

## مدى مساهمة المؤشرات المالية في تفسير القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة

The extent to which financial indicators contribute to the interpretation of the market value of the economic institutions listed on the stock exchange.

لبوز نوح

مبروكي مروة\*

مخبر مالية وبنوك وإدارة الأعمال، جامعة بسكرة – الجزائر      مخبر مالية وبنوك وإدارة الأعمال، جامعة بسكرة – الجزائر

[Nouhdz@yahoo.fr](mailto:Nouhdz@yahoo.fr)

[marwa.mabrouki@univ-biskra.dz](mailto:marwa.mabrouki@univ-biskra.dz)

تاريخ النشر: 2023/06/07

تاريخ القبول للنشر: 2023/05/11

تاريخ الاستلام: 2023/04/27

### ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة فهم تأثير المؤشرات المالية التقليدية والحديثة معبر عنها بمؤشر العائد على الأصول والعائد على المبيعات، وأيضا مؤشر العائد على حقوق الملكية بالإضافة إلى مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير القيمة السوقية للأسهم معبر عنها بسعر الإغلاق لمجمع صيدال للفترة (2017-2020)، ومن ثمة تحديد أي المؤشرات أكثر تفسيريا، واعتمدنا في ذلك على مخرجات برنامج SPSS حيث استخدمنا الانحدار الخطي البسيط والمتعدد. وأظهرت النتائج وجود علاقة طردية موجبة بين مؤشر العائد على الأصول (ROA) ومؤشر العائد على حقوق الملكية (ROE) والقيمة السوقية للأسهم، وعدم وجود علاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ومؤشر العائد على المبيعات (ROS) والقيمة السوقية للأسهم. الكلمات المفتاحية: المؤشرات المالية التقليدية، المؤشرات المالية الحديثة، القيمة السوقية للسهم. تصنيفات JEL: G32، G24، L25.

### Abstract:

This study aims to try to understand the effect of traditional and modern financial indicators expressed by the return on assets index and return on sales, as well as the return on equity index in addition to the economic value added index on the interpretation of the market value of shares expressed at the closing price of Saidal complex for the period (2017-2020), Then we determined which indicators are more interpretive, and we relied on the output of the spss program, where we used simple and multiple linear regression.

The results showed that there is a direct positive direct relationship between the return on assets index (ROA), the return on equity index (ROE), and the market value of shares, and there is no relationship between the economic value added index (EVA), the return on sales index (ROS), and the market value of shares.

**Keywords :** Traditional financial indicators, Modern financial indicators, the market value of the share.

**Jel classification codes :** G32 , G24 ,L25.

\* المؤلف المراسل.

تعتبر الأسواق المالية من المرافق الاقتصادية المهمة لما لها من دور كبير في نشاط المؤسسات الاقتصادية والمستثمرين وأصحاب المصالح، إذ من خلالها يمكن لأصحاب المؤسسات تمويل استثماراتهم عن طريق إصدار أسهم وسندات وبيعها في الأسواق المالية، إما عن المستثمرين فهم يلجؤون إلى لهذه الأخيرة لاستثمار أموالهم وتحقيق عوائد مالية. وعلى ضوء ذلك توجه الباحثين ومختلف المحللين الماليين إلى البحث عن مقاييس يمكن الاعتماد عليها في تفسير سعر السهم السوقية، ومن ضمن هذه المقاييس نجد مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية منها معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) ومعدل العائد على الأصول (ROA) وأيضاً معدل العائد على المبيعات (ROS)، التي استخدمت على نطاق واسع لفترة معتبرة من الزمن، لكن مع تطور نشاط المؤسسات الاقتصادية أصبحت هذه الأخيرة بحاجة إلى طرق أخرى أو طرق متممة للمؤشرات التقليدية، الأمر الذي دفع الباحثين ومختلف المحللين الماليين إلى البحث عن أساليب ونظم قياس تعتمد على خلق القيمة للمساهمين وقادرة على تفسير القيمة السوقية للأسهم، لعله من أحدثها نجد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) الذي برز سنة 1989، ويعد من المقاييس التي لاقت رواجاً واسعاً في أوساط الباحثين والأكاديميين، واعتبر كميّار شامل لتقييم الأداء ومؤشر يمكن الاعتماد عليه في تفسير القيمة السوقية للأسهم، إذ يعد من المقاييس المالية القادرة على تحديد الربح الاقتصادي الحقيقي للمؤسسة ويعمل على قياس الربح المتبقي للمؤسسة بعد طرح تكلفة رأس المال المستثمر، وعليه سارعت مختلف المؤسسات الاقتصادية إلى استخدامها على اعتبارها تقدم تقديراً للقيمة الحقيقية لها مما يمكنها من اتخاذ قرارات مالية رشيدة.

ونظراً لأهمية الدور الذي تلعبه المؤشرات المالية سواء التقليدية أو الحديثة في تفسير القيمة الحقيقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية، ومن خلال تحليل الدراسات التي تطرقت لهما فقد أكدوا تفوق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) على المؤشرات التقليدية في تفسير القيمة السوقية لأسهم المؤسسات، لذا جاءت دراستنا للتعرف على أكثر المؤشرات تفسيراً للقيمة السوقية للمؤسسات، من خلال دراسة حالة مؤسسة اقتصادية جزائرية مدرجة في بورصة الجزائر ألا وهو مجمع صيدال، الذي يعد من المؤسسات الاقتصادية الرائدة في إنتاج الأدوية، إذ عرفت صناعته تطوراً ملحوظاً، والارتقاء بأدائه المالي هو أولوية من أولوياته وضرورة للحفاظ على بقاءه واستمراره. انطلاقاً من مما سبق يحق لنا طرح الإشكالية التالية:

### 1.1 إشكالية الدراسة:

هل للمؤشرات المالية المستخدمة في تقييم الأداء المالي دور في تفسير القيمة السوقية لأسهم مجمع صيدال؟.

يندرج تحت الإشكالية الرئيسية الأسئلة الفرعية التالية:

- ما طبيعة العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية لأسهم مجمع صيدال.
- ما طبيعة العلاقة بين مؤشر العائد على المبيعات (ROS) والقيمة السوقية لأسهم مجمع صيدال.
- ما طبيعة العلاقة بين مؤشر العائد على حقوق الملكية (ROE) والقيمة السوقية لأسهم مجمع صيدال.
- ما طبيعة العلاقة بين مؤشر العائد على الأصول (ROA) والقيمة السوقية لأسهم مجمع صيدال.

2.1 فرضيات الدراسة: تركز الدراسة على فرضية رئيسية مفادها: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين المؤشرات المالية المستخدمة في تقييم الأداء المالي في تفسير القيمة السوقية لأسهم مجمع صيدال عن مستوى المعنوية 0.05.

الفرضيات الفرعية: يندرج تحت الفرضية الرئيسية الفرضيات الفرعية التالية:

- لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وتفسير القيمة السوقية لأسهم مجمع صيدال عند مستوى المعنوية 0.05.
  - لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين المؤشر العائد على المبيعات (ROS) وتفسير القيمة السوقية لأسهم مجمع صيدال عند مستوى المعنوية 0.05.
  - لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين مؤشر العائد على حقوق الملكية (ROE) وتفسير القيمة السوقية لأسهم مجمع صيدال عند مستوى المعنوية 0.05.
  - لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين مؤشر العائد على الأصول (ROA) وتفسير القيمة السوقية لأسهم مجمع صيدال عند مستوى المعنوية 0.05.
- 3.1 أهمية الدراسة: تنبع أهمية الدراسة من خلال اهتمامها بالتعرف على كيفية تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية من خلال استخدام أساليب التحليل المالي الحديثة والتقليدية لما لذلك أكثر كبير في بقاء هذه المؤسسات ونموها واستمرارها.
- 4.1 أهداف الدراسة: تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف من أهمها:
- التعرف على الإطار المفاهيمي للمؤشرات التقليدية والحديثة المستخدمة في تقييم الأداء المالي.
  - التعرف على القوة التفسيرية للمؤشرات المستخدمة في تقييم الأداء المالي في تفسير القيمة السوقية لأسهم مجمع صيدال.

— الوقوف على محدودية المؤشرات التقليدية لتقييم الأداء المالي.

5.1 منهجية الدراسة: للإجابة على الإشكالية المطروحة تم اتباع المنهج الوصفي في الجانب النظري من خلال التطرق للمفاهيم المرتبطة بموضوع البحث، أما في الجانب التطبيقي استخدمنا المنهج التحليلي من خلال استخدام وتحليل المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية لمجمع صيدال للفترة الممتدة من 2017 إلى غاية 2020، ومن أجل اختبار صحة الفرضيات استخدمنا برنامج SPSS حيث اعتمدنا على كل من الانحدار الخطي البسيط والمتعدد ومعامل الارتباط بيرسون.

6.1 هيكل الدراسة: للإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار صحة الفرضيات سيتم تقسيم الدراسة إلى محورين، إذ سنخصص المحور الأول لتقديم الإطار النظري للدراسة، أما المحور الثاني خصصناه لدراسة كيفية استخدام المؤشرات التقليدية والحديثة في تقييم الأداء المالي لمجمع صيدال ودراسة العلاقة الارتباطية بين المؤشرات المالية والسعر السوقى للسهم.

7.1 الدراسات السابقة:

❖ دراسة: (رشيد حفصي، بلعشي جميلة، نبيل حليمي، 2019)، المعنونة بـ "تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم دراسة لعينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة (2014-2016)، مقال منشور في مجلة الاستراتيجية والتنمية، المجلد 09، العدد 03.

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة قياس تأثير مؤشرات الأداء المالي المتمثلة في القيمة الاقتصادية المضافة وربحية السهم الواحد والعائد على الأصول على القيمة السوقية للأسهم معبر عنها بسعر الاغلاق للمؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وربحية السهم الواحد والعائد على الأصول على القيمة السوقية للأسهم.

❖ دراسة: (محمد يزيد صالح، عبد العزيز قتال، 2020)، المعنونة بـ "تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لسهم أليانس للتأمينات خلال الفترة (2012-2018)، مقال منشور في مجلة العلوم الانسانية لجامعة أم البواقي، المجلد 07، العدد 02.

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للأسهم، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ايجابية ذات دلالة احصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية لسهم أليانس، حيث أن الزيادة في القيمة الاقتصادية المضافة يكون له تأثير إيجابي على سعر السهم، كما توصلت إلى وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغيرات المستقلة المتمثلة في معدل العائد على الاستثمار ومعدل العائد على حقوق الملكية، ومعدل العائد على السهم والقيمة السوقية لسهم أليانس للتأمينات، حيث أثبتت هذه المؤشرات أنها غير قادرة على تفسير التغيرات في القيمة السوقية لسهم أليانس للتأمينات.

❖ دراسة: (عبد الكريم خري، 2021)، المعنونة بـ "مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تحديد القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة دراسة حالة مجمع صيدال"، مقال منشور في مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد 07، العدد 01.

تهدف هذه الدراسة إلى البحث عن مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تحديد القيمة السوقية لمجمع صيدال، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ضعيفة جدا بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية لمجمع صيدال، ولا يمكن الاعتماد عليه كمحدد للقيمة السوقية.

❖ دراسة: (شعشوع أحمد، أبوبكر بوسالم، أودينة عبد الخالق، 2021)، المعنونة بـ "دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تقييم الأداء المالي والرفع من القيمة السوقية للمؤسسة دراسة تحليلية مقارنة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات المالية التقليدية"، مقال منشور في مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 03، العدد 01.

تهدف هذه الدراسة إلى توضيح دور الأساليب التقليدية والحديثة في تقييم الأداء المالي ورفع القيمة السوقية للمؤسسة، وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية للسهم، ووجود علاقة بين المؤشرات التقليدية (ROI، ROE) والقيمة السوقية، كما توصلت إلى وجود علاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات التقليدية (ROI، ROE) في تفسير القيمة السوقية.

## 2. الإطار النظري للدراسة

### 1.2 مفهوم عملية تقييم الأداء المالي:

#### 1.1.2 تعريف عملية تقييم الأداء المالي:

قبل التطرق لتعريف عملية تقييم الأداء المالي نقدم أولا مفهوم لمصطلح الأداء.

إن أصل كلمة الأداء ينحدر من اللغة اللاتينية وبالضبط من عبارة "Performare" والتي تعني إعطاء الشكل لشيء ما،

وذلك بأسلوب كلي، ومن اللغة الانجليزية يتمثل في مصطلح "Performane". (فراج، سمية، ومحمد، 2020، صفحة 21)

يمكن تعريف عملية تقييم الأداء المالي على أنها: "تقديم حكما ذو قيمة على إدارة مختلف موارد المؤسسة، أو بتعبير

آخر يتمثل في تقييم الأداء المالي في قياس نتائج المؤسسة في ضوء معايير محددة مسبقا". (شعشوع، بوسالم، وأودينة، 2021،

صفحة 253)

كما تعرف على أنها: "خطوة أساسية على صعيد العملية الرقابية إذ أن جوهر هذه العملية هي مقارنة الأداء الفعلي بمؤشرات محددة مسبقا للوقوف عن الانحرافات ومن ثم اتخاذ الخطوات التصحيحية اللازمة وغالبا ما تكون المقارنة بين ما هو محقق وما هو مستهدف في نهاية مدة زمنية محددة". (سحنون، 2017/2018، صفحة 27)

من التعريفات السابقة نستنتج أن عملية تقييم الأداء المالي هي إجراء مقارنة الأداء المنجر مع الأداء المخطط له خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة، للوقوف على أهم الانحرافات التي تواجه المؤسسة لتصحيحها في الوقت اللازم.

2.1.2. فوائد عملية تقييم الأداء المالي:

- هناك جملة من الفوائد التي تنجر عن عملية تقييم الأداء المالي نذكر منها: (علي خلف و الحياي، 2015، صفحة 47)
- هو من أهم الركائز التي تبني عليها عملية المراقبة والضبط.
- تحديد مواطن القوة والضعف في المؤسسة من خلال تشخيص المشكلات ووضع الحلول المناسبة.
- مخرجات الأداء المالي تزود الإدارة بالمعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات الهامة.

## 2.2. أساليب تقييم الأداء المالي:

هناك أدوات عديدة تستخدم في مجال تقييم الأداء المالي وتتفاوت هذه الأدوات فيما بينها وهذا يعكس تفاوتاً في درجة التحليل المطلوبة. لذا سنكتفي في دراستنا بذكر المؤشرات التقليدية معبر عنها بمعدل العائد على المبيعات ومعدل العائد على الأصول وأيضا معدل العائد على حقوق الملكية، أما عن المؤشرات الحديثة فقد اعتمدنا على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر حديث للوقوف على الأداء المالي.

### 1.2.2. تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية باستخدام المؤشرات التقليدية:

سننظر من خلال ما يلي إلى بعض المؤشرات التقليدية المستخدمة في تقييم الأداء المالي:

❖ **معدل العائد على الأموال المستثمرة:** يتم حسابه وفق ما يلي:

$$\text{معدل العائد على الأموال المستثمرة} = (\text{صافي الأرباح بعد الضرائب} * 100) / \text{رأس المال المستثمر}$$

تظهر هذه النسبة ربحية الأموال المستثمرة وكلما ارتفعت هذه النسبة كان ذلك مؤشرا إيجابيا، ويجب أن لا تنخفض إلى مستوى سعر الفائدة في السوق أو أقل لأن ذلك يعتبر مؤشرا سلبيا، ويكون عندئذ من الأفضل استثمار الأموال بإيداعها في بيوت المال والحصول على الفائدة أفضل من تحمل مخاطر العمليات الاستثمارية ومن أجل الدقة في النتائج في ضرورة استخدام متوسط رأس المال المستثمر لأن الأموال المستثمرة في بداية الفترة المالية تختلف على الأموال المستثمرة في نهاية الفترة المالية والأرباح هي نتيجة النشاط من بداية الفترة المالية إلى نهايتها. وباستخدام متوسط رأس المال المستثمر تصبح النسبة كما يلي: (محمد، إسماعيل، و نور، 2012، الصفحات 62-63)

$$\text{متوسط رأس المال} = (\text{رأس المال المستثمر في أول المدة} + \text{رأس المال المستثمر في آخر المدة}) / 2$$

❖ **معدل العائد على حقوق الملكية (ROE):** توضح هذه النسبة معدل العائد على أموال الملاك وتقاس بقيمة صافي الربح بعد الضريبة على حقوق الملكية. (أندرواس، 2007، صفحة 110)

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \text{صافي الربح بعد الضرائب} / \text{أموال الملكية}$$

لا يمكننا الحكم على هذه النسبة إلا من خلال مقارنتها مع نسب السنوات السابقة أو نسب المؤسسات في نفس القطاع الذي تنتمي إليه

❖ نسبة صافي الربح التشغيلي إلى المبيعات (ROS) : تقيس هذه النسبة مدى مساهمة المبيعات التي حققتها الوحدة الاقتصادية (من خلال نشاطها التجاري) في تحقيق إجمالي الأرباح.

وبما أن مجمل الربح يستخرج من خلال العلاقة بين كل المبيعات وكلفة البضاعة المباعة فإنه يمكن القول أن هذه النسبة يمكن أن تعطي مؤشرا مهما في تقييم مدى كفاءة إدارة الشركة في استخدام موارده وذلك من خلال التقليل في كلفة البضاعة المباعة كلما أمكن ذلك، فضلا عن مدى قدرة الشركة في بيع منتجاتها بأسعار مناسبة يمكن أن تساهم في تغطية كلفة البضاعة المباعة وتؤدي إلى تحقيق أكبر ما يمكن من إجمالي الأرباح الناتج عن ممارستها لنشاطها التجاري.

ويمكن احتساب نسبة مجمل الربح إلى المبيعات وفق الصيغة التالية: (الحبيطي و يحيى، 2002، صفحة 109، 110)

$$\text{نسبة مجمل الربح إلى المبيعات} = (\text{مجمل الربح} * 100) / \text{صافي المبيعات}$$

❖ معدل العائد على الأصول (ROA): يوضح هذا المعدل مدى كفاءة استخدام الأصول في تحقيق العائد على الأموال المتاحة للمؤسسة مهما كان مصدرها، ذلك بقيمة نتيجة قبل الفائدة إلى إجمالي الأموال المستثمرة فيها سواء أكانت هذه أموال مقترضة أو مملوكة بشكل دائم أو مؤقت استخراج هذه النسبة يتطلب تعديل صافي الربح بمقدار الفوائد التي تدفعها المؤسسة على الأموال لاستبعاد أثر الأنشطة التمويلية، لزيادة دقتها يستخدم متوسط الأصول بدلا من قيمة الأصول في نهاية المدة إلا أن هذا الأخير قد لا يعبر عن الأصول التي ساهمت في تحقيق الربح خلال الدورة المالية، ويمكن اعتماد هذه المؤشر للمقارنة بين تكلفة الاقتراض والعائد على الاستثمار لغرض اتخاذ قرارات تحديد مصادر الأموال للمؤسسة، كما أنها تعكس كفاءة القرارات التشغيلية، ويتم الاعتماد عليه للأسباب التالية: (عبد العال، 2013، صفحة 15)

- هو أداة تؤدي لتوافق أهداف المؤسسة وأهداف الأفراد.
- يقدم معلومات تخص مردودية الأصول الموجودة بالمؤسسة، وكذلك الاستثمارات الجديدة.
- يسمح بالمقارنة بين مراكز المسؤولية فيما بينها داخل المؤسسة وبين المؤسسة والمؤسسات المنافسة لها أو بين فرص استثمارية أخرى وواجهة هذا المؤشر انتقادات كثيرة لعدم حسابه للمردودية الاقتصادية وبروز طريقة جديدة تعتمد على مؤشر الربح المتبقي، ولم يأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال، ويتم التعبير عن هذه النسبة في الصيغة الموالية:

$$\text{نسبة العائد على الاستثمار} = \text{النتيجة الصافية للسنة المالية} / \text{إجمالي الأصول}$$

### 2.2.2. تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية باستخدام المؤشرات الحديثة:

يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من المؤشرات الحديثة التي برزت نتيجة الانتقادات التي وجهت للأساليب التقليدية، ويعد من المؤشرات الأكثر استخداما في جانب قياس القيمة وإعطاء تعبير واضح حول أداء المؤسسة، لذا سنحاول من خلال ما يلي التطرق للهدف منه وطرق حسابه.

❖ استراتيجية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA): أول من تطرق لمفهوم قيمة المؤسسة هو ألفريد مارشال سنة 1896 حيث قال: "الربح الوحيد الذي يقلل من ربحك هو تكلفة رأس المال"، كذلك أشار المدير المالي لشركة General

Motors سنة 1924 إلى هذا المفهوم حيث قال إن الهدف من التسيير ليس بالضرورة تحقيق أرباح عالية وإنما يجب تحقيق ربح يضمن تغطية كل التكاليف الاقتصادية وبالأخص تكلفة رأس المال المستثمر، ووافق دروكر ألفريد مارشال الرأي سنة 1954 وكذلك في سنة 1973. (Arnold & Davies, 2000,p36-37)

يعتبر مكتب الاستشارة Joe stern & G.ennett Stewart أول من قدم تعريفا للقيمة الاقتصادية المضافة ونموذجا لحسابها وأول من أدخلها في مجال قياس الأداء في المؤسسة سنة 1991 من خلال عملية الترويج والإشهار لهذا المؤشر ويعرفانها على أنها ذلك الربح الاقتصادي الناتج عن الفرق بين صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب (Nopat) وتكلفة رأس المال المستثمر التي تحسب عن طريق المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (wacc). ويمكن حسابها بطريقة أخرى وهي الفرق بين العائد على رأس المال المستثمر (ROIC) والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (wacc) مضروبا في رأس المال وهي أقرب مؤشر من بين مؤشرات قياس الأداء المالي الذي يعكس القيمة الاقتصادية التي تخلقها المؤسسة لحاملي الأسهم من سنة إلى أخرى على غرار المؤشرات التقليدية التي تعتمد على قياس الربح المحاسبي، ويتفق الاقتصاديون حول تطابق مفهوم الربح الاقتصادي والقيمة الاقتصادية المضافة لأن الفرق بين الربح الاقتصادي والربح المحاسبي هو تكلفة رأس المال فالأول يأخذها في الحسبان، يرى كل من S & BS أن القياس مهما كانت دقته في عكس الواقع الاقتصادي للمؤسسة لا يرفع من كفاءة وفعالية عملية التسيير وإنما يعكس نقاط القوة والضعف، الأمر الذي يقود المسير إلى استدراك الأخطاء والانحرافات غير مرغوب فيها وتفاديها في المستقبل وهذا ما دفع S & BS إلى وضع استراتيجية تساعد المسير على اتخاذ القرارات وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ونظام تسييري للمؤسسة ككل وأطلق عليه اسم Four Ms. (عمر الفاروق وزرقون 2014، صفحة 35)

المحركات الأربعة Four Ms وهي عبارة عن مبادئ أساسية تساعد المدير على تبني مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كنظام يمكنه من التسيير الجيد للمؤسسة وخلق القيمة لحاملي الأسهم وهي:

- ❖ القياس: وهي أول خطوة قياس حساب (EVA) وتعتبر أساسية وضرورية لضمان صحة مخرجات المؤشر بحيث يجب إعداد القوائم المالية وفق المعايير المحاسبية الدولية المتعارف عليها وترجمة المعاملات التجارية من اللغة المحاسبية إلى اللغة الاقتصادية أي تغليب الواقع الاقتصادي للمؤسسة بعد لك إجراء التعديلات المتعلقة بحساب (Nopat) كشهرة المحل ومصاريف البحث والتطوير.
- ❖ التسيير: أي الإدارة وعملية اتخاذ القرار داخل المؤسسة من تخطيط، تنظيم، وتوزيع المهام وتقاسم الموارد ومراقبة سيرورة العمل والقيام لكل ما يجب لبلوغ الأهداف المسطرة.
- ❖ التحفيز: أي تشجيع المديرين وتذكيرهم بدورهم في المؤسسة والمهمة المسندة إليهم والمتمثلة في خلق قيمة لحاملي الأسهم ومكافئتهم فيما بعد لزيادة فعاليتهم.
- ❖ ثقافة المؤسسة: وهو توضيح مفهوم خلق القيمة للمستخدمين والعمال والمديرين وتدريبهم على كيفية خلق القيمة لأنها تتطلب الإبداع والابتكار قبل تبني المؤسسة لهذا النظام، هذا لكي يتم فهمه واستيعابه من قبل أفراد المؤسسة ما يضمن نجاحها في عملية تبني نظام القيمة الاقتصادية المضافة.
- ❖ طرق قياس مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة: يتم قياسه وفق طريقتين: (مزعاش و خميسي ، 2021 ، صفحة 214)

— الطريقة الأولى: فيها يتم الاعتماد على الفرق بين صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب (NOPAT) وتكلفة رأس المال (WACC) مضروبة في رأس المال المستثمر (CI):

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

— الطريقة الثانية: من خلالها يتم تحديد الفرق بين العائد على رأس المال المستثمر (ROCI) ومعدل تكلفة رأس المال (CMPC) مضروبا في رأس المال المستثمر (CI):

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

- إن النتائج المتحصل عليها من خلال المعادلة الخاصة بمؤشر القيمة الاقتصادي المضافة يمكن من خلالها تقييم الأداء المالي وفق ثلاث حالات: (بوحفص ومعاليم، 2017، الصفحات 402-403)
- إذا كانت القيمة الاقتصادية موجبة دل ذلك على أن الاستراتيجية المخطط لها تخلق قيمة، وأن العائد على رأس المال المستثمر أعلى من تكلفة رأس المال وبذلك تكون المؤسسة حققت أداء جيدا مما زاد من خلق ثروة للمساهمين.
  - أما إذا كانت سالبة هذا يعني أن العائد على رأس المال أقل من تكلفة رأس المال مما يعني تدمير القيمة للمساهمين.
  - أما إذا كانت صفر تعني أن أرباح المؤسسة متساوية تماما مع تكلفة رأس المال، أي أن المؤسسة بقيت عند نفس القيمة عند بداية الاستثمار، وهذا يعتبر مقبول لتغطية تكلفة رأس المال الممتلك أو المقترض، حيث أن المساهمين قاموا بتغطية استثماراتهم.

### ❖ إيجابيات مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة: تتمثل فيما يلي: (بوحفص سمية، 2013، صفحة 33)

- تقيس العوائد الاقتصادية الحقيقية لإجمالي رأس المال المستثمر.
- تعترف بصورة صريحة بتكلفة رأس المال سواء المملوك أو المقترض.
- ترتبط بشكل وثيق بالقيمة وبثروة حملة الأسهم، وتوجيه نظرة إدارة المؤسسة إلى الأداء الذي يؤدي إلى زيادة العائد لحملة الأسهم.
- تعمل على تخفيض مشاكل الوكالة من خلال تحفيز المديرين وتشجيعهم على التصرف كأنهم ملاك المؤسسة.
- المؤسسات التي تستخدم استراتيجية (EVA) تحظى بعدد من المستثمرين الخارجيين أكثر من المستثمرين الداخليين.
- نجاح السياسات الاستثمارية المعتمدة على (EVA) في تحقيق عوائد غير عادية مقارنة بالسياسات الاستثمارية المعتمدة على المؤشرات المحاسبية المتعارف عليها.

### ❖ الانتقادات الموجهة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة: بالرغم من المزايا التي تقدمها مؤشر القيمة الاقتصادية

- المضافة إلا أنها واجهت العديد من الانتقادات منها: (خيرى، 2021، صفحة 311)
- إن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة تقيس الربحية فقط في الأجل القصير، وبالتالي فإنه يجب تدعيمها بمؤشرات أخرى إضافية تقيس مستوى الجودة، درجة مرونة العمليات الإنتاجية، كفاءة عمليات التشغيل والتصنيع، سرعة الاستجابة لرغبات العملاء.
  - إن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لا تعد أداة مناسبة لاتخاذ القرارات المتعلقة بالموازنة الرأسمالية في حالة استخدامها كمقياس وحيد، لذلك لا بد أن تقترن بأساليب أخرى مكملة.
  - يتطلب الوصول إلى مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة إجراء عدد كبير من التسويات الضرورية على صافي الدخل المحاسبي من العمليات، وأن بعض هذه التسويات قد تخضع للتقديرات الشخصية المتباينة أو قد يتم تكيفها لتنسجم مع أهداف معينة ولا شك أن ذلك سيقبل من مصداقيتها ويضعف فاعليتها.

### 3. الإطار التطبيقي للدراسة:

- بعد التطرق للجانب النظري للدراسة، سنحاول من خلال هذا المحور تقييم الأداء المالي لمجمع صيدال باستخدام المؤشرات التقليدية والحديثة.

## 1.3 تقييم الأداء المالي لمجمع صيدال:

سنحاول من خلال هذا المحور تقييم الأداء المالي لمجمع صيدال من خلال استخدام المؤشرات المالية التقليدية والحديثة.

## 1.1.3 تقييم الأداء المالي لمجمع صيدال باستخدام المؤشرات التقليدية:

❖ نسب الربحية: من خلال الجدول التالي سيتم حساب مختلف نسب الربحية للمجمع.

## جدول 01: نسب الربحية لمجمع صيدال للفترة (2020-2017)

2020	2019	2018	2017	البيان
189936341	7935114004	1174214390	1376295647	نتيجة صافية للسنة
22234554786	21776278416	19796410396	27931531057	رؤوس الأموال الخاصة
0,008542395	0,364392568	0,05931451	0,049273906	العائد على حقوق الملكية (ROE)
569871738	-1108392229	-1250246169	1494140571	النتيجة التشغيلية
9124250542	8680696449	9627669617	9610663720	المبيعات
0,062456827	-0,12768471	-0,12985969	0,155466949	العائد على المبيعات (ROS)
189936341	7935114004	1174214390	1376295647	نتيجة الاستغلال بعد الضريبة
22602460093	23080959393	27696428900	30517620004	رأس المال المستثمر
0,008403348	0,343794808	0,042395877	0,045098394	العائد على الأصول (ROA)

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على تقارير التسيير لمجمع صيدال

وفيما يلي تحليل النتائج المتحصل عليها:

- العائد على الأصول (ROA): يقيس هذا المؤشر كفاءة المؤسسة في استغلال أصولها لتحقيق أرباح ومدى مساهمتها في تكوينه، حيث حقق المعدل معدل عائد موجب طيلة فترة الدراسة، حيث قدرت سنة 2017 بـ 0.045 للوحدة، أي أن كل 1 دينار يستثمره يولد له 0.045 دينار من النتيجة الصافية، ثم انخفضت سنة 2018 إلى 0.042 للوحدة، لتراجع مجددا خلال باقي السنوات لتصل إلى 0.008 للوحدة سنة 2020 بسبب تراجع أرباح المجمع.
- العائد على المبيعات (ROS): من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن قدرة المجمع على توليد نقدية من مبيعاته كانت جيدة سنة 2017، أما عن السنوات 2018 و2019 كانت غير جيدة، حيث حقق المجمع معدل سالب خلالها بسبب تراجع صافي التدفقات التشغيلية، إلا أنه خلال سنة 2020 استطاع المجمع تولد نقدية من مبيعاته بشكل جيد نوعا ما، مما يعكس كفاءة السياسة الائتمانية التي تبناها المجمع.
- العائد على حقوق الملكية (ROE): تقيس هذه النسبة العائد المالي المحقق من استثمار أموال أصحاب المصلحة في المؤسسة، حيث تم تحقيق معدل عائد على حقوق الملكية موجب طيلة فترة الدراسة، ففي سنة 2017 قدر معدل العائد على حقوق الملكية بـ 0.049 للوحدة، أي كل 1 دج مستثمر من أموال المساهمين يولد لهم 0.049 دينار من النتيجة الصافية، ثم ارتفعت سنة 2018 إلى 0.059 مما يدل على كفاءة المجمع في استغلال أمواله خلال هذه السنة، ثم انخفضت سنة 2019 و2020 إلى 0.36 و0.008 على التوالي.
- ❖ حساب القيمة الاقتصادية المضافة لمجمع صيدال: تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة من أهم المؤشرات المستخدمة لقياس قدرة المؤسسة على خلق القيمة وتعظيم ثروة الملاك وكل الأطراف ذات المصلحة. ولإيجاد القيمة الاقتصادية المضافة لمجمع صيدال لابد من تحديد حجم رأس المال طويل الأجل وتكلفة رأس المال الخاص كلفة رأس المال.
- تحديد رأس المال طويل الأجل: يتم إيجاد رأس المال طويل الأجل للمجمع من خلال العلاقة التالية:

**جدول 02: رأس المال طويل الأجل لمجمع صيدال**

2020	2019	2018	2017	البيان
22234554786	21776278416	19796410396	27931531057	رؤوس الأموال الخاصة
12054977890	12464710757	12971323611	13318697612	ديون طويلة الأجل
3428953267	3424098916	32767734007	4125022866	رأس المال طويل الأجل

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير المالية لمجمع صيدال

من الجدول أعلاه نجد أن رأس المال طويل الأجل شهد تذبذبا خلال فترة الدراسة، إذ انخفض سنة 2018 بمعدل 6.94% عن سنة 2017، ويعود سبب الانخفاض إلى تراجع حجم رؤوس الأموال الخاصة، لترتفع مجددا سنة 2019 و2020 بنسب نمو على التوالي: 0.89%، 1.41% بسبب الارتفاع الطفيف في حجم رؤوس الأموال الخاصة.

- حساب تكلفة رأس المال الخاص kd: يتم حسابها وفق الجدول التالي:

**جدول 03: تكلفة رأس المال الخاص kd**

2020	2019	2018	2017	البيان
40	40	40	40	التوزيعات من الأرباح للسهم الواحد
552	580	635	660	السعر السوقي للسهم
76.06%-	44.68%	58.26%	80.84%	معدل نمو الأرباح
8.11%	7.14%	5.38%	14.18%	تكلفة رأس المال الخاص kd

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير المالية لمجمع صيدال وموقع بورصة الجزائر

من الجدول أعلاه نجد انخفاض تكلفة رأس المال الخاص kd خلال سنوات الدراسة، حيث سجلت أعلى نسبة لها سنة 2017 بينما أدنى نسبة سجلت سنة 2020 ويعود سبب ذلك إلى انخفاض السعر السوقي لأسهم مجمع صيدال. بعدما تم تحديد تكلفة رأس المال المستثمر kd نستطيع إذن تحديد تكلفة الديون مالية طويلة الأجل k'd من خلال حساب سعر الفائدة:

**جدول 04: حساب معدل الفائدة الاسمي لمجمع صيدال**

2020	2019	2018	2017	البيان
12054977890	12464710757	12971323611	13318697612	الديون المالية
154762522	343123098	254951764	164840374	المصاريف المالية
2.14%	1.85%	1.97%	1.24%	سعر الفائدة الاسمي

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير المالية لمجمع صيدال

بعدما حددنا إذن سعر الفائدة الاسمي نستطيع إذن تحديد تكلفة الديون للمجمع وفق الجدول التالي:

**جدول 05: تكلفة الديون لمجمع صيدال**

2020	2019	2018	2017	البيان
2.14%	1.85%	1.97%	1.24%	سعر الفائدة الاسمي
1.73%	1.49%	1.59%	1%	تكلفة الديون للمجمع K'd

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الجدول رقم 4

- حساب تكلفة هيكل رأس المال للمجمع: بعدما وجدنا قيمة رأس المال طويل الأجل للمجمع وتكلفة رأس المال الخاص وأيضا تكلفة الديون للمجمع نستطيع تحديد تكلفة هيكل رأس المال للمجمع وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

## جدول 06: حساب تكلفة هيكل رأس المال لمجمع صيدال

2020	2019	2018	2017	البيان
%5.86	%5.08	%9.54	%9.92	$K_{wacc}$

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير المالية لمجمع صيدال

- حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA:

## جدول 07: القيمة الاقتصادية المضافة EVA لمجمع صيدال

2020	2019	2018	2017	البيان
189936341	7935114004	1174214390	1376295647	نتيجة صافية للسنة
3428953267	3424098916	32767734	4125022866	رأس المال طويل الأجل
%5.86	%5.08	%9.54	%9.92	$wacc$
-189806.39	-133633.71	1349401.09	-272673.74	EVA
0.4203	1.0990-	5.98-	-	تطور EVA

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير المالية لمجمع صيدال

من الجدول أعلاه نجد أن معدل القيمة الاقتصادية المضافة لمجمع صيدال كانت متذبذبة طيلة فترة الدراسة، إذ انخفضت سنة 2018 بـ 5.98% عن سنة 2017، ويفسر سبب الانخفاض إلى الارتفاع في قيمة رأس المال المستثمر وانخفاض تكاليف رأس المال المستثمر، لتواصل الانخفاض سنة 2019 بـ 1.09% عن سنة 2017، ويعود ذلك لانخفاض العائد على رأس المال المستثمر، وهذا يعني أن المجمع يحقق عائدا أقل من تكلفة رأس المال المستثمر وهذا من شأنه التأثير سلبا على حملة الأسهم، أما عن سنة 2020 فقد تحسنت قليلا عن السنوات السابقة وارتفعت بـ 0.42% عن سنة 2019.

2.3. تحليل البيانات: بعد حساب المؤشرات التقليدية والحديثة لمجمع صيدال استنادا على القوائم المالية للفترة (2017-2020) وموقع بورصة الجزائر، سنقوم بإجراء تحليل للبيانات باستخدام برنامج Spss الإصدار رقم 25 للإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار صحة الفرضيات.

1.2.3 الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة: الجدول التالي يوضح المقاييس الإحصائية لمتغيرات الدراسة:

## جدول 08: المقاييس الإحصائية لمتغيرات الدراسة

الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	المتغيرات
49.487	606.75	SP
776156.61	188322	EVA
2.16	4	ROE
14.44	-1	ROS
1.70	3.25	ROA

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات SPSS

يتضح من الجدول أعلاه أن متوسط سعر أسهم مجمع صيدال خلال فترة الدراسة قد بلغ 606.75 دج، بانحراف معياري قدره 49.78 دج، أما متوسط القيمة الاقتصادية المضافة قد بلغت 188322 دج، بانحراف معياري قدره 776156.61 دج، أما عن معدل العائد على حقوق الملكية فقد بلغ متوسطه 4، بانحراف معياري 2.16، أما عن العائد على الأصول فقد بلغ متوسط 3.25، بانحراف معياري قدره 1.70، وبلغ متوسط العائد على المبيعات (-1)، بانحراف معياري 14.44.

## 2.2.3. مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة:

تم استخدام تحليل ارتباط بيرسون عند مستوى معنوية 0.05 من أجل احتساب معادلات الارتباط بين متغيرات الدراسة، والجدول التالي يوضح لنا طبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة:

جدول 09: معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة لمجمع صيدال للفترة (2017-2020)

		EVA	ROE	ROS	ROA	SP
EVA	Correction de pearson	1	0.596	-0.611	0.250	0.326
	Sig		0.202	0.19	0.375	0.337
ROE	Correction de pearson	0.596	1	-0.299	0.904	0.854
	Sig	0.202	0	0.350	0.048	0.073
ROS	Correction de pearson	-0.611	-0.299	1	0.108	-0.611
	Sig	0.194	0.350		0.446	0.382
ROA	Correction de pearson	0.250	0.904	0.108	1	0.963
	Sig	0.375	0.048	0.446		0.018
SP	Correction de pearson	0.326	0.854	0.235	0.963	1
	Sig	0.337	0.073	0.382	0.018	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات Spss

من خلال معاملات الارتباط أعلاه (R) وقيمة الدالة (sig) يمكن قراءة النتائج الواردة أعلاه في الجدول أعلاه من خلال

ما يلي:

- معامل الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على حقوق الملكية (ROE) بلغ 0.596 وأن قيمة الدالة (Sig = 0.19) أكبر من مستوى الدلالة (0.05)، مما يعني عدم وجود ارتباط ذات دلالة إحصائية بينهما.
- معامل الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على المبيعات (ROS) بلغ (-0.611) وأن قيمة الدالة (Sig = 0.202) أكبر من مستوى الدلالة (0.05)، مما يعني عدم وجود ارتباط ذات دلالة إحصائية بينهما.
- معامل الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأصول (ROA) بلغ (0.250) وأن قيمة الدالة (Sig = 0.375) أكبر من مستوى الدلالة (0.05)، مما يعني عدم وجود ارتباط ذات دلالة إحصائية بينهما.
- معامل الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية للسعر (SP) بلغ (0.326) وأن قيمة الدالة (Sig = 0.337) أكبر من مستوى الدلالة (0.05)، مما يعني عدم وجود ارتباط ذات دلالة إحصائية بينهما.
- معامل الارتباط بين العائد على حقوق الملكية (ROE) والعائد على المبيعات (ROS) بلغ (-0.299) وأن قيمة الدالة (Sig = 0.350) أكبر من مستوى الدلالة (0.05)، مما يعني عدم وجود ارتباط ذات دلالة إحصائية بينهما.
- معامل الارتباط بين العائد على حقوق الملكية (ROE) والعائد على الأصول (ROA) بلغ (0.904) وأن قيمة الدالة (Sig = 0.048) أقل من مستوى الدلالة (0.05)، مما يعني وجود ارتباط ذات دلالة إحصائية بينهما.
- معامل الارتباط بين العائد على حقوق الملكية (ROE) والقيمة السوقية للسعر (SP) بلغ (0.854) وأن قيمة الدالة (Sig = 0.073) أكبر من مستوى الدلالة (0.05)، مما يعني عدم وجود ارتباط ذات دلالة إحصائية بينهما.
- معامل الارتباط بين العائد على الأصول (ROS) والقيمة السوقية للسعر (SP) بلغ (-0.611) وأن قيمة الدالة (Sig = 0.382) أكبر من مستوى الدلالة (0.05)، مما يعني عدم وجود ارتباط ذات دلالة إحصائية بينهما.

– معامل الارتباط بين العائد على حقوق الملكية (ROS) والعائد على الأصول (ROA) بلغ 0.108 وأن قيمة الدالة (Sig) = 0.446) أكبر من مستوى الدلالة (0.05)، مما يعني عدم وجود ارتباط ذات دلالة إحصائية بينهما.

– معامل الارتباط بين العائد على الأصول (ROA) والقيمة السوقية للسعر (SP) بلغ (0.963) وأن قيمة الدالة (Sig) = 0.018) أقل من مستوى الدلالة (0.05)، مما يعني وجود ارتباط ذات دلالة إحصائية بينهما.

#### 4. مناقشة وتحليل الفرضيات:

لاختبار مدى صحة الفرضيات المطروحة سابقا سوف نركز في دراستنا على الانحدار الخطي البسيط في قياس العلاقة بين المتغيرات.

1.4 الفرضية الأولى: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وتفسير القيمة السوقية لأسهم مجمع صيدال عند مستوى المعنوية 0.05.

لإثبات أو نفي هذه الفرضية سنجري تحليل الانحدار الخطي البسيط للتعرف على العلاقة بين معدل القيمة الاقتصادية المضافة كمتغير مستقل والسعر السهم السوق كمتغير تابع عند مستوى معنوية 0.05، والجدول التالي يوضح نتائج الاختبار: جدول 10: نتائج اختبار تحليل الانحدار الخطي البسيط بين القيمة الاقتصادية المضافة كمتغير مستقل وسعر السهم

#### السوق كمتغير تابع

المتغير التابع	معامل الارتباط (R)	معامل التحديد ( $R^2$ )	F المحسوبة	مستوى الدلالة Sig	درجة التأثير B	T المحسوبة	مستوى الدلالة Sig
القيمة السوقية للسهم	0.326	0.106	0.238	0.674	Constant	20.262	0.002
					المتغير المستقل EVA	0.326	0.488

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات Spss

يبين لنا الجدول أعلاه أن متغير القيمة الاقتصادية المضافة لا يتمتع القدرة الكافية لتفسير التباين في القيمة السوقية للسهم بمجمع صيدال، حيث أظهرت النتائج أن قيمة معامل الارتباط ( $R=0.326$ )، فمن خلال معامل الارتباط نستنتج وجود ارتباط طردي ضعيف، وأن قيمة معامل التحديد ( $R^2=0.106$ ) وهذا يدل على أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يفسر 10.6% من القيمة السوقية للسعر أما النسبة الباقية تفسرها متغيرات أخرى، كما أظهرت النتائج أن قيمة F التي بلغت دلالتها الإحصائية ( $\text{sig}=0.674$ ) وهي غير دالة إحصائياً عند مستوى الدلالة 0.05 وبالنظر إلى قيمة Beta التي بلغت (0.326) وقيمة t التي بلغت (0.488) ومستوى الدلالة (0.674)، يتوجب علينا قبول الفرضية الأولى القائلة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05 بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية لأسهم المجمع.

2.4 الفرضية الثانية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشر العائد على المبيعات (ROS) وتفسير القيمة السوقية لأسهم مجمع صيدال عن مستوى المعنوية 0.05.

لإثبات أو نفي هذه الفرضية سنجري تحليل الانحدار الخطي البسيط للتعرف على العلاقة بين العائد على المبيعات (ROS) كمتغير مستقل والسعر السهم السوق كمتغير تابع عند مستوى معنوية 0.05، والجدول التالي يوضح نتائج الاختبار:

جدول 11: نتائج اختبار تحليل الانحدار الخطي البسيط بين العائد على المبيعات (ROS) كمتغير مستقل وسعر السهم

#### السوق كمتغير تابع

المتغير التابع	معامل الارتباط (R)	معامل التحديد ( $R^2$ )	F المحسوبة	مستوى الدلالة Sig	درجة التأثير B	T المحسوبة	مستوى الدلالة Sig
القيمة السوقية للسهم	0.235	0.055	0.117	0.765	Constant	20.561	0.002
					المتغير المستقل ROS	0.342	0.765

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات Spss

يبين لنا الجدول أعلاه أن متغير العائد على المبيعات (ROS) لا يتمتع بالقدرة الكافية لتفسير التباين في القيمة السوقية للسهم بمجموع صيدال، حيث أظهرت النتائج أن قيمة معامل الارتباط ( $R=0.235$ ) وهذا يدل على وجود ارتباط طردي وضعيف بين المتغيرين، وأن قيمة معامل التحديد ( $R^2=0.055$ ) وهذا يدل على أن مؤشر العائد على المبيعات يفسر 5% من القيمة السوقية للسهم أما النسبة الباقية تفسرها متغيرات أخرى، كما أظهرت النتائج أن قيمة F التي بلغت دلالتها الإحصائية ( $sig=0.765$ ) وهي غير دالة إحصائياً عند مستوى الدلالة 0.05 وبالنظر إلى قيمة Beta التي بلغت (0.235) وقيمة t التي بلغت (0.342) ومستوى الدلالة (0.765)، يتوجب علينا قبول الفرضية الثانية القائلة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05 بين مؤشر العائد على المبيعات (ROS) والقيمة السوقية للسهم المجموع.

3.4. الفرضية الثالثة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشر العائد على المبيعات (ROE) وتفسير القيمة السوقية للسهم مجموع صيدال عن مستوى المعنوية 0.05.

لإثبات أو نفي هذه الفرضية سنجري تحليل الانحدار الخطي البسيط للتعرف على العلاقة بين العائد على الأصول (ROE) كمتغير مستقل والسعر السهم السوق كمتغير تابع عند مستوى معنوية 0.05، والجدول التالي يوضح نتائج الاختبار:

جدول 12 نتائج اختبار تحليل الانحدار الخطي البسيط بين العائد على حقوق الملكية (ROE) كمتغير مستقل وسعر

#### السهم السوق كمتغير تابع

المتغير التابع	معامل الارتباط (R)	معامل التحديد ( $R^2$ )	F المحسوبة	مستوى الدلالة Sig	درجة التأثير B	T المحسوبة	مستوى الدلالة Sig
القيمة السوقية للسهم	0.854	0.730	5.405	0.146	Constant	14.216	0.005
					المتغير المستقل ROE	2.325	0.146

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات Spss

يبين لنا الجدول أعلاه أن متغير العائد على حقوق الملكية (ROE) يتمتع بالقدرة الكافية لتفسير التباين في القيمة السوقية للسهم بمجموع صيدال، حيث أظهرت النتائج أن قيمة معامل الارتباط ( $R=0.854$ ) وهذا يدل على وجود علاقة ارتباطية طردية قوية بين المتغيرين، وأن قيمة معامل التحديد ( $R^2=0.730$ ) والتي تدل على أن مؤشر العائد على حقوق الملكية يفسر 73% من القيمة السوقية للسهم، أما النسبة الباقية تفسرها متغيرات أخرى، كما أظهرت النتائج أن قيمة F التي بلغت دلالتها الإحصائية ( $sig=0.146$ ) وهي غير دالة إحصائياً عند مستوى الدلالة 0.05 وبالنظر إلى قيمة Beta التي بلغت

(0.854) وقيمة t التي بلغت (2.325) ومستوى الدلالة (0.146)، يتوجب علينا رفض الفرضية الثالثة القائلة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05 بين مؤشر العائد على حقوق الملكية (ROE) والقيمة السوقية لأسهم المجمع. **4.4 الفرضية الرابعة:** لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشر العائد على المبيعات (ROA) وتفسير القيمة السوقية لأسهم مجمع صيدال عند مستوى المعنوية 0.05.

لإثبات أو نفي هذه الفرضية سنجري تحليل الانحدار الخطي البسيط للتعرف على العلاقة بين العائد على الأصول (ROA) كمتغير مستقل والسعر السهم السوقي كمتغير تابع عند مستوى معنوية 0.05، والجدول التالي يوضح نتائج الاختيار: جدول 13: نتائج اختبار تحليل الانحدار الخطي البسيط بين العائد على الأصول (ROA) كمتغير مستقل وسعر السهم

## السوقي كمتغير تابع

المتغير التابع	معامل الارتباط (R)	معامل التحديد ( $R^2$ )	F المحسوبة	مستوى الدلالة Sig	درجة التأثير B	T المحسوبة	مستوى الدلالة Sig
القيمة السوقية للسهم	0.963	0.928	25.79	0.037	Constant	26.93	0.001
					المتغير المستقل ROA	5.079	0.037

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات Spss

يبين لنا الجدول أعلاه أن متغير العائد على الأصول (ROA) يتمتع بالقدرة الكافية لتفسير التباين في القيمة السوقية للسهم بمجمع صيدال، حيث أظهرت النتائج أن قيمة معامل الارتباط ( $R=0.963$ ) وهذا معناه أن هناك علاقة ارتباطية طردية موجبة وقوية بين المتغيرين، وأن قيمة معامل التحديد ( $R^2=0.928$ ) والتي تدل على أن مؤشر العائد على الأصول يفسر 92.8% من القيمة السوقية للسهم، كما أظهرت النتائج أن قيمة F التي بلغت دلالتها الإحصائية ( $0.037$ ) وهي دالة إحصائية عند مستوى الدلالة 0.05 وبالنظر إلى قيمة Beta التي بلغت (0.963) وقيمة t التي بلغت (5.079) ومستوى الدلالة (0.037)، يتوجب علينا رفض الفرضية الرابعة القائلة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05 بين مؤشر العائد على الأصول (ROA) والقيمة السوقية لأسهم المجمع، وقبول الفرضية البديلة القائلة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05 بين مؤشر العائد على الأصول (ROA) والقيمة السوقية لأسهم المجمع.

**5.4 الفرضية الرئيسية:** لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات المالية المستخدمة في تقييم الأداء المالي في تفسير القيمة السوقية لأسهم مجمع صيدال عن مستوى المعنوية 0.05.

لاختبار صحة الفرضية الرئيسية تم إجراء اختبار الانحدار الخطي المتعدد لإظهار أثر التغيرات الأربعة (EVA/ROS/ROE/ROA) كمتغيرات مستقلة على القيمة السوقية للسهم (SP) كمتغير تابع، والجدول التالي يوضح نتائج الاختبار:

جدول 14: نتائج اختبار تحليل الانحدار الخطي البسيط بين (EVA/ROS/ROE/ROA)

كمتغيرات مستقلة وسعر السهم السوقي كمتغير تابع

المتغير التابع	معامل الارتباط (R)	معامل التحديد (R <sup>2</sup> )	F المحسوبة	مستوى الدلالة Sig	درجة التأثير B	T المحسوبة	مستوى الدلالة Sig
القيمة السوقية للسهم	1.00	1.00	1.00	-	Constant	1	-
					ROE	-	-
					EVA	0.115	-
					ROS	0.593	-
					ROA	0.963	-

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات Spss

من الجدول أعلاه نلاحظ أن قيمة معامل الارتباط بلغت (R=1.00) وأن قيمة (0=sig) أقل من مستوى الدلالة 0.05، مما يعني وجود علاقة ارتباط تعددية قوية بين المؤشرات المستقلة (EVA/ROS/ROE/ROA) والمتغير التابع السعر السوقي للسهم (SP)، وعليه توجب رفض الفرضية القائلة لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05 بين مؤشرات التحليل المالي التقليدية والحديثة المستخدمة في تقييم الأداء المالي وتفسير السعر السوقي للسهم.

## 5. خاتمة:

تعتبر المؤسسات الاقتصادية عصب الاقتصاد والمحرك الأساسي لها، أنشأت لتحقيق جملة من الأهداف ولعل من أهم أهدافها تحقيق أقصى ربحية ممكنة، إذ تعمل في بيئة تتميز بالتغير والتعقد الأمر الذي أوجب عليها تقييم وضعيتها المالية حفاظا على استمرارها ونموها، ولعله من أهم أساليب تقييم الوضعيات المالية نجد المؤشرات التقليدية والحديثة، وعليه حاولت دراستنا الوقوف على الأداء المالي لمؤسسة اقتصادية رائدة في إنتاج الأدوية ألا وهو مجمع صيدال، وذلك باستخدام المؤشرات المالية والتقليدية، واستخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط لربط ونمذجة العلاقة بين المؤشرات المالية والقيمة السوقية للسهم وتوصلنا إلى مجموعة من النتائج والتوصيات منها:

1.5 نتائج الدراسة: لقد أظهرت نتائج تشخيص الوضعيات المالية لمجمع صيدال للفترة (2020/2017) النتائج التالية:

- مؤشر العائد على الأصول (ROA) تأثير وقدرته على تفسير التغير الحاصل في القيمة السوقية لأسهم المجمع، وهذا ما يختلف مع دراسة (رشيدة حفصي، نبيل حليبي، جميلة لعشي، 2019).
- مؤشر العائد على حقوق الملكية (ROE) تأثير وقدرته على تفسير التغير الحاصل في القيمة السوقية لأسهم المجمع، وهذا ما يتفق مع دراسة (شعشوع أحمد، بوسالم أبوبكر، أودينة عبد الخالق، 2021).
- لا يستطيع مؤشر العائد على المبيعات (ROS) تفسير التغير الحاصل في القيمة السوقية لأسهم المجمع.
- لا يستطيع مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) تفسير التغير الحاصل في القيمة السوقية لأسهم المجمع، رغم أن العديد من الدراسات توصلت إلى أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة له قدرة كبيرة على تفسير القيمة السوقية للسعر، إلا أن نتائج الانحدار الخطي البسيط أثبتت عكس ذلك، وهذا ما يتفق مع دراسة (شعشوع أحمد، بوسالم أبوبكر، أودينة عبد الخالق، 2021)، ودراسة (خيري عبد الكريم، 2021)، ودراسة (رشيدة حفصي، نبيل حليبي، جميلة لعشي، 2019).

- وجود علاقة ارتباط تعددية قوية بين المؤشرات المستقلة (EVA/ROS/ROE/ROA) والمتغير التابع السعر السوقي للأسهم (SP)، وهذا ما يتفق مع دراسة (محمد يزيد صالح، عبد العزيز قتال، 2020)، ودراسة (شعشوع أحمد، بوسالم أبوبكر، أودينة عبد الخالق، 2021)،
- من خلال نتائج الانحدار الخطي البسيط نلاحظ أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لا يتفوق على المؤشرات المالية التقليدية المستخدمة في تقييم الأداء المالي في تفسير القيمة السوقية لأسهم المجمع.
- من خلال نتائج الانحدار الخطي البسيط نلاحظ أنه لمؤشري العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) لهما قدرة أكثر على تفسير القيمة السوقية لأسهم مجمع صيدال مقارنة بالمؤشرات الأخرى.
- على الرغم من أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة قدم نتائج جيدة عن الأداء المالي لمجمع صيدال إلا أن الدراسة الإحصائية بينت وجود علاقة ضعيفة بينه وبين القيمة السوقية لأسهم مجمع صيدال، لذلك لا يمكن الاعتماد عليه كمؤشر محدد للقيمة السوقية للأسهم.
- 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 بالاستراتيجية التي تتبعها المؤسسة وكذا السياسة العامة لها.

### 2.5 توصيات الدراسة:

- على المجمع ضرورة مواكبة آخر المستجدات في سبل قياس وتقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية.
- على المجمع العمل على تعزيز حصته السوقية للتوسع في توظيف الأموال، أو تحقيق أعلى عائد على الملكية لكون كلا المؤشرين هما الأكثر تأثيراً في القيمة الاقتصادية المضافة.
- على المجمع تطوير تقارير التسيير التي يصدرها، وتضمن نتائج مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة جنب المقاييس التقليدية.
- بالإمكان إجراء المزيد من الدراسات والبحوث على المؤشرات المالية الحديثة على سبيل المثال القيمة السوقية المضافة لتحقيق كفاءة مجمع صيدال وتعظيم قيمته السوقية.
- على المجمع الاحتكاك بالجامعات الجزائرية لأخذ فكرة شاملة عن سبل تقييم أداءه.
- ضرورة السهر على تدريب الأفراد بالمجمع على كيفية استخدام المؤشرات الحديثة للح.
- ضرورة التكامل بين المؤشرات التقليدية والحديثة لتقييم الأداء المالي لكونهما مكملان لبعضهما البعض.
- على المجمع الاهتمام بعملية تقييم الأداء المالي بشكل دوري ومستمر لضمان تنفيذ الأهداف الموضوعية والكشف عن الانحرافات وتحديد أسبابها ومعالجتها لضمان عدم تراكمها.
- ضرورة عقد ورشات عمل وندوات للمكلفين بمراقبة التسيير داخل المجمع حول أهمية القيمة الاقتصادية المضافة وقدرته على خلق القيمة وتوجيه المستثمرين نحو المشاريع والاستثمارات الأكثر نجاحاً وربحية.

6. الهوامش والمراجع:

1. قاسم محسن الحبيطي، وزياد هاشم يحيى، (2002)، تحليل ومناقشة القوائم المالية، الدار النموذجية للطباعة والنشر، بيروت، 2002، ص109-110.
2. فراج محمد ثناء عطية، سمية أمين علي، أحمد شعبان ولاء علي، وأحمد أبو بكر محمد، (2020)، المحاسبة المالية المتقدمة، كلية التجارة، القاهرة، ص21.
3. طارق عبد العال، (2013)، إدارة السيولة في الشركات والمصارف (قياس وضبط السيولة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص110.
4. منير شاكر محمد، إسماعيل إسماعيل، وعبد الناصر نور، (2012)، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، ص62-63.
5. عبد الله علي خلف، ووليد ناجي الحياي، (2015)، التحليل المالي للرقابة على الأداء والكشف عن الإنحرافات، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، ص47.
6. عاطف وليم أندرواس، (2007) التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ص110.
7. سمير عباس أحمد، وعبد علي حنظل، (2012)، استخدام النسب المالية كأداة لتقييم كفاءة الأداء، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد03، المجلد (32)، ص 12.
8. زرقون عمر الفاروق، ومحمد زرقون، (2014)، فاعلية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية مقارنة بالمؤشرات التقليدية، دراسات العدد الاقتصادي، العدد05، المجلد02، ص 35.
9. سميحة بوحفص، وسعاد معاليم، (2017)، انشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA، مجلة الحقوق الانسانية والاجتماعية، العدد09، المجلد 03، ص 403-404.
10. عادل علي أبو الجود باكر الماخي، (2019)، دور النسب المالية في إتخاذ القرارات الإستثمارية " دراسة تطبيقية على مصرف الراجحي"، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد06، المجلد03، ص 226.
11. عبد الكريم خيري، (2021)، مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تحديد القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة دراسة حالة مجمع صيدال، مجلة ادرة الأعمال والدراسات الاقتصادية، العدد07، المجلد01، ص 311.
12. هيبه مزعاش، وقايدي خميسي، (2021)، قياس وتحليل الأداء المالي للبنوك التجارية الخليجية باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة خلال الفترة (2011-2019). مجلة الميادين الاقتصادية، العدد04، المجلد01، ص 214.
13. سمية بوحفص، (2013)، دور نظام المعلومات المحاسبية في حساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة دراسة حالة مؤسسة صناعة الكوابل فرع جينيرال كابل بسكرة، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، ص33.
14. فاروق سحنون، (2018/2017)، استخدام الأساليب الكمية لإتخاذ القرار ودورها في تحسين أداء المؤسسات الجزائرية دراسة حالة بعض المؤسسات بولاية سطيف، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف02، الجزائر، ص 27.
15. G Arnold و M Davies, Value based management ; the corporate response to the shareholder revolution, Harvard business school press, boston, 2000, page36-37 .