# قياس وتقييم الأداء المالي باستخدام المؤشرات الحديثة والتقليدية ودراسة فعاليتها في خلق القيمة: دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة 2009-2019

**خالد سيف الاسلام بوخلخال [1]**

**علال بن ثابت [2]***

1. مخبر العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الأغواط، (الجزائر)، s.boukhelkhal@lagh-univ.dz.
2. مخبر العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الأغواط (الجزائر)، a.bentabet@lagh-univ.dz

**استلم في:** 2020-09-12  **قُبل في:** 2020-11-25  **نُشر في:** 2021-01-27

**الملخص:**

تسعى هذه الدراسة إلى تقييم وقياس الأداء المالي بواسطة المؤشرات التقليدية ممثلة في (BFR, ROE, ROA, ROI, EPS, ROS)، والمؤشرات الحديثة ممثلة في القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA، مع تحديد مدى قدرتها وفعاليتها في تفسير الأداء المالي، وقد قمنا بتحليل الوضعية المالية لمجمع صيدال خلال الفترة 2009-2019 والتي تنشط في بورصة الجزائر، مع دراسة إحصائية للعلاقة بين المؤشرات التقليدية والحديثة، فقد أظهرت الدراسة أن هناك بعض المؤشرات التي لها علاقة ذات دلالة إحصائية بينها وبين القيمة الاقتصادية المضافة.

**الكلمات المفتاحية:** قيمة اقتصادية مضافة؛ أداء مالي؛ خلق قيمة؛ مؤشرات تقليدية؛ مؤشرات حديثة.

**رموز تصنيف JEL**: G30؛G32؛M41.

*: المؤلف المرسل.

# Measuring and evaluating financial performance using modern and traditional indicators and studying their effectiveness in creating value A case study of the Saidal complex during the period 2009-2019

**BOUKHALKHAL khaled sif elislam** [1]

**BENTABET Allal** [2*]

1. Laboratory of Economic Sciences and Management, University of Laghouat, (Algeria), s.boukhelkhal@lagh-univ.dz
2. Laboratory of Economic Sciences and Management, University of Laghouat, (Algeria), a.bentabet@lagh-univ.dz

**Received**: 12/09/2020 **Accepted**: 25/11/2020 **Published**: 27/01/2021

**Abstract:**

This study aims to evaluate and measure financial performance using traditional indicators represented in (BFR, ROE, ROA, ROI, EPS, ROS), and modern indicators represented in EVA and MVA, while determining their ability and effectiveness in explaining financial performance. We have analyzed the financial position of Saidal complex during the period 2009-2019, which is active in the Algiers Stock Exchange, with a statistical study of the relationship between traditional and modern indicators. The study showed that there are some indicators that have a statistically significant relationship between them and the economic value added.

**Keywords:** Economic value added; Financial performance; Create value; Traditional indicators; Modern indicators.

**JEL classification codes :** M41؛G32؛G30.

* : ***Corresponding author***

## مقدمة:

إن الأداء المالي الجيد مطمح كل مؤسسة اقتصادية تسعى في معترك حياتها لوضع الصحة الجيدة والعافية الكاملة نصب عينها، هذه الصحة الجيدة تتجلى في الفعالية والكفاءة اللازمة في تشغيل واستغلال مواردها وإمكانيتها على أحسن حال ممكن، والعافية الكاملة من كل ما قد يؤرقها ويقض مضجعها من استدانة وديون وضبط للتكلفة وتدفقات خارجة لا مناص من معالجتها بكيفيات تسمح لها من الموازنة بينها وبين التدفقات الداخلة للخروج بنتائج ايجابية وأعلى العوائد الممكنة والتي تكفل لها تحقيق الأهداف والاستمرارية، كل هذا من أجل خلق القيمة وتعظيم الثروة للملاك والمساهمين، لذلك على المؤسسة ضبط الرعاية الصحية الكاملة من خلال مراقبة الأداء المالي ودراسة الوضعية المالية وتحليلها وتقييمها، لا يتأتى هذا إلا من خلال دراسة كافة القيم المحاسبية بواسطة المؤشرات المالية سواء كانت تقليدية أو حديثة، فمن بينها القيمة الاقتصادية المضافة والتي تعد المكملة لمفهوم الربح المتبقي، كما أنها ترتبط بشكل مباشر بعملية خلق القيمة ويعتمد على تعظيم قيمة المساهمين ولقد ظهرت نتيجة للانتقادات التي وجهت للمقاييس والمؤشرات المالية التقليدية، حيث أثبتت الدراسات والبحوث فعاليتها في تحديد الربح الحقيقي، وقياس مدى قدرة المؤسسة على خلق القيمة وتعظيم الثروة، سنحاول من خلال هذه الدراسة تحديد دور القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر حديث في قياس وتقييم الأداء المالي، بمعية المؤشرات التقليدية ومعرفة قدرتها التفسيرية والقياسية للوضعية المالية.

من خلال ما سبق نطرح الإشكالية التالية: **إلى أي مدى تساهم المؤشرات المالية الحديثة والتقليدية في قياس وتقييم الأداء المالي وخلق القيمة داخل المؤسسة الاقتصادية؟**

وبناءا على ماسبق نقوم بوضع هذه الفرضيات كما يلي:

- للمؤشرات المالية التقليدية تعطي القراءة المالية الجيدة للوضعية المالية؛
- تبين القيمة الاقتصادية المضافة على قدرة المؤسسة على خلق القيمة وتعظيم الثروة؛
- توجد علاقة ذات دلالة احصائية عند مستوى معنوية (0.05) بين ROI, WACC, CI المكونات الأساسية للمعادلة EVA والقيمة الاقتصادية المضافة؛
- توجد علاقة ذات دلالة احصائية عند مستوى معنوية (0.05) بين المؤشرات التقليدية ( BFR, ROI, ROE, ROA, ROS,EPS) والقيمة الاقتصادية المضافة EVA.

سنتناول هذه الدراسة على محورين يتمثلا في ما يلي:

**المحور الأول:** التأصيل النظري للأداء المالي والمؤشرات التقليدية والحديثة؛

**المحور الثاني:** دراسة حالة لمجمع صيدال للصناعات الصيدلانية خلال الفترة 2009-2019.

## التأصيل النظري للأداء المالي والمؤشرات التقليدية والحديثة

نحاول في هذه النقطة تبيان أهم المفاهيم والأدبيات النظرية للآداء المالي ومؤشرات قياسه.

**مفهوم القيمة:** إن مفهوم القيمة قد تشعب وتعدد في ظل المدارس والمجالات، فنجد أن ابن خلدون حدد القيمة في العمل الإنساني وهو بذلك يؤدي إلى ثراء الأمم وغناها، فتقدم المؤسسات والدول في نظره ما هو إلا تراكم من قيم الأعمال الإنسانية، وهو ليس بالضرورة ما قد يتواجد فيها من المعادن الثمينة مثل الذهب والفضة، وبذلك قد سبق آدم سميث في الإقرار بأن ثروة الأمم إنما أساسها قيم الأعمال البشرية (داودي، 2001، صفحة 28).

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

**خلق القيمة:** لا يمكن أن نذكر القيمة على حدا من دون أن نتناول موضوع خلق القيمة فهو مرتبط أساسا بمدى تعظيم ثروة المساهمين، وبالتالي هناك ارتباط وثيق بمدى قدرة المؤسسة على تمويل احتياجاتها المالية وقدرتها على خلق فائض في القيمة ذلك لأن الكفاءة في تمويل الاحتياجات المالية مرتبط بمدى تحول تلك الإمكانيات المالية إلى إيرادات مالية، تكون في الأخير ثروة المؤسسة، وذلك بعد خصم مختلف التكاليف سواء تلك المتعلقة بالاستغلال، أو المتعلقة بتكلفة التمويل (بن ساسي، 08-09 مارس 2005، صفحة 343).

يمكننا القول أنه "كلما كان عملك أكثر تنافسية ، قل تركيزك على المنافسة." إن قدرتك على الابتكار المستمر وإضافة قيمة للعميل هي التي ستحدد النجاح الاستراتيجي والتي ستقرر ما إذا كنت ستتمكن من "التغلب على منافسيك" في هذه العملية. يُعد إنشاء القيمة بطريقة مستدامة (عرض أفضل أو أرخص أو أسرع من عرض المنافسين) شرطًا أساسيًا للاستمرار المستدام (Verdin & Tackx, p. 15).

**الأداء المالي:**

يمكن تعريفه بمدى مساهمة الأنشطة في خلق القيمة أو الفعالية في استخدام الموارد المالية المتاحة من خلال بلوغ الأهداف المالية بأقل التكاليف (جمعة، 2000، صفحة 38). أما ميلتون فريدمان فيرى أن الأداء المالي يتوقف على الاستغلال الأمثل لموارد المؤسسة وتحقيق أقصى عائد ممكن (هندي، 2000، الصفحات 26-27).

**تقييم الأداء المالي:** عملية تقييم الأداء المالي ما هي إلا قياس النتائج المحققة أو المنتظرة في ضوء معايير محددة مسبقا وتقديم حكم على إدارة الموارد الطبيعية والمالية المتاحة للمؤسسة وهذا لخدمة أطراف مختلفة لها علاقة بالمؤسسة (جمعة، 2000، صفحة 38). ينتمي تقييم الأداء المالي إلى الأنشطة الرئيسية لكل مؤسسة أثناء تقييم حالتها الحالية ومقارنتها بالأهداف، ويمكن وصف مصطلح الأداء بأنه قدرة المؤسسة على تقدير الاستثمارات الممنوحة للأنشطة التجارية ، والتي ستساهم في التحسين الذاتي المستمر وتحقيق الأهداف (Malichovà & Durisova, 2015, p. 238).

**مؤشرات تقييم الأداء المالي:** هناك مؤشرات تقليدية وهناك مؤشرات حديثة:

**المؤشرات التقليدية:** سنتطرق للمؤشرات التقليدية باختصار في الجدول التالي:

**جدول(01)**

**المؤشرات التقليدية لقياس وتقييم الأداء المالي**

| المؤشر | اختصار الاسم | العلاقة | التفسير |
|---|---|---|---|
| احتياجات رأس المال العامل | BFR | إستخدامات الاستغلال+ استخدامات خارج الاستغلال- (موارد الاستغلال+ موارد خارج الاستغلال) | يجب أن لا يتفوق BFR على FR وهذا من أجل تحقيق الشرط الثاني والذي سيحقق الشرط الثالث من شروط التوازن المالي وهو TR أكبر من الصفر |
| معدل العائد على حقوق الملكية | ROE | النتيجة الصافية / الأموال الخاصة | تعبر عن كفاءة الإدارة المالية في استغلال أموال الملاك |
| العائد على الاستثمار | ROI | نتيجة الاستغلال الصافية / رأس المال المستثمر | تعبر عن كفاءة المؤسسة في استخدام وإدارة كل الأموال المتاحة لديها |
| العائد على المبيعات | ROS | الدخل قبل الضرائب والفوائد / المبيعات | يقيس أداء وفعالية النشاط الرئيسي للمؤسسة والمكانة التنافسية |
| معدل العائد على الأصول | ROA | النتيجة الصافية / مجموع الاصول | وهو يقيس كفاءة استغلال الدينار الواحد من الأصول وما يحققه من نتيجة صافية |
| ربحية السهم | EPS | النتيجة الصافية / عدد الأسهم | ويمثل مقدار كم يحقق السهم الواحد من ربحية |

**المصدر: (من إعداد الباحثين بالاعتماد على عدة مراجع)**

**المؤشرات الحديثة لتقييم الأداء المالي:**

من أهمها:

**القيمة الاقتصادية المضافة EVA:**

يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA الصورة المعدلة لمؤشر الربح المتبقي، والذي قامت بتطويره مؤسسة StemStewart&Co (مؤسسة استشارية أمريكية) من خلال اقتراحها إجراء العديد من التعديلات على كل من صافي الربح وكلفة رأس المال لحساب القيمة الاقتصادية المضافة (الزبيدي، 2004، صفحة 247). تعرف القيمة الاقتصادية المضافة على أنها مؤشر لقياس الأداء وفي نفس الوقت طريقة للتسيير، ويتم وفق هذا المؤشر ربط المسيرين بالمؤسسة وتحسسيهم بها وفق منطق النتائج من خلال العلاقة التي تربط النتائج بالأموال من جهة، ووفق تكلفة رأس المال التي تمثل التعويض الذي يحصل عليه أصحاب الأموال، ممثلين في المساهمين (سويسي، 2009، صفحة 60).

يعود سبب طرح EVA إلى شمولية هذا المعيار لمتغيرات هامة تعكس الأداء، وبالشكل الذي يعظم من ثروة الملاك أو ثروة حملة الأسهم. واستحوذت على الاهتمام في الفترة الأخيرة كشكل جديد في قياس الأداء، لكونها تؤكد على ضرورة تحميل كلفة الاستثمار في صافي ربح التشغيلي الذي تم تحقيقه، وهذا ما أشار إليه Tully,1993 فقد وصف في مجلة الثروة بأن EVA هي أسخن فكرة مالية لهذا اليوم- وتزداد سخونة (حكيم، 2015، صفحة 393).

وبرزت أهمية هذا المؤشر فيما يلي (التميمي و النعيمي، 2008، الصفحات 140-142):

- يوضح المعيار التحسن المستمر والفعلي لثروة المساهمين؛
- مقياس حقيقي للأداء التشغيلي والإداري؛
- معيار لنظم الحوافز والتعويضات لمدراء المؤسسات؛
- مؤشر حقيقي لتعظيم سعر السهم في السوق؛
- وسيلة لسد الفجوات التي تحدثها المبادئ المحاسبية المتعارف عليها دوليا؛
- وسيلة للحد من مشكلة الوكالة من خلال تقريب اهتمامات المدراء وحملة الأسهم؛

لحساب EVA علينا بحسابها وفق الخطوات التالية (معاليم و بوحفص، 2017، الصفحات 406-407):

- **حساب نتيجة الاستغلال المحاسبية EBIT:** بحيث أنها تساوي الزيادة في الفروق الضريبية +الزيادة في الفائض الناجم عن استخدام قاعدة LIFO+ قسط إهتلاك الشهرة للعام الجاري+ قسط إهتلاك العناصر الغير ملموسة كمصاريف الأبحاث والتطوير+ الزيادة في المؤونات والمخصصات الأخرى+ فوائد البيع الإيجاري؛
- **حساب نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضريبة NOPAT:** بحيث أنها تساوي نتيجة الاستغلال قبل الضريبة مطروح منها الضرائب على أرباح الشركات NOPAT=EBIT-IBS؛
- **حساب الأموال المستثمرة CI:** هناك مدخلين مدخل للأصول وآخر للخصوم ويتمثلان فيما يلي:
  - **حساب CI(مدخل الخصوم):** الأموال الخاصة+ الفروق الضريبة+ القيمة المحاسبية للعناصر غير الملموسة+ الفائض الناجم عن استخدام قاعدة LIFO+ الإهتلاك المتراكم لشهرة المحل+ المؤونات والمخصصات الأخرى+ القيمة الحالية لأقساط البيع الإيجاري (مخصومة بتكلفة الاقتراض)= الأموال الخاصة المعدلة+ الديون المالية؛
  - **حساب CI(مدخل الأصول):** الأصول الثابتة بالقيمة المحاسبة الصافية+ الأصول المعنوية بالقيمة المحاسبية الإجمالية+ فارق الاندماج (شهرة المحل)+ القيمة المحاسبية الصافية لمصاريف الأبحاث والتطوير+ احتياجات رأس المال العامل بالقيمة المحاسبية الإجمالية+ الاستثمارات المالية.
- **حساب تكلفة الأموال الخاصة Kcp:** تكلفة الأموال الخاصة تساوي النتيجة الصافية/الأموال الخاصة؛
- **حساب تكلفة الديون:** تكلفة الديون= النتيجة المالية/الاستدانة الصافية.

الاستدانة الصافية= الخصوم غير الجارية+ خزينة الخصوم- التوظيفات المالية- خزينة الأصول.

تكلفة القروض بعد الضريبة= (سعر الفائدة (1-معدل الضريبة)) KD= I(1-T)

- **حساب التكلفة الوسيطية المرجحة لرأس المال WACC:**

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

WACC: التكلفة الوسيطية المرجحة لرأس المال، KD: تكلفة الديون، D: الديون، Kcp: تكلفة الأموال الخاصة، CP: الأموال الخاصة.

- **حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA:** $EVA= (ROI-CMPC).CI$

ROI: العائد على الاستثمار، CMPC: تكلفة رأس المال، CI: رأس المال.

$$EVA= NOPAT-(cost\ of\ capital.capital)$$

NOPAT: صافي الربح بعد الضريبة، Cost of capital: تكلفة رأس المال، Capital: رأس المال.

**القيمة السوقية المضافة MVA:**

**مفهوم القيمة السوقية المضافةMVA:** يقصد بها الفرق بين القيمة السوقية للشركة ورأس المال المستثمر بها من قبل الملاك والمقترضين، وبهذه الصورة التحليلية فإن MVA وفق نظر الشركة المسوقة تعد معيارا فائقا وشاملا في قياس وخلق الثروة كما أنها المقياس للفاعلية التشغيلية في شركات الأعمال وفقا لقدرتها وكفاءتها في ربط العوامل التي تعود إلى نجاح الشركة وفعاليتها.

**كيفية حساب القيمة السوقية المضافة MVA:**

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

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة، Ki: التكلفة الوسيطية المرجحة لرأس المال.

## دراسة حالة مجمع صيدال للصناعة الصيدلانية خلال الفترة الممتدة من 2009-2019.

نحاول في هذا المحور الثاني تطبيق مختلف المؤشرات السابقة على مؤسسة صيدال على النحو التالي:

**المنهج المتبع وأدوات تحليل بيانات الدراسة:**

بغرض الإجابة على الأسئلة المطروحة، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي ومنهج دراسة الحالة، أما أدوات الدراسة فقد تم الاستعانة بمصفوفة الارتباط لبيرسون لقياس قوة أو ضعف العلاقة بين المتغيرات، بالإضافة إلى نماذج الانحدار الخطية كأداة إحصائية لاختبار المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء، وقدرتها على تفسير المتغير التابع الذي يعبر عن الأداء المالي والمتمثل في عوائد الأسهم أو ربحية السهم، وذلك باستخدام البرامج الإحصائية Eviews 10 و SPSS 24.

**قياس وتقييم الأداء المالي بواسطة المؤشرات التقليدية:**

يعرض الملحق رقم 01 البيانات الخاصة بمؤشرات الأداء المالي باستخدام المؤشرات التقليدية للمجمع خلال الفترة 2009-2019. فيما يلي إستعراض لنتائج تقييم الأداء المالي للمؤسسة باستخدام المؤشرات التقليدية حيث تظهر النتائج كما يلي:

- المؤسسة متوازنة ماليا من خلال تحقق الشروط الثلاثة للتوازن المالي (FR>0 وFR>BFR وTR>0) كما نلاحظ أن الخزينة الصافية تتمتع بأريحية تامة، لا تعاني من قيم سالبة خلال فترة الدراسة، بل نجد أنها تضاعفت لتصل إلى مستويات قياسية حققت خلال السنوات 2014و2015 برصيد بلغ 8.515 مليار دينار؛
- نلاحظ من خلال مؤشر ROI أن المؤسسة تمتعت بكفاءة جيدة في بداية فترة الدراسة في استغلال كل الأموال المستثمرة، من خلال تحقيقها لنسبة 22% في سنة ،2009 إي أن النتيجة الاستغلال RO (العملياتية) حققت ما نسبته 22% من مجموع الأموال المستثمرة، وهذا يعتبر كفاءة عالية للإدارة المالية من خلال توظيف كل أموالها المستثمرة، لكن مع مرور الزمن نجد أن هذه الكفاءة قد انخفضت خلال السنوات الأخيرة للفترة، فنجد أنها حققت في سنة 2019 ما نسبته 3.38% وهو يعتبر أقل نسبة خلال فترة الدارسة، وهو ما يعزى إلى الانخفاض في نتيجة الاستغلال RO فمؤشر ROI يتمتع بعلاقة طردية بينه وبين نتيجة الاستغلال؛
- أما بالنسبة لمؤشر ROE يتأثر بشكل كبير بالنتيجة الصافية RN حيث أنه بلغ ما نسبته 25.5% في سنة 2009، أي أن النتيجة الصافية الصافية حققت ما مقداره 22% من الأموال الخاصة، لكن سرعان ما وصل إلى 13.5% في سنة 2013، إلى أن وصل إلى أدنى مستوى له في سنة سنة 2019 ليصل إلى نسبة 4.23%، هذا الانخفاض له علاقة مباشرة مع ما يحققه المجمع من نتيجة صافية، فيتميز المؤشر بعلاقة طردية مع النتيجة الصافية؛
- أما فيما يخص مؤشر ROS فنجد أن المجمع حقق أعلى مستوى له سنة 2013 بنسبة 25.7% وهي أقصى كفاءة محققة، أي بارتفاع بلغ 41.6% وهو ما تحقق كذلك من ارتفاع في النتيجة الصافية بمقدار 14.87%، كما قد سجل أقل نسبة خلال فترة الدراسة بنسبة 11.6% في سنة 2019 أي بانخفاض 17.99%عن السنة السابقة فهو يعزى إلى الانخفاض المسجل في RN والمقدر بنسبة 37.6% وهو ما يعبر عن العلاقة الطردية بين ROS وRN؛
- نلاحظ أن رقم الأعمال قد شهد ارتفاعا في بداية فترة الدراسة وقد وصل إلى أقصى حد له سنة 2012 محققا CA بـ13.89 مليار دينار بارتفاع قدره 2.89% لكن بعدها حقق المجمع سلسلة من الانخفاضات لتصل في سنة 2019 CA إلى أقل قيمة لها بـ 8.68مليار دينار أي بانخفاض 9.84%، وهو ما يعزى للظروف التي يمر بها البلد من عدم استقرار سياسي؛
- كما نلاحظ أن معدل الرفع المالي حقق انخفاضا خلال سنة 2014 بمعدل وصل إلى 45% لكن مع في سنة 2018 وصل إلى أعلى مستوى له بمعدل 86% والذي يعتبر أكبر مستوى له وهذا يعزى إلى التوجه الاستثماري التوسعي الذي ينتهجه المجمع من خلال الاستفادة من الفوائض المالية والقدرات التشغيلية للمجمع من أجل تطوير المنتجات والاستفادة من الخبرات؛
- من خلال دراستنا لربحية السهم EPS للمجمع خلال فترة الدراسة فنجد أن المجمع حقق ما مقداره 287.3دج كربحية للسهم الواحد لسنة 2009، وهو أعلى مقدار حققه المجمع طوال فترة الدراسة، لكن بعد سنة واحدة حقق

انخفاضا وصل لـ110.7دينار للسهم الواحد، وقد سجل المجمع أدنى مستوى لـEPS في سنة 2019 بمقدار 80.6دينار كربحية للسهم الواحد، نجد أن المجمع طوال سنوات الدراسة حقق قيم ربحية موجبة وهو ما يعبر الكفاءة المالية وقدرة المجمع على تحقيق عوائد كافية للمساهمين، ويعطي تصور قوي للمساهمين المستقبلين في حال ما أقدم المجمع على إصدار أسهم جديدة.

**قياس وتقييم الأداء المالي بالأدوات الحديثة:**

**استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA:**

سنعرض مكونات المعادلة الأساسية لمؤشر EVA بشيء من التحليل ثم نعرض تأثير كل مكون على EVA.

كما سيعرض الملحق رقم 02 البيانات الخاصة بمؤشر EVA للمجمع خلال مجال الدراسة 2009-2019.

نلاحظ أن التكلفة الوسيطية المرجحة لرأس المال WACC للمجمع تميزت بأعلى مستوى لها في سنة 2009 بمعدل 25% لكن سرعان ما انخفض في السنة الموالية، كما أنه سجل أدنى مستوى له في سنة 2019 حيث وصل إلى 2% وهذا راجع أساسا إلى تكلفة الأموال الخاصة Kcp والتكلفة الاستدانة KD وقد سجلتا على التوالي 4%و1% في تلك السنة عكس ما سجلا في سنة 2009 Kcp و KD بـ26% و24% على التوالي، نلاحظ أن تكلفة الأموال الخاصة أكبر من تكلفة الاستدانة وأن التكلفة الوسيطية المرجحة WACC أقل من تكلفة الأموال الخاصة، في كثير من فترات الدراسة هذا يدل على اعتماد المجمع على الأموال الخاصة في هيكلها المالي مقارنة بالاستدانة الصافية؛

يتضح لنا أن حجم الأموال المستثمرة CI في المجمع وصلت إلى أدنى مستوى لها في سنة 2009 مسجلة 13.18مليار دينار، أما أعلى مستوى فقد سجل في سنة 2017 بمقدار 35.46مليار دينار، وهذا راجع إلى الارتفاع المسجل في الاستخدامات المستقرة فقد أقبلت المؤسسة طيلة سنوات الدراسة على توسيع قدراتها الاستثمارية، والاستفادة من التكنولوجيات الحديثة من أجل بث منتجات جديدة وذات جودة عالية؛

نلاحظ أن المجمع وطيلة سنوات الدراسة ما عدا سنة 2009 والتي سجلت فيها القيمة الاقتصادية المضافة EVA قيمة سالبة مقدرة بـ416.15مليون دينار، أما باقي السنوات فتمتع المجمع بتحقيق قيم موجبة ساهمت كثيرا في إنشاء وخلق القيمة، فقد حققت أعلى مستوى لـEVA في سنة 2013 بمقدار 772.4مليون دينار أما في آخر سنة فسجلت 301.7مليون دينار، هذا يعني أن العائد على الأموال المستثمرة ROI قد فاق التكلفة الوسيطية المرجحة لرأس المال WACC طوال سنوات الدراسة ما عدا سنة 2009.

يتضح لنا أن المجمع قد خلق قيمة سوقية مضافة أي حقق أرباح اقتصادية في السوق (ثروة)، خلال فترة الدراسة وهذا راجع بالأساس لكون المجمع خلق قيم اقتصادية مضافة موجبة طول فترة الدراسة، فقد سجل المجمع ما مجموعه 3.49مليار دينار كقيم سوقية مضافة طوال فترة الدراسة الممتدة من 2009-2019، وهو ما يعكس أن المجمع قد طفرة تشغيلية وساهم في خلق الثروة مما يبين الكفاءة والفاعلية لتشغيل القدرات المتاحة المجمع.

**تحليل مكونات معادلة القيمة الاقتصادية المضافة EVA:**

إن النتائج التي تم الحصول عليها تمكن من معرفة المؤشرات التي تساهم في التأثير وإعطاء أحسن قدرة تفسيرية للقيمة الاقتصادية المضافة EVA، فبعد استخدام نموذج الانحدار المتعدد على متغيرات معادلة EVA، ومن خلال قراءة الملحق رقم 03 تبين أن المتغيرات لها قدرة تفسيرية (معامل التحديد) بـ97.58% لمؤشر EVA (R-squared=0.975809)، مع تصحيح معامل التحديد والذي بلغ 96.54% (Adjusted R-squared=0.965442)، كما بلغت قيمة F الاحصائية للنموذج (F- statistic=94.12 ) باحتمالية تؤول إلى الصفر (Prob(F-statistic)=0.000005) أي أن النموذج بكامله صالح للتحليل، وقد تبين أن العائد على الاستثمار ROI والتكلفة الوسيطية المرجحة لرأس المال WACC لهما تأثير وعلاقة ذات دلالة إحصائية على EVA وذلك بمستوى معنوية تؤول إلى الصفر (Prob ROI=0.0000) و (Prob WACC=0.0000)وهو أقل من مستوى معنوية 0.05%كما لها قدرة تفسيرية لمؤشر EVA، كما تبين أن هناك علاقة طردية بين ROIو EVA وتوجد علاقة عكسية بين WACCو EVA، أما فيما يخص الأموال المستثمر فليس لها تأثير أي ليس لها علاقة ذو دلالة إحصائية على EVA فقد وصلت مستوى معنويته (Prob CI=0.34) وهو أكثر من مستوى معنوية 0.05%، ومنه CI لا تتمتع بقدرة تفسيرية لمؤشر EVA.

وقد تم تقدير نموذج الانحدار المتعدد لـ EVA بما يلي:

**EVAt= −0.010524+ 14.54494 ROIt −14.66634 WACCt +0.004628 CI +0.062583.**

Akaike info criterion= −2.429374 Durbin-Watson stat= 2.275390

Schwarz criterion= −2.284685

فمن خلال هذا النموذج نستطيع التنبؤ بقيم EVA المستقبلية، وهذا بتمتع المتغيرات المستقلة بقدرة تفسيرية لـEVA بنسبة 97.58%، كما أن للنموذج دلالة إحصائية كلية حيث أن الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر بلغت قيمتها 0.000005 وهو أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05).

كما نلاحظ أن أغلب المعالم المقدرة للمتغيرات المستقرة في النموذج لها معنوية إحصائية حيث كان الاحتمال المرفق بإحصائية t لكل المعالم أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05)، ما عدا المعلم المقدر لرأس المال المستثمر حيث نلاحظ أن الاحتمال المرفق بإحصائية t للمعلم هو 0.34 وهو أكبر تماما من مستوى المعنوية (0.05)، وبالتالي ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأموال المستثمرة والقيمة الاقتصادية المضافة.

**دراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات التقليدية لتقييم الأداء المالي لمجمع صيدال للفترة الممتدة بين 2009-2019:**

سنحاول إجراء المقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA والمقاييس المحاسبية (BFR, ROE, ROA, ROI, ROS, EPS)، ولقد تحصلنا على تقدير النموذج المتعدد كما يلي:

**EVAt= −0.344+ 0.0531 BFR+ 22.486 ROE− 89.567 ROA+ 14.818 ROI+ 6.0312 ROS+ 0.00111 EPS+ 0.0954.**

R−squared =0.967845 Prob(F−statistic)=0.005941

Adjusted R squared= 0.919612 Durbin−Waston=2.517409

أظهرت نتائج تقدير النموذج وفق الملحق رقم 04 07 أن المتغيرات المستقلة لها قدرة على تفسير القيمة الاقتصادية المضافة بنسبة 96.78% وهي نسبة كبيرة تعطي التصور الكامل للتأثير والعلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابع، ونلاحظ أن للنموذج دلالة إحصائية كلية حيث أن الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر قيمته 0.0059 وهو أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05).

كما نلاحظ أن هناك بعض المعالم المقدرة للمتغيرات المستقرة في النموذج ليس لها معنوية إحصائية، حيث كان الاحتمال المرفق بإحصائية t لكل معلم أكبر تماما من مستوى المعنوية (0.05)، فنجد أن المعلم المقدرة لـ: BFR و ROS و EPS حيث نلاحظ أن الاحتمال المرفق بإحصائية t للمعالم هو على التوالي: 0.193، 0.102، 0.73 والتي تفوق مستوى معنوياتهم (0.05)، ما عدا المعالم الباقية المقدرة لـ: ROA و ROE و ROI حيث نلاحظ أن الاحتمال المرفق بإحصائية t للمعالم هو على التوالي: 0.009، 0.038، 0.0007 وهو أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05) وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين ROA و ROE و ROI وبين EVA.

**الخلاصة:**

لقد قمنا بدارسة موقع القيمة الاقتصادية المضافة EVA كمؤشر حديث للقياس والتقييم المالي لمجمع صيدال للصناعة الصيدلانية خلال الفترة الممتدة بين 2009−2019. فمن منظور المؤشرات التقليدية الأخرى (ROE, ROA, ROI, ROS, EPS) فقد كان المجمع على العموم يتمتع بكفاءة تشغيلية، وفعالية كبيرة في استغلال الموارد والإمكانيات المتاحة داخل المجمع، مما جعله يحقق الأهداف المرجوة، هذا كله راجع إلى النتائج الايجابية المحققة والمتمثلة أساسا في النتيجة الصافية ونتيجة الاستغلال، والتي لهما أثر كبير ومساهم في تحديد وتحسين هذه المؤشرات.

والمجمع نجد أنه يعتمد كثيرا على الأموال الخاصة وتراكم النتائج المحققة خلال السنوات بالمقارنة مع الاستدانة الصافية، أما الأداء المالي والمعبر عنه بالأدوات الحديثة القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA فنجد أن المجمع ساهم كثيرا في خلق القيمة طيلة فترة الدراسة، ومن خلال القراءة الإحصائية لمكونات المعادلة الأساسية لـEVA فنجد أن عائد الأموال المستثمرة تغلب طيلة فترة الدراسة على التكلفة الوسيطية المرجحة لرأس المال، والذي بدوره ساهم في تحقيق قيم موجبة لـEVA، مما جعل المجمع يكون ثروة من جراء خلقة للقيمة، وقد وجدنا أن هناك علاقة طردية بين ROI و EVA وهي علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0.05). كما قمنا بدراسة العلاقة بين المؤشرات التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة EVA لتقييم وقياس الأداء المالي. وعليه يمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل إليها على النحو التالي:

وجود دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأموال المستثمرة والتكلفة الوسيطية المرجحة لرأس المال، الذي أظهرت النتائج أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين ROI وWACC وبين EVA، باستثناء الأموال المستثمرة والتي تعتبر هذه المتغيرات المستقلة المكون الرئيسي لمعادلة EVA؛

وجود دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول والعائد على الاستثمار، وقد أظهرت النتائج أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين ROI وROE وROA وبين EVA، أما باقي المؤشرات والمتمثلة في احتياجات رأس المال العامل والعائد على المبيعات وربحية السهم، فقد أظهرت النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بينهم وبين EVA؛

ظهر تغلب القيمة الاقتصادية المضافة على باقي المؤشرات التقليدية في تفسير الأداء المالي، لكون أن المؤشرات التقليدية أثبتت أنها تتأثر كثيرا بالنتائج المحققة من RO وRN، كما أنها تغلب الواقع المحاسبي ولا تأخذ بالحسبان تكلفة الأموال الخاصة والاستدانة كما هو معمول به في EVA؛

تتفق المؤشرات التقليدية والحديثة على مبدأ التعظيم للعوائد وتدنية التكاليف فROA يقيس مدى فعالية الأصول في تحقيق RO، وROE يقيس مساهمة الأموال الخاصة في تحقيق RN، و ROI يقيس قدرة المال المستثمر لتحقيق الربح، وEVA لقياس خلق القيمة والربح الاقتصادي، فمهما اختلفت غايتها لكن المبدأ يظل واحد؛

تظل المؤشرات التقليدية حتى لو اجتمعت تعطي القصور في القراءة المالية فهي ترى من زوايا ربحية ومن عوائد تفتقد لأدوات المقارنة والحدود التي تبين هل المؤسسة بخير أم لا، فهي دائما بحاجة إلى المعايير العامة للقطاعات الصناعية، أو المقارنة بإجراءات مقطعية عمودية أو أفقية أو بوضع مرجعيات للتحليل والتفسير والمقارنة؛

أثبتت القيمة الاقتصادية المضافة بما لا يجعل مجالا للشك أنها الأكثر فعالية في تقييم الأداء المالي مقارنة مع المؤشرات التقليدية، هذا راجع لتحديدها للعوائد والتكاليف ومدى مساهمتها في تحقيق الثروة أو الربح الاقتصادي من جراء توظيف الأموال والتي تبين من خلالها هل وظفت الأموال بطريقة مثلى أم لا؟

## قائمة المراجع

### المراجع باللغة العربية

أرشد فؤاد التميمي، و عدنان تايه النعيمي. (2008). التحليل والتخطيط المالي– اتجاهات معاصرة. عمان: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.

السعيد فرحات جمعة. (2000). الأداء المالي لمنظمات الأعمال. الرياض: دار المريخ.

الطيب داودي. (2001). نظرية القيمة عند ابن خلدون. مجلة العلوم الإنسانية(01).

إلياس بن ساسي. (2005). مداخلة بعنوان: النمو ومفهوم خلق القيمة كمؤشر للأداء المالي والاستراتيجي للمؤسسة– حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب بحاسي مسعود ENAFOR ولاية ورقلة– الجزائر، . المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، كلية الحقوق. ورقلة.

حمزة محمود الزبيدي. (2004). ،الإدارة المالية المتقدمة. عمان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع.

سعاد معاليم، و سميحة بوحفص. (2017). ، إنشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA– دراسة حالة: مؤسسة صناعة الكوايل فرع جنرال كايل– بسكرة، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية(30).

مبارك لسلوس. (2004). التسيير المالي. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.

محمد حكيم. (2015). تعزيز الإبلاغ المالي باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة– دراسة تحليلية من وجهة نظر الأكادميين والممارسين والمستثمرين. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة(43).

منير إبراهيم هندي. (2000). الأوراق المالية والتمويل. الاسكندرية: منشاة المعارف.

هواري سويسي. (2009). دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة. مجلة الباحث،(07).

## المراجع العربية باللغة الإنجليزية:

Arshad Fouad Al-Tamimi and Adnan Tayeh Al-Nuaimi. (2008). Financial Analysis and Planning - Contemporary Trends. Amman: Al-Yazouri Scientific House for Publication and Distribution.

Saeed Farhat Juma. (2000). Financial performance of business organizations. Riyadh: House of Mars.

Tayeb Daoudi. (2001). Ibn Khaldun's theory of value. Journal of Human Sciences (01.(

Elias bin Sassi. (2005). An intervention entitled: Growth and the concept of value creation as an indicator of the financial and strategic performance of the institution - the case of the National Exploration Corporation in Hassi Messaoud, ENAFOR, Ouargla - Algeria. International scientific conference on the distinguished performance of organizations and governments, Faculty of Law. Ouargla.

Hamza Mahmoud Al-Zubaidi. (2004). Advanced Financial Management. Amman: Al-Warraq Foundation for Publishing and Distribution.

Souad Maalim and Samiha Bouhafs. (2017). Creation of value in the institution according to the EVA index - a case study: The Foundation for the Industry of Kyle, General Kyle Branch - Biskra, Journal of Humanities and Social Sciences (30)

Mubarak Laslous. (2004). Financial management. Algeria: University Publications office.

Muhammad Hakim. (2015). Enhancing Financial Reporting Using Economic Value Added - An analytical study from the viewpoint of academics, practitioners, and investors. Baghdad College of Economic Sciences Journal (43.(

Munir Ibrahim Hindi. (2000). Securities and finance. Alexandria : Knowledge Foundation.

Houari Souissi (2009). Analytical study of institutional performance indicators from a value creation perspective. Researcher Journal, (07.(

## المراجع الأجنبية:

Malichovà, E., & Durisova, M. (2015). , Evaluation of Financial Performance of Enterprises in IT Sector. *ScienceDirect Business Economics and Management 2015 Conference, BEM2015.* Elsevier.

Verdin, P., & Tackx, K. (n.d.). *Are You Creatng or Capturing Value? Adynamc framework for sustanable strategy, M-RCBG Associate Working Paper Series, No.36.* (H. K.-M.-R. Government, Ed.) Retrieved 07 28, 2020, from https://www.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/mrcbg/files/Verdin_final.pdf

## ملحق الجداول

**الملحق رقم 01: يظهر مؤشرات الأداء المالي التقليدية لمجمع صيدال خلال الفترة 2009-2019.**

**الوحدة: مليار دينار**

| السنوات | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| FR | 5,88 | 7,19 | 8,38 | 9,63 | 10,45 | 13,08 | 12,15 | 8,23 | 7,46 | 8,46 | 8,12 |
| BFR | 4,69 | 5,01 | 3,69 | 3,93 | 3,75 | 5,49 | 3,64 | 3,54 | 3,19 | 5,52 | 6,79 |
| TR 1 | 1,19 | 2,18 | 4,68 | 5,70 | 6,70 | 7,59 | 8,52 | 4,69 | 4,27 | 2,94 | 1,34 |
| ΔRNE | | -61,42 | 89,21 | -4,82 | 14,87 | -41,19 | -13,08 | 37,73 | -11,23 | -9,85 | -37,62 |
| levier financier% | 0,77 | 0,69 | 0,56 | 0,59 | 0,59 | 0,45 | 0,51 | 0,55 | 0,59 | 0,86 | 0,79 |
| ROE% | 0,26 | 0,09 | 0,15 | 0,14 | 0,14 | 0,08 | 0,06 | 0,06 | 0,05 | 0,07 | 0,04 |
| ROA% | 0,12 | 0,04 | 0,08 | 0,07 | 0,08 | 0,04 | 0,04 | 0,04 | 0,03 | 0,03 | 0,02 |
| ROI% | 0,22 | 0,09 | 0,18 | 0,16 | 0,20 | 0,09 | 0,08 | 0,06 | 0,05 | 0,05 | 0,03 |
| ROS% | 0,24 | 0,13 | 0,19 | 0,18 | 0,26 | 0,17 | 0,16 | 0,22 | 0,17 | 0,14 | 0,12 |
| EPS 1da/arrow | 287,35 | 110,87 | 209,78 | 199,67 | 229,36 | 134,89 | 117,24 | 161,47 | 143,33 | 129,21 | 80,60 |

**المصدر: (من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير المالية)**

**الملحق رقم 02: مؤشري EVA وMVA لمجمع صيدال خلال الفترة 2009-2019.**

**الوحدة: مليار دينار**

| السنوات | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| CI | 13,19 | 18,22 | 14,85 | 15,38 | 15,06 | 18,49 | 17,46 | 32,30 | 35,47 | 28,64 | 29,83 |
| DN | 1,93 | 6,44 | 1,06 | 0,64 | -1,69 | 0,90 | -1,42 | 6,18 | 8,60 | 9,68 | 10,78 |
| Kcp% | 0,26 | 0,09 | 0,15 | 0,14 | 0,14 | 0,08 | 0,06 | 0,06 | 0,05 | 0,07 | 0,04 |
| KD% | 0,30 | -0,02 | -0,09 | -0,19 | 0,09 | -0,06 | -0,03 | 0,01 | 0,01 | 0,00 | -0,01 |
| KD*(1-IS)% | 0,24 | -0,02 | -0,08 | -0,16 | 0,07 | -0,05 | -0,02 | 0,01 | 0,01 | 0,00 | -0,01 |
| WACC% | 0,25 | 0,06 | 0,14 | 0,12 | 0,14 | 0,07 | 0,07 | 0,05 | 0,04 | 0,05 | 0,02 |
| EVA | -0,42 | 0,65 | 0,61 | 0,63 | 0,77 | 0,31 | 0,27 | 0,42 | 0,17 | 0,05 | 0,30 |
| MVA | -0,33 | 0,61 | 0,53 | 0,56 | 0,67 | 0,29 | 0,25 | 0,40 | 0,16 | 0,05 | 0,29 |
| ΔEVA% | | -255,43 | -6,25 | 3,27 | 23,35 | -59,79 | -12,57 | 54,25 | -59,33 | -72,09 | 534,67 |

**المصدر: (من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير المالية).**

**الملحق رقم 03: نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد.**

Dependent Variable: EVA
Method: Least Squares
Date: 08/13/20 Time: 13:59
Sample: 2009 2019
Included observations: 11

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C | -0.344277 | 0.347939 | -0.989476 | 0.3784 |
| BFR | 0.053139 | 0.033997 | 1.563059 | 0.1931 |
| ROE | 22.48615 | 7.413268 | 3.033230 | 0.0387 |
| ROA | -89.56739 | 19.14546 | -4.678257 | 0.0095 |
| ROI | 14.81854 | 1.542366 | 9.607667 | 0.0007 |
| ROS | 6.031270 | 2.860967 | 2.108123 | 0.1027 |
| EPS | 0.001120 | 0.003035 | 0.369038 | 0.7308 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.967845 | Mean dependent var | 0.341487 |
| Adjusted R-squared | 0.919612 | S.D. dependent var | 0.336649 |
| S.E. of regression | 0.095450 | Akaike info criterion | -1.599312 |
| Sum squared resid | 0.036442 | Schwarz criterion | -1.346106 |
| Log likelihood | 15.79622 | Hannan-Quinn criter. | -1.758923 |
| F-statistic | 20.06606 | Durbin-Watson stat | 2.517409 |
| Prob(F-statistic) | 0.005941 | | |

**المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي eviewz 10.**

**الملحق رقم 04: يبين الانحدار المتعدد لمكونات معادلة EVA**

Dependent Variable: EVA
Method: Least Squares
Date: 08/11/20 Time: 21:27
Sample: 2009 2019
Included observations: 11

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C | -0.010524 | 0.156441 | -0.067271 | 0.9482 |
| ROI | 14.54494 | 1.112623 | 13.07266 | 0.0000 |
| WACC | -14.66634 | 0.898230 | -16.32804 | 0.0000 |
| CI | 0.004628 | 0.004520 | 1.023851 | 0.3400 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.975809 | Mean dependent var | 0.341487 |
| Adjusted R-squared | 0.965442 | S.D. dependent var | 0.336649 |
| S.E. of regression | 0.062583 | Akaike info criterion | -2.429374 |
| Sum squared resid | 0.027416 | Schwarz criterion | -2.284685 |
| Log likelihood | 17.36156 | Hannan-Quinn criter. | -2.520580 |
| F-statistic | 94.12237 | Durbin-Watson stat | 2.275390 |
| Prob(F-statistic) | 0.000005 | | |

**المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي eviewz 10.**

**الملحق رقم 05: يظهر الارتباط الإحصائي بين المتغيرات**

**Corrélations**

| | | EVA | BFR | ROE | ROA | ROI | ROS | EPS |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Corrélation de Pearson | EVA | 1,000 | -,347 | -,282 | -,269 | ,047 | -,031 | -,186 |
| | BFR | | 1,000 | -,056 | -,042 | -,149 | -,236 | -,127 |
| | ROE | | | 1,000 | ,990 | ,922 | ,669 | ,913 |
| | ROA | | | | 1,000 | ,943 | ,751 | ,951 |
| | ROI | | | | | 1,000 | ,755 | ,913 |
| | ROS | | | | | | 1,000 | ,887 |
| | EPS | | | | | | | 1,000 |
| Sig. (unilatéral) | EVA | . | ,148 | ,200 | ,212 | ,445 | ,464 | ,292 |
| | BFR | | . | ,435 | ,451 | ,331 | ,242 | ,355 |
| | ROE | | | . | ,000 | ,000 | ,012 | ,000 |
| | ROA | | | | . | ,000 | ,004 | ,000 |
| | ROI | | | | | . | ,004 | ,000 |
| | ROS | | | | | | . | ,000 |
| | EPS | | | | | | | . |

**المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على البرنامج الإحصائي spss 24.**

**الملحق رقم 06: يظهر معنوية النموذج بين المتغير التابع EVA والمتغيرات المستقلة (BFR, ROE, ROA, ROI, ROS, EPS).**

**Récapitulatif des modèles[b]**

| Modèle | R | R-deux | R-deux ajusté | Erreur standard de l'estimation |
|---|---|---|---|---|
| 1 | ,984[a] | ,968 | ,920 | ,095449526300000 |

a. Prédicteurs : (Constante), EPS, BFR, ROS, ROI, ROE, ROA

b. Variable dépendante : EVA

**المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على البرنامج الإحصائي spss 24.**

**الملحق رقم 07: يظهر معنوية النموذج بين المتغير التابع EVA والمتغيرات المستقلة (BFR, ROE, ROA, ROI, ROS, EPS) وفق اختبار التباين الاحصائي ANOVA.**

**ANOVA[a]**

| Modèle | | Somme des carrés | Ddl | Carré moyen | F | Sig. |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | Régression | 1,097 | 6 | ,183 | 20,066 | ,006[b] |
| | Résidu | ,036 | 4 | ,009 | | |
| | Total | 1,133 | 10 | | | |

a. Variable dépendante : EVA

b. Prédicteurs : (Constante), EPS, BFR, ROS, ROI, ROE, ROA

**المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي spss 24.**