- دراسات اقتصادية -
ISSN 2602-7925
https://www.asjp.cerist.dz/en/PresentationRevue/417

المجلد: 15 العدد: 02(2021) ص 234-251

خلق القيمة في المؤسسة بإستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA

–دراسة حالة مؤسسة الأوراسي 2002-2019-

Creating value in the enterprise using the economic added value EVA index - A case study of the Eurasian Foundation 2002-2019-

ط د. أمال لعقون*	د. امان يوسفي
مخبر تنمية الموارد البشرية، جامعة فرحات عباس –سطيف1- (الجزائر)	جامعة فرحات عباس –سطيف1- (الجزائر)
amel.laggoun@univ-setif.dz	yousfi_imane@yahoo.fr

معلومات المقال

تاريخ الارسال:
2021/05/05
تاريخ القبول:
2021/06/03

الكلمات المفتاحية:
- ✓ القيمة الاقتصادية المضافة؛
- ✓ خلق القيمة؛

الملخص:

هدفت الدراسة الى معرفة تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على قيمة مؤسسة الأوراسي خلال الفترة الممتدة بين 2002 و2019، باستخدام نموذج VECM ، وذلك باستعمال برنامج Eviews10 .

حيث توصلت الدراسة الى وجود علاقة تكامل مشترك بين القيمة الاقتصادية المضافة وقيمة المؤسسة .كما توصلت الى أن مؤسسة الأوراسي قادرة على خلق قيمة لمساهميها ولكل الأطراف ذات المصلحة خلال أغلب سنوات الدراسة وهذا ما يؤكد حسن الأداء المالي لمؤسسة الاوراسي.

Article info

Received 05/05/2021
Accepted 03/06/2021

Keywords:
- ✓ *Economic value added,*
- ✓ *Value creation,*
- ✓ *VECM.*

Abstract :

The study aimed to find out the effect of the economic value-added index on the value of the Eurasian corporation during the period 2002 to 2019, where the VECM model have been used, and the Eviews10 was used to perform the analyzes.

Where the study found a joint complementary relationship between the economic value added and the value of the institution, and concluded that the Eurasian Corporation is able to create value for its shareholders and for all stakeholders during most of the study years, and this confirms the good financial performance of the Eurasian Foundation.

* المؤلف المرسل

Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale - Pas de Modification 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0)

مقدمة

الهدف الأساسي من الوجود الوظيفي للمؤسسة هو خلق القيمة لمساهميها والبقاء إضافة إلى تحقيق الربح والنمو، ولتحقيق ذلك لابد من إيجاد نمط تنظيمي يضمن التوزيع المتناسق بين الأدوار والوظائف داخل المؤسسة بصفة متكاملة، وكذا التسيير الاستراتيجي بفاعلية وكفاءة، فموضوع خلق القيمة أصبح يحتل مكانة هامة في المؤسسات، فالتسيير بالقيمة اضحى ميزة مرتبطة بمعظم المنشآت، حيث أصبحت هذه الأخيرة تأخذ بخلق القيمة كمؤشر نمطي لتقييم الأداء.

تعد عملية تقييم الاداء من أهم الوسائل في تحديد قيمة المؤسسة وتحديد وضعيتها المالية وذلك من خلال قياس الأعمال المنجزة ومقارنتها بما كان يجب ان يتم وفقا للتخطيط المعد مسبقا أملا في اكتشاف جوانب القوة او تحديد نقاط الضعف، تعددت مقاييس تقيم الأداء بين المقاييس التقليدية والمقاييس الحديثة،

من بين المقاييس الحديثة نجد مقياس القيمة الاقتصادية المضافة، الذي نجحت شركة ستيرن وستيوارت **(Stern et Stewart)** في الولايات المتحدة الأمريكية في تطويره لقياس أداء المؤسسات، ولقي هذا المقياس قبولا وانتشارا واسعا في كثير من المؤسسات الدولية، حيث أصبح من أبرز مؤشرات الأداء القادرة على ابراز قدرة المؤسسة في خلق القيمة .

مما سبق يمكننا طرح الإشكالية التالية:

ما مدى تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على قيمة المؤسسة؟

فرضيات الدراسة

- **الفرضية الأولى :** تحقق المؤسسة قيمة لمساهميها وفقا لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة؛
- **الفرضية الثانية :** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة وقيمة المؤسسة.

أهمية الدراسة

تبرز أهمية الدراسة من أهمية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في دراسة قدرة المؤسسات على خلق القيمة او هدمها لمساهميها والأطراف ذات المصالح في المؤسسة.

منهج الدراسة

بغية الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع، والاجابة على الإشكالية المطروحة، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، ومنهج دراسة الحالة وذلك باستخدام اختبار استقرارية الأخطاء والتكامل بين متغيرات الدراسة، ونموذج **VECM** وذلك بإستخدام برنامج التحليل الاحصائي **Eviwes10.**

2. الدراسات السابقة

-دراسة (محمد، نفيسة، و صليحة، 2018): هدفت هذه الدراسة الى اختبار قدرة المؤشرات التقليدية للأداء (ROE & ROA) بالمقارنة بالمؤشرات الحديثة (EVA & MVA) في تفسير عوائد الأسهم، حيث طبقت الدراسة على عينة مكونة من 30 مؤسسة مدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية للفترة (2010-2015)، وذلك بإستخدام نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط، وكذا اختبار الاستقرارية واختبار BDS لاختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف، توصلت الدراسة الى وجود علاقة طردية موجبة بين جميع مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة المدروسة وبين عائد الأسهم ما عدى مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، كما خلصت الى تفوق المؤشرات التقليدية في تفسير عوائد الأسهم حيث بلغت نسبة التفسير 44.6% بالمقارنة بالمؤشرات الحديثة التي لم تتجاوز نسبة التفسير 30% لعوائد الأسهم.

Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale - Pas de Modification 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0)

-دراسة (الهواري و حميدة، 2017): هدفت هذه الدراسة الى قياس مدى قدرة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية بشكل عام ومجمع صيدال بشكل خاص على خلق قيمة للمساهمين والأطراف ذات المصالح، وذلك بتحليل تطور خلق القيمة في مؤسسة صيدال خلال الفترة الممتدة من 2010-2015، وذلك بالاعتماد على المؤشرات الحديثة (EVA & MVA & Q Tobin's) لقياس خلق القيمة، خلصت الدراسة الى ان مؤسسة صيدال قادرة على خلق قيمة مضافة لكل الأطراف المعنية وكذلك قدرتها على خلق ورسملة القيمة السوقية البورصية، وكذا تحقيق نسبة Q Tobin's موجبة وأكبر من الواحد خلال كل فترات الدراسة والذي يضفي نظرة إيجابية حول الاستثمار لدى مجمع صيدال.

-دراسة (حسنية، 2015): هدفت هذه الدراسة الى معرفة مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي، وذلك من خلال تحليل القدرة التفسيرية لمؤشرات تقييم الأداء التقليدية (ROE, ROA, CFO, EPS)، والمؤشران الحديثان (EVA & MVA) (كمتغيرات مستقلة)، وعائد السهم (TSR)، طبقت الدراسة على عينة مكونة من 36 مؤسسة مدرجة في سوق باريس للأوراق المالية للفترة (2008-2013)، وذلك بإستعمال مصفوفة الإرتباط ونموذج الأثار المجمعة الثابتة، ونموذج الآثار العشوائية، وذلك بالإعتماد على أسلوب التحليل المقطعي للبيانات، وخلصت الدراسة في الأخير إلى أن مؤشر القيمة السوقية المضافة له أكبر قدرة على تفسير عوائد الأسهم، كما أظهرت النتائج عدم وجود دلالة إحصائية لمؤشرات الأداء التقليدية في تفسير عوائد الأسهم بإستثناء مؤشر العائد على حقوق الملكية.

-دراسة (Izhar ، Md، و mohammad، 2019): تهدف هذه الدراسة الى تحليل الأداء المالي للقطاع العام، بحيث تقيس تأثير السيولة والربحية والملاءة على القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة لشركة هندوستان للبترول المحدودة، حيث تم الإعتماد على البيانات المالية لمؤسسة هندوستان ل 15 سنة تم استخدام تحليل الانحدار البسيط باستخدام برنامج Spss، خلصت الدراسة الى ان نسبة إجمالي الربح، ونسبة صافي الربح ، نسبة حقوق ملكية الديون ونسبة تغطية الفائدة لها تأثير ذو دلالة إحصائية على القيمة الاقتصادية المضافة باستثناء نسب السيولة. ولم يتم العثور على MVA مرضية خلال فترة الدراسة.

-دراسة (SHRIKANT, 2017): تهدف هذه الدراسة الى دراسة أدوات قياس الأداء وعلاقتها بثروة المساهمين في الشركات الماليزية، حيث تم تحليل البيانات بالإعتماد على نموذج تصحيح الخطأ ECM لإختبار العلاقة بين شروط الخطأ وطريقة المربعات الصغيرة العادية OLS لإختبار الفرضيات، حيث تتكون عينة الدراسة من 280 مؤسسة، توصلت الدراسة الى ان قيمة المساهمين هي دالة لمقاييس الأداء وهذا ما يدعم الدراسات السابقة حول دور ربحية السهم، والقيمة الاقتصادية المضافة ونسبة توزيعات الأرباح. وتوصلت الى أن القيمة السوقية المضافة لها علاقة سلبية مع القيمة التي تم انشاؤها للمساهمين، وهذا ما يتعارض مع النظريات التي تأكد ان الزيادة في قيمة المساهمين تزداد بزيادة قيمة وكفاءة سوق الأسهم.

-دراسة (Altaf، 2016): تهدف هذه الدراسة الي اختبار الادعاء الذي قدمته مؤسسة Stern Stewart & Company بشكل تجريبي بأن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة أفضل من المقاييس التقليدية القائمة على الربحية في قياس القيمة السوقية، طبقت هذه الدراسة على عينة من 325 مؤسسة هندية تم تقسيمها الى قسمين: الأول يتكون من 170 مؤسسة تابعة لمؤسسات التصنيع الهندية، والثانية من 155 مؤسسة تنتمي الى قطاع الخدمات الهندي، وذلك بإجراء تحليلات الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، خلصت الدراسة الى ان الدخل التشغيلي له ارتباط قوي بالقيمة السوقية المضافة في كل من قطاعي التصنيع والخدمات، وتظهر القيمة الاقتصادية المضافة علاقة ضعيفة لكنها إيجابية مع القيمة السوقية المضافة.

من خلال تحليلنا للدراسات السابقة نجد ان دراستنا الحالية تتميز عن الدراسات السابقة في عينة الدراسة وهي مؤسسة الاوراسي والفترة الزمنية التي تمت فيها الدراسة من 2002 الى 2019، وكذلك أدوات معالجة الموضوع حيث أن جل الدراسات السابقة تدرس بأسلوب

Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale - Pas de Modification 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0)

مقارن العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات التقليدية لتقييم الأداء، اما دراستنا الحالية فتميزت بتحليل العلاقة الإحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة وقيمة المؤسسة، وذلك بدراسة استقرارية السلاسل الزمنية والتكامل بين متغيرات الدراسة، بالإضافة الى تقدير نموذج VECM.

3. الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة وانشاء القيمة في المؤسسة

تسعى المؤسسات الى تعظيم قيمتها وذلك عن طريق إنشاء وخلق قيمة متراكمة، حيث أصبحت هذه الأخيرة من أبرز متطلبات مسيري المؤسسات، ولقياس هذه الثروة وجدت العديد من المؤشرات لقياس الأداء من منظور خلق القيمة، ومن بين هذه المؤشرات نجد القيمة الاقتصادية المضافة التي تقيس مدى قدرة المؤسسة على خلق القيمة.

1.3 مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة

يعد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من مقاييس الأداء المبنية على القيمة، حيث ظهر نتيجة قصور المؤشرات التقليدية وعدم فعاليتها في تحديد الربح الحقيقي وقياس مدى قدرة المؤسسة على خلق القيمة.

1.1.3 تعريف القيمة الاقتصادية المضافة

يعتبر Bennett Stewart اول من ساهم في بناء مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة، حيث يعرفها بأنها مقياس للإنجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي، حيث ارتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت، وهو الفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب وتكلفة رأس المال المقترض والمملوك (مولود، 2018، صفحة 54). وهي عبارة عن الربح التشغيلي بعد الضريبة مخصوما منه تكلفة رأس المال المستثمر، تعد هذه الطريقة أداة متكاملة لتقويم الأداء الداخلي والخارجي، كما أنها طريقة جيدة لربط الأداء بإحداث القيمة وتعظيم ثروة المساهمين، كما أن الكلفة الضمنية لرأس مال المستثمر تمثل الحد الأدنى المقبول لمعدل العائد على الإستثمار، والذي بدوره يمثل كلفة الإستثمار، وبالتالي حساب هذه التكلفة الضمنية سوف يؤدي الى مقياس أشمل للأداء، وبالتالي يمكن إعتبار ان القيمة الاقتصادية المضافة توفر معلومات أكثر مما توفره الطرق المالية الأخرى (محمد و جلال ، 2006، صفحة 492).

فهذا المؤشر من المؤشرات الحديثة المستعملة في قياس أداء المؤسسات الاقتصادية، ويستعمل لقياس الأداء الداخلي في المؤسسة، وتعتمد هذه الطريقة على مفهوم تكلفة راس المال عوض التكلفة الداخلية الممثلة في مختلف المصاريف المالية الداخلية للمؤسسة المتولدة من استغلال أصولها، وهي تقيس المردودية الاقتصادية للأصول من خلال ربط النتائج بالأموال المستثمرة، وتعرف كذلك على انها الفرق بين العائد المحقق خلال الدورة والعائد المنتظر، أخذا في الحسبان الخطر المصاحب له، وهي تعتبر أحد المقاييس المستعملة لمعرفة مدى قدرة المؤسسة على انشاء القيمة وتعطى بالعلاقة التالية (حمزة، 2008، صفحة 174):

القيمة الاقتصادية المضافة = (معدل العائد على راس المال المستثمر –معدل تكلفة راس المال) *راس المال المستثمر

او **القيمة الاقتصادية المضافة = صافي الأرباح الناتجة من عمليات التشغيل بعد الضريبة – (تكلفة راس المال *راس المال المستثمر)**

حيث توفر القيمة الاقتصادية المضافة مقياسا عن مدى قدرة المؤسسة ومسيرها على انشاء القيمة لأصحاب راس المال، فإذا كانت موجبة دل ذلك على إنشاء القيمة للمساهمين، وإذا كانت سالبة دل ذلك على نقص أو تدهور في القيمة.

2.1.3 أهمية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

تبرز أهمية القيمة الاقتصادية المضافة فيما يلي (ارشد و عدنان ، 2008، صفحة 140):

- يوضح هذا المعيار التحسن المستمر والحقيقي لثروة الملاك؛
- يستخدم كمؤشر حقيقي ووحيد للأداء المالي والإداري؛

Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale - Pas de Modification 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0)

- يسمح تطبيق القيمة الاقتصادية المضافة ان تكون كل القرارات المالية منمذجة ومقيمة بقيمتها الحقيقية؛
- وسيلة للحد من مشكلة الوكالة من خلال تقريب اهتمامات المدراء وحملة الأسهم؛
- أداة للتقييم الشامل لعملية اتخاذ القرارات الإدارية والمالية.

2.3 ماهية خلق القيمة في المؤسسة

أصبح موضوع خلق القيمة يحتل مكانة هامة في المؤسسات، حيث صار الهدف الأبرز لها هو خلق القيمة من قبل الأطراف المسيرة للمؤسسة، فالإدارة بالقيمة أصبحت ميزة مرتبطة بالمؤسسات الكبيرة، وذلك لاهتمامها بالقيمة بدلا من الأرباح المحاسبية.

1.2.3 مفهوم القيمة

يمكن ان تكون القيمة تلك الثروة الحقيقية التي أضافتها المؤسسة، وهي تبين مدى نجاح المؤسسة في عملية المزج بين عناصر الإنتاج، حيث انه إذا كانت القيمة المضافة كبيرة، فذلك يعني ان المؤسسة قد تحصلت على قيمة انتاج كبيرة من استخدامات وسيطية محدودة، او قيمة انتاج محدودة استلزمت استخدامات وسيطية قليلة وهو دليل جودة أداء المؤسسة، وحسن استغلالها لعناصر الإنتاج (مبارك، 2004، صفحة 28).

2.2.3 مفهوم خلق القيمة

لا يمكن ان نذكر القيمة على حدا من دون ان نتناول موضوع خلق القيمة فهو مرتبط بمدى تعظيم ثروة المساهمين، وبالتالي هناك ارتباط وثيق بمدى قدرة المؤسسة على تمويل احتياجاتها المالية وقدرتها على خلق فائض في القيمة ذلك لان الكفاءة في تمويل الاحتياجات المالية مرتبطة بمدى تحول تلك الإمكانيات المالية الى إيرادات مالية، تكون في الأخير ثروة المؤسسة، وذلك بعد خصم مختلف التكاليف سواء تلك المتعلقة بالاستغلال، او المتعلقة بتكلفة التمويل (Denis, 2000, p. 04).

انشاء القيمة للمساهمين تعني القدرة على تحقيق مردودية مستقبلية كافية من الأموال المستثمرة حاليا. والمردودية الكافية هي تلك التي لا تقل عن المردودية التي بإمكان المساهمين الحصول عليها في استثمارات أخرى ذات مستوى خطر مماثل. فإذا لم يتمكن فريق المسيرين من إنشاء القيمة، فالمستثمرين يتوجهون الى توظيفات أخرى أكثر مردودية (Michel، 2000، صفحة 249).

3.2.3 أهداف خلق القيمة

لخلق القيمة عدة اهداف يمكن ايجازها فيما يلي (محمد ب.، 2017، صفحة 124):

يسعى المسيرون من وراء خلق القيمة الى تعظيم ثروة الملاك والمساهمين في راس مال المؤسسة المسعرة، كما يتطلب من المؤسسة تحقيق المستوى الأدنى للعائد المطلوب في السوق على الأموال الخاصة، الذي يسمح بتحقيق هدف المؤسسة التي تتبنى مسار خلق القيمة.

كما يسمح مفهوم خلق القيمة بإدراك تكلفة رأس المال، حيث لا تمثل الأموال الخاصة موردا مجانيا لان الأسهم تشكل أصلا مخطرا، لهذا على المؤسسة تقدير عوائد رأس المال على الوجه الصحيح حتى تضمن معدل مردودية مرتفع للحائزين على الأسهم.

4. تقدير استخدام القيمة الاقتصادية المضافة في خلق القيمة لمؤسسة الاوراسي

من خلال هذا المحور سيتم تقدير استخدام القيمة الاقتصادية المضافة في خلق القيمة لمؤسسة الاوراسي، باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط، ومن ثم بناء نموذج لاختبار فرضيات الدراسة، وقياس مدى تفسير أثر المتغير التابع، بالاستعانة ببرنامج Eviews10.

Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale - Pas de Modification 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0)

1.4 الاجراءات المنهجية لدراسة الحالة

لإجراء القياس الاقتصادي لهذه الدراسة ينبغي تحديد متغيرات الدراسة، ثم ابراز النموذج الملائم لذلك، بعد ذلك التطرق الى المسارات التي سلكتها كل هذه المتغيرات بداية من 2002 الى غاية 2019، من خلال دراسة تحليلية وصفية واحصائية لمساهمة القيمة الاقتصادية المضافة في خلق قيمة للمؤسسة وذلك بالاستعانة ببرنامج Eviews10.

1.1.4 جمع المعطيات والتعريف بمتغيرات الدراسة

1.1.1.4 التعريف بمتغيرات الدراسة

المتغير التابع: يتمثل المتغير التابع للدراسة في قيمة المؤسسة، ومن اجل الحصول على أفضل تمثيل لهذه المتغير تم الاعتماد على السعر السوقي في نهاية السنة للمؤسسة المعلن عنه في بورصة الجزائر. ونرمز له بالرمز **CV**.

التغير المستقل: يتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة **EVA**، تمثل الربح او الخسارة التي تبقى بعد طرح ثمن تكلفة راس المال المستثمر، حيث هي العائد على الاستثمار المتحقق بعد خصم جميع عناصر تكلفة تمويل راس المال المستثمر سواء كان عن طريق التمويل الداخلي من المساهمين، او عن طريق التمويل الخارجي. وتم حسابها وفق الصيغة الرياضية التالية:

$$EVA= (ROCI-WACC)*CI$$

حيث:

WACC : التكلفة المرجحة لراس المال؛

ROCI : العائد على راس المال المستثمر؛

CI : رأس المال المستثمر.

2.1.1.4 مصادر الحصول على بيانات الدراسة

تم الاعتماد في جمع البيانات الخاصة بالدراسة التطبيقية على القوائم المالية لمؤسسة الاوراسي المنشورة في موقعها الالكتروني (مؤسسة الأوراسي، 2021)، كما تم الاعتماد على الموقع الالكتروني لبورصة الجزائر (بورصة الجزائر، 2021). وذلك للفترة من 2002-2019.

2.1.4 تحديد الشكل الرياضي للنموذج

يمثل الشكل الرياضي محل الدراسة في نموذج الانحدار الخطي البسيط، حيث تعطى الصيغة الرياضية لكل نموذج في شكل معادلة على النحو التالي:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + Ü_i$$

حيث

Y_i: المتغير التابع

X_i: المتغير المستقل

$\beta_0 \beta_1$: تمثيل معلامات النموذج

$Ü_i$: حد الخطاء الذي يجب اضافته للنموذج لينوب عن باقي العوامل التي تؤثر على النموذج ولم تدرج لأسباب معينة

I: يعبر عن عدد المشاهدات

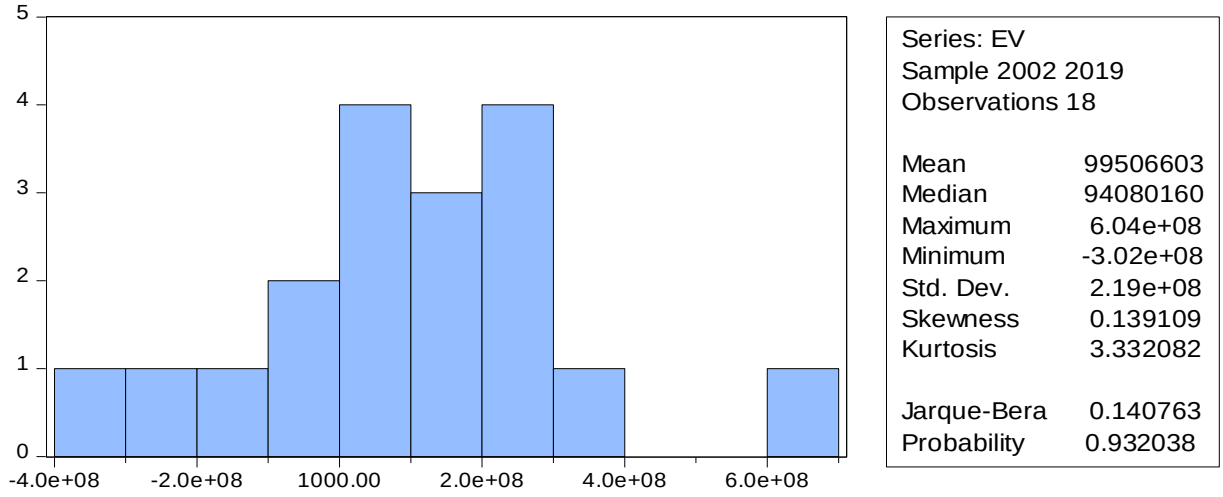
2.4 دراسة وتحليل السلاسل الزمنية للقيمة الاقتصادية المضافة وقيمة المؤسسة

Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale - Pas de Modification 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0)

1.2.4 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

نريد التعرف على الخصائص الاحصائية للسلسلتين محل الدراسة والمتمثلة في القيمة الاقتصادية المضافة وقيمة المؤسسة.

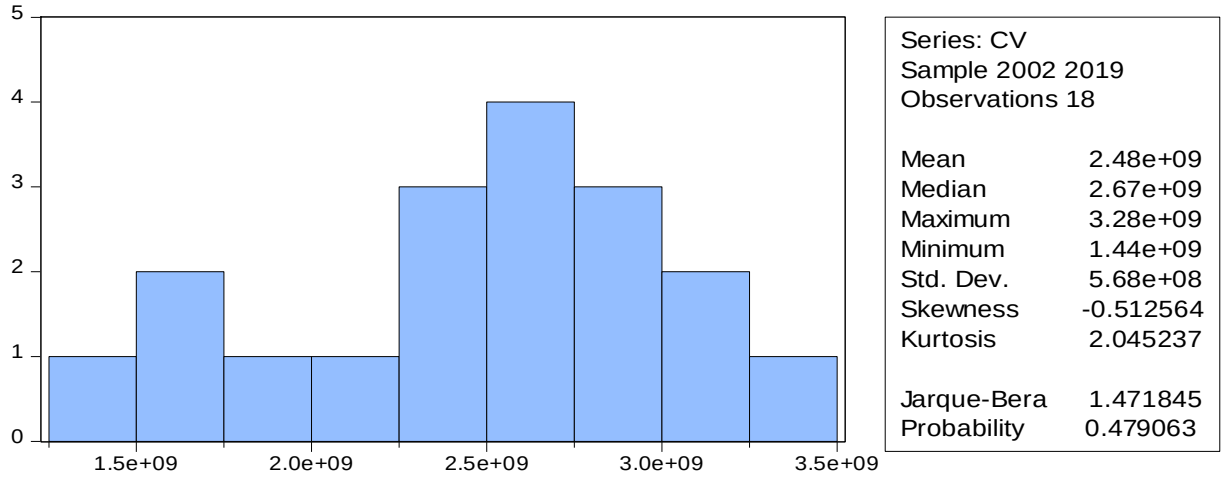
الشكل 01: سلسلة القيمة الاقتصادية المضافة



المصدر: من إعداد الباحثتين بالاعتماد على مخرجات Eviews10.

من خلال المدرج التكراري نلاحظ ان متوسط القيمة الاقتصادية المضافة يساوي 99506603، والوسيط قدره 94080160، اما اعلى قيمة له هي $6.04^{e}+08$ وأدنى مستوى له $-3.02^{e}+08$، وانحراف معياري $2.19^{e}+08$، ويتضح ان Probability = 0.9320 وهي أكبر من 5% مما يعني انها تتبع التوزيع الطبيعي.

الشكل 02: سلسلة قيمة المؤسسة



المصدر: من إعداد الباحثتين بالاعتماد على مخرجات Eviews10.

من خلال المدرج التكراري نلاحظ ان متوسط قيمة المؤسسة يساوي $2.48^{e}+09$، والوسيط قدره $2.67^{e}+09$، اما اعلى قيمة له هي $3.28^{e}+09$ وأدنى مستوى له $1.44^{e}+09$، بانحراف معياري قدر ب $5.68^{e}+08$، ويتضح ان Probability = 0.4790 وهي أكبر من 5% مما يعني انها تتبع التوزيع الطبيعي.

2.2.4 اختبار استقرار السلاسل الزمنية

Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale - Pas de Modification 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0)

غالبا ما تتسم السلاسل الزمنية التي تصف المتغيرات الاقتصادية بعدم الاستقرار وذلك لكون معظمها يتغير وينمو مع الزمن مما يجعل من متوسطها وتباينها غير مستقرين، لذلك كان من الضروري اجراء اختبار استقرار السلاسل الزمنية، ولإجراء اختبار السلاسل الزمنية تم الاعتماد على اختبار ديكي –فولر الموسعة ADF.

1.2.2.4 اختبار استقرار سلسلة القيمة الاقتصادية المضافة

نقوم بتطبيق اختبار جذر الوحدة المتمثل في اختبار ديكي-فولر المطور ADF مقابل الفرضية التالية:

H_0 : السلسلة لها جذر وحدوي اي انها غير مستقرة.

H_1 : السلسلة ليس لها جذر وحدوي اي انها مستقرة.

الجدول رقم 01: اختبار ديكي فولر الموسع ADF لاستقرار السلاسل الزمنية للقيمة الاقتصادية المضافة عند المستوى.

			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-1.962813	0.1724
Test critical values :	1% level		-2.708094	
	5% level		-2.416601	
	10% level		-1.606129	

المصدر: من إعداد الباحثتين بالاعتماد على مخرجات Eviews10.

من خلال الجدول نلاحظ ان قيمة الاحصاء المحسوبة لاختبار ADF هي τ_C = -1.962813 وهي أكبر من القيمة الحرجة - = τ_{tab} 2.416601 عند مستوى المعنوية 0.05، وعليه نقبل الفرضية الصفرية H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 اي وجود جذر الوحدة لسلسلة القيمة الاقتصادية المضافة اي ان هذه السلسلة غير مستقرة.

من اجل جعل هذه السلسة مستقرة نقوم باستخدام الفروقات من الدرجة الاولى لهذه السلسة ثم نقوم بإجراء اختبار ADF مرة اخرى فنحصل على النتائج التالية:

الجدول رقم 02: اختبار ديكي فولر الموسع ADF لاستقرار السلاسل الزمنية لقيمة المؤسسة عند الفرق الأول.

			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-3.328563	0.0297
Test critical values :	1% level		-3.886751	
	5% level		-3.052169	
	10% level		-2.666593	

المصدر: من إعداد الباحثتين بالاعتماد على مخرجات Eviews10.

من خلال الجدول نلاحظ ان قيمة الاحصاء المحسوبة لاختبار ADF هي τ_C = -3.328563 وهي اقل من القيمة الحرجة - = τ_{tab} 3.052169 عند مستوى المعنوية 0.05، وعليه نرفض الفرضية الصفرية H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 حول عدم وجود جذر الوحدة لسلسلة القيمة الاقتصادية المضافة اي ان هذه السلسلة مستقرة عند الفروقات من الدرجة الاولى.

2.2.2.4 اختبار الاستقرار لسلسلة قيمة المؤسسة

Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale - Pas de Modification 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0)

لاختبار استقرار سلسلة قيمة المؤسسة نقوم بتطبيق اختبار جذر الوحدة المتمثل في اختبار ديكي-فولر المطور ADF مقابل الفرضية التالية:

H_0 : السلسلة لها جذر وحدوي اي انها غير مستقرة.

H_1 : السلسلة ليس لها جذر وحدوي اي انها مستقرة.

الجدول رقم 03: اختبار ديكي فولر الموسع ADF لاستقرار السلاسل الزمنية لقيمة المؤسسة عند المستوى

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.517790	0.5007
Test critical values	1% level	-3.886751	
	5% level	-3.052169	
	10% level	-2.666593	

المصدر: من إعداد الباحثتين بالاعتماد على مخرجات Eviews10.

من خلال الجدول نلاحظ ان قيمة الاحصاء المحسوبة لاختبار ADF هي τ_C = -1.517790 وهي أكبر من القيمة الحرجة - τ_{tab} = 3.052169 عند مستوى المعنوية 0.05، وعليه نقبل الفرضية الصفرية H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 اي وجود جذر الوحدة لسلسلة قيمة المؤسسة اي ان هذه السلسلة غير مستقرة.

من اجل جعل هذه السلسة مستقرة نقوم باستخدام الفروقات من الدرجة الاولى لهذه السلسة ثم نقوم بإجراء اختبار ADF مرة اخرى فنحصل على النتائج التالية:

الجدول رقم 04: اختبار ديكي فولر الموسع ADF لاستقرار السلاسل الزمنية لقيمة المؤسسة عند الفرق الأول

		t-Statistic	Prob.
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.717426	0.0022
Test critical values :	1% level	-3.920350	
	5% level	-3.065585	
	10% level	-2.673459	

المصدر: من إعداد الباحثتين بالاعتماد على مخرجات Eviews10.

من خلال الجدول نلاحظ ان قيمة الاحصاء المحسوبة لاختبار ADF هي τ_C = -4.717426 وهي اقل من القيمة الحرجة - τ_{tab} = 3.065585 عند مستوى المعنوية 0.05، وعليه نرفض الفرضية الصفرية H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 حول عدم وجود جذر الوحدة لسلسلة قيمة المؤسسة اي ان هذه السلسلة مستقرة اي متكاملة من الشكل I(1).

3.2.4 دراسة وتحليل العلاقة الكمية بين السلسلتين

من خلال اختبارنا لاستقرار السلسلتين وجدنا انهما غير مستقرتين وبالتالي فان نتيجة الانحدار بينهما تكون زائفة وتكون المعادلة المقدرة لا تتمتع بمعنوية ومصداقية احصائية.

Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale - Pas de Modification 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0)

1.3.2.4 تقدير النموذج على المدى طويل الاجل:

لتقدير النموذج علينا الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي البسيط والجدول الموالي يبين ذلك:

الجدول رقم 05: تقدير النموذج على المدى طويل الاجل

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.39E+09	1.42E+08	16.75243	0.0000
EVA	0.920302	0.605579	1.519707	0.1481
R-squared	0.126137	Mean dependent var		2.48E+09
Adjusted R-squared	0.071521	S.D. dependent var		5.68E+08
S.E. of regression	5.47E+08	Akaike info criterion		43.18355
Sum squared resid	4.79E+18	Schwarz criterion		43.28248
Log likelihood	-386.6519	Hannan-Quinn criter.		43.19719
F-statistic	2.309509	Durbin-Watson stat		0.529218
Prob (F-statistic)	0.148098			

المصدر: من إعداد الباحثتين بالاعتماد على مخرجات Eviews10.

المعادلة المقدرة تكون على الشكل التالي:

$$CV = 2385423834.3 + 0.920302400919 * EVA$$

2.3.2.4 اختبار استقرارية الاخطاء

باستعمال اختبار الجذر الوحدوي نريد معرفة وتأكد استقرار سلسلة الاخطاء فنتحصل على الجدول التالي:

الجدول رقم 06: اختبار استقرارية الأخطاء

Null Hypothesis: D(CV) has a unit root			
Exogenous : Constant			
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)			
		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.576039	0.0004
Test critical values :	1% level	-3.920350	
	5% level	-3.065585	
	10% level	-2.673459	

المصدر: من إعداد الباحثتين بالاعتماد على مخرجات Eviews10.

من خلال الجدول نلاحظ ان قيمة الاحصاء المحسوبة لاختبار ADF هي $\tau_C = -5.576039$ وهي اقل من القيمة الحرجة $\tau_{tab} = -3.065585$ عند مستوى المعنوية 0.05، وعليه نرفض الفرضية الصفرية H0 ونقبل الفرضية البديلة H1 حول عدم استقرار سلسلة الاخطاء، اي ان هذه السلسلة مستقرة.

بما ان السلسلتين متكاملتين من الدرجة الاولى وكذلك الاخطاء مستقرة عند المستوى، فهذا يعني وجود تكامل مشترك بين السلسلتين، وبالتالي فالنموذج المناسب في هذه الحالة هو نموذج تصحيح الخطأ VECM، حيث ننتقل الان الى تطبيق هذا النموذج:

Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale - Pas de Modification 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0)

4.2.4 اختبار تصحيح الخطأ VECM

قبل البدء في تقدير نموذج تصحيح الخطأ، لابد من تطبيق بعض الاختبارات لتحديد درجة التأخير، تأكيد وجود السببية والتكامل المشترك بين متغيرات الدراسة وذلك بإجراء اختبارات VAR، Granger،Johansen .

1.4.2.4 تحديد درجة تأخير النموذج

يتم تحديد درجة تأخير المسار VAR، وهذا بالاعتماد على المعيارين AKaike وSchwaez بالاستعانة ببرنامج Eviewz10. حيث أن هذا الاختبار يتم وفق أدنى قيمة إحصائية لهاذين المعيارين، التي تقبل درجة التأخير المقبولة.

الجدول رقم 07: اختبار فترة التباطؤ الزمني

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-545.814	NA	1.37e+34	84.279	84.366	84.261
1	-544.250	2.406	2.03e+34	84.653	84.914	84.600
2	-540.098	5.110	2.12e+34	84.630	85.065	84.541
3	-527.123	11.976*	6.31e+33*	83.249*	83.858*	83.091*
4	-523.139	2.452	9.31e+33	83.252	84.034	83.124

المصدر: من إعداد الباحثتين بالاعتماد على مخرجات Eviews10.

نلاحظ من نتائج اختبار تحديد درجة التأخير الأمثل في نماذج VAR، أن التأخير (p=3) وهو الذي يعطي أدنى قيمة بالنسبة للمعايير AIC, SC, EPE, HQ وأعلى قيمة للمعيار LR مقارنة بالتأخيرات الأخرى.

2.4.2.4 اختبار سببية غرانجر Granger

بعد تحديد درجة التأخير يتم اجراء اختبار العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة. حيث ان اختبار العلاقة السببية يقوم على اختبار الفرضية العدمية التي تنص على وجود علاقة سببية او تأثير بين القيمة الاقتصادية المضافة وقيمة المؤسسة، الممثلة وفق الانحدار الذاتي وذلك من خلال تقدير معادلة النموذج.

ويعتبر اختبار السببية من بين الاختبارات المهمة في تفسير اتجاه العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية، خاصة معرفة التأثيرات التي يسببها متغير على اخر او العكس، او احتمال وجود سببية بين المتغيرين اي كلاهما يسبب الاخر، ولقد كانت نتائج الاختبار كما يوضحها الجدول التالي:

الجدول رقم 08: اختبار سببية غرانجر

Pairwise Granger Causality Tests			
Lags : 3			
Null Hypothesis :	Obs	F-Statistic	Prob.
DEVA does not Granger Cause DCV	14	8.18215	0.0109
DCV does not Granger Cause DEVA		0.42074	0.7440

المصدر: من إعداد الباحثتين بالاعتماد على مخرجات Eviews10.

Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale - Pas de Modification 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0)

نقبل وجود سببية إذا كانت القيمة الاحتمالية المقابلة La probabilité اقل من 0.05، وعليه نلاحظ من الجدول اعلاه ان الفرق الاول DEVA يتسبب في الفرق الاول DCV لان p=0.0109 < 0.05، وعليه يتم رفض الفرضية الصفرية أي ان DEVA يتسبب في DCV، اذن توجد سببية للقيمة الاقتصادية المضافة على قيمة المؤسسة.

ومن الاختبار الثاني فإن الفرق DCV لا يتسبب في الفرق DEVA لان P=0.7440 > 0.05، وعليه نقبل الفرضية الصفرية أي ان DCV لا يتسبب في DEVA.

مما سبق يمكن القول انه توجد علاقة في اتجاه واحد بين القيمة الاقتصادية المضافة وقيمة المؤسسة.

3.4.2.4 اختبار جوهانسون Johansen لوجود علاقة التكامل

لاختبار العلاقة طويلة الاجل نستخدم اختبار جوهانسون، ولقد كانت نتائج هذا الاختبار كالتالي:

الجدول رقم 09: اختبار جوهانسون لوجود علاقة التكامل

No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob. **
None *	0.679340	15.96858	15.49471	0.0424
At most 1	0.003233	0.045333	3.841466	0.8314

المصدر: من إعداد الباحثتين بالاعتماد على مخرجات Eviews10.

من خلال اختبار جوهانسون نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة لان sig=0.0424 اقل من 0.05، اي هناك تكامل مشترك بين المتغيرات الدراسة طويلة الأجل، ما يعني أن المتغيرات لا تبتعد كثيرا عن بعضها البعض في الاجل الطويل، وهذا يعني وجود نموذج تصحيح الخطأ.

4.4.2.4 تقدير نموذج تصحيح الخطاء VECM

من خلال ما سبق، وبعد ان قمنا باختبار استقرار السلاسل الزمنية المتعلقة بمتغيرات الدراسة وتأكد من استقرار جميع السلاسل في الفرق الاول، وبعد التأكد من وجود علاقة تكامل مشتركة بين متغيرات الدراسة، وتحديد درجة تأخير النموذج والمقدرة ب p=3 ابطاء نقوم بتقدير النموذج فنحصل على المعادلات التالية:

المعادلة الاولى

D(CV) = C(1)*(CV(-1) - 2.78297369754*EVA(-1) - 2305435264.63) + C(2)*D(CV(-1)) + C(3)*D(CV(-2)) + C(4)*D(CV(-3)) + C(5)*D(EVA(-1)) + C(6)*D(EVA(-2)) + C(7)*D(EVA(-3)) + C(8)

المعادلة الثانية

D(EVA) = C(9)*(CV(-1) - 2.78297369754*EVA(-1) - 2305435264.63) + C(10)*D(CV(-1)) + C(11)*D(CV(-2)) + C(12)*D(CV(-3)) + C(13)*D(EVA(-1)) + C(14)*D(EVA(-2)) + C(15)*D(EVA(-3)) + C(16)

Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale - Pas de Modification 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0)

5.4.2.4 اختبار المعنوية لمعالم النموذج

الجدول رقم 10: اختبار المعنوية لمعالم النموذج

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-0.386016	0.130837	-2.950348	0.0121
C(2)	0.538624	0.169150	3.184295	0.0079
C(3)	-0.008096	0.135597	-0.059708	0.9534
C(4)	0.207234	0.133417	1.553286	0.1463
C(5)	-0.969649	0.282272	-3.435158	0.0049
C(6)	-0.240998	0.226388	-1.064533	0.3080
C(7)	-1.181898	0.192880	-6.127628	0.0001
C(8)	71342814	48780751	1.462520	0.1693
C(9)	0.456136	0.230677	1.977378	0.0714
C(10)	-0.043798	0.298226	-0.146862	0.8857
C(11)	-0.247253	0.239068	-1.034240	0.3214
C(12)	0.057178	0.235224	0.243077	0.8121
C(13)	0.114153	0.497669	0.229376	0.8224
C(14)	-0.001755	0.399141	-0.004396	0.9966
C(15)	-0.488645	0.340064	-1.436922	0.1763
C(16)	30470969	86004478	0.354295	0.7293
Determinant residual covariance		2.55E+32		
Equation: D(CV) = C(1)*(CV(-1) - 2.78297369754*EVA(-1) - 2305435264.63) + C(2)*D(CV(-1)) + C(3)*D(CV(-2)) + C(4)*D(CV(-3)) + C(5)*D(EVA(-1))+ C(6)*D(EVA(-2)) + C(7)*D(EVA(-3)) + C(8)				
Observations : 14				
R-squared	0.914982	Mean dependent var		1.05E+08
Adjusted R-squared	0.815794	S.D. dependent var		3.39E+08
S.E. of regression	1.45E+08	Sum squared resid		1.27E+17
Durbin-Watson stat	3.006732			
Equation: D(EVA) = C(9)*(CV(-1) - 2.78297369754*EVA(-1) - 2305435264.63) + C(10)*D(CV(-1)) + C(11)*D(CV(-2)) + C(12)*D(CV((-3)) + C(13)*D(EVA(-1)) + C(14)*D(EVA(-2)) + C(15)*D(EVA(-3)) + C(16)				
R-squared	0.711831	Mean dependent var		1158106.
Adjusted R-squared	0.375634	S.D. dependent var		3.24E+08
S.E. of regression	2.56E+08	Sum squared resid		3.94E+17
Durbin-Watson stat	2.067152			

المصدر: من إعداد الباحثتين بالاعتماد على مخرجات Eviews10.

Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale - Pas de Modification 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0)

من خلال الجدول اعلاه نلاحظ ان معظم المعالم ليست ذات دلالة احصائية ماعدا معالم تصحيح الخطأ.

C1=- 0.386016 وهي ذات دلالة احصائية لان sig=0.0121 وهي اقل من 0.05، وهذا يدل على وجود علاقة تكامل طويلة الاجل بين القيمة الاقتصادية المضافة وقيمة المؤسسة، اي انه على المدى البعيد القيمة الاقتصادية المضافة تفسر 91% من تغيرات قيمة المؤسسة وهي نسبة تفسير كبيرة.

6.4.2.4 اختبار Wald

الجدول رقم 11: اختبار Wald

Wald Test :			
Equation : Untitled			
Test Statistic	Value	Df	Probability
t-statistic	-4.844615	6	0.0029
F-statistic	23.47029	(1, 6)	0.0029
Chi-square	23.47029	1	0.0001
Null Hypothesis: C(2)+C(5)+C(7)=0			
Null Hypothesis Summary :			
Normalized Restriction (=)		Value	Std. Err.
C(2) + C(5) + C(7)		-1.612922	0.332931
Restrictions are linear in coefficients.			

المصدر: من إعداد الباحثتين بالاعتماد على مخرجات Eviews10.

بما ان sig=0.0001 وهي اقل من 0.05 فإننا نرفض الفرضية الصفرية حول الطابع العشوائي ل c(2)، c(5)، c(7) أي انهم يختلفون عن الصفر.

وبما ان إشارة هذه القيم سالبة فهذا يعني ان الأثر سالب للقيمة الاقتصادية المضافة على قيمة المؤسسة.

3.4 تفسير النتائج

كشفت دراستنا هذه على العديد من النتاج، تمثلت فيما يلي:

- ان مؤسسة الأوراسي استطاعت خلق قيمة لمساهميها ولكل الأطراف ذات المصلحة في اغلب سنوات الدراسة فقد قدرت بمتوسط Mean=99506603 وهذا ما يبين حسن الأداء المالي للمؤسسة، وهذا يشجع على الاستثمار في هذه المؤسسة؛
- توصلنا من خلال اختبار استقرارية السلاسل الزمنية، ان متغيرات الدراسة مستقرة في الفرق الأول؛
- بإجراء اختبار التباطؤ تبين ان درجة التأخير المناسبة هي التي تقابل أقل قيمة بالنسبة للمعيارينAKaike وSchwaez هي p=3.

Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale - Pas de Modification 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0)

- توصلنا من خلال اختبار السببية لغرانجر الذي يفسر اتجاه العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية، ومعرفة التأثيرات التي يسببها متغير على اخر او العكس، ان هناك علاقة في اتجاه واحد بين القيمة الاقتصادية المضافة وقيمة المؤسسة، حيث ان هناك سببية للقيمة الاقتصادية المضافة على قيمة مؤسسة الأوراسي في المدى القصير؛
- ووضح اختبار جوهانسون وجود تكامل مشترك طويل الأجل بين القيمة الاقتصادية المضافة وقيمة مؤسسة الأوراسي؛ من اختبار VECM أكد على ان القيمة الاقتصادية المضافة تؤثر على قيمة مؤسسة الأوراسي في المدى الطويل، بمعدل تفسير كبير قدر ب 91%.

5. الخاتمة

بعد دراستنا للموضوع من مختلف جوانبه، واستعراض عناصره بشقيه النظري والتطبيقي، حيث تم في الجانب النظري التعرف على أهم الدراسات السابقة التي تناولت موضوع القيمة الاقتصادية المضافة، والتعرف على كل من القيمة الاقتصادية المضافة وخلق القيمة، وفي الجانب التطبيقي فقد تم بناء وتقدير نموذج قياسي لقياس العلاقة بين متغيرات دراسة القيمة الاقتصادية المضافة وقيمة مؤسسة الاوراسي، وذلك باستعمال منهج التكامل المشترك، تم دراسة استقرارية السلاسل، فتبين انها غير مستقرة في المستوى، ولكن بإجراء اختبار الفروقات عليها أصبحت مستقرة ومتكاملة من الدرجة الأولى، وهذا ما يدل على احتمال وجود علاقة سببية وتكامل مشترك، وللتأكد من ذلك تم إجراء اختبار السببية حيث تبين ان هناك سببية للقيمة الاقتصادية المضافة على قيمة مؤسسة الاوراسي، واختبار جوهانسون بين ان هناك تكامل مشترك طويل الاجل، وهذا ما استدعى تطبيق نموذج تصحيح الخطأ VECM.

تم اختبار مدى صدق الفرضيات المعتمدة في بداية الدراسة، وكانت النتائج كما يلي:

الفرضية الأولى: تحقق المؤسسة قيمة لمساهميها وفقا لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

بينت نتائج الدراسة أن مؤسسة الأوراسي قادرة على خلق قيمة وثروة لمساهميها ولكل الأطراف ذات المصالح خلال فترة الدراسة، ومنه تم اثبات صحة الفرضية.

الفرضية الثانية: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة وقيمة المؤسسة.

تم تأكيد صحة هذه الفرضية حيث تبين من خلال اختبار السببية ان هناك سببية للقيمة الاقتصادية المضافة على قيمة المؤسسة في الأجل القصير، ومن اختبار جوهانسون تبين ان هناك تكامل مشترك طويل الاجل بين القيمة الاقتصادية المضافة وقيمة المؤسسة.

نتائج الدراسة

- ان مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ما هو الا مؤشر الربح المتبقي تم تطويره بإدخال فكرة تكلفة رأس المال؛
- يعد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مؤشرا فعالا في إظهار مدى قدرة المؤسسة على تعظيم قيمتها أم انها في مرحلة هدم لها؛
- مفهوم خلق القيمة هو مفهوم قديم ظهر في إطار النظرية المالية في شقها المرتبط بمالية المؤسسة منذ حوالي نصف قرن من الزمن؛
- خلق القيمة تعني تقديم منفعة تزيد عن التكلفة، ولكي تستمر المؤسسة في نشاطها على المدى الطويل لابد من خلق قيمة لمساهميها وللمجتمع؛

Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale - Pas de Modification 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0)

- تحقق مؤسسة الاوراسي قيمة اقتصادية مضافة موجبة في أغلب سنوات الدراسة، ما يدل على ان ربحية راس مال مؤسسة الاوراسي أعلى من تكلفة رأس مالها، وهذا ما يبرز حسن أداءها المالي وقدرتها على خلق ثروة للمساهمين والأطراف ذات المصالح، ويشجع المستثمرين على الاستثمار فيها؛
- تبين من نتائج الدراسة انه توجد علاقة تكامل بين القيمة الاقتصادية المضافة وقيمة مؤسسة الاوراسي في المدى الطويل، وهذا ما يدل على أهمية استعمال مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي لتميزه بقدرته العالية على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسعار الأسهم.

توصيات الدراسة

على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية تبني أسلوب القيمة الاقتصادية المضافة الى جانب المؤشرات التقليدية، والافصاح عنه في القوائم المالية، لما لها من قدرة على توجيه وضبط القرارات مع ثروة حملة الأسهم، اذ يعمل هذا المؤشر على دمج مبدئين ماليين أساسيين في عملية إتخاذ القرارات وهما تعظيم ثروة الملاك وقيمة المؤسسة.

6. قائمة المراجع

- **المؤلفات**
- صالح الحناوي محمد، و ابراهيم العبد جلال . (2006). *الادارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات*. الاسكندرية: الدار الجامعية.
- فؤاد التميمي ارشد، و تايه النعيمي عدنان . (2008). *التحليل والتخطيط المالي -اتجاهات معاصرة-* . الاردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
- لسلوس مبارك. (2004). *التسيير المالي*. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
- محمود الزبيدي حمزة. (2008). *الادارة المالية المتقدمة* (المجلد الطبعة الثانية). عمان: دار الوراق للنشر والتوزيع.
- مليكاوي مولود. (2018). *الاستراتيجية والتسيير المالي*. الجزائر: دار هومة.
- Denis, D. (2000). *la création de valeur*. paris: IEF.
- Gervais Michel .(2000) .*controle de gestion* .paris: Ed Economica.
- **الاطروحات**
- بنية محمد. (2017). القرارات المالية وفاعليتها في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2010-2015 (اطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة يحي فارس، المدية -الجزائر-.
- صديقي حسنية. (2015). قياس الاداء المالي بإستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (اطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة -الجزائر-.
- **المقالات**
- زرقون محمد، حجاج نفيسة، وحجاج صليحة. (2018). دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم "دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة 2010-2015". مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والادارة، المجلد 02(العدد 01)، 214-231.

Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale - Pas de Modification 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0)

- سويسي الهواري، ورمضاني حميدة. (2017). قياس اداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الأداء الحديثة "دراسة حالة مجمع صيدال للفترة 2010-2015. مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 10(العدد 02)، 795-820.
- -Ahmad Izhar ، Shabbir Alam Md و،yameen mohammad .(2019) .A study of Economic Value Added (EVA) & Market Value Added (MVA) of Hindustan Petroleum Corpration Limited . *Global journal of Economics and Business ،Vol 06*)No 01.237-225 ،(
- -Nufazil Altaf .(2016) .Economic Value Added or earnings: What explains market value in Indian Firms ?*Future Business Journal ،vol 02*)No 02.166-152 ،(
- -SHRIKANT, K. (2017). Economic Value Added and Traditional Accounting Measures for Shareholder's Wealth Creation. *Asian Journal of Accounting and Governance*, 125-136.
- **المواقع الالكترونية**
- - بورصة الجزائر. (2021). *الموقع الالكتروني لبورصة الجزائر*. تاريخ الاسترداد 02 04, 2021، من http://www.sgbv.dz/ar/index.php
- - مؤسسة الأوراسي. (2021). *الموقع اللإلكتروني لمؤسسة الأوراسي*. تاريخ الاسترداد 02 04, 2021، من www.el-aurassi.com

7. ملاحق:

الملحق 01: تقدير النموذج متجه تصحيح الخطاء VECM

Cointegrating Eq :	CointEq1	
CV (-1)	1.000000	
EVA (-1)	-2.782974	
	(0.87599)	
	[-3.17696]	
C	-2.31E+09	
Error Correction :	D(CV)	D(EVA)
CointEq1	-0.386016	0.456136
	(0.13084)	(0.23068)
	[-2.95035]	[1.97738]
D (CV (-1))	0.538624	-0.043798
	(0.16915)	(0.29823)
	[3.18429]	[-0.14686]
D (CV (-2))	-0.008096	-0.247253
	(0.13560)	(0.23907)
	[-0.05971]	[-1.03424]
D (CV (-3))	0.207234	0.057178
	(0.13342)	(0.23522)
	[1.55329]	[0.24308]
D (EVA (-1))	-0.969649	0.114153
	(0.28227)	(0.49767)
	[-3.43516]	[0.22938]
D (EVA (-2))	-0.240998	-0.001755
	(0.22639)	(0.39914)

Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale - Pas de Modification 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0)

	[-1.06453]	[-0.00440]
D (EVA (-3))	-1.181898	-0.488645
	(0.19288)	(0.34006)
	[-6.12763]	[-1.43692]
C	71342814	30470969
	(4.9E+07)	(8.6E+07)
	[1.46252]	[0.35430]
R-squared	0.914982	0.711831
Adj. R-squared	0.815794	0.375634
Sum sq. resids	1.27E+17	3.94E+17
S.E. equation	1.45E+08	2.56E+08
F-statistic	9.224729	2.117302
Log likelihood	-277.0554	-284.9943
Akaike AIC	40.72220	41.85633
Schwarz SC	41.08738	42.22151
Mean dependent	1.05E+08	1158106.
S.D. dependent	3.39E+08	3.24E+08
Determinant resid covariance (dof adj.)		1.39E+33
Determinant resid covariance		2.55E+32
Log likelihood		-562.0493
Akaike information criterion		82.86418
Schwarz criterion		83.68583
Number of coefficients		18

المصدر: من إعداد الباحثتين بالاعتماد على مخرجات Eviews10.

Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale - Pas de Modification 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0)