خلو النموذج من هذه المشكلة على أثر قيمة دوربن واتسن (D.W) البالغة نحو (1.458425)، سيتم إجراء مجموعة من الاختبارات التشخيصية.

2. الاختبارات التشخيصية

لغرض الحكم على قدرة النموذج في إجتيان الاختبارات القياسية فإن النتائج تشير في هذا المجال إلى التالي:

1.2. اختبار Breusch-Godfrey corrélacion LM test

يشير هذا الاختبار من خلال معطيات الجدول رقم 18 إلى خلو النموذج من مشكلة الإرتباط الذاتي نظرا لأن قيمة Prob chi-square (2) بلغت (0.0567) وهي أكبر من المستوى المعنوية (0.05) وبالتالي قبول فرضية العدم التي تشير إلى عدم إرتباط البواقي إرتباطا ذاتيا.

الجدول 18: نتائج اختبار Breusch-Godfrey corrélacion LM test

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	1.401433	Prob. F(2,3)	0.3717
Obs*R-squared	7.245212	Prob. Chi-Square(2)	0.0567

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

2.2. اختبار Heteroskedasticity Test: ARCH

يسمح هذا الاختبار بالتعرف هل البواقي تعاني من مشكلة إختلاف التباين من عدمه، حيث أظهرت النتائج في الجدول رقم 19 أن قيمة Prob chi-square (1) الخاصة بهذا الاختبار قد بلغت (0.3406) وهي أكبر من (0.05) وبذلك نقبل فرضية العدم التي تشير إلى تجانس البواقي وعدم خلو النموذج من مشكلة عدم التجانس في التباين.

الجدول 19: نتائج اختبار ARCH

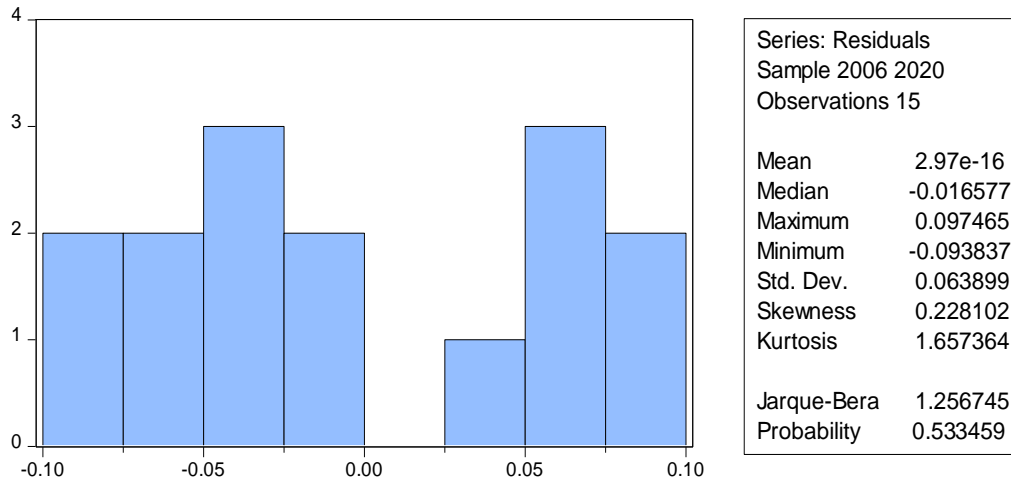
Heteroskedasticity Test : ARCH			
F-statistic	0.832500	Prob. F(1,12)	0.3795
Obs*R-squared	0.908241	Prob. Chi-Square(1)	0.3406

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

3.2. اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

يهدف هذا الاختبار لمعرفة ما إذا كانت البواقي يتم توزيعها طبيعياً من عدمه وذلك لإختبار جودة وكفاءة النموذج المقدر بين قرار التمويل والمتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة، إذ يلاحظ من خلال الشكل رقم 29، أن القيمة الإحصائية لهذا الاختبار بلغت (0.533459) وهي أكبر من (0.05)، وهذا ما يعكس قبول فرضية العدم أي أن بواقي النموذج تتبع التوزيع الطبيعي، وهذا مؤشر جيد على جودة وكفاءة النموذج للعلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

الشكل 29: نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

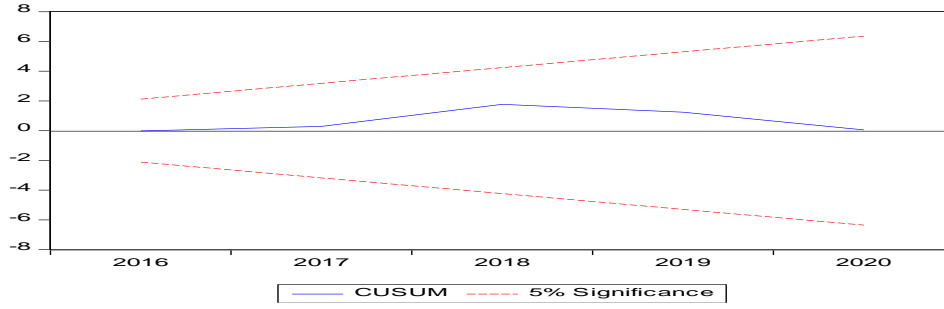


المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

4.2. اختبار إستقرارية نموذج ARDL

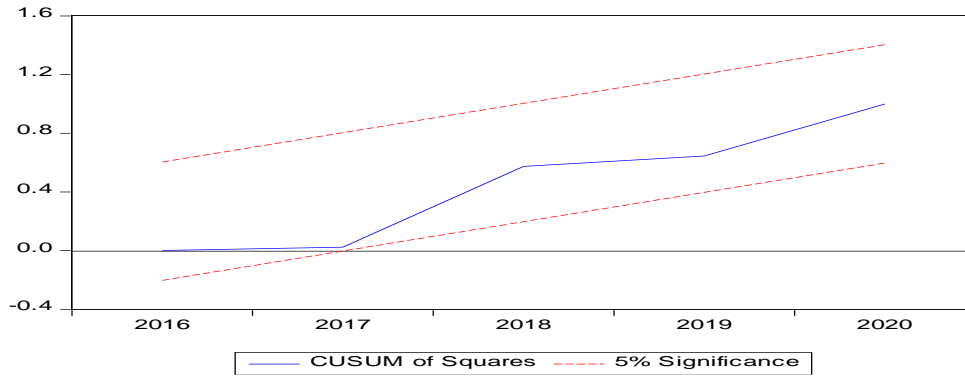
يهدف التأكد من مدى خلو بيانات الدراسة المستخدمة من التغيرات الهيكلية لا بد من إتباع اختبارات أخرى مناسبة ومنها المجموع التراكمي للبواقي والمجموع التراكمي لمربعات تلك البواقي (COSUM of Squares) باعتبارها من أهم الاختبارات لبيان التغيرات الهيكلية في البيانات ومدى إنسجام المعلمات طويلة الأجل مع المعلمات قصيرة الأجل، إذ يتحقق الإستقرار الهيكلية للمعلمات المقدر إذا ما وقع الخط البياني للاختبارين ضمن أو داخل الحدود الحرجة وعند المستوى (0.05)، والأشكال التالية توضح ذلك.

الشكل 30: نتائج اختبار الإستقرار الهيكلي للنموذج وفقا لإحصائية CUSUM



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

الشكل 31: نتائج اختبار الإستقرار الهيكلي للنموذج وفقا لإحصائية CUSUMSQ



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

يتضح من خلال الشكلين أن المعاملات المقدرة لنموذج ARDL المستخدم مستقر هيكليا عبر الفترة محل الدراسة مما يؤكد وجود إستقرار بين متغيرات الدراسة وإنسجام في النموذج بين تصحيح الخطأ في الأمد القصير والطويل، حيث وقع الشكل البياني لإحصاء الاختبارين المذكورين لهذا النموذج داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%.

3. اختبار الحدود لتكامل المشترك

بعد أن تم تقدير نموذج (ARDL) فمن الضروري تقصي عمل اختبار التكامل المشترك بطريقة اختبار الحدود (The Bound Test)، والجدول رقم 20 يوضح نتائج هذا الاختبار، ومنه يتضح من حساب إحصائية (F) التي توضح أنها كانت بقيمة (6.423840) وهي أكبر من كل الحدود العليا، بموجب ذلك فإن هذه النتائج تأتي داعمة لرفض فرض عدم وقبول الفرضية البديلة، وبالتالي فهي تأكيد على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين القيمة الاقتصادية المضافة من جهة كمتغير مستقل، وقرار التمويل (الإستقلالية المالية) كمتغير تابع

من جهة أخرى، وبعد التأكد من وجود تكامل مشترك سنتعرض إلى قياس العلاقة في الأجل القصير والأجل الطويل في النقاط اللاحقة.

الجدول 20: نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية الحدود

ARDL Error Correction Regression				
Dependent Variable : D(DCP)				
Selected Model : ARDL (4, 4)				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Sample : 2002 2020				
Included observations : 15				
ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D (DCP (-1))	-2.083550	0.394794	-5.277557	0.0033
D (DCP (-2))	-1.905505	0.467530	-4.075688	0.0096
D (DCP (-3))	0.785240	0.297033	2.643612	0.0458
D(EVA)	-6.07E-12	7.34E-11	-0.082706	0.9373
D (EVA (-1))	5.42E-10	1.42E-10	3.811241	0.0125
D (EVA (-2))	1.04E-10	9.58E-11	1.087423	0.3265
D (EVA (-3))	5.64E-10	1.22E-10	4.619507	0.0057
CoIntEq (-1)*	-0.043499	0.008374	-5.194240	0.0035
R-squared	0.892397	Mean dependent var	-	
Adjusted R-squared	0.784793	S.D. dependent var	0.038000	
S.E. of regression	0.090367	Akaike info criterion	-	
Sum squared resid	0.057163	Schwarz criterion	1.665351	
Log likelihood	20.49013	Hannan-Quinn criter.	-	
Durbin-Watson stat	1.458425			
* P-value incompatible with t-Bounds distribution.				
F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	6.423840	10%	3.02	3.51
K	1	5%	3.62	4.16
		2.5%	4.18	4.79
		1%	4.94	5.58

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

4. تقدير التوازن في الأجل القصير

يجري من خلال منهجية تصحيح الخطأ (ECM) تقدير العلاقة في الأجل القصير الذي من خلاله يتم إضافة حد تصحيح الخطأ والمتباطئ لمدة سنة واحدة بإعتباره متغير تفسيري، إذ يقيس حد تصحيح الخطأ سرعة التكيف للإختلال في الأمد القصير وذلك إلى التوازن في الأمد الطويل، فإذا كانت معلمة حد تصحيح الخطأ سالبة ومعنوية دل ذلك أن هناك علاقة توازنية قصيرة الأجل بين المتغيرين المطلوب معرفة علاقتها، ومن خلال الجدول رقم 20 السابق نحصل على نتائج العلاقة قصيرة الأجل بالآتي:

حيث نجد أن قيمة معامل تصحيح الخطأ بلغت (-0.043499) وهي سالبة ومعنوية أقل من (1%) مما يؤكد على وجود العلاقة التوازنية قصيرة الأجل بين القيمة الاقتصادية المضافة وقرار التمويل (الإستقلالية المالية)، إذ يتضح من خلال قيمة المعلمة الخاصة بتصحيح الخطأ، فإن حوالي (4.34%) من الإختلالات قصيرة الأجل في قرار التمويل الممثل ب (الإستقلالية المالية) في المدة (t-1)، بالإمكان تصحيحه في مدة شهر لغرض إعادة التوازن في الأمد الطويل في حال حدوث أي تغير في المتغير المستقل.

5. تقدير التوازن في الأجل الطويل

يتضح من خلال الجدول رقم 21 أدنها، أن نتائج المعلمات المقدرة موجبة وهذا ما يدل على وجود علاقة طردية بين القيمة الاقتصادية المضافة وقرار التمويل في الأمد الطويل، أي كلما إستعملت المؤسسة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة أدى ذلك إلى تحسن قرار التمويل في المؤسسة.

الجدول 21: نتائج المعلمات المقدرة

Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	1.68E-08	1.86E-07	0.090353	0.9315
C	5.359178	71.28394	0.075181	0.9430
EC = DCP - (0.0000*EVA +5.3592)				

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

ثالثاً: بناء النموذج المتعلق بالفرضية الثانية

من خلال هذا الجزء ندرس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وقرار الاستثمار المعبر عنه بالعائد على الاستثمار لمؤسسة صيدال خلال سنوات الدراسة.

1. تقدير نموذج ARDL

يهدف الكشف عن العلاقة بين المتغير المستقل في النموذج قيد الدراسة الممثل في القيمة الاقتصادية المضافة EVA، والمتغير التابع قرار الاستثمار الممثل بالعائد على الاستثمار. سيتم تقدير نموذج ARDL الذي بدوره يحدد فترات الإبطاء المثلي تلقائياً بإعتماد على معيار Akaike. وتظهر النتائج في الجدول الآتي:

الجدول 22: نتائج تقدير نموذج ARDL

Included observations : 16 after adjustments				
Maximum dependent lags : 4 (Automatic selection)				
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)				
Dynamic regressors (4 lags, automatic): EVA				
Fixed regressors : C				
Number of models evaluated : 20				
Selected Model : ARDL (3, 2)				
Note: final equation sample is larger than selection sample				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
ROI (-1)	0.247697	0.249699	0.991983	0.3471
ROI (-2)	-0.499935	0.226366	-2.208524	0.0546
ROI (-3)	-0.243472	0.119247	-2.041746	0.0716
EVA	5.84E-11	9.67E-12	6.046227	0.0002
EVA (-1)	-2.60E-11	1.98E-11	-1.312241	0.2219
EVA (-2)	3.83E-11	1.70E-11	2.246887	0.0513
C	0.073784	0.017409	4.238314	0.0022
R-squared	0.911458	Mean dependent var		0.065000
Adjusted R-squared	0.852429	S.D. dependent var		0.041150
S.E. of regression	0.015808	Akaike info criterion		5.156992
Sum squared resid	0.002249	Schwarz criterion		4.818984
Log likelihood	48.25593	Hannan-Quinn criter.		5.139683
F-statistic	15.44104	Durbin-Watson stat		1.840206
Prob (F-statistic)	0.000281			
*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.				

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

أظهرت نتائج اختبار نموذج ARDL أن أفضل فترات إبطاء بالإعتماد على نموذج AIC هي ARDL(3,2) من بين 20 نموذج تم تقييمه.

كما تشير المعطيات الإحصائية الواردة في الجدول أعلاه معنوية وجودة النموذج الذي تم تقديره، فمن خلال قيمة (R^2) نلاحظ أن متغير القيمة الاقتصادية المضافة يفسر التغيرات التي تحدث على قرار الاستثمار (العائد على الاستثمار) بنسبة (85.24%) والباقي يدخل ضمن هامش الخطأ على العموم، وقيمة (F) البالغة (14.44104) وبقيمة (Prob) (0.000281) التي تشير إلى الجانب المعنوي الإحصائي للنموذج المدروس.

2. الاختبارات التشخيصية للنموذج

لغرض الحكم على قدرة النموذج في اجتياز الاختبارات القياسية فإن النتائج تشير في هذا المجال إلى التالي:

1.1 اختبار Breusch-Godfrey corrélation LM test

يشير هذا الاختبار من خلال معطيات الجدول رقم 23 إلى خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي نظراً لأن قيمة (2) Prob chi-square بلغت (0.2642) وهي أكبر من المستوى المعنوية (0.05) وبالتالي قبول فرضية العدم التي تشير إلى عدم ارتباط البواقي إرتباطاً ذاتياً.

الجدول 23: نتائج اختبار Breusch-Godfrey corrélation LM test

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.698547	Prob. F(2,7)	0.5289
Obs*R-squared	2.662052	Prob. Chi-Square(2)	0.2642

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

2.2 اختبار Heteroskedasticity Test: ARCH

يسمح هذا الاختبار بالتعرف على هل البواقي تعاني من مشكلة إختلاف التباين من عدمه، حيث أظهرت النتائج في الجدول رقم 24 أن قيمة (1) Prob chi-square الخاصة بهذا الاختبار قد بلغت (0.8737) وهي أكبر من (0.05) وبذلك نقبل فرضية العدم التي تشير إلى تجانس البواقي وعدم خلو النموذج من مشكلة عدم التجانس في التباين.

الجدول 24: نتائج اختبار ARCH

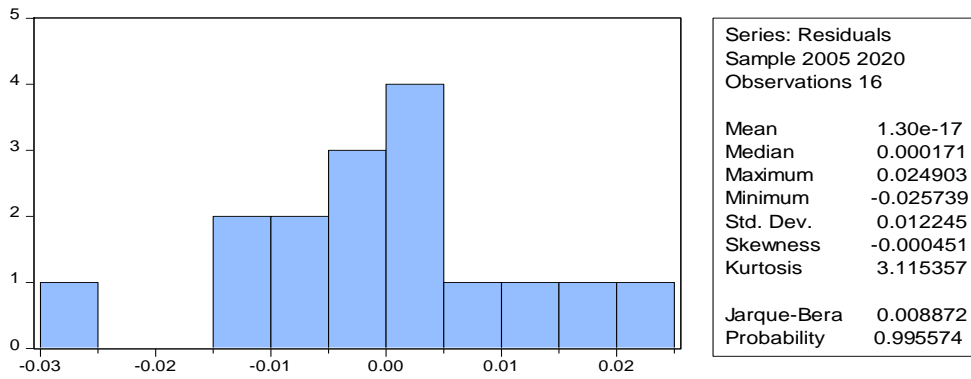
Heteroskedasticity Test : ARCH			
F-statistic	0.021932	Prob. F(1,13)	0.8845
Obs*R-squared	0.025264	Prob. Chi-Square(1)	0.8737

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

3.2. اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

يلاحظ من خلال الشكل رقم 32، أن القيمة الإحصائية لهذا الاختبار بلغت (0.995574) وكانت أكبر من (0.05) وبالتالي نقبل فرضية عدم أي أن بواقي النموذج تتبع التوزيع الطبيعي وهذا مؤشر جيد على جودة وكفاءة النموذج للعلاقة بين المتغير التابع قرار الاستثمار (العائد على الاستثمار) والمتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة.

الشكل 32: نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

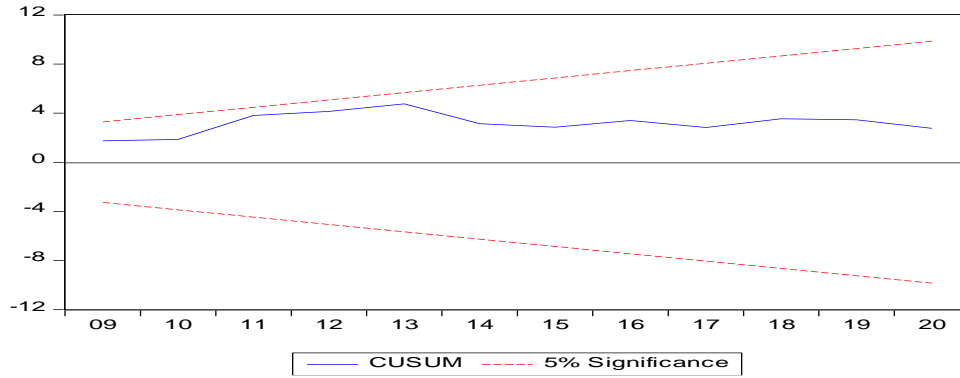


المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

4.2. اختبار إستقرارية نموذج ARDL

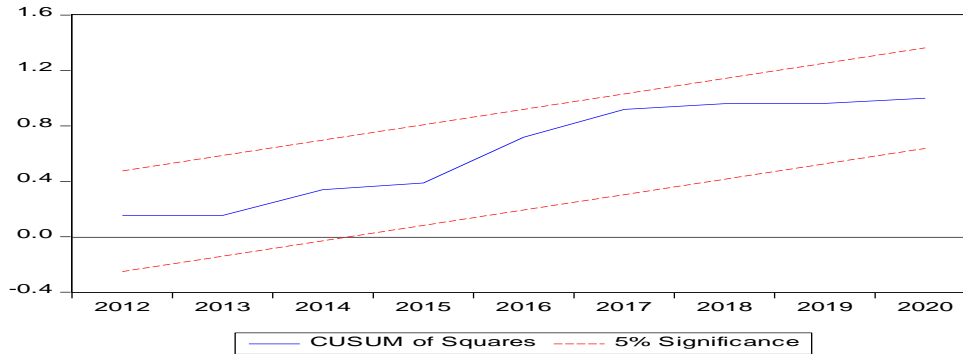
بغرض دراسة إستقرارية النموذج تم إتباع اختبارات المجموع التراكمي للبواقي والمجموع التراكمي لمربعات تلك البواقي (COSUM of Squares) بإعتبارهما من أهم الاختبارات لبيان التغيرات الهيكلية في البيانات ومدى إنسجام المعلمات طويلة الأجل مع المعلمات قصيرة الأجل، إذ يتحقق الإستقرار الهيكلي للمعلمات المقدرية إذا ما وقع الخط البياني للاختبارين ضمن أو داخل الحدود الحرجة وعند المستوى (0.05)، والأشكال التالية توضح ذلك.

الشكل 33: نتائج اختبار الإستقرار الهيكلي للنموذج وفقا لإحصائية CUSUM



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

الشكل 34: نتائج اختبار الإستقرار الهيكلي للنموذج وفقا لإحصائية CUSUMSQ



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

يتضح من خلال الشكلين أن المعاملات المقدرة لنموذج ARDL المستخدم مستقر هيكليا عبر الفترة محل الدراسة مما يؤكد وجود إستقرار بين متغيرات الدراسة وإنسجام في النموذج بين تصحيح الخطأ في الأمد القصير والطويل، حيث وقع الشكل البياني لإحصاء الاختبارين المذكورين لهذا النموذج داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%.

3. اختبار الحدود لتكامل المشترك

بعد أن تم تقدير نموذج (ARDL)، نعمل على تقصي عمل اختبار التكامل المشترك بطريقة اختبار الحدود (The Bound Test)، والجدول رقم 25 يوضح نتائج هذا الاختبار، ومنه يتضح حساب إحصائية (F) التي توضح أنها كانت بقيمة (6.373551) وهي أكبر من كل الحدود العليا، بموجب ذلك فإن هذه النتائج تأتي داعمة لرفض فرض عدم وقبول الفرضية البديلة وبالتالي فهي تأكيد على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين

القيمة الاقتصادية المضافة من جهة كمتغير مستقل، وقرار الاستثمار (العائد على الاستثمار) كمتغير تابع من جهة أخرى. وبعد التأكد من وجود تكامل مشترك سنتعرض إلى قياس العلاقة في الأجل القصير والأجل الطويل في النقاط اللاحقة.

الجدول 25: نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية الحدود

ARDL Error Correction Regression				
Dependent Variable : D(ROI)				
Selected Model : ARDL (3, 2)				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Sample : 2002 2020				
Included observations : 16				
ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D (ROI (-1))	0.743407	0.233540	3.183214	0.0111
D (ROI (-2))	0.243472	0.103819	2.345150	0.0437
D(EVA)	5.84E-11	8.43E-12	6.929940	0.0001
D (EVA (-1))	-3.83E-11	1.51E-11	-2.530636	0.0322
CointEq (-1)*	-1.495710	0.309400	-4.834220	0.0009
R-squared	0.915769	Mean dependent var		-
Adjusted R-squared	0.885139	S.D. dependent var		0.002500
S.E. of regression	0.014299	Akaike info criterion		-
Sum squared resid	0.002249	Schwarz criterion		5.406992
Log likelihood	48.25593	Hannan-Quinn criter.		-
Durbin-Watson stat	1.840206			5.394628
* P-value incompatible with t-Bounds distribution.				
F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	6.373551	10%	3.02	3.51
K	1	5%	3.62	4.16
		2.5%	4.18	4.79
		1%	4.94	5.58

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

4. تقدير التوازن في الأجل القصير

من خلال الجدول رقم 25 السابق نحصل على نتائج العلاقة قصيرة الأجل بالآتي:

حيث نلاحظ أن قيمة معامل تصحيح الخطأ بلغت (-1.495710) وهي سالبة وبمعنوية أقل من (1%) مما يؤكد على وجود العلاقة التوازنية قصيرة الأجل بين القيمة الاقتصادية المضافة وقرار الاستثمار (العائد على الاستثمار)، إذ يتضح من خلال قيمة المعلمة الخاصة بتصحيح الخطأ، فإن حوالي (49.57%) من الإختلالات قصيرة الأجل في قرار الاستثمار الممثل ب (العائد على الاستثمار) في المدة (t-1)، بالإمكان تصحيحه في مدة 6 أشهر لغرض إعادة التوازن في الأمد الطويل في حال حدوث أي تغير في المتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة.

5. تقدير التوازن في الأجل الطويل

يتضح من خلال الجدول رقم 26، أن نتائج المعلمات المقدرة موجبة وهذا ما يدل على وجود علاقة طردية بين القيمة الاقتصادية المضافة وقرار الاستثمار (العائد على الاستثمار) في الأمد الطويل، أي كلما إستعملت المؤسسة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة أدى ذلك إلى تحسن قرار الاستثمار في المؤسسة.

الجدول 26: نتائج المعلمات المقدرة

Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	4.73E-11	5.11E-12	9.252166	0.0000
C	0.049331	0.003635	13.57162	0.0000
EC = ROI - (0.0000*EVA + 0.0493)				

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

رابعاً: بناء النموذج المتعلق بالفرضية الثالثة

نعالج في هذا الجزء العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وقرار الاستثمار المعبر عنه بالعائد على الأصول لمؤسسة صيدال خلال سنوات الدراسة.

1. تقدير نموذج ARDL

بهدف الكشف عن العلاقة بين المتغير المستقل في النموذج قيد الدراسة الممثل في القيمة الاقتصادية المضافة EVA، والمتغير التابع قرار الاستثمار الممثل بالعائد على الأصول. سيتم تقدير نموذج ARDL الذي بدوره يحدد فترات الإبطاء المثلي تلقائياً بإعتماد على معيار Akaike. وتظهر النتائج في الجدول الآتي:

الجدول 27: نتائج تقدير نموذج ARDL

Included observations : 18 after adjustments				
Maximum dependent lags : 4 (Automatic selection)				
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)				
Dynamic regressors (4 lags, automatic): EVA				
Fixed regressors : C				
Number of models evaluated : 20				
Selected Model : ARDL (1, 0)				
Note: final equation sample is larger than selection sample				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
ROA (-1)	-0.080994	0.149478	-0.541842	0.5959
EVA	3.80E-11	6.00E-12	6.345118	0.0000
C	0.040399	0.007622	5.300526	0.0001
R-squared	0.762210	Mean dependent var	0.049722	
Adjusted R-squared	0.730504	S.D. dependent var	0.027890	
S.E. of regression	0.014479	Akaike info criterion	-	
			5.481279	
Sum squared resid	0.003144	Schwarz criterion	-	
			5.332884	
Log likelihood	52.33151	Hannan-Quinn criter.	-	
			5.460818	
F-statistic	24.04041	Durbin-Watson stat	1.634241	
Prob (F-statistic)	0.000021			
*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.				

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

أظهرت نتائج اختبار نموذج ARDL أن أفضل فترات إبطاء بالإعتماد على نموذج AIC هي ARDL(1.0) من بين 20 نموذج تم تقييمه.

وتشير المعطيات الإحصائية الواردة في الجدول أعلاه معنوية وجودة النموذج الذي تم تقديره، فمن خلال قيمة (R²) نلاحظ أن متغير القيمة الاقتصادية المضافة يفسر التغيرات التي تحدث على قرار الاستثمار (العائد على الأصول) بنسبة (76.22%) والباقي يدخل ضمن هامش الخطأ على العموم، وقيمة (F) البالغة (24.04041) وقيمة (Prob) بلغت (0.000021) تشير إلى الجانب المعنوي الإحصائي للنموذج المدروس.

2. الاختبارات التشخيصية

لغرض الحكم على قدرة النموذج في اجتياز الاختبارات القياسية فإن النتائج تشير في هذا المجال إلى التالي:

1.2 اختبار Breusch-Godfrey corrélacion LM test

يشير هذا الاختبار من خلال معطيات الجدول رقم 28 إلى خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي نظراً لأن قيمة Prob chi-square (2) بلغت (0.0915) وهي أكبر من المستوى المعنوية (0.05) وبالتالي قبول فرضية العدم التي تشير إلى عدم ارتباط البواقي إرتباطاً ذاتياً.

الجدول 28: نتائج اختبار Breusch-Godfrey corrélacion LM test

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	2.352310	Prob. F(2,13)	0.1343
Obs*R-squared	4.783111	Prob. Chi-Square(2)	0.0915

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

2.2 اختبار Heteroskedasticity Test: ARCH

يسمح هذا الاختبار بالتحقق من البواقي هل تعاني من مشكلة إختلاف التباين من عدمه، حيث أظهرت النتائج في الجدول رقم 29 أن قيمة Prob chi-square (1) الخاصة بهذا الاختبار قد بلغت (0.5189) وهي أكبر من (0.05) وبذلك نقبل فرضية العدم التي تشير إلى تجانس البواقي وعدم خلو النموذج من مشكلة عدم التجانس في التباين.

الجدول 29: نتائج اختبار ARCH

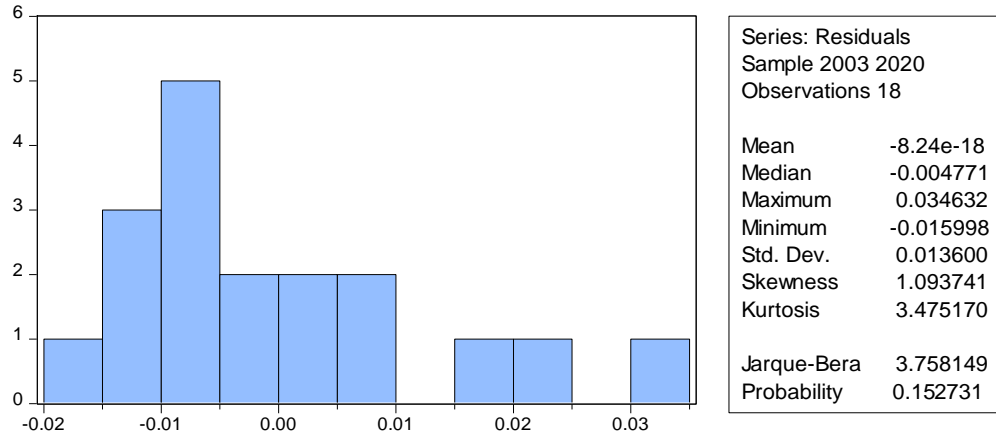
Heteroskedasticity Test : ARCH			
F-statistic	0.376311	Prob. F(1,15)	0.5488
Obs*R-squared	0.416048	Prob. Chi-Square(1)	0.5189

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

3.2 اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

يلاحظ من خلال الشكل رقم 35، أن القيمة الإحتمالية لهذا الاختبار بلغت (0.152731) وكانت أكبر من (0.05) وهذا ما يعكس قبول فرضية العدم أي أن بواقي النموذج تتبع التوزيع الطبيعي، وعليه هذا المؤشر جيد على جودة وكفاءة النموذج للعلاقة بين المتغير التابع قرار الاستثمار (العائد على الأصول) والمتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة.

الشكل 35: نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبقايا

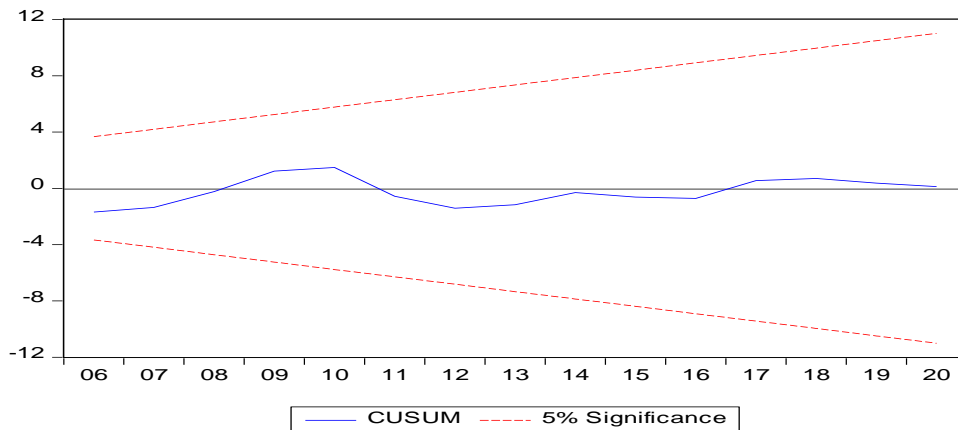


المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

4.2. اختبار إستقرارية نموذج ARDL

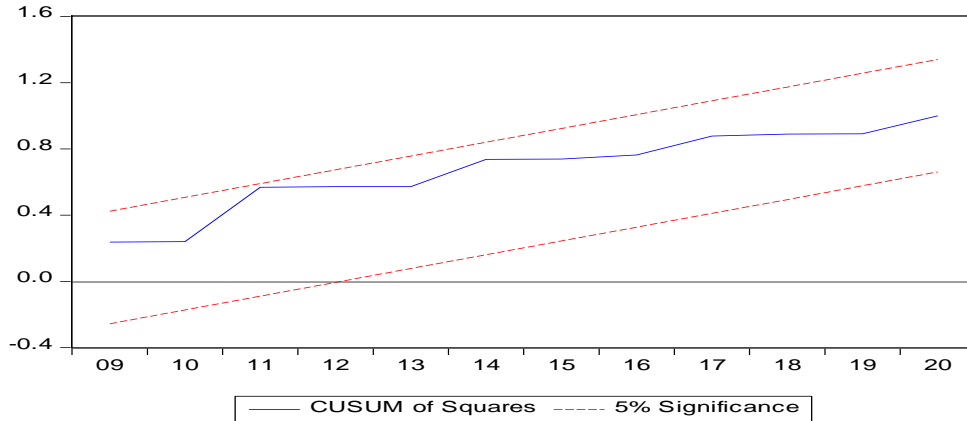
نعمل في هذه النقطة على دراسة اختبار المجموع التراكمي للبقايا واختبار المجموع التراكمي لمربعات تلك البقايا (COSUM of Squares) بإعتبارهما من أهم الاختبارات لبيان التغيرات الهيكلية في البيانات ومدى إنسجام المعلمات طويلة الأجل مع المعلمات قصيرة الأجل، إذ يتحقق الإستقرار الهيكلي للمعلمات المقدرة إذا ما وقع الخط البياني للاختبارين ضمن أو داخل الحدود الحرجة وعند المستوى (0.05)، والأشكال التالية توضح ذلك.

الشكل 36: نتائج اختبار الإستقرار الهيكلي للنموذج وفقا لإحصائية CUSUM



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

الشكل 37: نتائج اختبار الإستقرار الهيكلي للنموذج وفقا لإحصائية CUSUMSQ



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

يتضح من خلال الشكلين السابقين أن المعاملات المقدرة لنموذج ARDL المستخدم مستقر هيكليا عبر الفترة محل الدراسة مما يؤكد وجود إستقرار بين متغيرات الدراسة وإنسجام في النموذج بين تصحيح الخطأ في الأمد القصير والطويل، حيث وقع الشكل البياني لإحصاء الاختبارين المذكورين لهذا النموذج داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%.

3. اختبار الحدود لتكامل المشترك

بعد أن تم تقدير نموذج (ARDL) نتقصى عمل اختبار التكامل المشترك بطريقة اختبار الحدود (The Bound Test)، والجدول رقم 30 يوضح نتائج هذا الاختبار، ومنه يتضح حساب إحصائية (F) التي توضح أنها كانت بقيمة (21.11749) وهي أكبر من كل الحدود العليا، بموجب ذلك فإن هذه النتائج تأتي داعمة لرفض فرض العدم وقبول الفرضية البديلة وبالتالي فهي تأكيد على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين القيمة الاقتصادية المضافة من جهة كمتغير مستقل، وقرار الاستثمار (العائد على الأصول) كمتغير تابع من جهة أخرى، وبعد التأكد من وجود تكامل مشترك سنتعرض إلى قياس العلاقة في الأجل القصير والأجل الطويل في النقاط اللاحقة.

الجدول 30: نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية الحدود

ARDL Error Correction Regression				
Dependent Variable : D(ROA)				
Selected Model : ARDL (1, 0)				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Sample : 2002 2020				
Included observations : 18				
ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CoIntEq (-1)*	-1.080994	0.127574	-8.473457	0.0000
R-squared	0.808412	Mean dependent var		-
Adjusted R-squared	0.808412	S.D. dependent var		0.000833
S.E. of regression	0.013600	Akaike info criterion		-
Sum squared resid	0.003144	Schwarz criterion		5.703502
Log likelihood	52.33151	Hannan-Quinn criter.		-
Durbin-Watson stat	1.634241			5.696681
* P-value incompatible with t-Bounds distribution.				
F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	21.11749	10%	3.02	3.51
K	1	5%	3.62	4.16
		2.5%	4.18	4.79
		1%	4.94	5.58

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

4. تقدير التوازن في الأجل القصير

من خلال الجدول رقم 30 السابق نحصل على نتائج العلاقة قصيرة الأجل بالآتي:

إذ نجد أن قيمة معامل تصحيح الخطأ بلغت (-1.080994) وهي سالبة، وبمعنوية أقل من (5%) مما يؤكد على وجود العلاقة التوازنية قصيرة الأجل بين القيمة الاقتصادية المضافة وقرار الاستثمار (العائد على الأصول)، إذ يتضح من خلال قيمة المعلمة الخاصة بتصحيح الخطأ، فإن حوالي (8.09%) من الإختلالات قصيرة الأجل في قرار الاستثمار الممثل ب (العائد على الأصول) في المدة (t-1)، بالإمكان تصحيحه في مدة شهر ونصف لغرض إعادة التوازن في الأمد الطويل في حال حدوث أي تغير في المتغير المستقل.

5. تقدير التوازن في الأجل الطويل

يتضح من خلال الجدول رقم 31، أن نتائج المعلمات المقدرة موجبة وهذا ما يدل على وجود علاقة طردية بين القيمة الاقتصادية المضافة وقرار الاستثمار (العائد على الأصول) في الأمد الطويل، أي كلما إستعملت المؤسسة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة أدى ذلك إلى تحسن قرار الاستثمار في المؤسسة.

الجدول 31: نتائج المعلمات المقدرة

Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	3.52E-11	5.37E-12	6.548655	0.0000
C	0.037372	0.003707	10.08252	0.0000
EC = ROA - (0.0000*EVA + 0.0374)				

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

خامسا: بناء النموذج المتعلق بالفرضية الرابعة

في هذا الجزء نعمل على دراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وقرار توزيع الأرباح المعبر عنه بنصيب السهم من التوزيعات لمؤسسة صيدال خلال سنوات الدراسة.

1. تقدير نموذج ARDL

يهدف الكشف عن العلاقة بين المتغير المستقل في النموذج قيد الدراسة الممثل في القيمة الاقتصادية المضافة EVA، والمتغير التابع قرار توزيع الأرباح الممثل بنصيب السهم من التوزيعات DPA. سيتم تقدير نموذج ARDL الذي بدوره يحدد فترات الإبطاء المثلي تلقائيا بإعتماد على معيار Akaike. وتظهر النتائج في الجدول الآتي:

الجدول 32: نتائج تقدير نموذج ARDL

Included observations : 18 after adjustments				
Maximum dependent lags : 4 (Automatic selection)				
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)				
Dynamic regressors (4 lags, automatic): EVA				
Fixed regressors : C				
Number of models evaluated : 20				
Selected Model : ARDL (1, 0)				
Note: final equation sample is larger than selection sample				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
DPA (-1)	0.679770	0.192241	3.536029	0.0030
EVA	1.61E-09	2.79E-09	0.577300	0.5723

C	9.672506	6.590643	1.467612	0.1629
R-squared	0.454619	Mean dependent var		31.86111
Adjusted R-squared	0.381902	S.D. dependent var		9.606685
S.E. of regression	7.552700	Akaike info criterion		7.032699
Sum squared resid	855.6490	Schwarz criterion		7.181094
Log likelihood	-60.29429	Hannan-Quinn criter.		7.053161
F-statistic	6.251866	Durbin-Watson stat		2.354691
Prob (F-statistic)	0.010599			
*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.				

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

أظهرت نتائج اختبار نموذج ARDL أن أفضل فترات إبطاء بالإعتماد على نموذج AIC هي ARDL(1.0) من بين 20 نموذج تم تقييمه.

وتشير المعطيات الإحصائية الواردة في الجدول أعلاه معنوية وجودة النموذج الذي تم تقديره، فمن خلال قيمة (R^2) البالغ نحو (45.46%) وقيمة (F) البالغة (6.251866) وبقية (Prob) ل (F) المحتسبة بلغت (0.010599) التي تشير إلى الجانب المعنوي الإحصائي للنموذج المدروس.

2. الاختبارات التشخيصية

لغرض الحكم على قدرة النموذج في اجتياز الاختبارات القياسية فإن النتائج تشير في هذا المجال إلى التالي:

1.2 اختبار Breusch-Godfrey correlation LM test

يشير هذا الاختبار من خلال معطيات الجدول رقم 33 إلى خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي نظراً لأن قيمة (2) Prob chi-square بلغت (0.3091) وهي أكبر من المستوى المعنوية (0.05) وبالتالي قبول فرضية العدم التي تشير إلى عدم ارتباط البواقي ارتباطاً ذاتياً.

الجدول 33: نتائج اختبار Breusch-Godfrey correlation LM test

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.975322	Prob. F(2,13)	0.4030
Obs*R-squared	2.348500	Prob. Chi-Square(2)	0.3091

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

2.2. اختبار Heteroskedasticity Test: ARCH

يسمح هذا الاختبار بالتعرف هل البواقي تعاني من مشكلة إختلاف التباين من عدمه، حيث أظهرت النتائج في الجدول رقم 34 أن قيمة Prob chi-square (1) الخاصة بهذا الاختبار قد بلغت (0.3583) وهي أكبر من (0.05) وبذلك نقبل فرضية العدم التي تشير إلى تجانس البواقي وعدم خلو النموذج من مشكلة عدم التجانس في التباين.

الجدول 34: نتائج اختبار ARCH

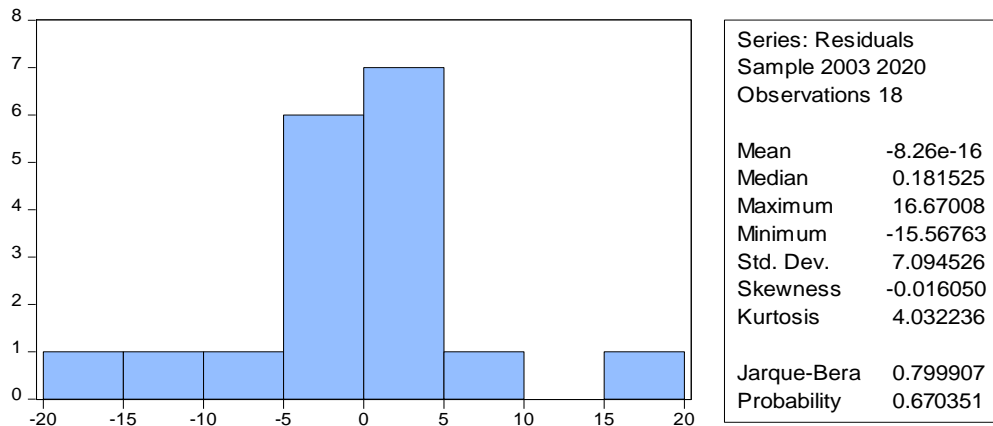
Heteroskedasticity Test : ARCH			
F-statistic	0.783436	Prob. F(1,15)	0.3901
Obs*R-squared	0.843822	Prob. Chi-Square(1)	0.3583

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

3.2. اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

يلاحظ من خلال الشكل رقم 38، أن القيمة الإحتمالية لهذا الاختبار بلغت (0.670351) وكانت أكبر من (0.05) وبالتالي قبول فرضية العدم أي أن بواقي النموذج تتبع التوزيع الطبيعي وهذا مؤشر جيد على جودة وكفاءة النموذج للعلاقة بين المتغير التابع قرار توزيع الأرباح (نصيب السهم من التوزيعات) والمتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة.

الشكل 38: نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

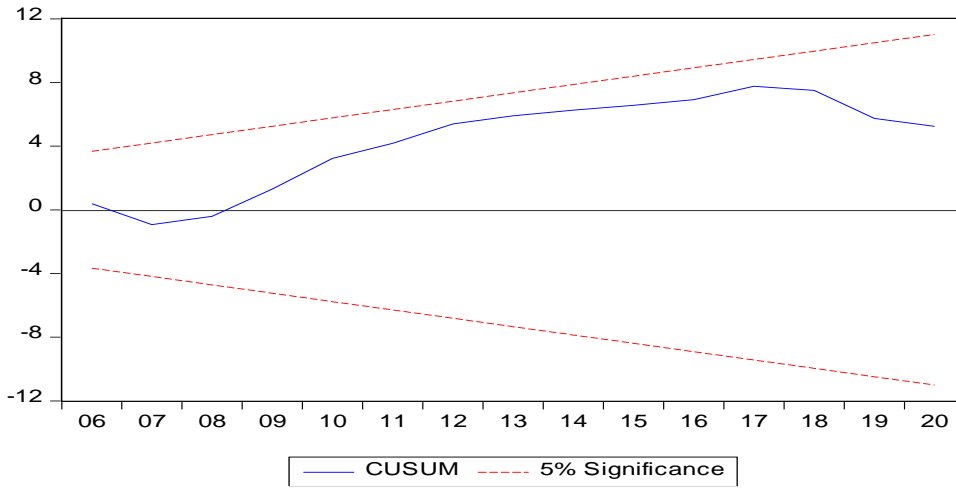


المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

4.2. اختبار إستقرارية نموذج ARDL

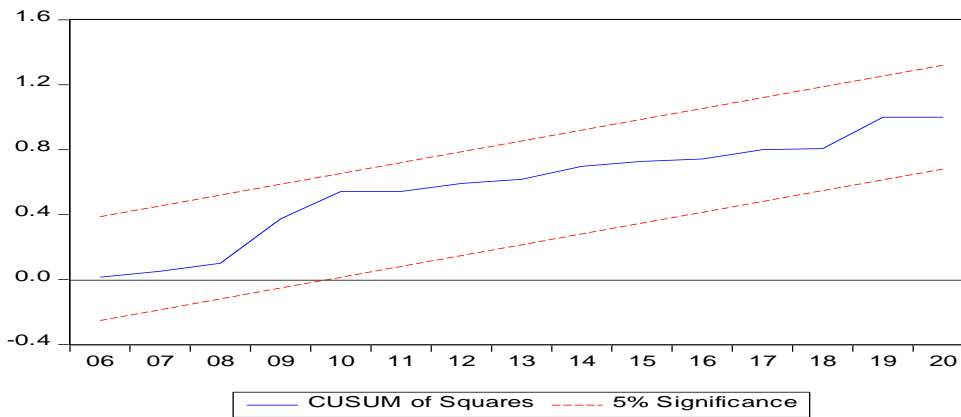
بغرض دراسة إستقرارية النموذج نطبق اختبار المجموع التراكمي للبواقى واختبار المجموع التراكمي لمربعات تلك البواقى (COSUM of Squares) بإعتبارهما من أهم الاختبارات لبيان التغيرات الهيكلية في البيانات ومدى إنسجام المعلمات طويلة الأجل مع المعلمات قصيرة الأجل، إذ يتحقق الإستقرار الهيكلى للمعلمات المقدره إذا ما وقع الخط البياني للاختبارين ضمن أو داخل الحدود الحرجة وعند المستوى (0.05)، والأشكال التالية توضح ذلك.

الشكل 39: نتائج اختبار الإستقرار الهيكلى للنموذج وفقا لإحصائية CUSUM



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

الشكل 40: نتائج اختبار الإستقرار الهيكلى للنموذج وفقا لإحصائية CUSUMSQ



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

يتضح من خلال الشكلين أعلاه أن المعاملات المقدرة لنموذج ARDL المستخدم مستقر هيكلياً عبر الفترة محل الدراسة مما يؤكد وجود استقرار بين متغيرات الدراسة وإنسجام في النموذج بين تصحيح الخطأ في الأمد القصير والطويل، حيث وقع الشكل البياني لإحصاء الاختبارين المذكورين لهذا النموذج داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%.

3. اختبار الحدود لتكامل المشترك

بعد أن تم تقدير نموذج (ARDL) فمن الضروري تقصي عمل اختبار التكامل المشترك بطريقة اختبار الحدود (The Bound Test)، والجدول رقم 35 يوضح نتائج هذا الاختبار، ومنه يتضح حساب إحصائية (F) التي توضح أنها كانت بقيمة (1.167832) وهي أصغر من كل الحدود العليا والدنيا، بموجب ذلك فإن هذه النتائج تأتي داعمة لقبول فرض عدم ورفض الفرضية البديلة، وبالتالي فهي تأكيد على عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين القيمة الاقتصادية المضافة من جهة كمتغير مستقل، وقرار توزيع الأرباح (نصيب السهم من التوزيعات) كمتغير تابع من جهة أخرى، وبعد التأكد من عدم وجود تكامل مشترك فإنه لا يمكن استعراض وقياس العلاقة في الأجل القصير والأجل الطويل بين هذين المتغيرين.

الجدول 35: نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية الحدود

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	1.167832	10%	3.02	3.51
K	1	5%	3.62	4.16
		2.5%	4.18	4.79
		1%	4.94	5.58

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

سادساً: بناء النموذج المتعلق بالفرضية الخامسة

ندرس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وقرار توزيع الأرباح المعبر عنه بنصيب السهم من الأرباح المحتجزة لمؤسسة صيدال خلال سنوات الدراسة.

1. تقدير نموذج ARDL

يهدف الكشف عن العلاقة بين المتغير المستقل في النموذج قيد الدراسة الممثل في القيمة الاقتصادية المضافة EVA، والمتغير التابع قرار توزيع الأرباح الممثل بنصيب السهم من الأرباح المحتجزة RPA. سيتم تقدير نموذج ARDL الذي بدوره يحدد فترات الإبطاء المثلي تلقائياً بإعتماد على معيار Akaike. وتظهر النتائج في الجدول الآتي:

الجدول 36: نتائج تقدير نموذج ARDL

Included observations : 15 after adjustments				
Maximum dependent lags : 4 (Automatic selection)				
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)				
Dynamic regressors (4 lags, automatic): EVA				
Fixed regressors : C				
Number of models evaluated : 20				
Selected Model : ARDL (4, 1)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
RPA (-1)	0.580918	0.421518	1.378159	0.2055
RPA (-2)	-0.242210	0.269913	-0.897363	0.3957
RPA (-3)	-0.007009	0.195962	-0.035765	0.9723
RPA (-4)	0.477519	0.204167	2.338862	0.0475
EVA	1.21E-07	4.25E-08	2.852756	0.0214
EVA (-1)	-7.53E-08	5.94E-08	-1.268029	0.2404
C	14.85432	34.41522	0.431621	0.6774
R-squared	0.739054	Mean dependent var		110.5495
Adjusted R-squared	0.543344	S.D. dependent var		63.85893
S.E. of regression	43.15351	Akaike info criterion		10.67213
Sum squared resid	14897.80	Schwarz criterion		11.00255
Log likelihood	-73.04097	Hannan-Quinn criter.		10.66861
F-statistic	3.776278	Durbin-Watson stat		1.907657
Prob (F-statistic)	0.043669			
*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.				

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

أظهرت نتائج اختبار نموذج ARDL أن أفضل فترات إبطاء بالإعتماد على نموذج AIC هي ARDL(4,1) من بين 20 نموذج تم تقييمه.

وتشير المعطيات الإحصائية الواردة في الجدول أعلاه معنوية وجودة النموذج الذي تم تقديره، فمن خلال قيمة (R^2) البالغ نحو (73.90%) وقيمة (F) البالغة (3.776278) وبقية (Prob) ل (F) المحتسبة بلغت (0.043669) التي تشير إلى الجانب المعنوي الإحصائي للنموذج المدروس.

2. الاختبارات التشخيصية للنموذج

لغرض الحكم على قدرة النموذج في اجتياز الاختبارات القياسية فإن النتائج تشير في هذا المجال إلى التالي:

1.1. اختبار Breusch-Godfrey correlation LM test

يشير هذا الاختبار من خلال معطيات الجدول رقم 37 إلى خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي نظراً لأن قيمة (2) Prob chi-square بلغت (0.1473) وهي أكبر من المستوى المعنوية (0.05) وبالتالي قبول فرضية العدم التي تشير إلى عدم ارتباط البواقي إرتباطاً ذاتياً.

الجدول 37: نتائج اختبار Breusch-Godfrey correlation LM test

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	1.028767	Prob. F(2,6)	0.4129
Obs*R-squared	3.830328	Prob. Chi-Square(2)	0.1473

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

2.2. اختبار Heteroskedasticity Test: ARCH

يسمح هذا الاختبار بالتعرف هل البواقي تعاني من مشكلة إختلاف التباين من عدمه، حيث أظهرت النتائج في الجدول رقم 38 أن قيمة (1) Prob chi-square الخاصة بهذا الاختبار قد بلغت (0.7283) وهي أكبر من (0.05) وبذلك نقبل فرضية العدم التي تشير إلى تجانس البواقي وعدم خلو النموذج من مشكلة عدم التجانس في التباين.

الجدول 38: نتائج اختبار ARCH

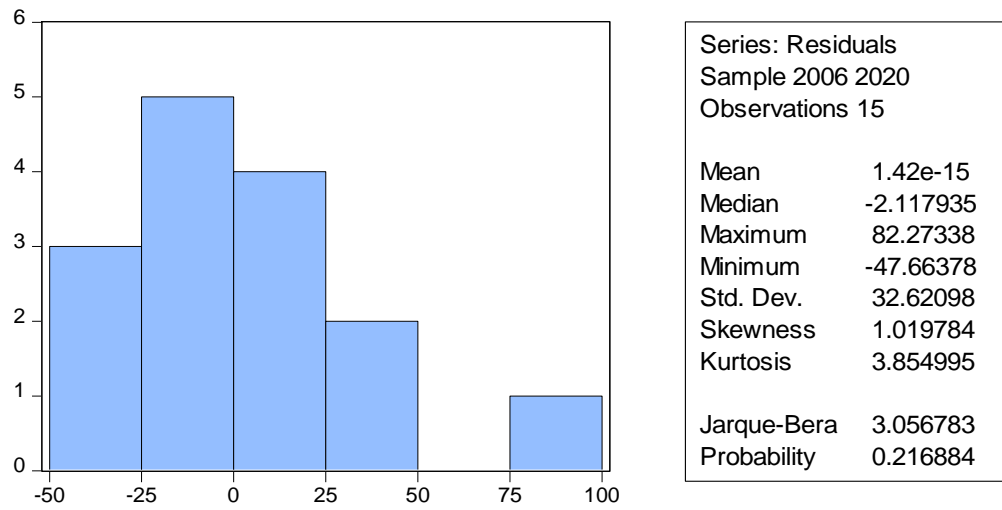
Heteroskedasticity Test : ARCH			
F-statistic	0.104303	Prob. F(1,12)	0.7523
Obs*R-squared	0.120638	Prob. Chi-Square(1)	0.7283

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

3.2. اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

يلاحظ من خلال الشكل رقم 41، أن القيمة الإحصائية لهذا الاختبار بلغت (0.216884) وكانت أكبر من (0.05)، وعليه نقبل فرضية العدم أي أن بواقي النموذج تتبع التوزيع الطبيعي، وهذا مؤشر جيد على جودة وكفاءة النموذج للعلاقة بين المتغير التابع قرار توزيع الأرباح (نصيب السهم من الأرباح المحتجزة) والمتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة.

الشكل 41: نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

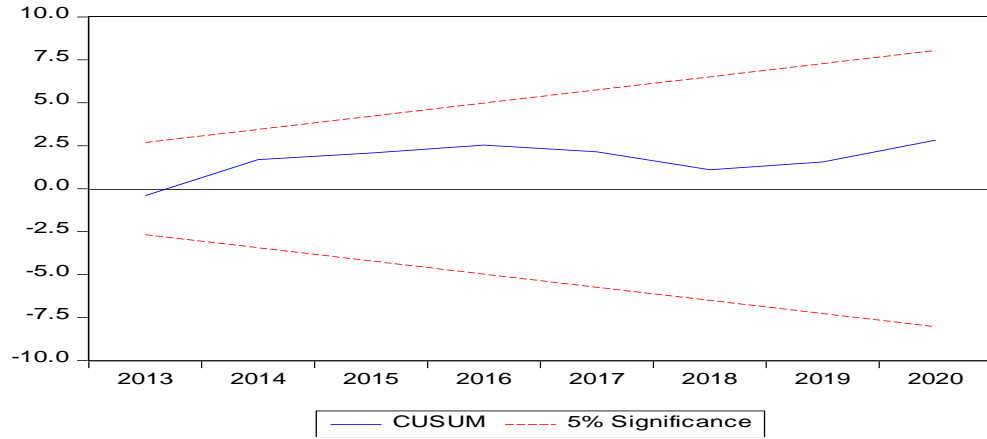


المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

4.3. اختبار إستقرارية نموذج ARDL

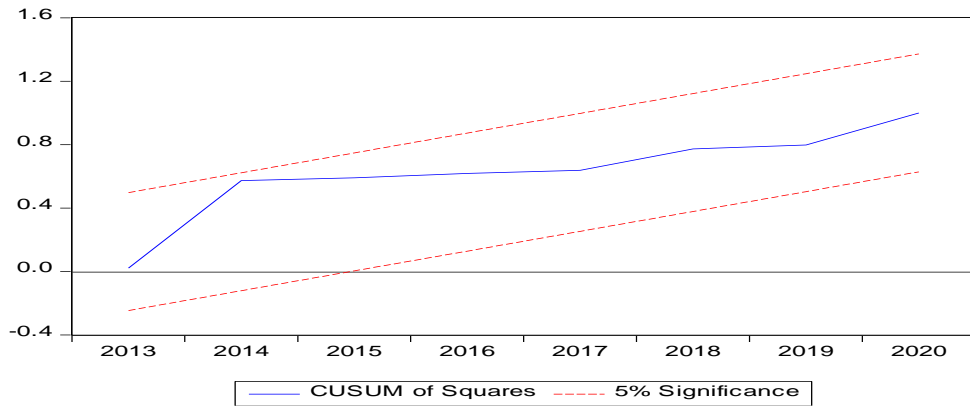
يهدف التأكد من مدى خلو بيانات الدراسة المستخدمة من التغيرات الهيكلية نطبق اختبار المجموع التراكمي للبواقي واختبار المجموع التراكمي لمربعات تلك البواقي (COSUM of Squares) بإعتبارهما من أهم الاختبارات لبيان التغيرات الهيكلية في البيانات ومدى إنسجام المعلمات طويلة الأجل مع المعلمات قصيرة الأجل، إذ يتحقق الإستقرار الهيكلية للمعلمات المقدرية إذا ما وقع الخط البياني للاختبارين ضمن أو داخل الحدود الحرجة وعند المستوى (0.05)، والأشكال التالية توضح ذلك.

الشكل 42: نتائج اختبار الإستقرار الهيكلي للنموذج وفقا لإحصائية CUSUM



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

الشكل 43: نتائج اختبار الإستقرار الهيكلي للنموذج وفقا لإحصائية CUSUMSQ



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

يتضح من خلال الشكلين أن المعاملات المقدرة لنموذج ARDL المستخدم مستقر هيكليا عبر الفترة محل الدراسة مما يؤكد وجود إستقرار بين متغيرات الدراسة وإنسجام في النموذج بين تصحيح الخطأ في الأمد القصير والطويل، حيث وقع الشكل البياني لإحصاء الاختبارين المذكورين لهذا النموذج داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%.

4.4 اختبار الحدود للتكامل المشترك

بعد أن تم تقدير نموذج (ARDL) نتقصى عمل اختبار التكامل المشترك بطريقة اختبار الحدود (The Bound Test)، والجدول رقم 39 يوضح نتائج هذا الاختبار، ومنه يتضح حساب إحصائية (F) التي توضح

أنها كانت بقيمة (1.546874) وهي أصغر من الحدود العليا والدنيا عند كل المستويات، بموجب ذلك فإن هذه النتائج تأتي داعمة لقبول فرض عدم ورفض الفرضية البديلة في كل المستويات، وبالتالي فهي تأكيد على عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين القيمة الاقتصادية المضافة من جهة كمتغير مستقل، وقرار توزيع الأرباح (نصيب السهم من الأرباح المحتجزة) كمتغير تابع من جهة أخرى، وبعد التأكد من عدم وجود تكامل مشترك لا يمكن استعراض وقياس العلاقة في الأجل القصير والأجل الطويل بين هاذين المتغيرين.

الجدول 39: نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية الحدود

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	1.546874	10%	3.02	3.51
K	1	5%	3.62	4.16
		2.5%	4.18	4.79
		1%	4.94	5.58

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

المطلب الثالث: مناقشة النتائج

أظهرت نتائج إستقرارية المتغيرات، وفق اختبار ADF إستقرار المتغير المستقل (القيمة الاقتصادية المضافة) والمتغيرات التابعة (قرار التمويل (الإستقلالية المالية)؛ قرار الاستثمار (العائد على الاستثمار، العائد على الأصول)؛ قرار توزيع الأرباح (نصيب السهم من الأرباح الموزعة، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة)) عند الفرق الأول I(1)، وعدم وجود أي متغير مستقر من الدرجة الثانية، وهذا ما سمح بتطبيق نموذج ARDL، الذي بدوره يتميز بقدرته في دراسة السلاسل الزمنية ذات درجات إستقرار مختلفة؛

كما سمحت دراسة النموذج الأول بدراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وقرار التمويل (الإستقلالية المالية)، حيث تبين أنه نموذج مناسب للدراسة عند درجة إبطاء (4.4) ARDL، فهو ذو دلالة معنوية عند (5%)، فإجراء الاختبارات التشخيصية للنموذج أظهر أنه لا يعاني من مشكلة الإرتباط الذاتي، وعدم معاناة البواقي من مشكل إختلال التباين كما أنه يتميز بتوزيع طبيعي للبواقي، وأظهر اختبار الحدود في النموذج الأول إلى وجود علاقة طويلة وقصيرة الأجل بين القيمة الاقتصادية المضافة وقرار التمويل (الإستقلالية المالية)، حيث أن 4.34% من الإختلالات قصيرة الأجل في قرار التمويل الممثل ب (الإستقلالية المالية) يتم تصحيحها في مدة شهر لغرض إعادة التوازن في الأمد الطويل في حال حدوث أي تغير في القيمة الاقتصادية المضافة في

المستقل، ووجود أثر إيجابي لإستعمال القيمة الاقتصادية المضافة حيث أن هناك علاقة طردية بينها وبين قرار التمويل، إذ أن تطبيق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة بحوالي 5% يؤدي إلى تحسن قرار التمويل بحوالي 5.359% داخل مؤسسة صيدال، وهذا ما يتوافق مع دراسة (عمر و عبد القادر، 2020) التي أثبتت وجود علاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومكونات الهيكل المالي التمويل الذاتي والتمويل بالإستدانة، كما أبرز اختبار CUSUM & CUSMSQ لإستقرارية النموذج أن متغيرات الدراسة مستقرة، ووجود إنسجام في النموذج بين تصحيح الخطأ في الأمد القصير والطويل؛

وأظهرت نتائج دراسة النموذج الثاني بدراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وقرار الاستثمار (العائد على الاستثمار)، أنه نموذج مناسب للدراسة عند درجة إبطاء (3.2) ARDL، فهو ذو دلالة معنوية عند (5%)، فبإجراء الاختبارات التشخيصية للنموذج أظهر أنه لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي، وعدم معاناة البواقي من مشكل إختلال التباين كما أنه يتميز بتوزيع طبيعي للبواقي، وأبرز اختبار الحدود في النموذج الثاني إلى وجود علاقة طويلة وقصيرة الأجل بين القيمة الاقتصادية المضافة وقرار الاستثمار (العائد على الاستثمار)، إذ أن 49.57% من الإختلالات قصيرة الأجل في قرار الاستثمار الممثل ب (العائد على الاستثمار) يتم تصحيحها في مدة 6 أشهر لغرض إعادة التوازن في الأمد الطويل في حال حدوث أي تغير في القيمة الاقتصادية المضافة، ووجود أثر إيجابي لإستعمال القيمة الاقتصادية المضافة حيث أن هناك علاقة طردية بينها وبين قرار الاستثمار (العائد على الاستثمار)، إذ أن تطبيق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة بحوالي 5% يؤدي إلى تحسن قرار الاستثمار (العائد على الاستثمار) بحوالي 4.93% داخل المؤسسة صيدال، وأبرز اختبار CUSUM & CUSMSQ لإستقرارية النموذج أن متغيرات الدراسة مستقرة، ووجود إنسجام في النموذج بين تصحيح الخطأ في الأمد القصير والطويل؛

ونستنتج من نتائج دراسة النموذج الثالث لدراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وقرار الاستثمار (العائد على الأصول)، أنه نموذج مناسب للدراسة عند درجة إبطاء (1.0) ARDL، فهو ذو دلالة معنوية عند (5%)، بإجراء الاختبارات التشخيصية للنموذج أظهر أنه لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي، وعدم معاناة البواقي من مشكل إختلال التباين كما أنه يتميز بتوزيع طبيعي للبواقي، وأظهرت نتائج اختبار الحدود في النموذج الثالث إلى وجود علاقة طويلة وقصيرة الأجل بين القيمة الاقتصادية المضافة وقرار الاستثمار (العائد على الأصول)، حيث أن 8.09% من الإختلالات قصيرة الأجل في قرار الاستثمار الممثل ب (العائد على الأصول) يمكن تصحيحها في مدة شهر ونصف لغرض إعادة التوازن في الأمد الطويل في حال حدوث أي تغير في القيمة

الاقتصادية المضافة في المستقبل، ووجود أثر إيجابي لإستعمال القيمة الاقتصادية المضافة حيث أن هناك علاقة طردية بينها وبين قرار الاستثمار (العائد على الأصول)، إذ أن تطبيق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة بحوالي 5% يؤدي إلى تحسن قرار الاستثمار (العائد على الأصول) بحوالي 3.73% داخل مؤسسة صيدال، وأبرز اختبار CUSUM & CUSMSQ لإستقرارية النموذج أن متغيرات الدراسة مستقرة، ووجود إنسجام في النموذج بين تصحيح الخطأ في الأمد القصير والطويل؛

أبرزت نتائج دراسة النموذج الرابع والنموذج الخامس لدراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وقرار توزيع الأرباح (نصيب السهم من التوزيعات) (نصيب السهم من الأرباح المحتجزة) على التوالي، أنه نموذج مناسب للدراسة عند درجة إبطاء ARDL(1.0) و ARDL(4.1) على التوالي، فهو ذو دلالة معنوية عند (5%)، بإجراء الاختبارات التشخيصية للنموذجين أظهرت أنه لا تعاني من مشكلة الارتباط الذاتي، وعدم معاناة البواقي من مشكل إختلال التباين كما أنه يتميز بتوزيع طبيعي للبواقي وبالتالي فهذان النموذجين جيدين لدراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة، وأظهرت نتائج اختبار الحدود في النموذج الرابع والنموذج الخامس إلى عدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة وبالتالي لا يمكن دراسة العلاقة الطويلة والقصيرة الأجل بين متغيرات النموذجين النموذج الرابع والنموذج الخامس وعليه فإن تطبيق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في المؤسسة لا يؤثر على قرار توزيع الأرباح داخل مؤسسة صيدال.

خلاصة الفصل الرابع

حاولنا في هذا الفصل تجسيد أهم ما تم التطرق إليه في الفصول النظرية على أرض الواقع، من خلال دراسة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة صيدال على الإستراتيجية المالية وذلك بتأثيرها على كل من قرار التمويل وقرار الاستثمار، قرار توزيع الأرباح. حيث تم في المبحث الأول تقديم بطاقة فنية لمؤسسة صيدال باعتبارها أهم مؤسسة رائدة في الجزائر.

بينما في المبحث الثاني تم تقييم مؤسسة صيدال، بتقييم أدائها المالي عن طريق القيمة الاقتصادية المضافة، حيث أظهرت نتائج الدراسة بأن مؤسسة صيدال تتمتع بأداء مالي جيد، فقد تمكنت من خلق ثروة لمساهميها في جل سنوات الدراسة، وتم تقييم الإستراتيجية المالية للمؤسسة وذلك بتقييم كل من قرار التمويل حيث تبين أن مؤسسة صيدال تتمتع بإستقلالية مالية، بينما قرارات الاستثمار فيها غير متزنة عموما عن طريق دراسة كل من العائد على الاستثمار والعائد على الأصول، كما أن مؤسسة صيدال تتبع سياسة تشجيعية عن طريق تقديم توزيعات على الأرباح سنوية، كما أنها تعمل على إحتجاز جزء من الأرباح وذلك لمواجهة التهديدات.

تضمن الفصل الثالث دراسة قياسية للعلاقة بين متغيرات الدراسة، وذلك بتطبيق نموذج ARDL، حيث قامت الباحثة باختبار إستقرارية السلاسل الزمنية لجميع المتغيرات وتوصلت إلى أن المتغير المستقل والمتغير التابع مستقران عند الواحد، وبالتالي تم تحقيق أول شرط لتطبيق نموذج الإنحدار الذاتي ذو الفجوات الزمنية المبطة ARDL، وبعد ذلك تم تقدير النموذج. وتوصلت الباحثة إلى وجود علاقة توازنية طويلة وقصيرة الأجل بين المتغير المستقل وكل من قرار التمويل وقرار الاستثمار، بينما لا توجد علاقة بينه وبين قرار توزيع الأرباح.

الخاتمة

بعد دراستنا للموضوع من مختلف جوانبه، واستعراض عناصره بشقيه النظري والتطبيقي، حيث تم التعرف على الأداء المالي ومختلف مؤشرات قياسه ومراحل تطورها حيث إنتقلت من الإهتمام بتحقيق الأرباح لتنتقل بعد ذلك إلى الإهتمام بالمردودية، أما في الوقت الحاضر فقد إرتبط إهتمام المؤسسات بالتقييم الاقتصادي والتخلي عن التقييم المحاسبي للأداء، لذلك تطورت المؤشرات لتحقيق أهداف المؤسسة، ومن أبرز المؤشرات التي تقيس خلق القيمة للمساهمين نجد القيمة الاقتصادية المضافة، التي عرفت إهتمام كبير خلال الفترة الأخيرة بإعتباره المعيار الذي يجب أن يستخدم لتقييم الأداء، حيث تم تطويرها على يد شركة Stern & Stewart، فهي تعتبر معيار للأداء المالي لتقدير الربح الحقيقي المرتبط بتعظيم ثروة المساهمين، ويتميز هذا المؤشر بأنه مقياس لا يعتمد على المحاسبة من خلال الهوامش والنتائج والأرصدة الوسيطة، بل يقيس النتيجة الاقتصادية من خلال الفارق بين رأس المال المستثمر والتكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال.

في حين تعتبر الإستراتيجية المالية المرتكز الذي تقوم عليه باقي الإستراتيجيات والأهداف التي تحددها المؤسسة لأنها تسعى إلى تعظيم قيمة المؤسسة، فهي تبنى على مجموعة من القرارات المالية ذات الطبيعة الإستراتيجية المتمثلة في كل من قرار التمويل، قرار الاستثمار، قرار توزيع الأرباح وذلك لتحقيق الأهداف المحددة، وهذه الأهداف تسعى إلى تدعيم أهداف الإستراتيجية الموضوعية من طرف الإدارة العامة للمؤسسة والمتمثلة أساسا في خلق القيمة.

وإجمالا لهذه الدراسة نحاول تسليط الضوء على أهم النتائج المتوصل إليها:

- يتم تقييم الأداء المالي من خلال مجموعة من المؤشرات، إذ تعتبر هذه المؤشرات بمثابة معيار يمكن بواسطته قياس مدى كفاءة وفاعلية الإدارة المالية للمؤسسة على تحقيق أهدافها، وعادة ما تكون هذه المؤشرات مرتبطة بالإستراتيجية التي تتبعها المؤسسة وكذا السياسة العامة لها؛

- يعد خلق القيمة هدف تسعى إليه الإدارة المالية وجميع مستويات المؤسسة الاقتصادية وذلك بتعظيم ثروة المساهمين؛

- تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة واحدة من أهم مؤشرات الأداء المالي وقياس القيمة، وذلك لأخذها بعين الإعتبار تكلفة رأس المال المستثمر عند حسابها، الذي يعبر عن تكلفة الفرصة البديلة للمساهمين، والتي تجاهلتها المؤشرات التقليدية؛

- على الرغم من مزايا القيمة الاقتصادية المضافة، إلا أنها تتأثر بشكل كبير بأي تغير قد يمس التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال، ما يتطلب ضرورة تحديد هذه الأخيرة تحديدا دقيقا لتجنب أي انحراف قد يحدث على هذه القيمة؛
- وحد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة أهداف المؤسسات وذلك بوضع لغة مشتركة بين المسيرين والمساهمين من خلال خلق القيمة للمؤسسة؛
- يهدف مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة إلى الحد من توجه الإدارة نحو التلاعب بالأرباح أو ما يطلق عليه الإدارة بالأرباح في القوائم المالية؛
- تعبر الإستراتيجية عن رؤية بعيدة المدى لما تهدف المؤسسة إلى تحقيقه، وهي تنقسم إلى ثلاث مستويات الإستراتيجية الشاملة، إستراتيجية وحدات الأعمال، الإستراتيجية الوظيفية؛
- تسعى المؤسسة من خلال الإستراتيجية المالية للحصول على الموارد المالية اللازمة لتمويل نشاطاتها واستثماراتها، والإستغلال الأمثل لمختلف الموارد التي تحتاجها لضمان البقاء والإستمرارية والنمو في المحيط الاقتصادي الذي تنشط فيه؛
- تبنى الإستراتيجية المالية على مجموعة من القرارات الإستراتيجية في المؤسسة والمتمثلة في قرار التمويل، قرار الاستثمار، قرار توزيع الأرباح؛
- يتمثل قرار التمويل في جميع القرارات المتعلقة بتقييم أثر استعمال مصادر التمويل طويلة، متوسطة أو قصيرة الأجل على قيمة المؤسسة وربحياتها، إذ تختلف الأبحاث حول وجود هيكل مالي أمثل وعلاقته بقيمة المؤسسة؛
- تتنوع القرارات المالية في المؤسسة بين قرار مجازف وقرار متحفظ وقرار مثالي وذلك بإختلاف طبيعة إدارة المؤسسة؛
- تعدد الدراسات حول تأثير قرار الاستثمار على قيمة المؤسسة، وتأكيدا على وجود تأثير مباشر لهذا القرار على قيمة المؤسسة؛
- تعتبر سياسة توزيع الأرباح أحد المصادر التمويلية للمؤسسة، يمكن بواسطتها المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين أو إحتجاز تلك الأرباح بهدف إعادة استثمارها؛

- تتميز الأرباح المحتجزة بتكلفة منخفضة مقارنة بمصادر التمويل الأخرى، بإعتبارها مصدر تمويل بالملكية؛
- تعمل مؤسسة صيدال على التوجه نحو سياسة التمويل الذاتي وهذا ما يعطي أريحية وثقة أكبر لملاك ودائني المؤسسة، ويجنبها السيطرة الخارجية على قراراتها الرئيسية؛
- تعمل المؤسسة على سياسة غير متوازنة في قرارات الاستثمار، حيث عرف كل من العائد على الاستثمار والعائد على الأصول إنخفاض خلال سنوات الدراسة الأخيرة؛
- تتبع مؤسسة صيدال سياسة تشجيعية للمساهمين، وذلك من خلال قيامها بتوزيعات على الأرباح في كل سنوات الدراسة؛
- أظهرت نتائج اختبار النموذج الأول إلى وجود علاقة طويلة وقصيرة الأجل بين القيمة الاقتصادية المضافة وقرار التمويل (الإستقلالية المالية)، ووجود علاقة طردية بين هذين المتغيرين في الأجل الطويل والأجل القصير، حيث أن استعمال مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يؤدي إلى تحسن قرار التمويل داخل مؤسسة صيدال. الأمر الذي يثبت صحة الفرضية الأولى التي تنص على وجود أثر للقيمة الاقتصادية المضافة على قرار التمويل المعبر عنه بالإستقلالية المالية لمؤسسة صيدال خلال سنوات الدراسة؛
- أظهرت نتائج دراسة النموذج الثاني إلى وجود علاقة طويلة وقصيرة الأجل بين القيمة الاقتصادية المضافة وقرار الاستثمار (العائد على الاستثمار)، ووجود علاقة طردية بين هاذين المتغيرين في الأجل الطويل والأجل القصير، حيث أن استعمال القيمة الاقتصادية المضافة يبرز عنه تحسن قرار الاستثمار داخل المؤسسة.
- وعليه تثبت صحة الفرضية الثانية التي تنص على وجود أثر للقيمة الاقتصادية المضافة على قرار الاستثمار المعبر عنه بالعائد على الاستثمار لمؤسسة صيدال خلال سنوات الدراسة؛
- نستنتج من نتائج دراسة النموذج الثالث على وجود علاقة طويلة وقصيرة الأجل بين القيمة الاقتصادية المضافة وقرار الاستثمار (العائد على الأصول)، وعلاقة طردية بين هاذين المتغيرين في الأجل الطويل والأجل القصير، إذ أن استعمال القيمة الاقتصادية المضافة ينتج عنه تحسن قرار الاستثمار داخل المؤسسة.
- ومنه تثبت صحة الفرضية الثالثة التي تنص على وجود أثر للقيمة الاقتصادية المضافة على قرار الاستثمار المعبر عنه بالعائد على الأصول لمؤسسة صيدال خلال سنوات الدراسة؛

- أبرزت نتائج دراسة النموذج الرابع لدراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وقرار توزيع الأرباح (نصيب السهم من التوزيعات)، أن النموذج يعاني من مشكلة عدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج، وعليه فإن القيمة الاقتصادية المضافة لا تؤثر على قرار توزيع الأرباح (نصيب السهم من التوزيعات).

وعليه نرفض الفرضية الرابعة التي تنص على وجود أثر للقيمة الاقتصادية المضافة على قرار توزيع الأرباح المعبر عنه بنصيب السهم من التوزيعات لمؤسسة صيدال خلال سنوات الدراسة؛

- سمحت نتائج النموذج الخامس لدراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وقرار توزيع الأرباح (نصيب السهم من الأرباح المحتجزة)، أن النموذج يعاني من مشكلة عدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة وبالتالي لا يمكن دراسة العلاقة الطويلة والقصيرة الأجل بين متغيرات النموذج وعليه القيمة الاقتصادية المضافة لا تؤثر على قرار توزيع الأرباح (نصيب السهم من الأرباح المحتجزة).

وبذلك نرفض الفرضية الخامسة التي تنص على وجود أثر للقيمة الاقتصادية المضافة على قرار توزيع الأرباح المعبر عنه بنصيب السهم من الأرباح المحتجزة لمؤسسة صيدال خلال سنوات الدراسة؛

أمام ما تم التوصل إليه من نتائج نقترح ما يلي:

- استخدام المؤشرات الحديثة في الحكم على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية فهي مكتملة للمؤشرات التقليدية فلا غنى لأحدها عن الأخرى؛

- العمل على عرض مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في القوائم المالية للمؤسسات وذلك لما له من دور كبير في معرفة وضعية المؤسسة؛

- على الإدارة المالية للمؤسسة إدراك العلاقة بين قرارات التمويل والاستثمار، وقرار توزيع الأرباح، حيث أن إعداد هيكل التمويل في المؤسسة يعتمد على قرار الاستثمار وكذا على قرار توزيع الأرباح؛

- تدريب المسيرين والعاملين على كيفية تطبيق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في جميع مستويات الإدارة للحصول على أفضل النتائج؛

- محاولة إعطاء تعريف واضح ودقيق للإستراتيجية المالية للمؤسسات الاقتصادية؛

- على مؤسسة صيدال أن تتجرباً في مصادر تمويلها فهي تعمل على أساس قرارات مالية متحفظة بالرغم من تحقيقها إستقلالية مالية إلا أن هذه القرارات تحرمها من مزايا الديون؛

-
- على إدارة مؤسسة صيدال أن تعمل على قرارات استثمار واضحة ومتزنة وأكثر ربحية وهذا لتحقيق قيمة أكبر.
- على الإدارة المالية بمؤسسة صيدال التحول نحو الأساليب الحديثة المبنية على القيمة والتي من أهمها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وذلك لتقييم قيمتها؛
- إجراء المزيد من البحوث المستقبلية لإكتشاف دور القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الجوانب المتعددة للأداء المالي، وتفسير التقلبات في أسعار الأسهم في القطاعات الاقتصادية؛
- العمل على تكثيف الدراسات حول الإستراتيجية المالية للمؤسسات الاقتصادية وذلك لوجود نقص كبير من الأبحاث في هذا المجال؛
- تطبيق دراستنا على مؤسسات مختلفة النشاط أو على قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أو بإختيار متغيرات لم تناولها الدراسة.

قائمة المراجع

أولاً: قائمة المراجع باللغة العربية

1. الكتب

1. إبراهيم الهندي منبر. (2008). الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر (الطبعة السادسة). الإسكندرية: المكتبة العربية الحديثة.
2. إبراهيم هندي منير . (2003). الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات. مصر: منشأة المعارف لتوزيع .
3. إبراهيم هندي منير. (1999). الادارة المالية: مدخل تحليلي معاصر. الاسكندرية: المكتب العربي الحديث.
4. أبو الرب نور الدين، و عبد الجود اسلام . (2002). مدخل إلى علم التمويل. فلسطين: جامعة النجاح الوطنية عمادة البحث العلمي.
5. ابو قحف عبد السلام. (2001). إدارة الأعمال الدولية. الإسكندرية: الدار الجامعية.
6. ابو قحف عبد السلام. (2002). الإدارة الإستراتيجية وإدارة الأزمات. مصر: دار الجامعة الجديدة للنشر.
7. احمد توفيق جميل . (بدون سنة نشر). أساسيات الادارة المالية. بيروت: دار النهضة العربية.
8. أحمد عوض محمد. (1999). الإدارة الإستراتيجية (الأصول والأسس العلمية). الإسكندرية: الدار الجامعية.
9. العامري خالد. (2007). التأجير: فن وإدارة (المجلد الطبعة الأولى). الاسكندرية: دار الفاروق.
10. القطامين أحمد. (1996). التخطيط الإستراتيجي والإدارة الإستراتيجية . عمان: دار مجدلاوي.
11. بن ساسي الياس ، و قريشي يوسف . (2011). التسيير المالي (الإدارة المالية) (الجزء الاول). عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
12. بن ساسي الياس، و قريشي يوسف. (2011). التسيير المالي (الادارة المالية) (الطبعة 02). الاردن، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسنطينة، الجزائر: دار وائل للنشر.
13. بوراس أحمد. (2008). تمويل المنشآت الاقتصادية. الجزائر: دار العلوم للنشر والتوزيع.
14. بومدين يوسف، و ساحل فاتح. (2016). تسيير التسيير المالي للمؤسسة (الطبعة الأولى). الجزائر: دار بلقيس.

15. تايه النعيمي عدنان، مهدي الساقى سعدون، عزمي سلام اسامة ، و نوري موسى شقيري. (2017). الادارة المالية النظرية والتطبيق. عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع.
16. تايه النعيمي عدنان، و فؤاد التميمي ارشد . (2008). التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة. عمان: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
17. جابر طه عبد الرحيم عاطف. (2008). اساسيات التمويل والادارة المالية. مصر: الدار الجامعية.
18. حمود مزنان فهد نصر. (2009). أثر السياسات الاقتصادية في أداء المصارف التجارية. الاردن: دار صفاء للنشر والتوزيع.
19. حنفي عبد الغفار. (2002). أساسيات التمويل والإدارة المالية. مصر: دار الجامعة الجديدة.
20. دادي عدون ناصر. (2001). الإدارة والتخطيط الإستراتيجي. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
21. رشيد سلطان حكمت، جميل خليل زين، و عبد الله عزب سامي. (2018). التخطيط المالي (الطبعة الأولى). الأردن: دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع.
22. رشيد سلطاني محمد . (2014). الإدارة الإستراتيجية "المنظمات الصغيرة والمتوسطة" (الطبعة 01). الأردن: دار جليس للزمان.
23. زغيب مليكة، و بوشنقىر ميلود. (2010). التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد. الجزائر: الديوان الوطني للمطبوعات الجامعية.
24. سعيد السالم مؤيد. (2005). أساسيات الإدارة الإستراتيجية. عمان: دار وائل للنشر.
25. سعيد عبد الهادي محمد. (2007). الإدارة المالية (الطبعة 01). الأردن: دار الحامد للنشر والتوزيع.
26. سليم حداد فايز. (2009). الإدارة المالية (الطبعة الثانية). عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع.
27. سيد مصطفى أحمد. (2000). تحديات العولمة والتخطيط الاستراتيجي . القاهرة: دار الكتب.
28. صالح الحناوي محمد، و ابراهيم العبد جلال . (2006). الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات. الاسكندرية: الدار الجامعية.

29. صالح الحناوي محمد، فريد مصطفى نحال، و زكى قرياقص رسمية. (2001). أساسيات الإدارة المالية. الاسكندرية: الدار الجامعية.
30. عباس غادة. (2018). أسس الإدارة المالية. سورية: منشورات الجامعة الافتراضية السورية.
31. عبد الحفيظ الخصاونة عهدود. (2014). مبادئ الادارة المالية. عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
32. عبد الحميد عبد المطلب. (2006). دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية. الاسكندرية: الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع.
33. عبد الله الخولي هالة. (2007). دراسة متقدمة في المحاسبة الإدارية. بدون ناشر.
34. عدنان ت & ،.أرشد ف. (2009). الإدارة المالية المتقدمة. الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
35. عماني لمياء، و بن علي سمية. (2021). الهندسة المالية والإستراتيجية المالية التركيب المالي وإعادة الهيكلة. الجزائر: الدار الجزائرية للنشر والتوزيع.
36. فرحات جمعة السعيد. (2000). الأداء المالي لمنظمات الاعمال. المملكة العربية السعودية: دار المريخ للنشر.
37. قاسم خصاونة محمد. (2011). أساسيات الإدارة المالية. الاردن: دار الفكر ناشرون وموزعون.
38. كامل آل شبيب دريد. (2009). مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة. عمان الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
39. كداوي طلال. (2008). تقييم القرارات الاستثمارية. الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
40. لسوس مبارك. (2012). التسيير المالي (الطبعة الثانية). الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
41. لطرش طاهر. (2003). تقنيات البنوك. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
42. محمد أبو بكر مصطفى. (2004). المرجع في التفكير الإستراتيجي والإدارة الإستراتيجية. الأردن: الدار الجامعية.

43. محمد أحمد عبد الله عبد القادر، و بن عبد العزيز السهلاوي خالد. (2017). الإدارة المالية (الطبعة الخامسة). جدة: مطبعة السروات.
44. محمد عقل مفلح. (2000). مقدمة في الادارة المالية والتحليل المالي (الطبعة 2). عمان: دار المستقبل للنشر والتوزيع.
45. محمد غنيم أحمد. (2008). الادارة المالية مدخل التحول من الفقر إلى الثراء. مصر: المكتبة العصرية.
46. محمود الخطيب محمد. (2010). الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات (الطبعة الأولى). عمان الأردن: دار الحامد للنشر والتوزيع.
47. محمود الزبيدي حمزة. (2008). الإدارة المالية المتقدمة (الطبعة الثانية). الأردن: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع.
48. مصطفى الشيخ فهمي. (2008). التحليل المالي (الطبعة الاول). فلسطين.
49. مطر محمد. (2006). الإتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني (الطبعة الثانية). عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
50. مطلق الدوري زكريا. (2020). الإدارة الإستراتيجية مفاهيم وعمليات وحالات دراسية. عمان: دار اليازوري للنشر والتوزيع.
51. مليكاوي مولود. (2018). الاستراتيجية والتسيير المالي. الجزائر: دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع.
52. منير الصادي حسين. (2019). اساسيات التمويل ، سلسلة مراجع التمويل والاستثمار (1). مصر: جامعة القاهرة كلية التجارة.
53. ناجي الحياي وليد. (2009). الإتجاهات الحديثة في التحليل المالي. الدنمارك: الأكاديمية العربية المفتوحة الدنمارك.
54. نعيم الطاهر ابراهيم. (2009). الإدارة الإستراتيجية: المفهوم، الأهمية، التحديات (الطبعة الأولى). عمان: جدار للكتاب العالمي.
55. يوسف الشميلي عائشة. (2017). الإدارة الإستراتيجية الحديثة. مصر: دار الفجر للنشر والتوزيع.

2. المقالات

1. حاتم ناصح عادلة ، و ياسين بدران عبد الخالق . (2014). علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة. مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 10(العدد 37)، 81-110.
2. السر الحسن عمر، و إدريس الحسن عبد القادر. (2020). اثر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في مكونات هيكل تمويل الشركات -دراسة تطبيقية-. مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية، المجلد 04(العدد 13)، 86-99.
3. الفاروق زرقون عمر، و زرقون محمد . (2014). فاعلية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية مقارنة بالمؤشرات التقليدية -دراسة حالة مجمع المؤسسة الوطنية لخدمة الآبار (ENSP) للفترة 2009-2012-. مجلة دراسات -العدد الإقتصادي-، المجلد 05(العدد 02)، 29-57.
4. باسل أسعد. (2012). أهمية استخدام نموذج القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر أداء لشركة المساهمة من وجهة نظر المساهمين -دراسة تطبيقية-. مجلة جامعة تشرين للبحوث ودراسات العلمية، المجلد 34(العدد 05)، 53-68.
5. بوتواتة امينة. (2019). تقييم الأداء المالي لمجمع سوناطراك بالمقارنة بين أساليب التقييم الحديثة والتقليدية دراسة قياسية للفترة (2012-2015). مجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 06(العدد 01)، 81-100.
6. بوراس أحمد ، و بريكة السعيد. (2012). قيمة المنشأة الاقتصادية وفق نموذج القيمة الاقتصادية المضافة EVA. الحكمة، المجلد 04(العدد 12)، 179-208.
7. بوزرية رشيد، و يجياوي سمير. (2021). القيمة الاقتصادية المضافة كنموذج فعال لتقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية دراسة حالة: مؤسسة ALGAL PLUS بالمسيلة. مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد 05(العدد 01 (2021))، 204-222.
8. بوضبع هناء. (2016). تحليل الاستراتيجية المالية للمؤسسات الصناعية الخاصة الجزائرية -دراسة ميدانية- . مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، 113-137.

9. بوهالي محمد ، و لعيني عمر. (2018). مدى استخدام معيار درجة الضرورة في تقييم قرار الاستثمار في المؤسسة الإنتاجية مؤسسة إنتاج الأنابيب الصناعية ALFAPIPE بغرداية. مجلة دراسات العدد الاقتصادي، العدد 02، 101-114.
10. توفيق شليبي عبد الحسين. (2009). استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الاداء المالي والتشغيلي في الوحدات الاقتصادية. مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد السادس(العدد 23)، 135-158.
11. حمود فليح الساعدي حكيم . (2015). تعزيز الإبلاغ المالي للشركات باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة دراسة تحليلية من وجهة نظر الأكاديميين والممارسين والمستثمرين،. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية(العدد الثالث والاربعون)، 379-408.
12. خنفري خيضر، و بورنيسة مريم. (2017). دور النسب والمؤشرات المالية في تقييم الاداء المالي للمؤسسات الاقتصادية. مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 2017(العدد 27)، 57-67.
13. داودي الطيب. (2001). نظرية القيمة عند ابن خلدون. مجلة العلوم الانسانية، العدد الاول.
14. رضا زهوني، خير الدين وصفية فايزة، و بوعافية سمير. (2017). دور الإدارة المالية في صنع القرارات المالية قرار التمويل، قرار الاستثمار، توزيع الأرباح. مجلة العلوم الادارية والمالية، المجلد 01(العدد 01)، 237-261.
15. سهيلية نبيلة، و بوكثير جبار. (2017). عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري (1999-2014). مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المجلد 03(العدد 01)، 241-267.
16. سويسي هواري. (2010). دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء لمؤسسات من منظور خلق القيمة. مجلة الباحث، المجلد 07(العدد 07)، 55-70.
17. شعشوع أحمد، بوسالم أبو بكر، و أودينة عبد الخالق. (2021). دور الأساليب الحديثة لتحليل المالي في تقييم الأداء والرفع من القيمة السوقية للمؤسسة دراسة تحليلية مقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والمؤشرات المالية التقليدية (ROI, ROE). مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 09(العدد 01)، 247-262.

18. صديقي احمد، فريقي سعاد، و صبرو خدوجة. (2017). تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة. مجلة الاقتصاد وادارة الاعمال، المجلد 01(العدد 01)، 77-95.
19. طاهر محمد اياد، صالح العسكري برشنيك، و نوري كاكه حمه خانم. (اوت 2019). قياس وتحليل النجاح المالي وفق المؤشرات المالية الحديثة دراسة تطبيقية في سوق أبوظبي المالي. مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 13(العدد 38)، 30-43.
20. عبد الحميد مطاوع محمد. (2009). دور حوكمة الشركات في تعظيم قيمة المنشأة -دراسة نظرية تطبيقية. مجلة آفاق جديدة، المجلد 21 (العدد 03)، 199-235.
21. عبد الناصر نور، و الدين السبتي علاء. (2003). مدى ملائمة القيمة الاقتصادية المضافة لقياس نجاح الشركات الصناعية المساهمة الأردنية. مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 30(العدد 02)، 335-349.
22. عطية موحى الجبوري مهدي . (2007). مؤشرات الأداء المالي الإستراتيجي دراسة تطبيقية مقارنة بين مصرفي الرافدين والمصرف التجاري للعام 2002. Journal of University of Babylon. المجلد 14(العدد 01)، 251-270.
23. على الزبيدي حيدر حمودي، عطية الجنابي سجاد محمد، و معيوف الشريف زينب هادي. (2019). دور الإدارة القائمة على القيمة في النمو المستدام للشركات -دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. Global Journal of Economics and Business، المجلد 03(03)، 496-513.
24. علي ، أ. (2010). دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقييم أداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لإحتسابها "دراسة تطبيقية". journal of accounting and financial studies, 05(11), 118-136. Récupéré sur <https://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=744>
25. عيد الجعيدي عمر . (2015). مدي إختلاف العلاقة لكل من ROA و EVA مع العوائد غير العادية للأسهم وتأثير العلاقة بنوع القطاع والحجم -دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة

- عمال- .مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد الثالث والعشرون(العدد الاول)،
208-232.
26. غربي حمزة ، و بدروني عيسى. (2019). العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة. مجلة
الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 01(العدد 02)، 146-163.
27. قاسم صبيحة، و عبد الحسين كريم مهدي. (2016). العلاقة السببية بين حجم المديونية والقيمة
الاقتصادية المضافة في ظل تباين حجم المنشأة. مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 22(العدد 91)،
70-89.
28. كمال السيد ياسر، و محمود عبد الحميد جيهان . (2011). تقييم المداخل المبنية على القيمة كمحاولة
لتطوير التقارير المالية -دراسة تطبيقية-. المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، المجلد 02(العدد
03)، 20-45.
29. محسن محمد الغالي مجيد. (2017). موجهاً القيمة الاقتصادية المضافة في المصارف العراقية دراسة
تطبيقية. مجلة الكوث للعلوم الاقتصادية والادارية(العدد26)، 01-18.
30. محمد الجنابي عامر، و نوري محمد ياسر. (2014). انعكاس تكامل الدخل المحاسبي والقيمة الاقتصادية
المضافة على قرارات المستثمرين. مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 20(العدد 75)، 467-
499.
31. محمد حسن منصور بهاء. (2002). المداخل المقترحة لقياس وتقويم الأداء المالي والتشغيلي والاستراتيجي
في منشآت الأعمال الحديثة. مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية المجلد 39 (العدد01)، 265-283.
32. محمد خليل احمد، هاشم محمد حازم، و أحمد سالار حيوار. (2017). استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية
المضافة في تقويم نتائج ممارسات إدارة الأرباح (دراسة تطبيقية على شركو آسيا سيل للاتصالات).
ZANCO Journal of Humanity Sciences، المجلد 21(العدد 04)، 15-32.
33. محمد سليمان رشوان عبد الرحمن. (2018). دور استخدام نسب التحليل المالي في تقييم الاداء المالي
لقطاع البنوك والخدمات المالية المدرجة في بورصة فلسطين. مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد
05(العدد 02)، 272-296.

34. معالم سعاد، و بوحفص سميحة. (2017). إنشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA. مجلة العلوم الانسانية والاجتماعية، المجلد 09(العدد 30)، 399-412.
35. نور الدين بوالكور. (2019). محددات الإدخار العائلي في الجزائر خلال الفترة (1970-2016) في إطار نموذج ARDL. مجلة العلوم الاحصائية، العدد 09، 45-64.
36. وكال نور الدين، و خليفة الحاج. (2016). التشخيص المالي أداة لرسم الإستراتيجية المالية للمؤسسة. الافاق للدراسات الاقتصادية، 01(01)، 126-140.

3. الأطروحات

1. إدير رانية. (2020). تشخيص واقع القطاع السياحي الجزائري ومساهمته في التنمية الاقتصادية بالجزائر خلال الفترة (2000-2017) (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، البليدة - الجزائر -: جامعة لونييسي علي البليدة 02.
2. أرحاب هلال وسام. (2017). دور الإدارة بالقيم في خلق القيمة بالمؤسسة الاقتصادية دراسة لعينة من المؤسسات للفترة ما بين 2011 و 2015 (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، غرداية - الجزائر -: جامعة غرداية.
3. بن ابراهيم الغالي. (2013). اتخاذ القرارات الاستثمارية في البنوك الاسلامية من أجل معمل خصم في ظل الضوابط الشرعية دراسة حالة بنك البركة الجزائري (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية وتجارية وعلوم التسيير، بسكرة: جامعة محمد خيضر.
4. بنية محمد. (2017). القرارات المالية وفعاليتها في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2010-2015 (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المدية - الجزائر -: جامعة يحي فارس.
5. بوجلال أنفال. (2016). قياس الأداء المالي للبنوك الإسلامية في ظل الازمات المالية (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، سطيف: جامعة فرحات عباس سطيف 1.

6. بوزناق حسن. (2020). التسيير الحديث للكفاءات في المؤسسة كمدخل لتحقيق الميزة التنافسية -دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال- (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، باتنة -الجزائر-: جامعة الحاج لخضر.
7. بوشوشة محمد. (2016). تأثير السياسة التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة -الجزائر-: جامعة محمد خيضر.
8. حمه عمير. (2019). النفقات العامة وأثرها على النمو الإقتصادي في ظل الإصلاحات الاقتصادية الراهنة حالة الجزائر -دراسة قياسية- (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، عنابة -الجزائر- : جامعة باجي مختار.
9. حنفي محمد نور تبيدي محمد. (2010). اثر الإدارة الإستراتيجية على كفاءة وفعالية الأداء (دراسة قطاع الاتصالات السودانية) (أطروحة دكتوراه). قسم إدارة الأعمال مدرسة العلوم الإدارية، جامعة الخرطوم: السودان.
10. خالدي عادل . (2014). الابداع المحاسبي وتأثره بالاستراتيجية المالية للمؤسسة دراسة عينة من المؤسسات الفرنسية المدرجة بمؤشر SBF250 للفترة 2011 إلى 2014 (أطروحة دكتوراه) . كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التجارية وعلوم التسيير -قسم علوم التجارية-، المدية -الجزائر-: جامعة يحي فارس.
11. خيرى عبد الكريم. (2019). أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية(أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية وتجارية وعلوم التسيير، مسيلة: جامعة محمد بوضياف.
12. دادن عبد الغني. (2007). قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للغنذار المبكر باستعمال المحاكات المالية -حالة بورصتي الجزائر وبالريس- (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر.
13. دادن عبد الوهاب. (2008). دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية: نحوى بناء نموذج لترشيد القرارات المالية (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر.

14. دريش زهرة. (2020). أثر تقلبات أسعار الصرف على الأسواق المالية الناشئة دراسة قياسية باستخدام نموذج ARDL (اطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، سيدي بلعباس -الجزائر-: جامعة جيلالي ليايس.
15. دلفوف سفيان. (2017). دور القرارات المالية في قيمة المؤسسة من منظور إسلامي -دراسة حالة عينة من المؤسسات- (اطروحة دكتوراه). جامعة محمد خيضر ، بسكرة: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.
16. رمزي جودي محمد. (2015). أثر تطبيق معايير التقارير المالية الدولية على تقييم الأداء المالي في المؤسسات الجزائرية -معيار المحاسبي الدولي 1 عرض القوائم المالية- (اطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة: جامعة محمد خيضر.
17. زغيب مليكة. (2006). إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، دراسة محددات الهيكل المالي لمجمع جيلالي (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة فرحات عباس سطيف.
18. سعيود نادية . (2018). مدى استخدام الأساليب الحديثة لمراقبة التسيير في قياس وتقييم أداء البنوك التجارية الجزائرية (اطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية وتجارية وعلوم التسيير ، مسيلة: جامعة محمد بوضياف.
19. سويسي هواري. (2008). تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، الجزائر: جامعة الجزائر.
20. شعشوع أحمد. (2021). دور التحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار دراسة حالة مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2019) (أطروحة دكتوراه). معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ميلة - الجزائر-: المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف .
21. عباسي صابر. (2016). دور التسيير بالقيمة للضرائب في اتخاذ القرارات المالية للمؤسسة العقتصادية دراسة حالة عينة من المؤسسات في قطاع المحروقات (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة -الجزائر-: جامعة محمد خيضر.

22. فرج الله رحمة الله حامدين عبد الله. (2019). الإتجاهات المعاصرة للمحاسبة ودورها في تعظيم قيمة المنشأة دراسة ميدانية على عينة من المصارف السودانية (أطروحة دكتوراه). كلية الدراسات العليا، السودان: جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.
23. قادة امال. (2017). جودة المعلومة المحاسبية ودورها في ترشيد قرارات التمويل والاستثمار في المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة لعينة من المؤسسات الجزائرية (اطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، شلف: جامعة حسبية بن بوعلوي.
24. مخلخل زوينة . (2020). مساهمة نظام المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات التمويلية بالمؤسسة الاقتصادية دراسى حالة مؤسسة مطاحن الكبرى للجنوب -بسكرة- (اطروحة دكتوراه-). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة: جامعة محمد خيضر.

4. محاضرات

1. الشريف بن زواي محمد . (2020). محاضرات في مقياس السياسة المالية للمؤسسة. كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير. جامعة أم البواقي.
2. غلاب فاتح . (2020). محاضرات الإستراتيجية والتخطيط المالي. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المسيلة: جامعة محمد بوضياف.
3. قلي محمد. (2018). مطبوعة بيداغوجية تحت عنوان: محاضرات في السياسات المالية للمؤسسة. كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بومرداس: جامعة أحمد بوقرة.

5. مداخلات

1. بريكة السعيد، و مسعي سمير. (2009). تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA. مقدمة ضمن ملتقى دولي حول صنع القرار في المؤسسات الاقتصادية (الصفحات 01-25). مسيلة: جامعة محمد بوضياف.
2. بهلول نور الدين ، و محرز نور الدين . (2012). التحليل المالي كأداة لتقويم الأداء المالي للمؤسسة. مقدمة في ملتقى وطني حول التشخيص المالي للمؤسسات الاقتصادية (الصفحات 01-30). سوق اهراس: معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بالتعاون مع المركز الجامعي محمد الشريف مساعدي.

3. نسيمه جلولي، و محمد مقران. (2019). منهجية الإنحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL كأحد تطبيقات القياس الاقتصادي (دراسة تطبيقية على برمجية Eviews V.10). الملتقى الوطني الثاني حول تطبيقات القياس الاقتصادي والنمذجة المالية في ظل البيانات الضخمة وتكنولوجيا الاعلام والاتصال (صفحة 33). عين تمشتت - الجزائر: المركز الجامعي بلحاج بوشعيب.

6. مواقع إلكترونية

1. ابراهيم محمد أحمد فتحي. (2007). مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة المالية. تاريخ الاسترداد 07 28، 2016، من

http://www.mediafire.com/file/006kd674kdq2xq/%25D9%2585%25D8%25B0%25D9%2583%25D8%25B1%25D8%25A7%25D8%25AA_%25D9%2581%25D9%258A_%25D9%2585%25D8%25A8%25D8%25A7%25D8%25AF%25D8%25A6_%25D8%25A7%25D9%2584%25D8%25AA%25D9%2585%25D9%2588%25D9%258A%25D9%2584_%25D9

2. بورصة الجزائر. (2021). الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر. تاريخ الاسترداد 08 15، 2021، من [/https://www.sgbv.dz/ar](https://www.sgbv.dz/ar)

3. مؤسسة صيدال. (2021). مجمع صيدال. تاريخ الاسترداد 08 15، 2021، من <https://www.saidalgroup.dz/ar/%d9%85%d8%ac%d9%85%d8%b9-%d8%b5%d9%8a%d8%af%d8%a7%d9%84/>

4. هشام ح. (2021). محاضرات تسيير وإستراتيجية مالية، 2021، 05 23، Consulté le sur <http://elearning.centre-univ-mila.dz/course/view.php?id=1229&lang=ar>

5. COSOB. (2021). الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. تاريخ الاسترداد 08 15، 2021، من [/https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs](https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs)

6. COB, B. (2000). *Création de valeur actionnariale et communication financière*. Consulté le 10 25، 2020، sur <https://fr.scribd.com/document/333193224/Creation-de-Valeur-Actionnariale-Et-Communication-Financiere>

7. Iwona, O. (2011, 04 12). *Financial Strategies of Company*. Retrieved 01 25, 2021, from EQUITY MANAGEMENT, STRATEGY AND CONTROL, M. Grabowska, ed., pp. 6-31, Częstochowa, 2010: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1807899

8. Robert , A. (2009). *Strategic Financial Management*:. Retrieved 11 28, 2020, from [https://www.academia.edu/31659923/ Robert Alan Hill Strategic Financial Management BookZZ org](https://www.academia.edu/31659923/Robert_Alan_Hill_Strategic_Financial_Management_BookZZ_org)
6. Urmila K. (2021). *Financial Strategy*. Consulté le 05 28, 2021, sur <https://www.businessmanagementideas.com/strategic-management/financial-strategy/21040?fbclid=IwAR1RdBd62TDX-E6vxL81IP6H1htqEuMCA-w1BjLZivGDAfJlt30f85QgUtM>

ثانيا: قائمة المراجع باللغة الأجنبية

1. المراجع باللغة الفرنسية

Livres

1. Amaud, t. (2005). *Evaluation des Entreprises: Technique de gestion*. parris: edition economica.
2. Belletanté, B. (1991). *Comptabilité et finance*. paris: Hatier.
3. Chiha, K. (2010). *Gestion et Stratégie Financière* (3émé édition). Editions Houma.
4. Claude, J. (1991). *Histoire de la Théorie Economique*. paris: presses Universitaires de France.
5. Denis , D. (2000). *la création de valeur*. Paris: IEF.
6. Pascal , B., & Georges , G. (2009). *Finance manuel et applications* (Vol. 02). paris: DUNOD.
7. Pierre, V. (2005). *Finance d'entreprise*. France: Dalloz.
8. Prasanna , C. (2011). *CFM-TMH Professional Series in Finance Financial Management Theory and Practice* (Vol. 02). Bangalore: Centre for Financial Management.

2. المراجع باللغة الإنجليزية

1. Books

1. Dierks, p., & Ajay, p. (1997). What is EVA and How Can it Help Your Company. *Management Accounting*(16).
2. G. Bennett , S. (2013). *Best-Practice EVA*. Canada: Published by John Wiley & Sons, Inc.

3. Hans-Joachim, B. (2000). *Marktorientierte Unternehmensbewertung : discounted cash flow, realoption, economic value added und der direct comparison approach* (Vol. 1. Aufl). Deutsche : Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH .
4. James , L. (2003). *Foundations of Economic Value Added*. Canada: John Wiley & Sons, Inc .
5. Jaroslav , P. (2009). Corporate Financial Strategy in SMEs. *Proceedings of the World Congress on Engineering, 02*.
6. Matthias , M. (2004). *Investitionssteuerung, Periodenerfolgsrechnung und Economic Value Added* (Vol. 1 Auflage). Deutsche: Deutscher Universit ~its-Verlag.
7. Michael , R. (2008). An Analysis of Economic Value Added (A Senior Thesis submitted in partial fulfillment). Liberty University.
8. Miller, & Dess. (1996). *Strategic Managment* (Vol. 2). USA: Ed; Mc Graw- Hill.
9. Pablo , F. (2001). *EVA, Economic profit and Cash value added de NOT measure shareholder value creation*. Spain: Camino del Cerro del Aguila 3 .

2. Articles

1. Daraban, M. (2017). Economic value Added -A General Review of the Concept. "Ovidius" University Annals, Economic Sciences Series, 17(01), 168-173.
2. G. Bennett , S., & III, Stern , S. (1994). EVATM: FACT AND FANTASY. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol 07(No 02), 70-86.
3. Sabol, A., & Sverer, F. (2017). A review of the economic value added literature and application. *UTMS journal of Economics*, 08(01), 19-27.
4. Salaga, J., Bartosova, V., & Kicova, E. (2015). Economic Value Added as a measurement tool of financial performance. *Procedia Economics and Finance*, 26, 484-489.
5. Spero. (1997). Getting EVA Right. *TMA journal*, Vol 07(issue 06).
6. spero, T. (1999). Getting EVA Right. *TMA Journal*.
7. Sujata, B. (2020). Does the EVA valuation model explain the market value of equity better under changing required return than contant required return? *Behera Financial Innovation*, 06(09), 01-23.

8. Svatošová Veronika .(2019) . proposal and Simulation of Dynamic Financial Strategy Model .FUTURE STUDIES RESEARCH JOURNAL-84 ،(01)11 ، .101

الملاحق

الملحق 01: المتغيرات الإحصائية لمتغيرات الإحصائية.

	EVA	DCP	ROI	ROA	DPA	RPA
Mean	3.26E+08	1.038421	0.063158	0.048158	31.44737	92.37632
Median	2.48E+08	1.030000	0.050000	0.040000	35.00000	76.21500
Maximum	1.49E+09	1.400000	0.160000	0.120000	45.00000	252.5000
Minimum	-8.04E+08	0.690000	0.010000	0.005000	11.00000	23.05500
Std. Dev.	6.56E+08	0.247684	0.039589	0.027949	9.508614	66.92711
Skewness	0.144730	0.151556	0.813360	0.814904	-0.463120	1.070786
Kurtosis	2.165900	1.685802	2.949483	3.333037	2.092476	3.315018
Jarque-Bera	0.617112	1.440036	2.096945	2.190692	1.331204	3.709406
Probability	0.734507	0.486744	0.350473	0.334424	0.513964	0.156499
Sum	6.20E+09	19.73000	1.200000	0.915000	597.5000	1755.150
Sum Sq. Dev.	7.75E+18	1.104253	0.028211	0.014061	1627.447	80626.29
Observations	19	19	19	19	19	19

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews10.

الملحق 02: اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) للسكون للمتغير EVA.

الاتجاه والقاطع

Null Hypothesis: EVA has a unit root		
Exogenous: Constant, Linear Trend		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.946109	0.5898
Test critical values:	1% level	-4.571559
	5% level	-3.690814
	10% level	-3.286909
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18		

المصدر: مخرجات Eviews10.

القاطع

Null Hypothesis: EVA has a unit root		
Exogenous: Constant		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.263461	0.6225
Test critical values:	1% level	-3.857386
	5% level	-3.040391
	10% level	-2.660551
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 18

المصدر: مخرجات Eviews10.

بدونهما

Null Hypothesis: EVA has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.261371	0.1828
Test critical values:		
1% level	-2.699769	
5% level	-1.961409	
10% level	-1.606610	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18		

المصدر: مخرجات Eviews10.

الاتجاه والقاطع

Null Hypothesis: D(EVA) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.624434	0.0003
Test critical values:		
1% level	-4.616209	
5% level	-3.710482	
10% level	-3.297799	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17		

المصدر: مخرجات Eviews10.

القاطع

Null Hypothesis: D(EVA) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.896210	0.0002
Test critical values:		
1% level	-3.886751	
5% level	-3.052169	
10% level	-2.666593	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17		

المصدر: مخرجات Eviews10.

بدوئهما

Null Hypothesis: D(EVA) has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.008999	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.708094
	5% level	-1.962813
	10% level	-1.606129
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17		

المصدر: مخرجات Eviews10

الملحق 03: اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) للسكون للمتغير D/CP.

الاتجاه والقاطع

Null Hypothesis: DCP has a unit root		
Exogenous: Constant, Linear Trend		
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.152916	0.4787
Test critical values:	1% level	-4.728363
	5% level	-3.759743
	10% level	-3.324976
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 15		

المصدر: مخرجات Eviews10.

القاطع

Null Hypothesis: DCP has a unit root		
Exogenous: Constant		
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.669536	0.8291
Test critical values:	1% level	-3.886751
	5% level	-3.052169
	10% level	-2.666593
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17		

المصدر: مخرجات Eviews10.

بدونهما

Null Hypothesis: DCP has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.712810	0.3928
Test critical values:	1% level	-2.708094
	5% level	-1.962813
	10% level	-1.606129
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17		

المصدر: مخرجات Eviews10.

الاتجاه والقاطع

Null Hypothesis: D(DCP) has a unit root		
Exogenous: Constant, Linear Trend		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.934383	0.0002
Test critical values:	1% level	-4.616209
	5% level	-3.710482
	10% level	-3.297799
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17		

المصدر: مخرجات Eviews10.

القاطع

Null Hypothesis: D(DCP) has a unit root		
Exogenous: Constant		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.076545	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.886751
	5% level	-3.052169
	10% level	-2.666593
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17		

المصدر: مخرجات Eviews10.

بدونهما

Null Hypothesis: D(DCP) has a unit root		
Exogenous: None		

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.207582	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.708094
	5% level	-1.962813
	10% level	-1.606129
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17		

المصدر: مخرجات Eviews10.

الملحق 04: اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) للسكون للمتغير ROI.

الاتجاه والقاطع

Null Hypothesis: ROI has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.107467	0.1340
Test critical values:	1% level	-4.571559
	5% level	-3.690814
	10% level	-3.286909
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18		

المصدر: مخرجات Eviews10.

القاطع

Null Hypothesis: ROI has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.681723	0.0963
Test critical values:	1% level	-3.857386
	5% level	-3.040391
	10% level	-2.660551
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18		

المصدر: مخرجات Eviews10.

بدونهما

Null Hypothesis: ROI has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*

Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.912139	0.3069
Test critical values:	1% level	-2.708094
	5% level	-1.962813
	10% level	-1.606129
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17		

المصدر: مخرجات Eviews10.

الاتجاه والقاطع

Null Hypothesis: D(ROI) has a unit root		
Exogenous: Constant, Linear Trend		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.365112	0.0001
Test critical values:	1% level	-4.616209
	5% level	-3.710482
	10% level	-3.297799
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17		

المصدر: مخرجات Eviews10.

القاطع

Null Hypothesis: D(ROI) has a unit root		
Exogenous: Constant		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.370143	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.886751
	5% level	-3.052169
	10% level	-2.666593
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17		

المصدر: مخرجات Eviews10.

بدونهما

Null Hypothesis: D(ROI) has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.541950	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.708094
	5% level	-1.962813
	10% level	-1.606129

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 17

المصدر: مخرجات Eviews10.

الملحق 05: اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) للسكون للمتغير ROA.

الاتجاه والقاطع

Null Hypothesis: ROA has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.055335	0.1456
Test critical values:	1% level	-4.571559
	5% level	-3.690814
	10% level	-3.286909

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 18

المصدر: مخرجات Eviews10.

القاطع

Null Hypothesis: ROA has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.582387	0.1146
Test critical values:	1% level	-3.857386
	5% level	-3.040391
	10% level	-2.660551

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 18

المصدر: مخرجات Eviews10.

بدونهما

Null Hypothesis: ROA has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.944884	0.2935
Test critical values:	1% level	-2.708094
	5% level	-1.962813
	10% level	-1.606129

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations

and may not be accurate for a sample size of 17

المصدر: مخرجات Eviews10.

الاتجاه والقاطع

Null Hypothesis: D(ROA) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.236856	0.0001
Test critical values:	1% level	-4.616209
	5% level	-3.710482
	10% level	-3.297799
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17		

المصدر: مخرجات Eviews10.

القاطع

Null Hypothesis: D(ROA) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.234222	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.886751
	5% level	-3.052169
	10% level	-2.666593
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17		

المصدر: مخرجات Eviews10.

بدونهما

Null Hypothesis: D(ROA) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.380893	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.708094
	5% level	-1.962813
	10% level	-1.606129
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17		

المصدر: مخرجات Eviews10.

الملحق 06: اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) للسكون للمتغير DPA.

الاتجاه والقاطع

Null Hypothesis: DPA has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.701610	0.7081
Test critical values:	1% level	-4.571559
	5% level	-3.690814
	10% level	-3.286909
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18		

المصدر: مخرجات Eviews10.

القاطع

Null Hypothesis: DPA has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.818531	0.3602
Test critical values:	1% level	-3.857386
	5% level	-3.040391
	10% level	-2.660551
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18		

المصدر: مخرجات Eviews10.

بدونهما

Null Hypothesis: DPA has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.456752	0.5027
Test critical values:	1% level	-2.699769
	5% level	-1.961409
	10% level	-1.606610
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18		

المصدر: مخرجات Eviews10.

الاتجاه والقاطع

Null Hypothesis: D(DPA) has a unit root		
Exogenous: Constant, Linear Trend		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.188316	0.0036
Test critical values:	1% level	-4.616209
	5% level	-3.710482
	10% level	-3.297799
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17		

المصدر: مخرجات Eviews10.

القاطع

Null Hypothesis: D(DPA) has a unit root		
Exogenous: Constant		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.066083	0.0010
Test critical values:	1% level	-3.886751
	5% level	-3.052169
	10% level	-2.666593
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17		

المصدر: مخرجات Eviews10.

بدونهما

Null Hypothesis: D(DPA) has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.231832	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.708094
	5% level	-1.962813
	10% level	-1.606129
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17		

المصدر: مخرجات Eviews10.

الملحق 07: اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) للسكون للمتغير RPA

الاتجاه والقاطع

Null Hypothesis: RPA has a unit root		
Exogenous: Constant, Linear Trend		

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.471132	0.3360
Test critical values:	1% level	-4.571559
	5% level	-3.690814
	10% level	-3.286909
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18		

المصدر: مخرجات Eviews10.

القاطع

Null Hypothesis: RPA has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.648525	0.1021
Test critical values:	1% level	-3.857386
	5% level	-3.040391
	10% level	-2.660551
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18		

المصدر: مخرجات Eviews10.

بدونهما

Null Hypothesis: RPA has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.638651	0.4256
Test critical values:	1% level	-2.708094
	5% level	-1.962813
	10% level	-1.606129
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17		

المصدر: مخرجات Eviews10.

الاتجاه والقاطع

Null Hypothesis: D(RPA) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.225313	0.0001

Test critical values:	1% level	-4.616209
	5% level	-3.710482
	10% level	-3.297799
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17		

المصدر: مخرجات Eviews10.

القاطع

Null Hypothesis: D(RPA) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.014146	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.886751
	5% level	-3.052169
	10% level	-2.666593
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17		

المصدر: مخرجات Eviews10.

بدونهما

Null Hypothesis: D(RPA) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.234902	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.708094
	5% level	-1.962813
	10% level	-1.606129
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17		

المصدر: مخرجات Eviews10.

الملاحق 08: ميزانية السنة المالية 2020.

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

BILAN CONSOLIDÉ DES BIENS EN GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES				
COMPTES	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
ACTIFS NON COURANTS				
Ecart d'acquisition (ou goodwill)	141 848 964,00	0,00	141 848 964,00	141 848 964,00
Immobilisations incorporelles	468 578 181,03	343 248 550,28	128 327 090,79	174 037 244,78
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	4 298 481 829,42	0,00	4 298 481 829,42	3 925 721 423,42
Autres immobilisations corporelles	13 281 437 322,31	8 844 143 212,84	3 417 264 108,47	7 432 164 918,84
Immobilisations en concession	25 778 518 111,89	15 362 338 910,82	5 416 188 100,71	6 832 128 188,88
Immobilisations en cours	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations financières	3 523 808 883,21	0,00	3 523 808 883,21	3 880 269 802,00
Titres mis en équivalence - entreprises associées	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres participations et créances rattachées	2 134 215 178,02	0,00	2 134 215 178,02	2 980 882 118,84
Autres titres immobilisés	330 838 375,00	58 418 028,42	274 523 648,87	48 780 058,87
Prêts et autres actifs financiers non courants	2 042 300 000,00	0,00	2 052 300 000,00	2 800 000 000,00
Impôts différés actif	14 614 748,48	0,00	14 614 748,48	187 812 187,38
Impôts différés actif	352 717 827,74	0,00	352 717 827,74	329 880 882,82
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	1 181 882 789,17	841 528 237,02	8 880 452 832,74	9 887 530 421,18
Créances et emprunts assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Clients	8 811 889 728,08	1 887 229 728,08	4 024 728 880,18	3 177 833 742,42
Autres débiteurs	1 216 384 088,38	7 300,00	1 318 378 888,38	1 438 888 081,78
Impôts	188 887 881,80	0,00	188 887 881,80	223 336 344,80
Autres actifs courants	0,00	0,00	0,00	0,00
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Placements et autres actifs financiers courants	18 833 385,18	0,00	18 833 385,18	18 888 888,18
Tésorerie	2 888 000 218,88	82 428 888,34	2 788 000 218,88	3 818 181 412,71
TOTAL GENERAL				
TOTAL GENERAL				

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

BILAN CONSOLIDÉ DES PASSIFS DU GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES		
PASSIF	31/12/2020	31/12/2019
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotations de l'état	0,00	0,00
Autres fonds propres	411 677 000,00	411 677 000,00
Primes et réserves -(réserves consolidées)	14 834 131 824,80	14 047 153 841,65
Ecart de réévaluation	3 083 429 710,88	2 686 782 011,24
Ecart d'équivalence	1 408 148 175,83	1 905 284 336,88
Résultat Net	189 936 341,33	793 814 004,08
Autres capitaux propres -report à nouveau	-797 268 702,03	-1 178 074 235,34
Intérêts minoritaires	824 482 835,98	609 971 657,90
TOTAL		
PASSIFS NON COURANTS		
Emprunts et dettes financières	10 404 842 508,14	10 400 266 267,81
Impôts (différés et provisionnés)	24 094 870,27	21 011 203,32
Autres dettes non courantes	0,00	593 845 268,24
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 628 040 712,04	1 446 788 017,72
TOTAL PASSIFS NON COURANTS		
PASSIFS COURANTS		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 247 407 073,70	1 596 885 088,31
Impôts	179 915 917,23	116 625 268,59
Autres dettes	4 052 684 542,80	3 708 972 235,69
Tésorerie passif	822 010 266,30	810 708 531,25
TOTAL PASSIFS COURANTS		
TOTAL GENERAL PASSIF		

الملحق 09: حساب النتائج للسنة المالية 2020.

Direction des Finances et Comptabilité

DATE DE CLOTURE : 31/12/2020

BILAN CONSOLIDE DES FILIALES DU GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES

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



الملحق 10: ميزانية السنة المالية 2019.

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

ACTIF	31/12/19			31/12/18
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564.00		141 648 564.00	115 414 200.00
Immobilisations incorporelles	465 669 052.05	291 611 807.29	174 057 244.76	139 733 986.51
Immobilisations corporelles				
Terrains	3 805 721 423.42		3 805 721 423.42	2 391 687 791.42
Bâtiments	13 199 283 086.61	5 707 118 136.67	7 492 164 949.94	2 312 989 288.09
Autres immobilisations corporelles	20 621 201 809.67	14 989 073 641.21	5 632 128 168.46	3 976 090 139.77
Immobilisations en concession				
Immobilisations en cours	3 580 260 802.98		3 580 260 802.98	10 759 890 495.72
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalences - entreprises associées	2 960 993 718.84		2 960 993 718.84	1 433 217 458.23
Autres participations et créances rattachées	102 167 575.00	53 407 519.13	48 760 055.87	223 859 928.10
Autres titres immobilisés	2 500 000 000.00		2 500 000 000.00	3 000 000 000.00
Prêts et autres actifs financiers non courants	107 512 187.56		107 512 187.56	152 869 240.73
Impôts différés actif	329 960 563.53		329 960 563.53	324 860 044.51
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	47 814 418 783.66	21 041 211 104.30	26 773 207 679.36	24 830 612 573.08
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	7 449 789 735.69	562 259 114.50	6 887 530 621.19	6 288 271 950.21
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 073 699 027.73	1 896 165 287.33	3 177 533 740.40	3 681 013 225.61
Autres débiteurs	1 436 866 591.79	7 500.00	1 436 859 091.79	1 391 490 814.49
Impôts	222 336 344.63		222 336 344.63	228 705 651.05
Autres actif courant				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989.19		18 559 989.19	18 559 989.19
Trésorerie	2 000 587 077.07	82 435 666.36	1 918 151 410.71	3 135 689 758.29
TOTAL ACTIFS COURANTS	16 201 838 766.10	2 540 867 568.19	13 660 971 197.91	14 743 731 388.84
TOTAL GENERAL ACTIF	64 016 257 549.76	23 582 078 672.49	40 434 178 877.27	39 574 343 961.92

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

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

الملحق 11: حساب النتائج للسنة المالية 2019.

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

الملحق 12: ميزانية السنة المالية 2018.

2.1. Actif du Bilan (Consolidé Groupe)

UM : DA

ACTIF	31/12/2018			31/12/2017
	MONTANTS BRUTS	AMORTIS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIF NON COURANT				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	115 414 200,00	0,00	115 414 200,00	115 414 200,00
Immobilisations incorporelles	378 857 436,59	239 123 450,08	139 733 986,51	13 643 850,95
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	2 391 687 791,42	0,00	2 391 687 791,42	10 383 338 837,77
Bâtiments	7 584 297 976,37	5 271 308 688,28	2 312 989 288,09	1 766 306 904,14
Autres immobilisations corporelles	18 277 440 502,83	14 301 350 363,06	3 976 090 139,77	1 351 564 152,29
Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	276 361 487,38
Immobilisations en cours	10 759 890 495,72	0,00	10 759 890 495,72	13 501 512 857,53
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 433 217 458,23	0,00	1 433 217 458,23	1 466 608 492,92
Autres participations et créances rattachées	685 893 175,00	462 033 246,90	223 859 928,10	630 537 294,94
Autres titres immobilisés	3 000 000 000,00	0,00	3 000 000 000,00	4 000 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	152 869 240,73	0,00	152 869 240,73	157 814 646,73
Impôts différés actif	324 860 044,51	0,00	324 860 044,51	296 251 741,16
TOTAL ACTIF NON COURANT	45 104 428 321,40	20 273 815 748,32	24 830 612 573,08	33 959 354 465,81
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	6 956 065 304,74	667 793 354,53	6 288 271 950,21	4 883 145 010,78
Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Clients	5 578 018 586,28	1 897 005 360,67	3 681 013 225,61	3 192 081 776,57
Autres débiteurs	1 391 498 314,49	7 500,00	1 391 490 814,49	1 357 618 287,35
Impôts	240 704 481,51	11 998 830,46	228 705 651,05	169 292 263,58
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	0,00
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	3 218 125 424,65	82 435 666,36	3 135 689 758,29	4 738 892 796,95
TOTAL ACTIF COURANT	17 402 972 100,86	2 659 240 712,02	14 743 731 388,84	14 359 590 124,42
TOTAL GENERAL ACTIF	62 507 400 422,26	22 933 056 460,34	39 574 343 961,92	48 318 944 590,23

2.2. Passif du Bilan (Consolidé Groupe)

PASSIF	31/12/2018	31/12/2017
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotations de l'état	0,00	0,00
Autres fonds propres	411 677 000,00	8 721 856 492,20
Primes et réserves -(réserves consolidées)	13 461 406 696,77	12 991 033 164,36
Ecart de réévaluation	1 272 192 408,65	1 585 712 860,28
Ecart d'équivalence	1 016 986 928,55	955 727 524,41
Résultat Net	1 174 214 390,98	1 376 295 647,88
Autres capitaux propres -report à nouveau	-866 679 031,92	-1 080 714 611,43
Intérêts minoritaires	826 612 003,56	881 619 980,04
TOTAL I	19 796 410 396,58	27 931 531 057,74
PASSIF NON COURANT		
Emprunts et dettes financières	10 923 905 958,66	10 894 562 658,08
Impôts (différés et provisionnés)	19 887 217,01	17 509 995,00
Autres dettes non courantes	593 645 268,24	1 059 992 788,80
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 433 885 167,65	1 346 632 170,47
TOTAL PASSIF NON COURANT II	12 971 323 611,56	13 318 697 612,35
PASSIF COURANT		
Fournisseurs et comptes rattachés	2 249 615 538,04	1 436 731 269,94
Impôts	201 334 246,61	726 697 526,43
Autres dettes	3 734 753 856,30	4 107 579 876,69
Trésorerie passif	620 906 312,83	797 707 247,08
TOTAL PASSIF COURANT III	6 806 609 953,78	7 068 715 920,14
TOTAL GENERAL PASSIF	39 574 343 961,92	48 318 944 590,23

الملحق 13: حساب النتائج للسنة المالية 2018.

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2018	31/12/2017	R/O	Evol. 2018/2017
Chiffre d'affaires	10 317 577 775,54	10 265 897 771,06	88,10%	0,50%
Variation stocks produits finis et en cours	272 122 098,95	-558 329 961,16	52,76%	148,74%
Production immobilisée	0,00	0,00	/	/
Subvention d'exploitation	0,00	0,00	/	/
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 589 699 874,49	9 707 567 809,90	86,61%	9,09%
Achats consommés	-4 624 142 242,57	-3 755 793 245,73	109,60%	23,12%
Services extérieurs et autres consommations	-1 067 499 186,54	-1 002 621 754,72	100,13%	6,47%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 691 641 429,11	-4 758 415 000,45	107,69%	19,61%
III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)	4 898 058 445,38	4 949 152 809,45	70,56%	-1,03%
Charges de personnel	-3 329 762 210,93	-2 866 108 087,05	104,82%	16,18%
Impôts, taxes et versements assimilés	-169 982 582,04	-167 524 872,66	94,54%	1,47%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 398 313 652,41	1 915 519 849,74	39,00%	-27,00%
Autres produits opérationnels	1 159 167 515,64	120 876 666,93	7418,71%	858,97%
Autres charges opérationnelles	-188 852 963,84	-58 405 988,66	319,38%	223,35%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-1 454 793 798,08	-868 249 692,56	89,39%	67,55%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	380 039 983,32	370 500 844,60	559,38%	2,57%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 293 874 389,45	1 480 241 680,05	65,27%	-12,59%
Produits financiers	200 013 164,65	163 571 611,87	199,85%	22,28%
Charges financières	-254 951 764,57	-164 840 374,12	194,88%	54,67%
VI - RESULTAT FINANCIER	-54 938 599,92	-1 268 762,25	178,72%	4230,09%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 238 935 789,53	1 478 972 917,80	63,48%	-16,23%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-127 206 062,00	-277 583 318,00	1180,37%	-54,17%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-21 232 781,46	7 032 819,01	571,46%	-401,91%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	12 328 920 538,10	10 362 516 933,30	99,34%	18,98%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 195 958 029,11	-9 168 160 152,51	106,98%	22,12%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 132 962 508,99	1 194 356 780,79	58,26%	-5,14%
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00	/	/
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	0,00	0,00	/	/
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00	/	/
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 132 962 508,99	1 194 356 780,79	58,26%	-5,14%
Résultats minoritaires	44 778 352,30	85 189 898,58	/	-47,44%
Part dans le Résultat des Sociétés mises en équivalence	-3 526 470,31	96 748 968,51	/	-103,64%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 174 214 390,98	1 376 295 647,88	60,38%	-14,68%

الملحق 14: ميزانية السنة المالية 2017.

Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2017 – Actif –					
Actif	Note	31/12/2017			31/12/2016
		Montants bruts	Amortissement ou provisions	Montants nets	
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition (ou goodwill)		115 414 200.00	0.00	115 414 200.00	115 414 200.00
Immobilisations incorporelles		211 701 396.37	198 057 547.42	13 643 850.95	16 879 626.76
Immobilisations corporelles		0.00	0.00	0.00	0.00
Terrains		10 383 338 837.77	0.00	10 383 338 837.77	10 383 338 837.77
Bâtimens		7 525 649 404.61	5 759 342 500.47	1 766 306 904.14	1 692 900 275.48
Autres immobilisations corporelles		15 441 341 953.87	14 089 777 801.58	1 351 564 152.29	1 299 353 200.89
Immobilisations en concession		280 023 210.00	3 661 722.62	276 361 487.38	277 770 251.06
Immobilisations en cours		13 501 512 857.53	0.00	13 501 512 857.53	11 189 299 772.01
Immobilisations financières		0.00	0.00	0.00	0.00
Titres mis en équivalence - entreprises associées		1 466 608 492.92	0.00	1 466 608 492.92	1 388 910 621.59
Autres participations et créances rattachées		691 518 175.00	60 980 880.06	630 537 294.94	632 578 120.03
Autres titres immobilisés		4 000 000 000.00	0.00	4 000 000 000.00	3 000 000 000.00
Prêts et autres actifs financiers non courants		157 814 646.73	0.00	157 814 646.73	154 332 648.23
Impôts différés actif		296 251 741.16	0.00	296 251 741.16	291 018 838.11
TOTAL ACTIFS NON COURANTS		54 871 174 917.96	29 111 829 452.15	33 959 354 465.81	30 441 796 482.93
ACTIFS COURANTS		0.00	0.00	0.00	0.00
Stocks et encours		5 512 385 257.34	629 240 246.56	4 883 145 010.78	5 729 341 770.32
Créances et emplois assimilés		0.00	0.00	0.00	0.00
Clients		5 077 251 577.03	1 885 169 800.46	3 192 081 776.57	3 640 948 917.45
Autres débiteurs		1 357 995 866.76	377 579.41	1 357 618 287.35	1 255 089 406.58
Impôts		181 290 731.18	11 998 467.60	169 292 263.58	173 799 702.60
Autres actif courant		0.00	0.00	0.00	0.00
Disponibilités et assimilés		0.00	0.00	0.00	0.00
Placements et autres actifs financiers courants		18 559 989.19	0.00	18 559 989.19	18 559 989.19
Trésorerie		4 825 205 639.02	86 312 842.07	4 738 892 796.95	5 131 000 368.34
TOTAL ACTIFS COURANTS		16 972 689 860.52	2 613 098 936.10	14 359 590 124.42	15 948 740 174.48
TOTAL GENERAL ACTIF		71 043 863 978.48	22 724 919 388.25	48 318 944 590.23	46 390 536 657.41

Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2017 – Passif –				
PASSIF	Note	31/12/2017		31/12/2016
		Montants bruts	Montants nets	
CAPITAUX PROPRES				
Capital émis		2 500 000 000.00	2 500 000 000.00	2 500 000 000.00
Dotation de l'état		0.00	0.00	0.00
Autres fonds propres		8 721 856 492.20	8 721 856 492.20	8 721 856 492.20
Primes et réserves -(réserves consolidées)		12 991 033 164.36	12 861 813 863.88	12 861 813 863.88
Ecart de réévaluation		1 985 712 890.28	1 585 712 890.28	1 585 712 890.28
Ecart d'équivalence		955 727 524.41	1 037 081 267.61	1 037 081 267.61
Résultat Net		1 376 295 642.88	1 509 181 605.06	1 509 181 605.06
Autres capitaux propres -report à nouveau		-1 080 714 611.43	-1 766 796 831.10	-1 766 796 831.10
Intérêts minoritaires		881 610 860.04	1 015 179 929.35	1 015 179 929.35
TOTAL I		37 931 531 057.74	37 464 009 197.27	37 464 009 197.27
PASSIFS NON COURANTS		0.00	0.00	0.00
Emprunts et dettes financières		10 894 562 658.08	8 973 229 626.56	8 973 229 626.56
Impôts (différés et provisionnés)		17 509 995.00	17 509 995.00	17 509 995.00
Autres dettes non courantes		1 059 992 798.80	1 061 401 562.48	1 061 401 562.48
Provisions et produits comptabilisés d'avance		1 346 632 170.47	1 345 087 321.65	1 345 087 321.65
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		13 318 687 613.35	11 397 228 495.65	11 397 228 495.65
PASSIFS COURANTS		0.00	0.00	0.00
Fournisseurs et comptes rattachés		1 436 731 269.94	2 430 054 019.90	2 430 054 019.90
Impôts		726 697 626.43	776 153 641.37	776 153 641.37
Autres dettes		4 107 579 876.69	3 512 927 858.77	3 512 927 858.77
Trésorerie passif		797 707 247.06	810 163 444.41	810 163 444.41
TOTAL PASSIF COURANT III		7 068 715 920.14	7 529 298 964.45	7 529 298 964.45
TOTAL GENERAL PASSIF		48 318 944 590.23	46 390 536 657.41	46 390 536 657.41

الملحق 15: حساب النتائج للسنة المالية 2017.

Tableau des comptes du résultat consolidé des filiales du Groupe et Participations Minoritaires au 31/12/2017 – TCR			
TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	Note	31/12/2017	31/12/2016
Chiffre d'affaires		10 265 897 771,06	10 223 411 484,28
Variation stocks produits finis et en cours		-558 329 961,16	265 663 623,51
Production immobilisée		0,00	0,00
Subvention d'exploitation		0,00	0,00
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE		9 707 567 809,90	10 489 075 107,79
Achats consommés		-3 755 793 245,73	-3 663 777 474,24
Services extérieurs et autres consommations		-1 002 621 754,72	-928 780 089,72
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE		-4 758 415 000,45	-4 592 557 563,96
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)		4 949 152 809,45	5 896 517 543,83
Charges de personnel		-2 866 108 087,05	-3 023 474 168,42
Impôts, taxes et versements assimilés		-167 524 872,66	-173 817 524,53
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		1 915 519 849,74	2 699 225 850,88
Autres produits opérationnels		120 876 666,93	72 651 701,08
Autres charges opérationnelles		-58 405 988,66	-99 258 043,60
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur		-868 249 692,56	-1 299 102 638,36
Reprises sur pertes de valeurs et provisions		370 500 844,60	719 627 105,07
V - RESULTAT OPERATIONNEL		1 480 241 680,05	2 093 143 975,07
Produits financiers		163 571 611,87	183 271 195,24
Charges financières		-164 840 374,12	-177 710 456,40
VI - RESULTAT FINANCIER		-1 268 762,25	5 560 738,84
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)		1 478 972 917,80	2 098 704 713,91
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-277 583 318,00	-628 653 272,00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires		7 032 819,01	-96 986 328,41
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		10 362 516 933,30	11 464 625 109,18
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-9 168 160 152,51	-9 897 587 338,86
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		1 194 356 780,79	1 567 037 770,32
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		0,00	0,00
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 194 356 780,79	1 567 037 770,32
Résultat minoritaires		85 189 898,58	4 426 500,76
part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence		96 748 968,51	-62 302 666,02
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 376 295 647,88	1 509 161 605,06

الملحق 16: ميزانية السنة المالية 2016.

1. Actif Bilan consolidé

ACTIF	31/12/2016			31/12/2015
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIF NON COURANT				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	115 414 200,00	0,00	115 414 200,00	87 341 040,00
Immobilisations incorporelles	212 104 001,73	195 224 374,97	16 879 626,76	21 588 150,02
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	10 383 338 837,77	0,00	10 383 338 837,77	4 514 492 953,87
Bâtiments	7 329 947 475,94	5 637 047 200,46	1 692 900 275,48	1 649 608 532,26
Autres immobilisations corporelles	15 098 007 460,68	13 798 654 169,79	1 299 353 290,89	1 189 497 235,41
Immobilisations en concession	280 023 210,00	2 252 958,94	277 770 251,06	278 103 983,68
Immobilisations en cours	11 189 299 772,01	0,00	11 189 299 772,01	5 363 985 192,51
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 388 910 621,59	0,00	1 388 910 621,59	1 465 132 799,40
Autres participations et créances rattachées	691 518 175,00	58 940 054,97	632 578 120,03	584 859 076,01
Autres titres immobilisés	3 000 000 000,00	0,00	3 000 000 000,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	154 332 649,23	0,00	154 332 649,23	140 479 615,20
Impôts différés actif	291 018 838,11	0,00	291 018 838,11	472 097 555,36
TOTAL ACTIF NON COURANT	50 133 915 242,06	19 692 118 759,13	30 441 796 482,93	15 767 186 133,72
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	6 358 574 088,97	629 232 318,65	5 729 341 770,32	4 965 900 019,13
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 547 718 023,80	1 906 769 106,35	3 640 948 917,45	3 822 680 037,51
Autres débiteurs	1 255 466 985,99	377 579,41	1 255 089 406,58	1 139 842 768,95
Impôts	185 798 351,63	11 998 649,03	173 799 702,60	179 420 574,16
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	40 666 666,67
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	3 018 559 989,19
Trésorerie	5 214 275 956,41	83 275 568,07	5 131 000 388,34	5 987 644 631,35
TOTAL ACTIF COURANT	18 580 393 395,99	2 631 653 221,51	15 948 740 174,48	19 154 714 686,96
TOTAL GENERAL ACTIF	68 714 308 638,05	22 323 771 980,64	46 390 536 657,41	34 921 900 820,68

UM : DA

PASSIF	31/12/2016	31/12/2015
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotations de l'état	0,00	2 586 812 201,59
Autres fonds propres	8 721 856 492,20	
Primes et réserves -(réserves consolidées)	12 861 813 853,88	12 251 816 341,17
Écarts de réévaluation	1 585 712 860,28	145 245 635,13
Écart d'équivalence	1 037 081 287,61	1 025 006 852,16
Résultat Net	1 509 161 605,06	1 143 817 990,89
Autres capitaux propres -report à nouveau	-1 766 796 831,10	-166 052 299,51
Intérêts minoritaires	1 015 179 929,35	979 287 855,72
TOTAL I	27 464 009 197,27	20 465 934 577,15
PASSIF NON COURANT		
Emprunts et dettes financières	8 973 229 626,56	4 821 513 005,59
Impôts (différés et provisionnés)	17 509 995,00	285 333 000,95
Autres dettes non courantes	1 061 401 552,48	1 061 401 552,48
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 345 087 321,65	1 605 571 934,62
TOTAL PASSIF NON COURANT II	11 397 228 495,69	7 773 819 493,64
PASSIF COURANT		
Fournisseurs et comptes rattachés	2 430 054 019,90	1 931 770 182,61
Impôts	776 153 641,37	402 507 323,51
Autres dettes	3 512 927 858,77	3 619 036 497,36
Trésorerie passif	810 163 444,41	728 832 746,41
TOTAL PASSIF COURANT III	7 529 298 964,45	6 682 146 749,89
TOTAL GENERAL PASSIF	46 390 536 657,41	34 921 900 820,68

الملحق 17: حساب النتائج للسنة المالية 2016.

MM - MN

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2016	31/12/2015	R/O	Evolution 2016/2015
Chiffre d'affaires	10 223 411 484,28	9 984 043 757,71	86,31%	2,40%
Variation stocks produits finis et en cours	265 663 623,51	-11 893 123,70	458,59%	-2333,76%
Production immobilisée	0,00	0,00		
Subvention d'exploitation	0,00	0,00		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 489 075 107,79	9 972 150 634,01	88,13%	5,18%
Achats consommés	-3 663 777 474,24	-3 470 479 457,80	94,99%	5,57%
Services extérieurs et autres consommations	-928 780 089,72	-996 298 147,20	105,49%	-6,78%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-4 592 557 563,96	-4 466 777 605,00	96,94%	2,82%
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	5 896 517 543,83	5 505 373 029,01	82,30%	7,10%
Charges de personnel	-3 023 474 168,42	-3 056 024 245,03	95,38%	-1,07%
Impôts, taxes et versements assimilés	-173 817 524,53	-166 639 675,94	124,52%	4,31%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	2 699 225 850,88	2 282 709 108,04	70,01%	18,25%
Autres produits opérationnels	72 651 701,08	202 735 842,16	59,17%	-64,16%
Autres charges opérationnelles	-99 258 043,60	-143 865 838,16	54,72%	-31,01%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-1 299 102 638,36	-1 328 939 749,35	125,64%	-2,25%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	719 627 105,07	421 168 878,85	1195,39%	70,86%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 093 143 975,07	1 433 808 241,54	74,14%	45,98%
Produits financiers	183 271 195,24	142 454 921,27	225,48%	28,65%
Charges financières	-177 710 456,40	-132 453 560,20	118,08%	34,17%
VI - RESULTAT FINANCIER	5 560 738,84	10 001 361,07	-8,03%	-44,40%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 098 704 713,91	1 443 809 602,61	76,21%	45,36%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-628 653 272,00	-328 709 218,00	117,17%	91,25%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-96 986 328,41	15 393 711,92		-730,04%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	11 464 625 109,18	10 738 510 276,29	94,23%	6,76%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-9 897 587 338,86	-9 638 803 603,60	99,48%	2,68%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 567 037 770,32	1 099 706 672,69	70,67%	42,50%
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)				
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)				
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00		
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 567 037 770,32	1 099 706 672,69	70,67%	42,50%
Résultats minoritaires	4 426 500,76	18 117 370,96	78,32%	-75,57%
Part dans le Résultat des Sociétés mises en équivalence	-62 302 666,02	25 993 947,24		-339,68%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 509 161 605,06	1 143 817 990,89	67,88%	31,94%

الملحق 18: ميزانية السنة المالية 2015.

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et Comptabilité
DATE DE CLOTURE : 31/12/2015

BILAN GROUPE				
ACTIF	31/12/2015			31/12/2014
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	87 341 040,00	0,00	87 341 040,00	58 268 550,00
Immobilisations incorporelles	212 279 501,73	190 691 351,71	21 588 150,02	12 030 521,60
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	4 514 492 953,87	0,00	4 514 492 953,87	4 514 492 953,87
Bâtiments	7 022 975 679,20	5 373 367 146,94	1 649 608 532,26	1 762 997 822,76
Autres immobilisations corporelles	14 957 589 225,86	13 768 091 990,45	1 189 497 235,41	1 604 049 468,87
Immobilisations en concession	280 023 210,00	1 919 226,32	278 103 983,68	86 261 341,26
Immobilisations en cours	5 363 985 192,51	0,00	5 363 985 192,51	2 502 907 388,68
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 465 132 799,40	0,00	1 465 132 799,40	1 846 291 841,31
Autres participations et créances rattachées	641 518 175,00	56 659 098,99	584 859 076,01	49 030 988,72
Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	140 479 615,20	0,00	140 479 615,20	103 321 318,61
Impôts différés actif	472 097 555,36	0,00	472 097 555,36	463 577 177,79
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	35 157 914 948,13	19 390 728 814,41	15 767 186 133,72	13 003 229 373,47
ACTIFS COURANTS	0,00	0,00		
Stocks et encours	5 450 251 412,46	484 351 393,33	4 965 900 019,13	5 606 916 340,97
Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Clients	5 536 082 569,71	1 713 402 532,20	3 822 680 037,51	3 448 794 401,79
Autres débiteurs	1 139 842 768,95	0,00	1 139 842 768,95	1 036 790 150,80
Impôts	524 768 402,40	345 347 828,24	179 420 574,16	256 042 010,23
Autres actif courant	40 666 666,67	0,00	40 666 666,67	18 795 412,47
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Placements et autres actifs financiers courants	3 018 559 989,19	0,00	3 018 559 989,19	3 018 559 989,19
Trésorerie	6 070 920 199,42	83 275 568,07	5 987 644 631,35	5 198 576 727,01
TOTAL ACTIFS COURANTS	21 781 092 008,80	2 826 377 321,84	19 154 714 686,96	18 584 475 032,46
TOTAL GENERAL ACTIF	56 939 006 956,93	22 017 106 136,25	34 921 900 820,68	31 587 704 405,93

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et Comptabilité
DATE DE CLOTURE : 31/12/2015

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

الملحق 19: حساب النتائج للسنة المالية 2015.

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et Comptabilité
DATE DE CLOTURE : 31/12/2015

BILAN GROUPE

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

الملحق 20: ميزانية السنة المالية 2014.



Communiqué aux actionnaires du résultat de l'exercice 2014 - Bilan Consolidé

ACTIF

DESIGNATIONS	31/12/2014			31/12/2013	%
	MONTANTS BRUTS	AMORTIS PROVISIONS	MONTANTS NETS		
ACTIFS NON COURANTS					
États d'investissement (en milliards)	78 289 554,00	0,00	78 289 554,00	18 289 554,00	3%
Immobilisations incorporelles	302 794 544,00	189 748 473,00	113 046 071,00	13 512 549,00	32%
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00	0%
Terres	4 133 242 954,07	0,00	4 133 242 954,07	4 133 049 712,07	9%
Bâtiments	1 433 782 727,07	1 209 787 514,71	223 995 212,36	1 939 355 174,47	4%
Autres immobilisations corporelles	21 800 740 949,13	10 096 047 496,00	11 704 693 453,13	1 009 170 004,47	2%
Immobilisations en construction	47 122 245,00	1 208 904,24	45 913 340,76	10 046 776,00	7%
Immobilisations en cours	1 932 937 384,00	0,00	1 932 937 384,00	470 133 407,71	62%
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00	0%
Titres mis en disposition - entreprises associées	1 046 221 045,20	0,00	1 046 221 045,20	1 176 249 076,70	7%
Autres participations et valeurs mobilières	302 242 070,00	0,00	302 242 070,00	70 181 128,70	22%
Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	0,00	0%
Autres actifs immobilisés	547 113 040,00	0,00	547 113 040,00	1 000 000 000,00	3%
Autres actifs	463 177 177,70	0,00	463 177 177,70	107 000 230,07	23%
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	51 213 883 392,40	18 210 653 719,01	33 003 229 673,39	11 808 739 125,87	15%
ACTIFS COURANTS					
Autres actifs courants	7 503 033 077,30	1 006 004 537,00	6 497 028 540,30	1 000 000 000,00	15%
Équipement et véhicules automobiles	1 148 282 342,10	1 487 454 000,00	2 635 736 342,10	2 600 000 000,00	27%
Autres immobilisations	1 000 700 200,00	0,00	1 000 700 200,00	1 000 000 000,00	44%
Stocks	603 009 000,00	603 009 000,00	0,00	110 000 000,00	100%
Autres actifs courants	10 700 412,07	0,00	10 700 412,07	12 000 000,00	3%
Disponibilités et équivalents	0,00	0,00	0,00	0,00	0%
Prévisions sur autres actifs (réserves courantes)	1 038 100 000,00	0,00	1 038 100 000,00	1 038 100 000,00	100%
Autres actifs	1 281 812 000,00	80 075 000,00	1 201 737 000,00	1 412 075 000,00	4%
TOTAL ACTIFS COURANTS	22 187 487 905,13	3 612 872 873,47	18 574 615 031,66	18 790 834 132,82	12%
TOTAL GENERAL ACTIF	73 401 371 297,53	21 823 526 592,48	51 579 844 641,85	30 600 573 258,69	30%

PASSIF

DESIGNATIONS	31/12/2014	31/12/2013	%
CAPITAUX PROPRES			
Capital social	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00	8%
Capital non appelé	0,00	0,00	0%
Prévisions de réserves (réserves consolidées)	11 180 987 927,81	9 431 000 261,80	30%
Autres réserves	1 338 627 902,48	4 819 764 261,00	60%
Autres disponibilités	178 637 352,80	500 000 000,00	100%
Résultat net	1 477 752 553,23	2 436 247 245,76	44%
Autres capitaux propres (autres que réserves)	0,00	0,00	0%
TOTAL CAPITAUX PROPRES I	17 506 946 384,32	18 738 011 568,56	8%
PASSIFS NON COURANTS			
Équipement et dettes (provisions)	3 381 143 000,00	3 312 000 000,00	100%
Autres dettes (provisions)	2 007 620 000,00	2 122 000 000,00	100%
Autres dettes (sans provisions)	1 000 000 000,00	400 000 000,00	100%
Provisions et produits consolidés d'exercice	1 180 134 400,00	2 011 130 000,00	70%
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	8 488 736 900,00	5 908 230 000,00	60%
PASSIFS COURANTS			
Prévisions et comptes courants	1 400 000 000,00	1 017 000 000,00	100%
Autres	900 000 000,00	900 000 000,00	100%
Autres dettes	1 000 000 000,00	1 000 000 000,00	47%
Autres comptes	1 000 000 000,00	1 000 000 000,00	100%
TOTAL PASSIF COURANTS III	4 300 000 000,00	4 300 000 000,00	100%
TOTAL GENERAL PASSIF	31 887 704 400,32	30 600 573 258,69	50%

Production

DESIGNATIONS	31/12/2014	31/12/2013
Produits	1 000 000 000,00	1 000 000 000,00
Charges	(1 000 000 000,00)	(1 000 000 000,00)
Produit net	0,00	0,00



COMPTE DE RESULTAT

DESIGNATIONS	30/06/2014	30/06/2013	%
Chiffre d'affaires	9 589 625 382,13	12 462 847 181,00	43%
Services relatifs produits finis et en cours	47 506 364,25	780 000 000,00	6%
Production immobilisée	0,00	0,00	0%
Autres prestations	0,00	0,00	0%
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	9 637 131 746,38	13 242 847 181,00	39%
Autres prestations	9 637 131 746,38	0,00	0%
Services relatifs et autres prestations	0,00	13 242 847 181,00	100%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-3 633 249 827,85	-4 296 731 000,37	-11%
III - VALEUR AJOUTÉE ET EMPLOI (I - II)	6 003 881 918,53	7 946 116 180,63	24%
Charges de personnel	1 012 109 202,24	1 048 411 446,11	100%
Impôts, taxes et versements assimilés	229 084 473,70	222 038 000,00	9%
IV - RESULTAT BRUT D'EXPLOITATION	2 576 100 686,37	3 987 886 198,32	34%
Autres produits opérationnels	45 424 274,80	129 726 274,34	100%
Autres produits opérationnels	209 267 976,20	1 000 000 000,00	100%
Dotations aux amortissements et charges de valeur	1 100 510 382,20	0,00	0%
Dotations aux amortissements et provisions	100 000 000,00	100 000 000,00	100%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 618 736 152,77	2 986 886 198,32	46%
Produits financiers	100 000 000,00	10 000 000,00	6%
Charges financières	(100 000 000,00)	(100 000 000,00)	100%
VI - RESULTAT FINANCIER	0,00	0,00	0%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 588 436 152,77	2 786 886 198,32	46%
Impôts (autres que résultats ordinaires)	(100 000 000,00)	(100 000 000,00)	100%
Impôts (autres que résultats ordinaires)	(100 000 000,00)	(100 000 000,00)	100%
Impôts (autres que résultats ordinaires)	(100 000 000,00)	(100 000 000,00)	100%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 388 436 152,77	2 586 886 198,32	41%
Éléments extraordinaires (autres que résultat net)	0,00	0,00	0%
Éléments extraordinaires (autres que résultat net)	0,00	0,00	0%
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00	0%
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 388 436 152,77	2 586 886 198,32	41%
Résultat consolidé	1 388 436 152,77	2 586 886 198,32	100%
Autres résultats consolidés	0,00	0,00	0%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 388 436 152,77	2 586 886 198,32	41%

L'ASSEMBLEE GENERALE ORDINAIRE DU GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL Du 10 juin 2015

Ces deux métriques ont été publiées le 10 juin 2015, à l'heure de la tenue de l'Assemblée Générale Ordinaire des Actionnaires de la Société par Actions dénommée Groupe Industriel SAIDAL, au Capital Social de 2 500 000 000 DA se sont tenues en Assemblée Générale Ordinaire annuelle sur recommandation qui leur a été faite par le Conseil d'Administration par communiqué de presse du 13 Mai 2015.

Première résolution : Examen des comptes sociaux de la Société Mère

L'Assemblée Générale Ordinaire des Actionnaires de l'EPF Spa, Groupe SAIDAL, après avoir pris connaissance des rapports du Conseil d'Administration et des Commissaires aux Comptes, ainsi que des explications complémentaires exposées verbalement, relatives à l'examen.

- Adopter le rapport du Conseil d'Administration de l'exercice 2014
- Approuver les états financiers de l'exercice 2014, avec un total passif / actif net du bilan de 28 883 818 286,13 DA et un résultat net bénéficiaire pour un montant de 1 385 342 685,96 DA.
- Donner quibus de leur mandat aux Administrateurs de l'exercice 2014.
- Mandat le Conseil d'Administration, à l'effet de prendre en charge sur l'exercice 2015 les recommandations formulées par Messieurs les Commissaires aux Comptes.

Deuxième résolution : Affectation des résultats de l'exercice 2014 de la Société Mère

L'Assemblée Générale Ordinaire des Actionnaires de l'EPF Spa GROUPE SAIDAL décide d'affecter le résultat net bénéficiaire d'un montant de 1 385 342 685,96 DA comme suit:

- Dividendes: 400 000 000,00 DA
- Sanctions (3 fois le jeton de présence): 3 180 000,00 DA
- Intéressement des travailleurs: 136 660 000,00 DA
- Réserves facultatives: 784 102 685,96 DA

Troisième résolution : Résultat du bilan consolidé du Groupe SAIDAL

L'Assemblée Générale Ordinaire des Actionnaires de l'EPF Spa, Groupe SAIDAL, après avoir pris connaissance des rapports du Conseil d'Administration et des Commissaires aux Comptes, ainsi que des explications complémentaires exposées verbalement, relatives à l'examen.

- Approuver les comptes sociaux consolidés de l'exercice 2014, avec un total passif / actif net du bilan de 31 887 704 405,93 DA et un résultat net bénéficiaire pour un montant de 1 477 751 553,23 DA.

Quatrième résolution : Libération de la partie variable de la rémunération pour le Cadre gestionnaire principal

Cinquième résolution : Libération de la partie variable de la rémunération pour les Cadres Dirigeants

Sixième résolution : Jetons de présence

Septième résolution : Rémunération du Commissaire aux Comptes

Huitième résolution : Normes de séances autorisées du Conseil d'Administration

Nuvième résolution : Formalités légales et réglementaires

Le Président du Conseil d'Administration
Boumediene DERBAOUI

الملحق 21: ميزانية السنة المالية 2013.

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

DESIGNATIONS	31/12/2013	31/12/2012
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé		
Primes et réserves -(réserves consolidées)	9 421 690 281,30	8 767 303 972,03
Ecart de réévaluation	435 055 761,63	645 898 091,73
Écart d'équivalence	556 004 893,04	0,00
Résultat Net	2 658 147 326,76	1 965 160 951,44
Autres capitaux propres -report à nouveau	319 161 089,57	28 874 721,33
Intérêts minoritaires	858 376 750,19	839 268 275,80
TOTAL I	16 748 436 102,49	14 746 506 012,33
PASSIFS NON COURANTS		
Emprunts et dettes financières	2 911 046 961,36	1 851 741 010,35
Impôts (différés et provisionnés)	252 388 287,15	359 962 619,95
Autres dettes non courantes	493 645 268,24	
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 351 120 085,82	4 129 700 666,41
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	5 008 200 602,57	6 341 404 296,71
PASSIFS COURANTS		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 227 878 706,58	3 250 392 942,41
Impôts	564 464 142,35	551 586 033,66
Autres dettes	5 818 577 282,18	3 662 731 669,91
Trésorerie passif	732 016 536,52	1 468 524 539,53
TOTAL PASSIF COURANT III	8 342 936 667,63	8 933 235 185,51
TOTAL GENERAL PASSIF	30 099 573 372,69	30 021 145 494,55

الملحق 22: حساب النتائج للسنة المالية 2013.

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

الملحق 23: ميزانية السنة المالية 2012.

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012			31/12/2011
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
	ACTIFS NON COURANTS				
	Écart d'acquisition (ou godwill)				
	Immobilisations incorporelles				
	Immobilisations corporelles	197 288 659,28	176 738 016,15	20 550 643,13	28 549 179,29
	Terrains	4 583 697 150,84		4 583 697 150,84	4 574 051 920,08
	Bâtiments	7 397 747 023,53	5 179 180 249,38	2 218 566 774,15	2 207 555 194,66
	Autres immobilisations corporelles	15 623 113 611,00	12 782 105 785,39	2 841 007 825,61	3 154 758 633,07
	Immobilisations en concession	11 014 278,00	333 766,00	10 680 512,00	
	Immobilisations en cours	1 203 233 977,48		1 203 233 977,48	629 850 609,89
	Immobilisations financières				
	Titres mis en équivalences - entreprises associées				
	Autres participations et créances rattachées	184 936 125,00	25 798 499,82	159 137 625,18	355 434 398,22
	Autres titres immobilisés				
	Prêts et autres actifs financiers non courants	30 169 720,32		30 169 720,32	22 578 706,97
	Impôts différés actif	387 701 216,20		387 701 216,20	188 252 038,52
	TOTAL ACTIFS NON COURANTS	29 618 901 761,66	18 164 156 316,74	11 454 745 444,93	11 161 030 680,69
	ACTIFS COURANTS				
	Stocks et encours	7 584 873 527,50	1 409 488 300,45	6 175 385 227,05	6 250 258 341,88
	Créances et emplois assimilés				
	Clients	6 348 332 441,30	1 653 374 493,16	4 694 957 948,14	3 858 127 846,70
	Autres débiteurs	353 452 406,86	16 366,61	353 436 040,24	54 920 016,67
	Impôts	516 413 807,36	345 955 271,32	170 458 536,04	115 389 530,12
	Autres actif courant				
	Disponibilités et assimilés				
	Placements et autres actifs financiers courants	18 642 816,89		18 642 816,89	18 636 212,26
	Trésorerie	7 275 589 341,58	122 069 860,32	7 153 519 481,26	5 819 608 239,40
	TOTAL ACTIFS COURANTS	22 097 304 341,48	3 530 904 291,86	18 566 400 049,63	16 116 940 187,04
	TOTAL GENERAL ACTIF	51 716 206 103,15	21 695 060 608,59	30 021 145 494,54	27 277 970 867,73

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	CAPITAUX PROPRES		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé		
	Primes et réserves -(réserves consolidées)	8 767 303 972,03	7 452 913 713,45
	Ecart de réévaluation	645 898 091,73	900 905 964,74
	Écart d'équivalence	0,00	
	Résultat Net	1 965 160 951,44	2 060 480 315,80
	Autres capitaux propres -report à nouveau	28 874 721,33	116 850 810,38
	Intérêts minoritaires	839 268 275,80	764 331 738,25
	TOTAL I	14 746 506 012,32	13 795 482 542,61
	PASSIFS NON COURANTS		
	Emprunts et dettes financières	1 851 741 010,35	1 595 341 088,53
	Impôts (différés et provisionnés)	359 962 619,95	264 218 542,42
	Autres dettes non courantes	0,00	
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	4 129 700 666,41	3 882 241 343,10
	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	6 341 404 296,71	5 741 800 974,06
	PASSIFS COURANTS		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 250 392 942,41	3 168 135 431,44
	Impôts	551 586 033,66	473 910 601,06
	Autres dettes	3 662 731 669,91	2 943 656 219,19
	Trésorerie passif	1 468 524 539,53	1 154 985 099,37
	TOTAL PASSIF COURANT III	8 933 235 185,51	7 740 687 351,05
	TOTAL GENERAL PASSIF	30 021 145 494,54	27 277 970 867,73

الملحق 24: حساب النتائج للسنة المالية 2012.

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	Chiffre d'affaires	13 895 054 472,57	13 504 270 700,95
	Variation stocks produits finis et en cours	229 626 444,54	-814 751 265,22
	Production immobilisée		
	Subvention d'exploitation		
	I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	14 124 680 917,11	12 689 519 435,74
	Achats consommés	-5 246 886 845,95	-4 699 658 292,69
	Services extérieurs et autres consommations	-914 334 046,84	-905 122 461,07
	II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-6 161 220 892,79	-5 604 780 753,76
	III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	7 963 460 024,32	7 084 738 681,98
	Charges de personnel	-3 809 104 894,13	-3 342 926 582,67
	Impôts, taxes et versements assimilés	-228 139 765,88	-282 932 101,17
	IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 926 215 364,31	3 458 879 998,13
	Autres produits opérationnels	372 976 278,55	250 864 778,47
	Autres charges opérationnelles	-207 496 681,94	-327 946 833,72
	Dotations aux amortissements,provisions et pertes de valeur	-2 144 929 104,62	-1 488 030 462,38
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	575 024 462,41	730 292 504,92
	V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 521 790 318,71	2 624 059 985,42
	Produits financiers	100 796 850,14	102 440 136,94
	Charges financières	-225 135 653,69	-201 298 040,78
	VI - RESULTAT FINANCIER	-124 338 803,55	-98 857 903,84
	VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 397 451 515,15	2 525 202 081,58
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-489 506 617,86	-431 623 267,03
	Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	105 369 639,88	3 128 993,10
	TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	15 264 646 326,18	13 776 767 416,26
	TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-13 267 975 918,89	-11 679 016 474,41
	VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 996 670 407,30	2 097 750 941,85
	Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	
	Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-3 985 277,20	-90,06
	IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	-3 985 277,20	-90,06
	X - RESULTAT DE L'EXERCICE	1 992 685 130,10	2 097 750 851,79
	Résultat minoritaires	27 524 178,66	37 270 535,99
	XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 965 160 951,44	2 060 480 315,80

الملحق 25: ميزانية السنة المالية 2011.

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011			31/12/2010
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
	ACTIFS NON COURANTS				
	Écart d'acquisition (ou goodwill)	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations incorporelles	193 873 834,27	165 324 654,99	28 549 179,29	31 977 115,65
	Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
	Terrains	4 574 051 920,08	0,00	4 574 051 920,08	7 208 256 149,96
	Bâtiments	7 054 832 984,10	4 847 277 789,44	2 207 555 194,66	2 673 469 320,28
	Autres immobilisations corporelles	15 073 575 275,03	11 918 816 641,95	3 154 758 633,07	2 586 484 827,73
	Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations en cours	629 850 609,89	0,00	629 850 609,89	413 652 826,73
	Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
	Titres mis en équivalences - entreprises associées	0,00	0,00	0,00	0,00
	Autres participations et créances rattachées	394 212 125,00	38 777 726,78	355 434 398,22	76 120 418,26
	Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	104 583,33
	Prêts et autres actifs financiers non courants	22 578 706,97	0,00	22 578 706,97	35 036 204,18
	Impôts différés actif	188 252 038,52	0,00	188 252 038,52	187 722 185,64
	TOTAL ACTIFS NON COURANTS	28 131 227 493,85	16 970 196 813,16	11 161 030 680,69	13 212 823 631,77
	ACTIFS COURANTS				
	Stocks et encours	6 896 256 090,37	645 997 748,48	6 250 258 341,88	6 660 644 545,36
	Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
	Clients	5 554 570 051,04	1 696 442 204,33	3 858 127 846,70	4 412 510 499,62
	Autres débiteurs	83 640 971,31	28 720 954,64	54 920 016,67	290 044 345,23
	Impôts	461 641 047,23	346 251 517,11	115 389 530,12	234 772 686,01
	Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	170 718 068,32
	Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
	Placements et autres actifs financiers courants	18 636 212,26	0,00	18 636 212,26	18 559 989,19
	Trésorerie	5 943 752 064,18	124 143 824,78	5 819 608 239,40	3 251 114 197,22
	TOTAL ACTIFS COURANTS	18 958 496 436,39	2 841 556 249,35	16 116 940 187,04	15 038 364 330,95
	TOTAL GENERAL ACTIF	47 089 723 930,23	19 811 753 062,50	27 277 970 867,73	28 251 187 962,68

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	CAPITAUX PROPRES		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé	0,00	0,00
	Primes et réserves -(réserves consolidées)	7 452 913 713,45	7 245 587 393,91
	Écarts de réévaluation	900 905 964,74	375 839 601,41
	Écart d'équivalence	0,00	0,00
	Résultat Net	2 060 480 315,80	1 102 191 923,00
	Autres capitaux propres -report à nouveau	116 850 810,38	-163 180 692,73
	Intérêts minoritaires	764 331 738,25	725 087 222,50
	TOTAL I	13 795 482 542,61	11 785 525 448,08
	PASSIFS NON COURANTS		
	Emprunts et dettes financières	1 595 341 088,53	1 622 583 790,66
	Impôts (différés et provisionnés)	264 218 542,42	219 000 183,14
	Autres dettes non courantes	0,00	0,00
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	3 882 241 343,10	6 778 920 707,67
	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	5 741 800 974,06	8 620 504 681,46
	PASSIFS COURANTS		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 168 135 431,44	3 456 110 747,87
	Impôts	473 910 601,06	298 511 166,93
	Autres dettes	2 943 656 219,19	3 005 203 307,17
	Trésorerie passif	1 154 985 099,37	1 085 332 611,22
	TOTAL PASSIF COURANT III	7 740 687 351,05	7 845 157 833,19
	TOTAL GENERAL PASSIF	27 277 970 867,73	28 251 187 962,68

الملحق 26: حساب النتائج للسنة المالية 2011.

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	Chiffre d'affaires	13 504 270 700,95	12 510 199 865,70
	Variation stocks produits finis et en cours	-814 751 265,22	-938 730 875,65
	Production immobilisée	0,00	0,00
	Subvention d'exploitation	0,00	0,00
	I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	12 689 519 435,74	11 571 468 990,05
	Achats consommés	-4 699 658 292,69	-4 972 752 469,23
	Services extérieurs et autres consommations	-905 122 461,07	-914 339 948,94
	II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 604 780 753,76	-5 887 092 418,17
	III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	7 084 738 681,98	5 684 376 571,88
	Charges de personnel	-3 342 926 582,67	-3 439 806 440,86
	Impôts, taxes et versements assimilés	-282 932 101,17	-308 873 342,92
	IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 458 879 998,13	1 935 696 788,10
	Autres produits opérationnels	250 864 778,47	586 740 850,00
	Autres charges opérationnelles	-327 946 833,72	-327 275 482,25
	Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 488 030 462,38	-1 962 904 998,88
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	730 292 504,92	1 417 710 036,21
	V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 624 059 985,42	1 649 967 193,17
	Produits financiers	102 440 136,94	131 245 824,39
	Charges financières	-201 298 040,78	-261 601 048,77
	VI - RESULTAT FINANCIER	-98 857 903,84	-130 355 224,38
	VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 525 202 081,58	1 519 611 968,80
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-431 623 267,03	-410 899 297,47
	Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	3 128 993,10	0,00
	TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	13 776 767 416,26	13 707 165 700,65
	TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 679 016 474,41	-12 598 453 029,33
	VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	2 097 750 941,85	1 108 712 671,32
	Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00
	Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-90,06	0,00
	IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	-90,06	
	X - RESULTAT DE L'EXERCICE	2 097 750 851,79	1 108 712 671,32
	Résultat minoritaires	37 270 535,99	6 520 748,33
	XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	2 060 480 315,80	1 102 191 923,00

الملحق 27: ميزانية السنة المالية 2010.

DESIGNATIONS	31/12/2010			31/12/2009
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)				
Immobilisations incorporelles	183 932 041,61	151 954 925,96	31 977 115,65	37 284 640,71
Immobilisations corporelles				
Terrains	7 208 256 149,96		7 208 256 149,96	2 750 188 480,92
Bâtiments	7 323 221 848,82	4 647 102 396,41	2 676 119 452,41	1 550 814 289,16
Autres immobilisations corporelles	14 206 128 771,69	11 622 294 076,10	2 583 834 695,59	2 476 366 616,27
Immobilisations en concession				
Immobilisations en cours	413 652 826,73		413 652 826,73	1 454 638 573,71
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalences - entreprises associées				
Autres participations et créances rattachées	114 898 125,00	38 777 706,78	76 120 418,22	12 575 884,73
Autres titres immobilisés	104 583,33		104 583,33	334 666,67
Prêts et autres actifs financiers non courants	35 036 204,18		35 036 204,18	28 073 796,63
Impôts différés actif	187 722 185,64		187 722 185,64	187 722 185,64
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	29 672 952 736,96	16 460 129 105,25	13 212 823 631,71	8 497 999 134,44
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	7 196 284 806,15	535 640 260,79	6 660 644 545,36	7 693 391 067,65
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 988 206 332,35	1 575 695 832,73	4 412 510 499,62	4 269 831 281,08
Autres débiteurs	304 789 906,44	14 745 561,20	290 044 345,24	217 184 420,22
Impôts	445 364 472,17	210 591 786,15	234 772 686,02	272 276 779,32
Autres actif courant	170 718 068,32		170 718 068,32	
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19		18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	3 370 089 732,41	118 975 535,19	3 251 114 197,22	2 207 441 432,24
TOTAL ACTIFS COURANTS	17 494 013 307,03	2 455 648 976,06	15 038 364 330,97	14 678 684 969,70
TOTAL GENERAL ACTIF	47 166 966 043,99	18 915 778 081,31	28 251 187 962,68	23 176 684 104,14

DESIGNATIONS	31/12/2010	31/12/2009
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé		
Primes et réserves -(réserves consolidées)	7 245 587 393,87	4 991 039 758,17
Ecart de réévaluation	375 839 601,41	457 264 505,16
Ecart d'équivalence		
Résultat Net	1 102 191 923,00	2 871 813 551,05
Autres capitaux propres -report à nouveau	-163 180 692,73	-280 371 061,06
Intérêts minoritaires	725 087 222,50	721 558 023,18
TOTAL I	11 785 525 448,05	11 261 304 776,50
PASSIFS NON COURANTS		
Emprunts et dettes financières	1 622 608 040,67	1 678 218 688,27
Impôts (différés et provisionnés)	219 000 183,14	219 000 183,14
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits comptabilisés d'avance	6 778 896 457,66	1 221 630 032,47
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	8 620 504 681,47	3 118 848 903,88
PASSIFS COURANTS		
Fournisseurs et comptes rattachés	3 456 110 747,86	5 015 796 912,70
Impôts	298 511 166,93	686 363 758,09
Autres dettes	3 005 203 307,15	2 059 056 189,45
Trésorerie passif	1 085 332 611,22	1 035 313 563,52
TOTAL PASSIF COURANT III	7 845 157 833,16	8 796 530 423,76
TOTAL GENERAL PASSIF	28 251 187 962,68	23 176 684 104,14

الملحق 28: حساب النتائج للسنة المالية 2010.

DESIGNATIONS	31/12/2010	31/12/2009
Chiffre d'affaires	12 510 199 865,69	12 038 305 678,28
Variation stocks produits finis et en cours	-938 730 875,65	2 198 210 641,66
Production immobilisée		
Subvention d'exploitation		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	11 571 468 990,04	14 236 516 319,94
Achats consommés	-4 972 752 469,23	-5 202 503 548,03
Services extérieurs et autres consommations	-914 365 387,55	-943 734 235,02
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 887 117 856,78	-6 146 237 783,05
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	5 684 351 133,26	8 090 278 536,89
Charges de personnel	-3 439 806 440,86	-3 078 975 081,59
Impôts, taxes et versements assimilés	-308 873 342,92	-315 548 872,83
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 935 671 349,48	4 695 754 582,47
Autres produits opérationnels	586 740 850,00	377 945 963,06
Autres charges opérationnelles	-327 275 482,25	-318 957 687,57
Dotations aux amortissements ,provisions et pertes de valeur	-1 962 879 560,27	-3 322 709 630,78
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	1 417 710 036,21	1 489 948 522,19
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 649 967 193,17	2 921 981 749,37
Produits financiers	131 245 824,40	1 007 190 732,66
Charges financières	-261 601 048,77	-433 506 361,60
VI - RESULTAT FINANCIER	-130 355 224,37	573 684 371,06
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 519 611 968,80	3 495 666 120,43
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-410 899 297,47	-622 213 829,58
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires		
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	13 707 165 700,65	17 111 601 537,85
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-12 598 453 029,32	-14 238 149 247,00
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 108 712 671,33	2 873 452 290,85
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		
X - RESULTAT DE L'EXERCICE	1 108 712 671,33	2 873 452 290,85
Résultats minoritaires	-6 520 748,33	-1 638 739,80
XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 102 191 923,00	2 871 813 551,05

الملحق 29: ميزانية السنة المالية 2009.

N° DE CPTES	DESIGNATION	MONTANTS BRUTS	MONTANTS AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS
INVESTISSEMENTS				
20	Frais préliminaires	713 367 321	361 208 738	352 158 583
21	Valeurs incorporelles	101 946 481	99 475 587	2 470 893
22	Terrains	1 864 446 778		1 864 446 778
24	Équipements de production	19 357 204 466	15 460 555 832	3 896 648 635
25	Équipements sociaux	39 366 461	25 664 697	13 701 765
28	Investissements en cours	1 406 926 021		1 406 926 021
TOTAL		23 483 257 529	15 946 904 853	7 536 352 675
STOCKS				
30	Marchandises	30 428 130	83 515	30 344 614
31	Matières et fournitures	2 614 000 327	329 135 441	2 284 864 886
33	Produits semi finis	187 134 719	44 152 154	142 982 565
34	Produits et travaux en cours	55 715 482		55 715 482
35	Produits finis	5 526 048 949	239 590 222	5 286 458 728
36	Déchets et rebuts			
37	Stocks à l'extérieur	523 372 634	94 181	523 278 453
TOTAL II		8 936 700 242	613 055 513	8 323 644 728
CREANCES				
42	Créances d'investissement	167 411 164	25 652 707	141 758 457
43	Créances de stocks	390 577 920	14 141 006	376 436 914
44	Créances sur ass et stes app	49 249 431		49 249 431
45	Avances pour compte	365 442 013	195 783 538	169 658 476
46	Avances d'exploitation	156 495 950	604 555	155 891 395
47	Créances sur clients	5 910 304 863	1 562 817 818	4 347 487 045
48	Disponibilités	2 273 653 209	113 251 368	2 160 401 841
40	Comptes débiteurs du passif	5 546 418		5 546 418
TOTAL III		9 318 680 969	1 912 250 992	7 406 429 977
TOTAL ACTIF		41 738 638 739	18 472 211 358	23 266 427 381

N° DE CPTES	DESIGNATION	MONTANTS	MONTANTS
FONDS PROPRES			9 789 871 730
10	Capital social	2 500 000 000	
12	Primes d'apport	-357 445	
13	Réserves	4 823 196 125	
14	Subventions reçues	15 666 223	
15	Écart de réévaluation	457 264 505	
16	Intérêts minoritaires	778 838 221	
18	R.I.A	47 170 605	
19	Provisions pour perte et charges	1 168 093 495	
TOTAL I		9 789 871 730	9 789 871 730
DETTES			10 601 555 286
52	Dettes d'investissement	2 509 161 829	
53	Dettes de stocks	3 157 062 139	
54	Détention pour compte	74 078 658	
55	Dettes sur ass et stes app	1 946 288 091	
56	Dettes d'exploitation	1 436 680 604	
57	Avances commerciales	202 492 832	
58	Dettes financières	1 250 217 206	
50	Comptes créditeurs de l'actif	25 573 927	
TOTAL II		10 601 555 286	10 601 555 286
RESULTAT (BENEFICE)			2 875 000 365
TOTAL PASSIF		23 266 427 381	23 266 427 381

الملحق 30: حساب النتائج للسنة المالية 2009.

N° DE CPTES	DESIGNATION	MONTANTS	MONTANTS
70	Ventes marchandises		333 684 806
60	Marchandises consommées	312 048 354	
80	MARGE BRUTE		21 636 452
71	Production vendue		11 566 147 307
72	Production stockée		2 214 173 042
73	P.E.P.E.M		
74	Prestations fournies		291 113 741
75	Transfert de charges de production		55 242 022
61	Matières et fourts consommées	4 861 435 728	
62	Services	789 318 773	
81	VALEUR AJOUTEE		8 497 558 062
77	Produits divers		62 136 570
78	Transfert de charges d'exploitation		43 941 199
63	Frais de personnel	3 099 420 784	
64	Impôts et taxes	313 988 561	
65	Frais financiers	299 073 900	
66	Frais divers	128 113 624	
68	Dotations aux amortissements	1 170 510 055	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		3 592 528 907
79	Produits hors exploitation		2 532 766 253
69	Charges hors exploitation	2 608 095 321	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	75 329 069	
	Résultat brut de l'exercice		3 517 199 838
	Quote part résultat consolidé	1 638 740	
	Impôts sur le bénéfice	640 560 733	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		2 875 000 365

الملحق 31: ميزانية السنة المالية 2008.

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS
	INVESTISSEMENTS			
20	Frais préliminaires	541 488 510,88	252 965 499,03	288 523 011,85
21	Valeurs incorporelles	99 805 796,24	97 154 784,73	2 651 011,51
22	Terrains	817 594 733,02		817 594 733,02
24	Equipements de production	18 638 625 922,84	14 601 584 086,56	4 037 041 836,28
25	Equipements sociaux	38 992 053,62	24 557 348,94	14 434 704,68
28	Investissements en cours	505 707 226,64		505 707 226,64
	TOTAL	20 642 214 243,24	14 976 261 719,26	5 665 952 523,98
	STOCKS			
30	Marchandises	17 067 385,62	249 112,90	16 818 272,72
31	Matières et fournitures	2 286 852 532,08	221 602 891,93	2 065 249 640,15
33	Produits semi finis	159 257 587,91	38 409 511,46	120 848 076,45
34	Produits et travaux en cours	67 393 457,39		67 393 457,39
35	Produits finis	3 570 139 636,41	222 044 966,24	3 348 094 670,17
36	Déchets et rebuts			0,00
37	Stocks à l'extérieur	583 032 468,51	94 174,81	582 938 293,70
	TOTAL II	6 683 743 067,92	482 400 657,34	6 201 342 410,58
	CREANCES			
42	Créances d'investissement	158 818 497,32	12 980 706,78	145 837 790,54
43	Créances de stocks	71 221 024,64	4 532 473,19	66 688 551,45
44	Créances sur ass et stes app	90 168 085,42		90 168 085,42
45	Avances pour compte	361 186 010,92	144 203 868,50	216 982 142,42
46	Avances d'exploitation	129 532 775,39	604 555,00	128 928 220,39
47	Créances sur clients	5 625 649 563,39	837 188 214,56	4 788 461 348,83
48	Disponibilités	1 451 510 421,48	113 249 004,56	1 338 261 416,92
40	Comptes débiteurs du passif	31 579 259,78		31 579 259,78
	TOTAL III	7 919 665 638,34	1 112 758 822,59	6 806 906 815,75
	RESULTAT (PERTE)			0,00
	TOTAL ACTIF	35 245 622 949,50	16 571 421 199,19	18 674 201 750,31

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	MONTANTS
	FONDS PROPRES		7 257 107 387,77
10	Capital social	2 500 000 000,00	
12	Primes d'apport	-384 494,76	
13	Réserves	3 942 774 959,34	
14	Subventions reçues	21 647 667,55	
16	Difference de consolidation	-59 569 651,82	
15	Ecart de réévaluation	538 689 408,91	
18	R.I.A	79 470 723,87	
19	Provisions pour perte et charges	234 478 774,68	
	TOTAL I	7 257 107 387,77	7 257 107 387,77
	DETTES		10 088 493 252,76
52	Dettes d'investissement	2 550 734 408,62	
53	Dettes de stocks	2 167 475 318,42	
54	Détention pour compte	87 098 815,24	
55	Dettes sur ass et stes app	1 595 143 233,99	
56	Dettes d'exploitation	1 569 411 163,08	
57	Avances commerciales	268 489 693,25	
58	Dettes financières	1 829 761 718,03	
50	Comptes créditeurs de l'actif	20 378 902,13	
	TOTAL II	10 088 493 252,76	10 088 493 252,76
	RESULTAT (BENEFICE)	1 328 601 109,78	1 328 601 109,78
	TOTAL PASSIF	18 674 201 750,31	18 674 201 750,31

الملحق 32: حساب النتائج للسنة المالية 2008.

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		305 799 515,72
60	Marchandises consommées	292 559 166,58	
80	MARGE BRUTE		13 240 349,14
71	Production vendue		10 915 950 151,79
72	Production stockée		331 300 843,36
73	P.E.P.E.M		
74	Prestations fournies		198 006 053,78
75	Transfert de charges de production		61 614 316,48
61	Matières et fourts consommées	4 301 190 521,41	
62	Services	716 794 629,72	
81	VALEUR AJOUTEE		6 502 126 563,42
77	Produits divers		18 289 967,92
78	Transfert de charges d'exploitation		54 439 362,57
63	Frais de personnel	3 061 841 789,81	
64	Impôts et taxes	275 634 072,69	
65	Frais financiers	273 387 343,07	
66	Frais divers	93 488 859,46	
68	Dotations aux amortissements	761 734 123,02	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		2 108 769 705,86
79	Produits hors exploitation		1 082 309 548,83
69	Charges hors exploitation	1 383 472 445,11	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	301 162 896,28	
	Résultat brut de l'exercice		1 807 606 809,58
	Quote part resultat consolidé		5 869 108,18
	Marge sur stocks		16 453 114,65
	Impôts sur le bénéfice	456 683 476,97	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 328 601 109,78

الملحق 33: ميزانية السنة المالية 2007.

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	355 537 819,29	152 849 091,89	202 688 727,60			355 537 819,29	152 849 091,89	202 688 727,60
21	Valeurs incorporelles	97 532 996,34	94 724 545,56	2 808 450,78			97 532 996,34	94 724 545,56	2 808 450,78
22	Terrains	377 111 615,45		377 111 615,45			377 111 615,45		377 111 615,45
24	Equipements de production	17 612 372 633,72	13 630 425 489,58	3 981 947 144,14			17 612 372 633,72	13 630 425 489,58	3 981 947 144,14
25	Equipements sociaux	33 615 340,22	22 639 302,40	10 976 037,82			33 615 340,22	22 639 302,40	10 976 037,82
28	Investissements en cours	20 392 055,40		20 392 055,40			20 392 055,40		20 392 055,40
	INVESTISSEMENTS	18 496 562 460,42	13 900 638 429,23	4 595 924 031,19			18 496 562 460,42	13 900 638 429,23	4 595 924 031,19
30	Marchandises	864 183 248,14	2 285 050,00	861 898 198,14		864 183 248,14			
31	Matières et fournitures	1 772 107 377,72	170 499 892,10	1 601 607 485,62			1 772 107 377,72	170 499 892,10	1 601 607 485,62
33	Produits semi finis	110 613 477,16	6 902 673,62	103 710 803,54			110 613 477,16	6 902 673,62	103 710 803,54
35	Produits finis	1 948 244 081,35	69 346 286,74	1 878 897 794,61	785 340 213,34		2 733 584 294,69	71 631 336,74	2 661 952 957,95
36	Déchets et rebuts			0,00					0,00
37	Stocks à l'extérieur	169 451 905,98		169 451 905,98			169 451 905,98		169 451 905,98
	STOCKS	4 864 600 090,35	249 033 902,46	4 615 566 187,89			4 785 757 055,55	249 033 902,46	4 536 723 153,09
42	Créances d'investissement	3 805 683 541,31	16 728 614,07	3 788 954 927,24		2 577 500 000,00	1 228 183 541,31	16 728 614,07	1 211 454 927,24
43	Créances de stocks	12 003 727,79		12 003 727,79			12 003 727,79		12 003 727,79
44	Créances sur ass et stes app	7 985 369 652,04		7 985 369 652,04		7 903 681 667,81	81 687 984,23		81 687 984,23
45	Avances pour compte	563 541 197,42	96 187 602,49	467 353 594,93		203 540 275,72	360 000 921,70	96 187 602,49	263 813 319,21
46	Avances d'exploitation	99 176 028,74	604 555,00	98 571 473,74			99 176 028,74	604 555,00	98 571 473,74
47	Créances sur clients	10 335 132 761,09	683 935 524,63	9 651 197 236,42		6 259 048 231,64	4 076 084 529,41	683 935 524,63	3 392 149 004,78
48	Disponibilités	874 983 644,18	76 896 881,94	798 086 762,24			874 983 644,18	76 896 881,94	798 086 762,24
40	Comptes débiteurs du passif	24 182 420,46		24 182 420,46			24 182 420,46		24 182 420,46
	CREANCES	23 790 072 972,99	874 353 178,13	22 825 719 794,86			6 756 302 797,82	874 353 178,13	5 881 949 619,69
	RESULTAT (PERTE)			0,00					
	TOTAL ACTIF	47 061 235 523,76	15 024 025 509,82	32 037 210 013,94			30 038 022 313,79	15 024 025 509,82	15 014 596 803,97

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	5 077 500 000,00	2 577 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	2 683 513 404,14		282 000 000,00	2 965 513 404,14
14	Subventions reçues	27 699 328,76			27 699 328,76
15	Ecart de réévaluation	620 193 156,27			620 193 156,27
18	R.I.A	5 887 289,03			5 887 289,03
19	Provisions pour perte et charges	24 041 845,53			24 041 845,53
	FONDS PROPRES	8 438 835 023,73			6 143 335 023,73
52	Dettes d'investissement	2 679 493 907,01	67 407 543,47		2 612 086 363,54
53	Dettes de stocks	2 740 747 236,16	1 868 983 895,26		871 763 340,90
54	Détention pour compte	69 780 544,96			69 780 544,96
55	Dettes sur ass et stes app	13 037 312 068,37	11 580 907 932,93		1 456 404 135,44
56	Dettes d'exploitation	983 424 579,45	51 180 868,86		932 243 710,59
57	Avances commerciales	226 327 716,79	14 982 553,06		211 345 163,73
58	Dettes financières	2 621 853 855,36	782 807 381,59		1 839 046 473,77
50	Comptes créditeurs de l'actif	6 442 276,44			6 442 276,44
	DETTES	22 365 382 184,54			7 999 112 009,37
	RESULTAT (BENEFICE)	1 232 992 805,67	360 843 034,80		872 149 770,87
	TOTAL PASSIF	32 037 210 013,94			15 014 596 803,97

الملحق 34: حساب النتائج للسنة المالية 2007.

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		7 285 354 402,69	6 694 559 378,32			590 795 024,37
60	Marchandises consommées	6 733 110 489,62			6 184 227 564,02	548 882 925,60	
80	MARGE BRUTE		552 243 913,07				41 912 098,77
71	Production vendue		6 869 686 753,75		274 965 849,74		7 144 652 603,49
72	Production stockée		265 293 160,35		147 182 286,14		412 475 446,49
73	P.E.P.E.M		113 619,88				113 619,88
74	Prestations fournies		341 785 879,82	54 837 221,24			286 948 658,58
75	Transfert de charges de production		111 421 551,24				111 421 551,24
61	Matières et four consommées	2 626 987 701,84			28 306 324,81	2 598 681 377,03	
62	Services	601 950 726,71			74 724 487,85	527 226 238,86	
81	VALEUR AJOUTEE		4 911 606 449,56				4 871 616 362,56
77	Produits divers		313 218 442,51	282 000 000,00			31 218 442,51
78	Transfert de charges d'exploitation		57 173 213,48				57 173 213,48
63	Frais de personnel	2 453 605 930,57				2 453 605 930,57	
64	Impôts et taxes	218 060 562,76				218 060 562,76	
65	Frais financiers	205 807 857,31				205 807 857,31	
66	Frais divers	86 053 843,26				86 053 843,26	
68	Dotations aux amortissements	584 486 230,47				584 486 230,47	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		1 733 983 681,18				1 411 993 594,18
79	Produits hors exploitation		564 705 156,95				564 705 156,95
69	Charges hors exploitation	774 086 458,22			39 990 087,00	734 096 371,22	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	209 381 301,27				169 391 214,27	
	Résultat brut de l'exercice		1 524 602 379,91				1 242 602 379,91
	Marge sur stocks P.F						78 843 034,80
	Impôts sur le bénéfice	291 609 574,24				291 609 574,24	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 232 992 805,67				872 149 770,87

الملحق 35: ميزانية السنة المالية 2006.

SAIDAL SPA
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2006

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTIS PROVISIONS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTIS PROVISIONS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	229 739 385,34	77 719 847,47	152 019 537,87			229 739 385,34	77 719 847,47	152 019 537,87
21	Valeurs incorporelles	96 856 724,64	93 243 881,98	3 612 842,66			96 856 724,64	93 243 881,98	3 612 842,66
22	Terrains	360 832 211,45		360 832 211,45			360 832 211,45		360 832 211,45
24	Equipements de production	17 163 528 072,52	13 002 481 054,60	4 161 047 017,92			17 163 528 072,52	13 002 481 054,60	4 161 047 017,92
25	Equipements sociaux	32 454 764,28	21 499 364,78	10 955 399,50			32 454 764,28	21 499 364,78	10 955 399,50
28	Investissements en cours	78 055 935,67		78 055 935,67			78 055 935,67		78 055 935,67
	INVESTISSEMENTS	17 961 467 093,90	13 194 944 148,83	4 766 522 945,07			17 961 467 093,90	13 194 944 148,83	4 766 522 945,07
30	Marchandises	709 606 614,59		709 606 614,59			709 606 614,59		709 606 614,59
31	Matières et fournitures	1 803 200 738,53	172 309 114,16	1 630 891 624,37			1 803 200 738,53	172 309 114,16	1 630 891 624,37
33	Produits semi finis	75 494 045,98	6 719 769,25	68 774 276,73			75 494 045,98	6 719 769,25	68 774 276,73
35	Produits finis	1 716 048 830,81	32 329 209,43	1 683 719 621,38	709 606 614,59	64 509 692,24	2 361 145 753,16	32 329 209,43	2 328 816 543,73
37	Stocks à l'extérieur	278 720 941,39		278 720 941,39			278 720 941,39		278 720 941,39
	STOCKS	4 583 071 171,30	211 358 092,84	4 371 713 078,46			4 518 561 479,06	211 358 092,84	4 307 203 386,22
42	Créances d'investissement	3 207 447 515,48	82 063 066,83	3 125 384 448,65		1 977 500 000,00	1 229 947 515,48	82 063 066,83	1 147 884 448,65
43	Créances de stocks	63 365 269,57		63 365 269,57			63 365 269,57		63 365 269,57
44	Créances sur associés et stes app	7 816 668 919,44		7 816 668 919,44	7 731 980 935,21		84 687 984,23		84 687 984,23
45	Avances pour compte	552 325 349,25	48 361 690,06	503 963 659,19		177 563 599,63	374 761 749,62	48 361 690,06	326 400 059,56
46	Avances d'exploitation	84 484 973,33	604 555,00	83 880 418,33			84 484 973,33	604 555,00	83 880 418,33
47	Créances sur clients	8 859 233 588,60	687 712 124,51	8 171 521 464,09	5 397 737 663,47		3 461 495 925,13	687 712 124,51	2 773 783 800,62
48	Disponibilités	819 031 155,19	76 896 881,94	742 134 273,24			819 031 155,19	76 896 881,94	742 134 273,24
40	Comptes débiteurs du passif	51 138 941,21		51 138 941,21		4 000 455,47	47 138 485,74		47 138 485,74
	CREANCES	21 453 695 712,26	895 638 318,34	20 558 057 393,92			6 164 913 058,48	895 638 318,34	5 269 274 740,14
	RESULTAT (PERTE)								
	TOTAL ACTIF	43 998 233 977,46	14 301 940 560,01	29 696 293 417,45			28 644 941 631,44	14 301 940 560,01	14 343 001 071,43

SAIDAL SPA
D.P.S.F
DATE DE CLOTURE : 31/12/2006

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	4 477 500 000,00	1 977 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	2 079 810 634,08		560 000 000,00	2 639 810 634,08
14	Subventions reçues	33 620 084,58			33 620 084,58
15	Ecart de réévaluation	701 696 903,62			701 696 903,62
18	R.I.A	3 019 848,32			3 019 848,32
19	Provisions pour perte et charges	28 591 382,50			28 591 382,50
	FONDS PROPRES	7 324 238 853,10			5 906 738 853,10
52	Dettes d'investissement	2 774 418 756,83	62 105 328,86		2 712 313 427,97
53	Dettes de stocks	2 749 133 273,70	1 797 499 664,21		951 633 609,49
54	Détention pour compte	50 662 563,33			50 662 563,33
55	Dettes sur associés et stes app	11 878 818 111,29	10 613 180 330,85		1 265 637 780,44
56	Dettes d'exploitation	902 791 245,10	41 596 988,81		861 194 256,29
57	Avances commerciales	175 124 920,00	19 607 842,07		155 517 077,93
58	Dettes financières	2 614 804 518,57	758 790 959,85		1 856 013 558,72
50	Comptes créditeurs de l'actif	54 307 650,73	18 501 539,13		35 806 111,60
	DETTES	21 200 061 039,55			7 888 778 385,77
	RESULTAT (BENEFICE)	1 171 993 524,80	624 509 692,24		547 483 832,56
	TOTAL PASSIF	29 696 293 417,45			14 343 001 071,43

الملحق 36: حساب النتائج للسنة المالية 2006.

SAIDAL SPA
D.P.S.F
DATE DE CLOTURE : 31/12/2006

BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		6 469 288 543,64	5 939 281 559,47			530 006 984,17
60	Marchandises consommées	5 971 565 028,66			5 464 773 144,83	506 791 883,83	
80	MARGE BRUTE		497 723 514,98				23 215 100,34
71	Production vendue		5 958 186 830,70		454 555 789,78		6 412 742 620,48
72	Production stockée		522 934 918,11	34 184 752,88			488 750 165,23
73	P.E.P.E.M		798 081,37				798 081,37
74	Prestations fournies		353 759 565,55	74 148 026,71			279 611 538,84
75	Transfert de charges de production		104 122 239,29				104 122 239,29
61	Matières et fourts consommées	2 591 048 910,19			27 057 291,04	2 563 991 619,15	
62	Services	558 513 541,63			92 702 229,65	465 811 311,98	
81	VALEUR AJOUTEE		4 287 962 698,18				4 279 436 814,42
77	Produits divers		578 226 988,51	560 000 000,00			18 226 988,51
78	Transfert de charges d'exploitation		48 687 103,48				48 687 103,48
63	Frais de personnel	2 122 146 018,69				2 122 146 018,69	
64	Impôts et taxes	175 465 035,28				175 465 035,28	
65	Frais financiers	223 700 807,38				223 700 807,38	
66	Frais divers	68 183 350,67				68 183 350,67	
68	Dot aux amortissements	537 190 191,38				537 190 191,38	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		1 788 191 386,77				1 219 665 503,01
79	Produits hors exploitation		406 799 987,78	718 880,28			406 081 107,48
69	Charges hors exploitation	795 313 979,54			9 244 764,04	786 069 215,50	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	388 513 991,78				379 988 108,02	
	Résultat brut de l'exercice		1 399 677 394,99				839 677 394,99
	Marge sur stocks P.F						-64 509 692,24
	Impôts sur le bénéfice	227 683 870,19				227 683 870,19	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 171 993 524,80				547 483 832,56

الملحق 37: ميزانية السنة المالية 2005.

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2005

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	75 394 752,26	53 250 858,20	22 143 894,06			75 394 752,26	53 250 858,20	22 143 894,06
21	Valeurs incorporelles	94 511 459,44	90 891 187,31	3 620 272,13			94 511 459,44	90 891 187,31	3 620 272,13
22	Terrains	360 832 211,45		360 832 211,45			360 832 211,45	0,00	360 832 211,45
24	Equipements de production	15 821 761 926,28	12 479 464 834,40	3 342 297 091,88			15 821 761 926,28	12 479 464 834,40	3 342 297 091,88
25	Equipements sociaux	31 939 748,73	20 224 979,31	11 714 769,42			31 939 748,73	20 224 979,31	11 714 769,42
28	Investissements en cours	1 234 755 418,89		1 234 755 418,89			1 234 755 418,89	0,00	1 234 755 418,89
	INVESTISSEMENTS	17 619 195 517,02	12 643 831 859,22	4 975 363 657,89			17 619 195 517,02	12 643 831 859,22	4 975 363 657,89
30	Marchandises	727 670 595,94		727 670 595,94		727 670 595,94	0,00	0,00	0,00
31	Matières et fournitures	1 749 971 442,21	151 283 614,76	1 598 687 827,45			1 749 971 442,21	151 283 614,76	1 598 687 827,45
33	Produits semi finis	52 810 376,73	1 715 245,40	51 095 131,33			52 810 376,73	1 715 245,40	51 095 131,33
35	Produits finis	1 228 151 184,04	39 855 975,57	1 188 295 208,47	727 670 595,94	66 151 872,36	1 889 669 907,62	39 855 975,57	1 849 813 932,05
36	Déchets et rebuts			0,00			0,00	0,00	0,00
37	Stocks à l'extérieur	258 653 980,28		258 653 980,28			258 653 980,28	0,00	258 653 980,28
	STOCKS	4 017 257 579,20	192 854 835,73	3 824 402 743,47			3 951 105 706,84	192 854 835,73	3 758 250 871,11
42	Créances d'investissement	3 198 040 511,72	37 597 497,59	3 160 443 014,13		1 977 500 000,00	1 220 540 511,72	37 597 497,59	1 182 943 014,13
43	Créances de stocks	50 991 648,05		50 991 648,05		2 500 000,00	48 491 648,05	0,00	48 491 648,05
44	Créances sur ass et stes	6 910 018 559,44		6 910 018 559,44		6 807 364 936,57	102 653 622,87	0,00	102 653 622,87
45	Avances pour compte	492 534 696,85		492 534 696,85		138 114 915,11	354 419 781,74	0,00	354 419 781,74
46	Avances d'exploitation	155 835 818,84	604 555,00	155 231 263,84			155 835 818,84	604 555,00	155 231 263,84
47	Créances sur clients	8 312 224 975,74	629 198 545,85	7 683 026 429,89		4 994 592 995,37	3 317 631 980,37	629 198 545,85	2 688 433 434,52
48	Disponibilités	1 097 525 765,75	76 896 881,94	1 020 628 883,81			1 097 525 765,75	76 896 881,94	1 020 628 883,81
40	Comptes débiteurs divers	102 618 408,29		102 618 408,29		83 582 795,23	19 035 613,05	0,00	19 035 613,05
	CREANCES	20 319 790 384,67	744 297 480,38	19 575 492 904,29			6 316 134 742,39	744 297 480,38	5 571 837 262,01
	RESULTAT (PERTE)								
	TOTAL ACTIF	41 956 243 480,89	13 580 984 175,33	28 375 259 305,56			27 886 435 966,25	13 580 984 175,33	14 305 451 790,92

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2005

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	4 477 500 000,00	1 977 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	1 918 853 944,04		480 251 331,02	2 399 105 275,06
14	Subventions reçues	44 792 164,06			44 792 164,06
15	Ecart de réévaluation	783 200 651,16			783 200 651,16
18	R.I.A	-19 748 668,98		19 748 668,98	0,00
19	Provisions pour perte et c	44 893 326,36			44 893 326,36
	FONDS PROPRES	7 249 491 416,64			5 771 991 416,64
52	Dettes d'investissement	3 129 536 783,98	42 573 644,18		3 086 963 139,80
53	Dettes de stocks	2 780 008 648,97	1 743 262 152,83		1 036 746 496,14
54	Détention pour compte	68 207 066,66			68 207 066,66
55	Dettes sur ass et stes	10 394 135 970,48	9 255 572 433,34		1 138 563 537,14
56	Dettes d'exploitation	940 143 510,42	73 691 913,84		866 451 596,58
57	Avances commerciales	102 636 984,85	21 543 081,06		81 093 903,79
58	Dettes financières	2 675 436 189,76	889 512 417,03		1 785 923 772,73
50	Comptes créditeurs divers	38 955 660,70			38 955 660,70
	DETTES	20 129 060 815,82			8 102 905 173,54
	RESULTAT (BENEFICE)	996 707 073,10	566 151 872,36		430 555 200,74
	TOTAL PASSIF	28 375 259 305,56			14 305 451 790,92

الملحق 38: حساب النتائج للسنة المالية 2005.

SAIDAL SPA
DATE DE CLOTURE : 31/12/2005
BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		6 088 417 043,60	6 030 393 087,18			58 023 956,42
60	Marchandises consommées	5 609 001 184,81			5 564 012 718,70	44 988 466,11	
80	MARGE BRUTE		479 415 858,79				13 035 490,31
71	Production vendue		6 206 862 010,23		331 388 346,16		6 538 250 356,39
72	Production stockée	219 309 671,04			93 866 312,77	125 443 358,27	0,00
73	P.E.P.E.M		8 845 079,15				8 845 079,15
74	Prestations fournies		196 177 718,61	71 609 350,13			124 568 368,48
75	Transfert de charges de production		73 182 350,86				73 182 350,86
61	Matières et fourcs consommés	2 550 610 120,44			23 612 153,97	2 526 997 966,47	
62	Services	484 708 851,55			86 905 999,96	397 802 851,59	
81	VALEUR AJOUTEE		3 709 854 374,61				3 707 637 468,86
77	Produits divers		553 581 123,79	500 000 000,00			53 581 123,79
78	Transfert de charges d'exploitation		50 170 780,11				50 170 780,11
63	Frais de personnel	1 995 047 609,77				1 995 047 609,77	
64	Impôts et taxes	199 615 681,11				199 615 681,11	
65	Frais financiers	255 011 835,70				255 011 835,70	
66	Frais divers	56 741 913,74				56 741 913,74	
68	Dot aux amortissements	440 018 601,96				440 018 601,96	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		1 367 170 636,23				864 953 730,48
79	Produits hors exploitation		518 416 621,36				518 416 621,36
69	Charges hors exploitation	657 986 793,81			2 216 905,75	655 769 888,06	
84	RESULTAT HORS EX	139 570 172,45				137 353 266,70	
	Résultat brut de l'exercice		1 227 600 463,78				727 600 463,78
	Marge sur stocks P.F						66 151 872,36
	Impôts sur le bénéfice	230 893 390,68				230 893 390,68	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		996 707 073,10				430 555 200,74

الملحق 39: ميزانية السنة المالية 2004.

SAIDAL SPA
DATE DE CLOTURE : 31/12/2004

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	59 472 068,88	46 564 086,67	12 907 982,21			59 472 068,88	46 564 086,67	12 907 982,21
21	Valeurs incorporelles	94 036 836,94	87 898 455,55	6 138 381,39			94 036 836,94	87 898 455,55	6 138 381,39
22	Terrains	359 829 780,00		359 829 780,00			359 829 780,00	0,00	359 829 780,00
24	Equipements de production	15 559 200 043,83	12 160 323 032,09	3 398 877 011,74			15 559 200 043,83	12 160 323 032,09	3 398 877 011,74
25	Equipements sociaux	36 067 293,22	24 289 369,96	11 777 923,26			36 067 293,22	24 289 369,96	11 777 923,26
28	Investissements en cours	541 679 692,74		541 679 692,74			541 679 692,74	0,00	541 679 692,74
	INVESTISSEMENTS	16 650 285 715,61	12 319 074 944,27	4 331 210 771,34			16 650 285 715,61	12 319 074 944,27	4 331 210 771,34
30	Marchandises	605 640 171,19		605 640 171,19		569 243 821,96	36 396 349,23	0,00	36 396 349,23
31	Matières et fournitures	1 921 401 726,13	164 346 202,38	1 757 055 523,75			1 921 401 726,13	164 346 202,38	1 757 055 523,75
33	Produits semi finis	57 003 967,48		57 003 967,48			57 003 967,48	0,00	57 003 967,48
35	Produits finis	1 480 302 467,68	26 295 879,20	1 454 006 588,48	569 243 821,96	51 749 438,36	1 997 796 851,28	26 295 879,20	1 971 500 972,08
36	Déchets et rebuts			0,00			0,00	0,00	0,00
37	Stocks à l'extérieur	140 751 685,43		140 751 685,43			140 751 685,43	0,00	140 751 685,43
	STOCKS	4 205 100 917,90	190 642 081,58	4 014 457 836,32			4 153 350 579,54	190 642 081,58	3 962 708 497,96
42	Créances d'investissement	3 216 565 586,09	67 189 411,59	3 149 376 174,49		1 977 500 000,00	1 239 065 586,09	67 189 411,59	1 171 876 174,49
43	Créances de stocks	41 133 024,94		41 133 024,94			41 133 024,94	0,00	41 133 024,94
44	Créances sur ass et stes app	6 355 044 761,58		6 355 044 761,58		6 274 333 138,71	80 711 622,87	0,00	80 711 622,87
45	Avances pour compte	363 184 818,03		363 184 818,03			348 221 622,32	0,00	348 221 622,32
46	Avances d'exploitation	132 300 832,19		132 300 832,19			132 300 832,19	0,00	132 300 832,19
47	Créances sur clients	9 942 661 511,19	519 216 722,92	9 423 444 788,27		7 029 531 900,36	2 913 129 610,79	519 216 722,92	2 393 912 887,87
48	Disponibilités	611 541 173,71	76 594 481,94	534 946 691,77			611 541 173,71	76 594 481,94	534 946 691,77
40	Comptes débiteurs du passif	6 758 949,09		6 758 949,09			6 758 949,09	0,00	6 758 949,09
	CREANCES	20 669 190 656,71	663 000 616,45	20 006 190 040,26			5 372 862 421,93	663 000 616,45	4 709 861 805,48
	RESULTAT (PERTE)								
	TOTAL ACTIF	41 524 576 390,22	13 172 717 642,30	28 351 858 747,92			26 176 498 717,08	13 172 717 642,30	13 003 781 074,78

SAIDAL SPA
DATE DE CLOTURE : 31/12/2004

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	4 477 500 000,00	1 977 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	1 684 427 699,62		407 839 530,35	2 092 267 229,97
14	Subventions reçues	60 801 231,70			60 801 231,70
15	Ecart de réévaluation	874 877 161,81			874 877 161,81
18	R.I.A	-342 160 469,65		342 160 469,65	0,00
19	Provisions pour perte et charges	137 117 075,46			137 117 075,46
	FONDS PROPRES	6 892 562 698,94			5 665 062 698,94
52	Dettes d'investissement	2 600 456 107,08	5 306 711,45		2 595 149 395,63
53	Dettes de stocks	2 681 552 814,82	2 007 513 873,73		674 038 941,09
54	Détention pour compte	60 286 934,71			60 286 934,71
55	Dettes sur ass et stes app	11 774 163 897,75	10 680 618 847,31		1 093 545 050,44
56	Dettes d'exploitation	823 624 901,73	1 211 850,55		822 413 051,18
57	Avances commerciales	66 499 201,61			66 499 201,61
58	Dettes financières	2 174 978 242,40	624 176 951,74		1 550 801 290,66
50	Comptes créditeurs de l'actif	19 753 053,79			19 753 053,79
	DETTES	20 201 315 153,89			6 882 486 919,11
	RESULTAT (BENEFICE)	1 257 980 895,09	801 749 438,36		456 231 456,73
	TOTAL PASSIF	28 351 858 747,92			13 003 781 074,78

الملحق 40: حساب النتائج للسنة المالية 2004.

BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		5 707 329 134,26	5 652 083 187,20			55 245 947,06
60	Marchandises consommées	5 236 932 384,78			5 192 554 924,49	44 377 460,29	
80	MARGE BRUTE		470 396 749,48				10 868 486,77
71	Production vendue		5 893 970 077,87		516 972 740,88		6 410 942 818,75
72	Production stockée		704 964 685,36	104 526 499,59		0,00	600 438 165,77
73	P.E.P.E.M		0,00				0,00
74	Prestations fournies		155 562 484,44	43 129 671,87			112 432 792,57
75	Transfert de charges de production		41 519 040,50				41 519 040,50
61	Matières et fourts consommées	2 869 215 882,79			39 420 212,87	2 829 795 669,92	
62	Services	418 164 718,66			50 791 480,42	367 373 238,24	
81	VALEUR AJOUTEE		3 979 032 396,20				3 979 032 396,20
77	Produits divers		764 769 855,52	750 000 000,00			14 769 855,52
78	Transfert de charges d'exploitation		109 800 470,33				109 800 470,33
63	Frais de personnel	1 801 487 320,76				1 801 487 320,76	
64	Impôts et taxes	194 302 572,88				194 302 572,88	
65	Frais financiers	379 887 812,48				379 887 812,48	
66	Frais divers	30 557 606,50				30 557 606,50	
68	Dot aux amortissements	385 913 421,45				385 913 421,45	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		2 061 453 987,98				1 311 453 987,98
79	Produits hors exploitation		567 400 536,89				567 400 536,89
69	Charges hors exploitation	1 096 389 621,73				1 096 389 621,73	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	528 989 084,84				528 989 084,84	
	Résultat brut de l'exercice		1 532 464 903,14				782 464 903,14
	Marge sur stocks P.F						-51 749 438,36
	Impôts sur le bénéfice	274 484 008,05				274 484 008,05	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 257 980 895,09				456 231 456,73

الملحق 41: ميزانية السنة المالية 2003

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2003

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	59 309 733,72	35 028 873,94	24 280 859,78			59 309 733,72	35 028 873,94	24 280 859,78
21	Valeurs incorporelles	93 618 854,44	82 639 781,50	10 979 072,94			93 618 854,44	82 639 781,50	10 979 072,94
22	Terrains	342 937 618,86		342 937 618,86			342 937 618,86	0,00	342 937 618,86
24	Equipements de production	15 287 913 588,74	11 786 705 889,16	3 501 207 699,58			15 287 913 588,74	11 786 705 889,16	3 501 207 699,58
25	Equipements sociaux	34 424 780,96	23 797 910,43	10 626 870,53			34 424 780,96	23 797 910,43	10 626 870,53
28	Investissements en cours	61 693 917,09		61 693 917,09			61 693 917,09	0,00	61 693 917,09
	INVESTISSEMENTS	15 879 898 493,81	11 928 172 455,03	3 951 726 038,78			15 879 898 493,81	11 928 172 455,03	3 951 726 038,78
30	Marchandises	644 039 044,30		644 039 044,30		626 946 944,27	17 092 100,03	0,00	17 092 100,03
31	Matières et fournitures	1 767 177 814,69	102 245 331,34	1 664 932 483,35			1 767 177 814,69	102 245 331,34	1 664 932 483,35
33	Produits semi finis	73 630 439,15	2 508 214,85	71 122 224,30			73 630 439,15	2 508 214,85	71 122 224,30
35	Produits finis	759 845 250,84	31 133 111,99	728 712 138,85	626 946 944,27	55 230 871,95	1 331 561 323,16	31 133 111,99	1 300 428 211,17
36	Déchets et rebuts	0,00		0,00			0,00	0,00	0,00
37	Stocks à l'extérieur	33 047 547,25		33 047 547,25			33 047 547,25	0,00	33 047 547,25
	STOCKS	3 277 740 096,27	135 886 658,18	3 141 853 438,09			3 222 509 224,32	135 886 658,18	3 086 622 566,14
42	Créances d'investissement	2 467 283 588,58	140 565 452,19	2 326 718 136,39		1 400 000 000,00	1 067 283 588,58	140 565 452,19	926 718 136,39
43	Créances de stocks	114 766 846,14		114 766 846,14			114 766 846,14	0,00	114 766 846,14
44	Créances sur ass et stes app	9 314 847 522,30		9 314 847 522,30		9 234 135 899,09	80 711 623,21	0,00	80 711 623,21
45	Avances pour compte	272 533 466,45		272 533 466,45			272 533 466,45	0,00	272 533 466,45
46	Avances d'exploitation	177 800 377,24		177 800 377,24			177 800 377,24	0,00	177 800 377,24
47	Créances sur clients	5 981 755 628,55	208 971 801,32	5 772 783 827,23		3 293 871 306,61	2 687 884 321,94	208 971 801,32	2 478 912 520,62
48	Disponibilités	1 097 017 998,65	60 252 277,90	1 036 765 720,75			1 097 017 998,65	60 252 277,90	1 036 765 720,75
40	Comptes débiteurs du passif	36 980 962,98		36 980 962,98			36 980 962,98	0,00	36 980 962,98
	CRÉANCES	19 462 986 390,89	409 789 531,41	19 053 196 859,48			5 534 879 185,19	409 789 531,41	5 125 189 653,78
	RESULTAT (PERTE)								
	TOTAL ACTIF	38 620 624 980,97	12 473 848 644,62	26 146 776 336,35			24 637 386 903,32	12 473 848 644,62	12 163 538 258,70

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2003

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	3 900 000 000,00	1 400 000 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	1 643 422 136,36		165 668 850,46	1 809 090 986,82
14	Subventions reçues	83 498 925,02			83 498 925,02
15	Ecart de réévaluation	966 557 107,18			966 557 107,18
18	R.I.A	-159 331 149,54		159 331 149,54	0,00
19	Provisions pour perte et charges	96 358 146,23			96 358 146,23
	FONDS PROPRES	6 530 505 165,25			5 455 505 165,25
52	Dettes d'investissement	2 186 899 948,47	16 667 539,69		2 170 232 408,78
53	Dettes de stocks	2 482 442 265,24	1 665 266 301,54		817 175 963,70
54	Détention pour compte	36 605 329,74			36 605 329,74
55	Dettes sur ass et stes app	10 878 894 003,91	9 905 680 582,47		973 213 421,44
56	Dettes d'exploitation	875 962 571,93	100 739 637,43		775 222 934,50
57	Avances commerciales	75 529 155,28			75 529 155,28
58	Dettes financières	2 207 440 541,19	839 653 144,57		1 367 787 396,62
50	Comptes créditeurs de l'actif	9 975 586,39			9 975 586,39
	DETTES	18 753 749 402,15			6 225 742 196,45
	RESULTAT (BENEFICE)	862 521 768,95			862 521 768,95
	TOTAL PASSIF	26 146 776 336,35			12 543 769 130,65

الملحق 42: حساب النتائج للسنة المالية 2003.

SAIDAL SPA
DATE DE CLOTURE : 31/12/2003

BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		5 212 597 875,67	5 167 265 965,56			45 331 910,11
60	Marchandises consommées	4 795 877 686,17			4 761 244 960,15	34 632 726,02	
80	MARGE BRUTE		416 720 189,50				10 699 184,09
71	Production vendue		5 770 572 211,53		187 757 439,29		5 958 329 650,82
72	Production stockée		118 773 335,58		151 380 235,66		270 153 571,24
73	P.E.P.E.M						0,00
74	Prestations fournies		179 432 904,48	53 582 750,79			125 850 153,69
75	Transfert de charges de production		35 572 199,87				35 572 199,87
61	Matières et fourts consommées	2 822 306 876,05			71 845 424,85	2 750 461 451,20	
62	Services	445 353 695,59			134 374 822,03	310 978 873,56	
81	VALEUR AJOUTEE		3 253 410 269,32				3 339 164 434,95
77	Produits divers		335 537 213,45	325 000 000,00			10 537 213,45
78	Transfert de charges d'exploitation		29 025 629,39				29 025 629,39
63	Frais de personnel	1 498 086 234,95				1 498 086 234,95	
64	Impôts et taxes	193 206 693,44				193 206 693,44	
65	Frais financiers	267 953 160,40				267 953 160,40	
66	Frais divers	36 666 649,58				36 666 649,58	
68	Dot aux amortissements	350 412 693,38				350 412 693,38	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		1 271 647 680,41				1 032 401 846,04
79	Produits hors exploitation		551 024 629,63	85 754 165,63			465 270 464,00
69	Charges hors exploitation	656 328 558,50				656 328 558,50	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	105 303 928,87				191 058 094,50	
	Résultat brut de l'exercice		1 166 343 751,54				841 343 751,54
	Marge sur stocks P.F						-55 230 871,95
	Impôts sur le bénéfice	303 821 982,59				303 821 982,59	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		862 521 768,95				482 290 897,00

الملحق 43: ميزانية السنة المالية 2002.

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENT	
		MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS
20	Frais préliminaires	60 554 857,39	26 525 160,35	34 029 697,04			60 554 857,39	26 525 160,35
21	Valeurs incorporelles	92 773 587,94	77 513 412,51	15 260 175,43			92 773 587,94	77 513 412,51
22	Terrains	215 667 418,86		215 667 418,86			215 667 418,86	0,00
24	Equipements de production	14 989 808 639,17	11 500 564 927,51	3 489 243 711,66			14 989 808 639,17	11 500 564 927,51
25	Equipements sociaux	39 423 503,98	28 635 569,97	10 787 934,01			39 423 503,98	28 635 569,97
28	Investissements en cours	39 675 907,01		39 675 907,01			39 675 907,01	0,00
	INVESTISSEMENTS	15 437 903 914,35	11 633 239 070,34	3 804 664 844,01			15 437 903 914,35	11 633 239 070,34
30	Marchandises	471 915 533,13	369 709,56	471 545 823,57		469 699 823,57	2 215 709,56	
31	Matières et fournitures	1 839 812 422,70	145 801 164,08	1 694 011 258,62			1 839 812 422,70	145 801 164,08
33	Produits semi finis	53 098 911,87	3 160 910,78	49 938 001,09			53 098 911,87	3 160 910,78
34	Produits et travaux en cours	2 770 286,14		2 770 286,14			2 770 286,14	
35	Produits finis	682 357 117,71	33 108 915,51	649 248 202,20	469 699 823,57	50 288 700,81	1 101 768 240,47	33 478 625,07
36	Déchets et rebuts	1 433 817,10	1 433 817,10	0,00			1 433 817,10	1 433 817,10
37	Stocks à l'extérieur	94 333 929,19		94 333 929,19			94 333 929,19	0,00
	STOCKS	3 145 722 017,84	183 874 517,03	2 961 847 500,81			3 095 433 317,03	183 874 517,03
42	Créances d'investissement	2 449 314 060,91	119 870 692,19	2 329 443 368,72		1 400 000 000,00	1 049 314 060,91	119 870 692,19
43	Créances de stocks	94 704 225,41		94 704 225,41			94 704 225,41	0,00
44	Créances sur ass et stes app	10 523 499 193,81	9 874 185,65	10 513 625 008,16	9 874 185,65	10 376 329 501,54	147 169 692,27	
45	Avances pour compte	284 058 770,34		284 058 770,34		60 365 234,61	223 693 535,73	0,00
46	Avances d'exploitation	156 713 453,45		156 713 453,45	22 349,90		156 735 803,35	0,00
47	Créances sur clients	4 777 183 519,96	165 334 687,44	4 611 848 832,52		2 245 818 605,40	2 531 364 914,56	165 334 687,44
48	Disponibilités	480 005 004,40	40 000 000,00	440 005 004,40	29 000 000,00		509 005 004,40	40 000 000,00
40	Comptes débiteurs du passif	43 934 599,79		43 934 599,79			43 934 599,79	0,00
	CREANCES	18 809 412 828,07	335 079 565,28	18 474 333 262,79			4 755 921 836,42	325 205 379,63
	RESULTAT (PERTE)							
	TOTAL ACTIF	37 393 038 760,26	12 152 193 152,65	25 240 845 607,61			23 289 259 067,80	12 142 318 967,00

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	3 900 000 000,00	1 400 000 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	1 432 618 098,91		211 249 283,48	1 643 867 382,39
14	Subventions reçues	104 089 178,03			104 089 178,03
15	Ecart de réévaluation	1 060 796 239,23			1 060 796 239,23
18	R.I.A	3 139 745,97			3 139 745,97
19	Provisions pour perte et charges	85 006 391,92			85 006 391,92
	FONDS PROPRES	6 585 649 654,06			5 396 898 937,54
52	Dettes d'investissement	1 853 941 668,34	6 351 350,38		1 847 590 317,96
53	Dettes de stocks	2 561 317 477,94	1 816 019 044,24		745 298 433,70
54	Détention pour compte	30 684 142,59			30 684 142,59
55	Dettes sur ass et stes app	11 599 061 461,85	10 679 702 991,39		919 358 470,46
56	Dettes d'exploitation	720 129 200,61	89 906 766,24		630 222 434,37
57	Avances commerciales	13 059 124,29			13 059 124,29
58	Dettes financières	1 340 696 823,20			1 340 696 823,20
50	Comptes créditeurs de l'actif	97 303 018,46	61 510 839,40		35 792 179,06
	DETTES	18 216 192 917,28			5 562 701 925,63
	RESULTAT (BENEFICE)	439 003 036,27	261 537 984,29	9 874 185,65	187 339 237,63
	TOTAL PASSIF	25 240 845 607,61			11 146 940 100,80

الملحق 44: حساب النتائج للسنة المالية 2002.

SAIDAL SPA
DATE DE CLOTURE : 31/12/2002

BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		4 569 539 156,05	4 553 791 608,96			15 747 547,09
60	Marchandises consommées	4 317 940 743,55			4 308 463 061,05	9 477 682,50	
80	MARGE BRUTE		251 598 412,50				6 269 864,59
71	Production vendue		5 484 303 491,43		192 363 435,98		5 676 666 927,41
72	Production stockée	122 974 388,11		20 107,44		122 974 388,11	
73	P.E.P.E.M		91 220,00				91 220,00
74	Prestations fournies		198 546 871,58	70 153 301,85			128 393 569,73
75	Transfert de charges de production		72 286 818,85				72 286 818,85
61	Matières et fourts consommées	2 682 026 698,78			54 450 784,14	2 627 575 914,64	
62	Services	444 617 696,89			148 704 762,48	295 912 934,41	
81	VALEUR AJOUTEE		2 757 208 030,58				2 837 225 055,98
77	Produits divers		226 053 270,29	211 249 283,48			14 803 986,81
78	Transfert de charges d'exploitation		59 001 904,64				59 001 904,64
63	Frais de personnel	1 429 416 244,18				1 429 416 244,18	
64	Impôts et taxes	181 945 398,28				181 945 398,28	
65	Frais financiers	283 680 504,00				283 680 504,00	
66	Frais divers	75 963 004,93			29 034 961,23	46 928 043,70	
68	Dot aux amortissements	402 666 656,82				402 666 656,82	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		668 591 397,30				566 394 100,45
79	Produits hors exploitation		1 300 956 346,65	109 051 986,63			1 191 904 360,02
69	Charges hors exploitation	1 358 670 039,69			9 874 185,65	1 348 795 854,04	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION		57 713 693,04			156 891 494,02	
	Résultat brut de l'exercice		610 877 704,26				409 502 606,43
	Marge sur stocks P.F						50 288 700,81
	Impôts sur le bénéfice	171 874 667,99				171 874 667,99	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		439 003 036,27				187 339 237,63

فهرس الجداول

فهرس الجداول

الجدول 01: الفرق بين صافي الدخل والقيمة الاقتصادية المضافة	31
الجدول 02: مبادئ الإستراتيجية المالية.	78
الجدول 03: مخطط التمويل	96
الجدول 04: تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة صيدال.....	174
الجدول 05: تكلفة الإستدانة لمؤسسة صيدال	175
الجدول 06: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال لمؤسسة صيدال	176
الجدول 07: رأس المال المستثمر لمؤسسة صيدال.....	177
الجدول 08: معدل العائد على رأس المال المستثمر لمؤسسة صيدال.....	178
الجدول 09: القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة صيدال.....	179
الجدول 10: متغيرات قرار التمويل لمؤسسة صيدال.....	180
الجدول 11: متغيرات قرار الاستثمار لمؤسسة صيدال.....	182
الجدول 12: متغيرات قرار توزيع الأرباح لمؤسسة صيدال.....	183
الجدول 13: أبعاد الإستراتيجية المالية حسب ما جاء في بعض الدراسات السابقة.....	192
الجدول 14: متغيرات الدراسة	194
الجدول 15: بعض الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة.....	195
الجدول 16: اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) للسكون عند مستوى دلالة 5%	197
الجدول 17: نتائج تقدير نموذج ARDL.....	199
الجدول 18: نتائج اختبار Breusch-Godfrey correlation LM test	200
الجدول 19: نتائج اختبار ARCH	200

203	الجدول 20: نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية الحدود
204	الجدول 21: نتائج المعلمات المقدرة
205	الجدول 22: نتائج تقدير نموذج ARDL
206	الجدول 23: نتائج اختبار Breusch-Godfrey correlation LM test
206	الجدول 24: نتائج اختبار ARCH
209	الجدول 25: نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية الحدود
210	الجدول 26: نتائج المعلمات المقدرة
211	الجدول 27: نتائج تقدير نموذج ARDL
212	الجدول 28: نتائج اختبار Breusch-Godfrey correlation LM test
212	الجدول 29: نتائج اختبار ARCH
215	الجدول 30: نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية الحدود
216	الجدول 31: نتائج المعلمات المقدرة
216	الجدول 32: نتائج تقدير نموذج ARDL
217	الجدول 33: نتائج اختبار Breusch-Godfrey correlation LM test
218	الجدول 34: نتائج اختبار ARCH
220	الجدول 35: نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية الحدود
221	الجدول 36: نتائج تقدير نموذج ARDL
222	الجدول 37: نتائج اختبار Breusch-Godfrey correlation LM test
222	الجدول 38: نتائج اختبار ARCH
225	الجدول 39: نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية الحدود

فهرس الأشكال

فهرس الأشكال

- الشكل 01: العوامل التي تؤثر على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية. 6
- الشكل 02: تصوير إيضاحي لتقييم الأداء المالي. 8
- الشكل 03: تطور مؤشرات تقييم الأداء المالي. 11
- الشكل 04: يبين مؤشرات تقييم الأداء المالي. 12
- الشكل 05: شجرة القيمة الاقتصادية المضافة. 38
- الشكل 06: مكونات القيمة الاقتصادية المضافة من خلال الميزانية. 43
- الشكل 07: طريقة تشكّل NOPAT. 47
- الشكل 08: الإحتياج في رأس المال العامل للإستغلال. 50
- الشكل 09: صور القيمة الاقتصادية المضافة. 58
- الشكل 10: مراحل القيام بالإستراتيجية. 66
- الشكل 11: أهم الإستراتيجيات على المستوى الوظيفي في المؤسسات. 70
- الشكل 12: الإستراتيجية المالية في المؤسسة. 75
- الشكل 13: البعد المالي لدورة حياة المؤسسة. 77
- الشكل 14: مراحل وضع الإستراتيجية المالية. 91
- الشكل 15: خطوات التشخيص المالي. 93
- الشكل 16: قرارات التمويل المتحفظة. 107
- الشكل 17: قرارات التمويل المجازفة. 108
- الشكل 18: قرارات التمويل المطابقة. 108
- الشكل 19: مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسات. 109
- الشكل 20: العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الإستدانة وقيمة المؤسسة وفقا لمدخل صافي الربح 124

- الشكل 21: العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الإستدانة وقيمة المؤسسة وفقا لمدخل صافي ربح العمليات
125.....
- الشكل 22: علاقة تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة بحجم الإستدانة وفق النظرية التقليدية 126
- الشكل 23: نظرية مودكلياني وميلر في ظل كمال الأسواق 127
- الشكل 24: تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة في ظل مدخل مودكلياني وميلر 128
- الشكل 25: العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسبة الرفع المالي حسب نظرية الإفلاس في وجود الضرائب. 129
- الشكل 26: تأثير تكلفة الوكالة على القيمة السوقية للمؤسسة 130
- الشكل 27: العلاقة بين معدل الخصم ونسبة الأرباح المحتجزة 157
- الشكل 28: الهيكل التنظيمي لمؤسسة صيدال 167
- الشكل 29: نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي 201
- الشكل 30: نتائج اختبار الإستقرار الهيكلي للنموذج وفقا لإحصائية CUSUM 202
- الشكل 31: نتائج اختبار الإستقرار الهيكلي للنموذج وفقا لإحصائية CUSUMSQ 202
- الشكل 32: نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي 207
- الشكل 33: نتائج اختبار الإستقرار الهيكلي للنموذج وفقا لإحصائية CUSUM 208
- الشكل 34: نتائج اختبار الإستقرار الهيكلي للنموذج وفقا لإحصائية CUSUMSQ 208
- الشكل 35: نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي 213
- الشكل 36: نتائج اختبار الإستقرار الهيكلي للنموذج وفقا لإحصائية CUSUM 213
- الشكل 37: نتائج اختبار الإستقرار الهيكلي للنموذج وفقا لإحصائية CUSUMSQ 214
- الشكل 38: نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي 218
- الشكل 39: نتائج اختبار الإستقرار الهيكلي للنموذج وفقا لإحصائية CUSUM 219
- الشكل 40: نتائج اختبار الإستقرار الهيكلي للنموذج وفقا لإحصائية CUSUMSQ 219
- الشكل 41: نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي 223

الشكل 42: نتائج اختبار الإستقرار الهيكلي للنموذج وفقا لإحصائية CUSUM 224

الشكل 43: نتائج اختبار الإستقرار الهيكلي للنموذج وفقا لإحصائية CUSUMSQ ... 224

فهرس الملاحق

فهرس الملاحق

- الملحق 01: المتغيرات الإحصائية لمتغيرات الإحصائية..... 253
- الملحق 02: اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) للسكون للمتغير EVA..... 253
- الملحق 03: اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) للسكون للمتغير D/CP..... 255
- الملحق 04: اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) للسكون للمتغير ROI..... 257
- الملحق 05: اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) للسكون للمتغير ROA..... 259
- الملحق 06: اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) للسكون للمتغير DPA..... 261
- الملحق 07: اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) للسكون للمتغير RPA..... 262
- الملحق 08: ميزانية السنة المالية 2020..... 265
- الملحق 09: حساب النتائج للسنة المالية 2020..... 266
- الملحق 10: ميزانية السنة المالية 2019..... 267
- الملحق 11: حساب النتائج للسنة المالية 2019..... 268
- الملحق 12: ميزانية السنة المالية 2018..... 268
- الملحق 13: حساب النتائج للسنة المالية 2018..... 269
- الملحق 14: ميزانية السنة المالية 2017..... 270
- الملحق 15: حساب النتائج للسنة المالية 2017..... 271
- الملحق 16: ميزانية السنة المالية 2016..... 271
- الملحق 17: حساب النتائج للسنة المالية 2016..... 272
- الملحق 18: ميزانية السنة المالية 2015..... 273
- الملحق 19: حساب النتائج للسنة المالية 2015..... 274
- الملحق 20: ميزانية السنة المالية 2014..... 275

276	الملحق 21: ميزانية السنة المالية 2013
277	الملحق 22: حساب النتائج للسنة المالية 2013
277	الملحق 23: ميزانية السنة المالية 2012
278	الملحق 24: حساب النتائج للسنة المالية 2012
279	الملحق 25: ميزانية السنة المالية 2011
280	الملحق 26: حساب النتائج للسنة المالية 2011
280	الملحق 27: ميزانية السنة المالية 2010
281	الملحق 28: حساب النتائج للسنة المالية 2010
282	الملحق 29: ميزانية السنة المالية 2009
283	الملحق 30: حساب النتائج للسنة المالية 2009
283	الملحق 31: ميزانية السنة المالية 2008
284	الملحق 32: حساب النتائج للسنة المالية 2008
285	الملحق 33: ميزانية السنة المالية 2007
286	الملحق 34: حساب النتائج للسنة المالية 2007
286	الملحق 35: ميزانية السنة المالية 2006
287	الملحق 36: حساب النتائج للسنة المالية 2006
288	الملحق 37: ميزانية السنة المالية 2005
289	الملحق 38: حساب النتائج للسنة المالية 2005
289	الملحق 39: ميزانية السنة المالية 2004
290	الملحق 40: حساب النتائج للسنة المالية 2004
291	الملحق 41: ميزانية السنة المالية 2003
292	الملحق 42: حساب النتائج للسنة المالية 2003

292.....	الملحق 43: ميزانية السنة المالية 2002.
293.....	الملحق 44: حساب النتائج للسنة المالية 2002.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

إهداء
شكر وتقدير
مقدمة	أ.....
الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للقيمة الاقتصادية المضافة	1.....
المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الأداء المالي وخلق القيمة	3.....
المطلب الأول: الأداء المالي	3.....
أولاً: تعريف الأداء المالي	3.....
ثانياً: أهمية الأداء المالي	4.....
ثالثاً: العوامل التي تؤثر على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية	5.....
المطلب الثاني: مؤشرات تقييم الأداء المالي	6.....
أولاً: مفهوم تقييم الأداء المالي	7.....
ثانياً: مؤشرات تقييم الأداء المالي	10.....
المطلب الثالث: خلق القيمة	19.....
أولاً: مفهوم القيمة	19.....
ثانياً: مفهوم خلق القيمة	22.....
المبحث الثاني: مدخل للقيمة الاقتصادية المضافة	26.....
المطلب الأول: ماهية القيمة الاقتصادية المضافة	26.....
أولاً: مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة	26.....
ثانياً: خطوات تبني القيمة الاقتصادية المضافة والفرق بينها وبين الدخل الصافي في المؤسسة	30.....
ثالثاً: أهمية ومميزات القيمة الاقتصادية المضافة	31.....

35	المطلب الثاني: تقييم القيمة الاقتصادية المضافة
35	أولاً: مزايا القيمة الاقتصادية المضافة
36	ثانياً: إنتقادات القيمة الاقتصادية المضافة
38	المطلب الثالث: شجرة القيمة الاقتصادية المضافة ومعوقات تطبيقها كأداة لتقييم الأداء المالي
38	أولاً: شجرة القيمة الاقتصادية المضافة
38	ثانياً: معوقات تطبيق القيمة الاقتصادية المضافة كأداة لتقييم الأداء المالي
42	المبحث الثالث: حساب القيمة الاقتصادية المضافة
42	المطلب الأول: طرق حساب القيمة الاقتصادية المضافة
42	أولاً: مدخل العمليات
43	ثانياً: مدخل الأنشطة
45	ثالثاً: طرق زيادة القيمة الاقتصادية المضافة
46	المطلب الثاني: حساب متغيرات القيمة الاقتصادية المضافة
46	أولاً: صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب NOPAT ورأس المال المستثمر CI
51	ثانياً: حساب تكلفة رأس المال
53	المطلب الثالث: تعديلات القيمة الاقتصادية المضافة
54	أولاً: التعديلات المقترحة لحساب القيمة الاقتصادية المضافة
56	ثانياً: صور القيمة الاقتصادية المضافة بعد التعديل
59	خلاصة الفصل الأول
60	الفصل الثاني: الإستراتيجية المالية للمؤسسات الاقتصادية
62	المبحث الأول: ماهية الإستراتيجية
62	المطلب الأول: مفهوم الإستراتيجية

62.....	أولاً: تعريف الإستراتيجية
63.....	ثانياً: خصائص الإستراتيجية
65.....	ثالثاً: مراحل القيام بالإستراتيجية
67.....	المطلب الثاني: أهمية ومستويات الإستراتيجية
67.....	أولاً: أهمية الإستراتيجية
68.....	ثانياً: مستويات الإستراتيجية
70.....	المطلب الثالث: مبادئ الإستراتيجية ومعيقاتها
70.....	أولاً: مبادئ الإستراتيجية
71.....	ثانياً: معوقات الإستراتيجية
73.....	المبحث الثاني: الإستراتيجية المالية للمؤسسة الاقتصادية
73.....	المطلب الأول: الخلفية النظرية للإستراتيجية المالية
73.....	أولاً: تعريف الإستراتيجية المالية
75.....	ثانياً: البعد المالي لدورة حياة المؤسسة
78.....	ثالثاً: مبادئ الإستراتيجية المالية
79.....	المطلب الثاني: مجالات وسيرورة الإستراتيجية المالية وأنواعها
79.....	أولاً: مجالات الإستراتيجية المالية
80.....	ثانياً: سيرورة الإستراتيجية المالية
81.....	ثالثاً: أنواع الإستراتيجية المالية
81.....	المطلب الثالث: أهمية وأهداف الإستراتيجية المالية
81.....	أولاً: أهمية الإستراتيجية المالية
82.....	ثانياً: الأهداف الرئيسية للإستراتيجية المالية

85.....	المبحث الثالث: مقومات الإستراتيجية المالية للمؤسسة الاقتصادية.
85.....	المطلب الأول: العناصر الرئيسية للإستراتيجية المالية
85.....	أولاً: الكشوف المالية ومصادر تمويل الإستراتيجية المالية
87.....	ثانياً: استخدامات الأموال وتقييم قيمة المؤسسة في الإستراتيجية المالية
89.....	المطلب الثاني: خطوات وضع الاستراتيجية المالية
89.....	أولاً: قواعد إعداد الإستراتيجية المالية
90.....	ثانياً: مراحل وضع الإستراتيجية المالية
97.....	المطلب الثالث: قرارات وقضايا الإستراتيجية المالية في المؤسسات الاقتصادية
97.....	أولاً: قرارات الإستراتيجية المالية
99.....	ثانياً: القضايا الرئيسية للإستراتيجية المالية
101.....	خلاصة الفصل الثاني
102.....	الفصل الثالث: قرارات الإستراتيجية المالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية
104.....	المبحث الأول: قرار التمويل وقيمة المؤسسة الاقتصادية
104.....	المطلب الأول: الإطار العام لقرار التمويل
104.....	أولاً: مفهوم قرار التمويل
106.....	ثانياً: أنواع قرار التمويل
108.....	المطلب الثاني: مصادر تمويل المؤسسات
109.....	أولاً: مصادر التمويل قصيرة الأجل وتكلفتها
112.....	ثانياً: مصادر التمويل متوسطة الأجل وتكلفتها
115.....	ثالثاً: مصادر تمويل طويلة الأجل وتكلفتها
120.....	المطلب الثالث: أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة

120	أولاً: الإختيار بين مصادر التمويل المختلفة.....
123	ثانياً: النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة
132	المبحث الثاني: قرار الاستثمار وقيمة المؤسسة الاقتصادية.....
132	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول قرار الاستثمار.....
132	أولاً: مفهوم قرار الاستثمار
134	ثانياً: الخطر والعائد
135	ثالثاً: المقومات الأساسية للقرار الاستثماري
137	المطلب الثاني: مراحل اتخاذ القرارات الاستثمارية ومخاطر اتخاذها.....
137	أولاً: مراحل اتخاذ القرار الاستثماري
139	ثانياً: صعوبات اتخاذ القرار الاستثماري
140	المطلب الثالث: تقييم القرارات الاستثمارية وعلاقتها بقيمة المؤسسة
140	أولاً: طرق المفاضلة بين البدائل الاستثمارية.....
144	ثانياً: العلاقة بين قرارات التمويل وقرارات الاستثمار
146	ثالثاً: أثر قرار الاستثمار على قيمة المؤسسة
148	المبحث الثالث: قرار توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة الاقتصادية.....
148	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول قرارات توزيع الأرباح
148	أولاً: مفهوم قرار توزيع الأرباح
150	ثانياً: أنواع قرار توزيع الأرباح
152	المطلب الثاني: أهمية وعلاقة قرار توزيع الأرباح بقرارات الإستراتيجية المالية للمؤسسة الاقتصادية.....
152	أولاً: أهمية قرار توزيع الأرباح ضمن الإستراتيجية المالية للمؤسسة
153	ثانياً: علاقة قرارات توزيع الأرباح بقرارات الإستراتيجية المالية الأخرى

155	المطلب الثالث: النظريات المفسرة لتأثير قرارات توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.....
155	أولاً: نظرية والتر Walter's Model.....
156	ثانياً: نظرية عدم ملائمة التوزيعات (مود جلياني وميلر) M&M.....
156	ثالثاً: نظرية عصفور في اليد.....
157	رابعاً: نموذج التفضيل الضريبي.....
158	خامساً: نظرية الإشارة وعدم تماثل المعلومات.....
160	خلاصة الفصل الثالث.....
	الفصل الرابع: قياس أثر القيمة الاقتصادية المضافة على الإستراتيجية المالية للمؤسسات الاقتصادية
161
163	المبحث الأول: تقديم مؤسسة صيدال.....
163	المطلب الأول: تعريف مؤسسة صيدال.....
163	أولاً: نشأة وتطور مؤسسة صيدال.....
165	ثانياً: مهام وأهداف مؤسسة صيدال.....
166	المطلب الثاني: التنظيم العام لمؤسسة صيدال.....
166	أولاً: الهيكل التنظيمي لمؤسسة صيدال.....
169	ثانياً: الوحدات التجارية.....
170	المطلب الثالث: فروع مؤسسة صيدال.....
170	أولاً: فرع أنتيبوتيكال.....
170	ثانياً: فرع فارمال.....
171	ثالثاً: فرع بيوتيك.....
171	رابعاً: الأفاق المستقبلية لمؤسسة صيدال.....
173	المبحث الثاني: تقييم مؤسسة صيدال.....

المطلب الأول: تقييم الأداء المالي لمؤسسة صيدال باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة.....	173
أولاً: حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.....	173
ثانياً: حساب معدل العائد على رأس المال المستثمر.....	177
ثالثاً: حساب القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة صيدال.....	179
المطلب الثاني: تقييم قرارات الإستراتيجية المالية لمؤسسة صيدال.....	180
أولاً: تقييم قرار التمويل لمؤسسة صيدال.....	180
ثانياً: تقييم قرار الاستثمار لمؤسسة صيدال.....	182
ثالثاً: تقييم قرار توزيع الأرباح لمؤسسة صيدال.....	183
المطلب الثالث: وصف نموذج الإنحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL.....	184
أولاً: مميزات نموذج ARDL.....	185
ثانياً: تقديم نموذج الإنحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL.....	186
ثالثاً: مراحل تطبيق نموذج ARDL.....	188
المبحث الثالث: دراسة قياسية للعلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والإستراتيجية المالية لمؤسسة صيدال.....	191
المطلب الأول: الإجراءات المنهجية لدراسة الحالة.....	191
أولاً: جمع المعطيات والتعريف بمتغيرات الدراسة.....	191
ثانياً: دراسة وتحليل السلاسل الزمنية للقيمة الاقتصادية المضافة ومتغيرات الإستراتيجية المالية.....	194
المطلب الثاني: نموذج الدراسة.....	196
أولاً: دراسة الإستقرارية.....	196
ثانياً: بناء النموذج المتعلق بالفرضية الأولى.....	198
ثالثاً: بناء النموذج المتعلق بالفرضية الثانية.....	204
رابعاً: بناء النموذج المتعلق بالفرضية الثالثة.....	210

216	خامسا: بناء النموذج المتعلق بالفرضية الرابعة
220	سادسا: بناء النموذج المتعلق بالفرضية الخامسة
225	المطلب الثالث: مناقشة النتائج
228	خلاصة الفصل الرابع
229	الخاتمة
235	قائمة المراجع
252	الملاحق
295	فهرس الجداول
297	فهرس الأشكال
301	فهرس الملاحق
305	فهرس المحتويات
315	الملخص

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى معالجة دور مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في دعم الإستراتيجية المالية للمؤسسات الاقتصادية، وذلك بدراسة حالة مؤسسة صيدال خلال الفترة الممتدة من سنة 2002 إلى 2020، باستخدام نموذج الإنحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL، وبالتطبيق على برنامج Eviews10.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة وكل من قرار التمويل المعبر عنه بالاستقلالية المالية وقرار الاستثمار المعبر عنه بالعائد على الاستثمار والعائد على الأصول لمؤسسة صيدال، وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة وقرار توزيع الأرباح المعبر عنه بكل من نصيب السهم من الأرباح الموزعة ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة، وأن مؤشر القيمة الاقتصادية يحسن كل من قرار التمويل وقرار الاستثمار بينما لا يؤثر على قرار توزيع الأرباح.

الكلمات المفتاحية: القيمة الاقتصادية المضافة، الإستراتيجية المالية، قرار التمويل، قرار الاستثمار، قرار

توزيع الأرباح، نموذج ARDL.

Abstract:

This study aimed to address the role of the economic value-added approach in supporting the financial strategy of economic institutions, by studying the case of Saidal Firm during the period 2002 to 2020, using the Autoregressive Distributed Lag Model (ARDL), using the Eviews10 software.

The study concluded that there is a statistically significant relationship between the economic value added and each of the financing decision expressed in financial independence and the investment decision expressed in return on investment and return on assets for Saidal Corporation, and an insignificant statistical relationship between the economic value added and the profits distribution decision expressed by both Share of dividends and share of retained earnings, moreover, the economic value added improves both the financing decision and the investment decision, while it don't affect the the profits distribution decision.

Keywords: Economic Value Added, Financial Strategy, Financing decision, Investment decision, Dividend distribution decision, ARDL.