جامعة يحـي فـــارس بالمديـــــة

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية

وعلوم التسيير

قسم العلوم التجارية

تخصص مالية المؤسسة

قياس وتقييم الأداء المالي لمؤسسة اقتصادية باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

دراسة حالة مؤسسة NCA ROUIBA للفترة (2011-2016)

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماستر في العلوم التجارية

تخصص: مالية المؤسسة

إعداد الطالبتين:

- إيمان رحماني
- مريم رحموني

تحت إشراف:

د/ محمد بن عيشوش

السنة الجامعية 2017/ 2018

جامعة يحـي فـــارس بالمديـــــة
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية
وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية
تخصص مالية المؤسسة

قياس وتقييم الأداء المالي لمؤسسة اقتصادية باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

دراسة حالة مؤسسة NCA ROUIBA للفترة (2011-2016)

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماستر في العلوم التجارية
تخصص: مالية المؤسسة

إعداد الطالبتين:
- إيمان رحماني
- مريم رحموني

تحت إشراف:
د/ محمد بن عيشوش

أعضاء لجنة المناقشة

اللقب والاسم	الرتبة العلمية	ملاحظة
د/ يرقي كريم	أستاذ محاضر "أ"	رئيسا
د/ محمد بن عيشوش	أستاذ محاضر "ب"	مشرفا
د/خديجة عراب هريش	أستاذة مساعدة "أ"	ممتحنا

السنة الجامعية 2017/ 2018

كلمة شكر

نتوجه بشكرنا وعظيم امتناننا للمولى عز وجل على عونه

وتوفيقه لنا لإتمام هذا البحث ثم نتقدم بشكرنا الجزيل

وتقديرنا الكبير للأستاذ المشرف محمد بن عيشوش

على ما أحاطنا به من إرشاد وتوجيه ونصح

كما نتوجه بالشكر الجزيل إلى أعضاء اللجنة المناقشة

كما نشكر كل من مد لنا يد العون من قريب أو من بعيد

لإنجاز هذه البحث وتقديمه في أحسن صورة.

الإهداء

إلى من أحمل إسمه بكل افتخار.. أرجو من الله أن يمد في عمرك لترى ثماراً قد حان قطافها بعد طول انتظار والدي العزيز...

إلى معنى الحب وإلى معنى الحنان والتفاني

إلى من كان دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي إلى أغلى الحبايب

أمي الحبيبة أطال الله في عمرك وبارك فيك وشفاك...

إلى إخوتي الأعزاء سدد الله خطاهم عبد النور ولينة، وإلى خالتي الغالية خيرة

إلى كل الأهل والأقارب

إلى أجمل وأعز من أحببتهم في الله صديقاتي

إلى كل الزملاء والزميلات.. تخصص مالية مؤسسة دفعة 2018/2017

وكذا الزملاء والزميلات بالمدرسة الوطنية للمناجمنت وإدارة الصحة الدفعة 08

إلى كل من يعرفني ويحمل لي بذرة حب.

إيمان

إهداء

إلى الذي تاهت الكلمات في وصفه وعجز اللسان في ذكر مآثر

إلى من تعب وكافح إلى من جعلني أكافح وأنجح

إلى من جعلني أثابر إلى سندي في هذه الحياة

إلى من كلي فخر به إلى أبي أطال الله في عمره وأمده بالصحة والعافية

إلى نبع الحنان والعطاء إلى رمز وجودي في الحياة الحنونة إلى من جعلت

الجنة تحت قدمها أمي التي تنير لي الدنيا بدعواتها

إلى من تحملوا معي عناء الطريق لدفء البيت والسعادة إخوتي وأخواتي

إلى زينة الحياة الدنيا أحفاد العائلة بالأخص وسيم ووصال

إلى جدتي الغالية حفظها الله وجدي

إلى كل الأهل والأقارب

إلى من برفقتهم تحلو الحياة أصدقائي الأوفياء

إلى جميع من آزرني لتحقيق الآمال

إلى كل محب للعلم صابر في تحصيله

محب للعمل مسارع إليها

مريم

مستخلص:

تهدف هذه الدراسة إلى قياس قدرة المؤشرات التقليدية للأداء المالي (معدل العائد على الأصول ROA العائد على حقوق الملكيةROE –هامش الربح على المبيعاتROS) بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة للأداء المالي (EVA–MVA) في تفسير القيمة السوقية المضافة لمؤسسة اقتصادية، حيث شملت عينة الدراسة شركة رويبة من أصل خمس شركات مدرجة ببورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة (2011–2016)، ولتحقيق هذا الهدف تم استخدام EXCELوSPSS.

توصلت الدراسة إلى وجود اختلاف بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وباقي المؤشرات التقليدية وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المالي التقليدية ومؤشرات الأداء المالي الحديثة إضافة إلى عدم وجود علاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشر القيمة السوقية المضافة، كما أظهرت الدراسة أن مقاييس الأداء ليس لها القدرة على تفسير القيمة السوقية المضافة.

Abstract:

The objective of this study is to measure the ability of traditional indicators of financial performance (ROA-ROE-ROS) compared to the recent indicators of financial performance (EVA- MVA) in the interpretation of the market value of stocks. The sample of the study included the company of five companies listed on the Stock Exchange of Algeria during the period (2011 - 2016), and to achieve this goal was used EXEL and SPSS .

The study found that there is a difference between the economic value added index and the other traditional indicators. There is no statistically significant relationship between the traditional financial performance indicators and the new financial performance indicators. In addition, there is no relationship between the economic value added index and the economic value added index. Have the ability to explain the added market value.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

كلمة شكر .....

إهداء.....

ملخص.....

فهرس المحتويات..... II

فهرس الجداول..... V

فهرس الأشكال VII

مقدمة ..... ب-ز

الفصل الأول: الأسواق المالية وتقييم الأداء

تمهيد: ..... - 2 -

المبحث الأول: الإطار النظري للأسواق المالية. ..... - 3 -

المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية. ..... - 3 -

المطلب الثاني: الأدوات المتداولة في الأسواق المالية. ..... - 11 -

المطلب الثالث: المتدخلون في الأسواق المالية وكفاءته..... - 19 -

المبحث الثاني: مدخل لتقييم الأداء المالي ومؤشرات التوازن المالي ..... - 29 -

المطلب الأول: مفاهيم حول تقييم الأداء المالي. ..... - 29 -

المطلب الثاني: المستفيدون من عملية تقيم الأداء والأخطاء ..... - 33 -

المطلب الثالث: مؤشرات التوازن المالي ..... - 35 -

خلاصة: ..... - 38 -

الفصل الثاني: مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة

تمهيد: ..... - 40 -
المبحث الأول: ماهية مؤشرات الأداء المالي..... - 41 -
المطلب الأول: مفاهيم عامة حول مؤشرات الأداء. ..... - 41 -
المطلب الثاني: المؤشرات التقليدية للأداء المالي. ..... - 44 -
المطلب الثالث: المؤشرات الحديثة لأداء المالي. ..... - 53 -
المبحث الثاني: مؤشر القيمة الاقتصادية المضافةEVA ..... - 56 -
المطلب الأول: مدخل مفاهيمي لخلق القيمة ..... - 56 -
المطلب الثاني :القيمة الاقتصادية المضافة EVA..... - 59 -
المطلب الثالث: القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس للأداء المالي ..... - 63 -
خلاصة: ..... - 68 -

الفصل الثالث: دراسة حالة مؤسسة NCA ROUIBAالمدرجة في بورصة الجزائر

تمهيد: ..... - 70 -
المبحث الأول: مؤسسة NCA ROUIBA ..... - 71 -
المطلب الأول: نبذة تاريخية عن مؤسسةNCA ROUIBA ..... - 71 -
المطلب الثاني: تعريف بمؤسسة NCA ROUIBA ..... - 72 -
المطلب الثالث: دخول مؤسسة NCA ROUIBA إلى بورصة الجزائر ..... - 74 -
المبحث الثاني: المقارنة بين مؤشرات الأداء التقليدية ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة. ..... - 76 -
المطلب الأول:تقييم الأداء باستحدام المؤشرات المالية..... - 76 -
المطلب الثاني نتائج تحليل الارتباط: ..... - 91 -
خلاصة: ..... - 95 -

الخاتمة ..... - 97 -

قائمة المراجع ..... - 101 -

الملاحق ..... - 112 -

فهرس الجداول

فهرس الجداول

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
3-1	تطور رقم الأعمال لمؤسسة NCA ROUIBAخلال الفترة (2011-2016).	73
3-2	رأس المال العامFR لمؤسسة NCA ROUIBAخلال الفترة (2011-2016).	76
3-3	تطور الاحتياج في رأس المال العاملBFR لمؤسسة NCA ROUIBAخلال الفترة (2011-2016).	78
3-4	قيم الخزينةTR لمؤسسة NCA ROUIBAخلال الفترة (2011-2016).	79
3-5	تطور المؤشرات التقليديةROE ROA ROS لمؤسسة NCA ROUIBAخلال الفترة (2011-2016).	80
3-6	تكلفة الأموال الخاصة Kcp لمؤسسة NCA ROUIBAخلال الفترة (2011-2016).	82
3-7	قيم الاستدانة الصافيةDN لمؤسسة NCA ROUIBA خلال الفترة (2011-2016).	84
3-8	تكلفة الاستدانة الصافيةKD لمؤسسةNCA ROUIBA خلال الفترة (2011-2016).	84
3-9	التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المالCMPC لمؤسسة NCA ROUIBAخلال الفترة (2011-2016).	86
3-10	يرأس المال المستثمرCI لمؤسسة NCA ROUIBAخلال الفترة (2011-2016).	86
3-11	العائد على رأس المال المستثمرROCI لمؤسسةNCA ROUIBA خلال الفترة (2011-2016).	87
3-12	تطور القيمة الاقتصادية المضافةEVA لمؤسسة NCA ROUIBAخلال الفترة (2011-2016).	89
3-13	القيمة السوقية المضافةMVA لمؤسسة NCA ROUIBAخلال الفترة (2011-2016).	90
3-14	قيم المتغيرات لمؤسسة خلال الفترة (2011-2016)	91
3-15	العلاقة بين المؤشرات ROA،ROE، ROS وEVAو MVA لمؤسسة NCA ROUIBخلال الفترة (2011-2016).	92

فهرس الأشكال

فهرس الأشكال

رقم الشكل	العنوان	الصفحة
1-1	تقسيمات الأسواق المالية.	4
1-2	مكونات السوق الثانوي والعلاقة التي تربط بين الأسواق المنظمة والأسواق غير منظمة.	10
1-3	مجموعة الخدمات التكميلية التي يقدمها السمسار في البورصة.	21
1-4	الاستجابة للمعلومات في حالة السوق الكفء وغير الكفء.	26
1-5	المستويات المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية.	27
3-1	تطور رقم الأعمال لمؤسسة NCA ROUIBA خلال الفترة(2011-2016).	73
3-2	تطور قيم رأس المال FR العام لمؤسسة NCA ROUIBA خلال الفترة (2011-2016).	77
3-3	تطور الاحتياج في رأس المال BFR العامل خلال الفترة(2011-2016).	78
3-4	تطور المؤشرات التقليدية ROA، ROE، ROS لمؤسسة NCA RUOIBA خلال الفترة(2011-2016).	81
3-5	تطور تكلفة الأموال الخاصة Kcp لمؤسسة NCA RUOIBA خلال الفترة(2011-2016).	83
3-6	تطور تكلفة الاستدانة KD لمؤسسة NCA ROUIBA خلال الفترة(2011-2016).	85
3-7	تطور العائد على رأس المال المستثمر ROCI لمؤسسة NCA ROUIBA خلال الفترة (2011-2016).	88
3-8	تطور قيم EVA لمؤسسة NCA ROUIBA خلال الفترة (2011-2016).	89

مقدمة

مقدمة

تعتبر المؤسسة الاقتصادية ركيزة الاقتصاد الوطني لما تلعبه من أدوار في تحقيق التنمية،حيث تسعى لاتخاذ مواقع هامة في السوق لتحسين أدائها ووضعيتها التنافسية وذلك في ظل الانفتاح نحو العالم الخارجي حيث تعمل المؤسسة على تحقيق العديد من الأهداف أهمها تحقيق الربح واستمرارها في مجال نشاطها في خضم التغيرات الاقتصادية والسياسية، ولتتمكن المؤسسة من معرفة قدراتها على بلوغ أهدافها وهل حققتها بالوسائل المعقولة فإنها بحاجة إلى قياس وتقييم نتائجها أو بالأحرى تقييم أدائها المتمثل في أداء الموارد البشرية وكذا أدائها المالي، حيث يعتبر هذا الأخير من بين أهم العمليات التي تقوم بها المؤسسة معتمدة على مجموعة من المؤشرات مثل مؤشرات التوازن المالي ومؤشرات الأداء التقليدية ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة الذي ظهر نتيجة للانتقادات التي وجهت للمقاييس التقليدية حيث أثبتت الدراسات والبحوث عدم فعاليتها في تحديد الربح الحقيقي، واكتسب هذا المعيار شهرة كبيرة كمؤشر لقياس أداء الوحدات الاقتصادية الذي يأخذ بعين الاعتبار تكلفة التمويل الكلية سواء كان رأس المال المملوك أو المقترض مستهدفا الانتقال بالوظيفة المالية من النشاط المحاسبي إلى النشاط الاقتصادي الذي يبرز مدى قدرة المؤسسة على خلق القيمة وتعظيم القيمة للمساهمين، وأصبح ينظر إليه بأنه المقياس الحقيقي لأداء المؤسسة بالنظر إلى قدرته في تفسير تغيرات قيمة المؤسسة وعوائد أسهمها بصورة أفضل من المؤشرات التقليدية، وسنحاول من خلال هذه الدراسة تحديد دور القيمة الاقتصادية المضافة في قياس وتقييم الأداء المالي وذلك بالتعرف على قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير قدرة المؤسسة على خلق القيمة وعلاقتها بالقيمة السوقية المضافة مقارنة بمؤشرات الأداء التقليدية، من خلال تطبيق الدراسة على البيانات المالية لمؤسسة NCA ROUIBA المدرجة في بورصة الجزائر.

من خلال ما سبق يمكن طرح الاشكالية الرئيسية:

ما مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA في تقييم الأداء المالي لمؤسسة NCA ROUIBA المدرجة في بورصة الجزائر مقارنة مع مؤشرات الأداء المالي التقليدية للفترة (2011–2016)؟

ولكي يتسنى لنا التطرق لمختلف جوانب الموضوع ارتأينا تجزئة الإشكالية الرئيسية إلى أسئلة فرعية:

1- هل يوجد اختلاف بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA والمؤشرات التقليدية ROA، ROS، ROE؟

2- ما مدى مساهمة دخول مؤسسة NCA ROUIBA إلى البورصة في تحسين أدائها المالي؟

3- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة؟

4- هل توجد علاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة NCA ROUIBAوالقيمة السوقية المضافة؟

5- أي من المتغيرات المستقلة والتي تتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشرات الأداء التقليدية أكثر قدرة على تفسير القيمة السوقية المضافة؟

فرضيات الدراسة:

لإجابة على التساؤلات الفرعية تم وضع الفرضيات التالية:

1- يوجد اختلاف بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA والمؤشرات التقليدية ROA،ROE، ROS

2- ساهم دخول مؤسسة NCA ROUIBAإلى البورصة في تحسين أدائها المالي.

3- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة.

4- توجد علاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة والقيمة السوقية المضافة.

5- ليس لمقاييس الأداء القدرة على تفسير القيمة السوقية المضافة.

مبررات اختيار الموضوع:

تتمثل أهم الدوافع في اختيار موضوع البحث في جملة من الأسباب هي:

- الأهمية التي يكتسبها الموضوع خاصة من قبل المستثمرين الماليين.
- يلقى هذا الموضوع اهتماما كبيرا نظرا لتماشيه مع مجال التخصص.
- محاولة تسليط الضوء على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.
- الرغبة في استعمال بعض الأساليب الإحصائية.

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى:

- الوقوف على دلالات مقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأداة لتقييم الأداء.
- بيان مفهوم نموذج القيمة الاقتصادية المضافة كمدخل أساسي جديد لقياس المالي ودوره في تحقيق القيمة للمساهمين.
- المقارنة بين مؤشر القيمة الاقتصادية والمؤشرات التقليدية في تفسير القيمة السوقية.

أهمية الدراسة:

تكمن أهمية هذه الدراسة من خلال دور الأداء المالي الجيد في استمرارية وتطور المؤسسة بحيث يظهر لنا نقاط قوة وضعف المؤسسة هذا طبعا لا يمكن الوصول إليه إلا باستخدام مؤشرات مالية تحدد بدقة مستوى الأداء المعبر عنه بقدرة على خلق القيمة.

حدود الدراسة:

الحدود المكانية: تمت هذه الدراسة على مستوى مؤسسة NCA ROUIBA بولاية الجزائر العاصمة المدرجة في بورصة الجزائر.

الحدود الزمنية: تم الاعتماد على القوائم المالية لمؤسسة NCA ROUIBA خلال الفترة (2011 -2016) .

منهج الدراسة والأدوات المستخدمة:

من أجل دراسة هذا الموضوع والإجابة على الإشكالية المطروحة، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في الجزء النظري من الدراسة من أجل وصف مكوناته ومن ثم تحليلها، أما في الجزء التطبيقي من الدراسة فقد اتبعنا منهج دراسة حالة من خلال قياس الأداء المالي لمؤسسة NCA ROUIBA إضافة للمنهج الإحصائي وذلك بغية قياس العلاقة بين مختلف المؤشرات. وقد تم الاعتماد على المسح المكتبي من خلال الاطلاع على الكتب والمذكرات الجامعية المرتبطة بالموضوع ومواقع من الأنترنت، بإضافة إلى الاعتماد على القوائم المالية لمؤسسة NCA ROUIBA. ولتحليل هذه القوائم وتقييم الأداء المالي تم الاستعانة ببرنامج Excel2013 وبرنامج SPSS STATISTICS 21 من أجل قياس تأثر القيمة السوقية المضافة بالمؤشرات التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة.

صعوبات الدراسة:

تكمن صعوبات الدراسة في:

- صعوبة الحصول على المعلومات هذا ما جعلنا نركز على مؤسسة واحدة فقط.
- صعوبة حساب القيمة الاقتصادية المضافة نتيجة العديد من التعديلات التي عرفتها.

الدراسات السابقة:

ونحن بصدد إعداد هذا الموضوع تم الاطلاع على بعض المذكرات التي تناولته وهي:

1- دراسة (سمير رواشدة2006)، **"العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية بعوائد الأسهم"**، مذكرة ماجستير غير منشورة الجامعة الأردنية ،2006.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار قدرة كل من مقاييس الأداء التقليدية والمتمثلة في (ROE CFO ROA) (متغيرات مستقلة) في تفسير عوائد الأسهم (متغير تابع) وذلك بالمقارنة مع مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA (متغير مستقل)، وذلك على عينة مكونة من 47شركة صناعية أردنية مدرجة في بورصة عمان المالية للفترة (1998-2004)، وذلك باستعمال مصفوفة الارتباط وتحليل الانحدار بالاعتماد على البرنامج الإحصائيSPSS ، وخلصت الدراسة أن المؤشرات الأداء التقليدية لها القدرة التفسيرية أكبر من القيمة الاقتصادية المضافة لعوائد الأسهم باستثناء مؤشر التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية.

2- دراسة (إكرام عبد الرحمان فلاته2010)، **"قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في الشركات السعودية المساهمة"**، مذكرة ماجيستر غير منشورة، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية.

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم ذلك لاختبار قدرتها على التنبؤ بعوائد الأسهم، كما تضمنت الدراسة تحليل العلاقة بين القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة، والمقارنة بين قدرة المؤشران الاقتصاديان (ROI-MVA) المؤشران المحاسبيان (ROI-ROA) في التنبؤ بعوائد الأسهم(EPS)، وأجريت الدراسة على 96 شركة مدرجة في سوق الأسهم السعودي للفترة (2007–2009) وذلك باستعمال مصفوفة الارتباط ونماذج الانحدار الخطي بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS، وخلصت

الدراسة إلى أن جميع المؤشرات المدروسة المحاسبية والاقتصادية لها القدرة على التنبؤ بعوائد الأسهم، كما أظهرت الدراسة أن مؤشر القيمة السوقية المضافة هو أقوى مؤشر للتنبؤ بعوائد الأسهم.

3- **دراسة (ثائر عدنان قدومي وقيس أديب كيلاني 2011)، "أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في القيم السوقية للأسهم أهي القيمة الاقتصادية المضافةEVA أم معايير الأداء التقليدية" مذكرة ماجستير جامعة العلوم التطبيقية الخاصة الأردن.**

هدفت هذه الدراسة لمعرفة أيهما أكبر قدرة (استخدام القيمة الاقتصادية المضافة أو الطرق التقليدية لتقييم الأداء) في تفسير التغير في القيم السوقية للأسهم، ومن خلال تحليل القدرة التفسيرية لمعايير تقييم الأداء التقليدية والقيم الاقتصادية المضافة كمتغيرات مستقلة والتغيير في القيم السوقية للأسهم، كمتغير تابع لعينة مكونة من شركة مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية نتج أن طرق تقييم الأداء التقليدية لها قدرة تفسيرية أعلى من القيمة الاقتصادية المضافة للتغير في القيم السوقية للأسهم.

ما يميز هذه الدراسة:

يتبين لنا ان هذه الدراسات تتشابه ودراستنا، فكلها تبحث في موضوع القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر حديث لتقييم الأداء بالمقارنة مع مؤشرات الأداء التقليدية، وتتشابه مع دراستنا من حيث البيئة مع اختلاف الحيز الزماني والمكاني واختلاف معيار المقارنة ففي دراستنا اعتمدنا على معيار القيمة السوقية المضافة.

هيكل الدراسة:

من أجل بلوغ الغاية من هذه الدراسة، تم تقسيمها إلى ثلاث فصول بعد مقدمة وانتهت بخاتمة، حيث تضمنت المقدمة إشكالية الدراسة فرضياتها مبررات اختيار الموضوع، أهداف الدراسة، أهمية الدراسة، حدود الدراسة، منهج الدراسة، وأدوات المستخدمة، صعوبات الدراسة، دراسات السابقة.

وقد جاء الفضل الأول بعنوان **"الأسواق المالية وتقييم الأداء"** من خلال التطرق إلى الإطار النظري للأسواق المالية وتقسيماتها والأدوات المتداولة وكذا المتدخلون فيها في المبحث الأول، وفي المبحث الثاني تم التطرق إلى ماهية الأداء المالي أهدافه وأهميته والإشارة إلى مؤشرات التوازن المالي.

والفصل الثاني بعنوان **"مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة"** من خلال التطرق إلى ماهية مؤشرات الأداء المالي في المبحث الأول بتعريف مؤشرات الأداء التقليديةROA،ROE،ROS ومؤشرات الأداء الحديثة MVA، EVA وفي المبحث الثاني نتناول مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من عدة جوانب.

وأما الفصل الثالث: بعنوان "**دراسة حالة مؤسسة NCA ROUIBA المدرجة في بورصة الجزائر**" في المبحث الأول تطرقنا إلى التعريف بالمؤسسة محل الدراسة ودخولها بورصة الجزائر، وفي المبحث الثاني تقييم الأداء المالي لمؤسسة محل الدراسة باستخدام مجموعة من مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة وفي الأخير التوصل إلى نتائج تحليل الارتباط بين المؤشرات المالية المستعملة، وفي الأخير إلى خاتمة.

الفصل الأول

الأسواق المالية وتقييم الأداء

تمهيد:

تلعب الأسواق المالية أهمية بالغة في الاقتصاديات الحديثة، في أداء دور الوسيط في ربط قطاعات الفائض الاقتصادي بقطاعات العجز، أي الفئات التي لديها فوائض مالية والتي تبحث عن مجالات الاستثمار لفوائضها، وبين فئات العجز المالي التي تبحث بدورها عن التمويل وبشروط جيدة، فأصبحت هذه الأسواق الوسيلة المناسبة لتمويل خطط التنمية الاقتصادية والتوجيه السليم للموارد الاقتصادية.

كما أن الأسواق المالية تتوفر على منتجات متنوعة من الأسهم والسندات بمختلف أنواعها ، تسمح لأصحاب هذه الأوراق بالحصول على السيولة في أي وقت وبيعها في السوق الثانوي بعد إصدارها في السوق الأولي.

تسعى المؤسسات لاتخاذ مواقع هامة في السوق لتحسين أدائها من خلال عملية تقيم الأداء الذي يساعد على اتخاذ القرار في ظل ما توفره مؤشرات الأداء من معلومات مفيدة لمستخدمي البيانات المالية كالملاك والمستثمرين والمقرضين وغيرهم، حيث لكل منهم نظرته وتفسيره في تقييم الأداء.

ونتيجة للأهمية التي تحتلها الأسواق المالية يتوجب علينا في هذا الفصل دراسة العموميات الأساسية للأسواق المالية والأداء المالي حيث سنتناول في:

المبحث الأول: الإطار النظري للأسواق المالية.

المبحث الثاني: مدخل حول الأداء المالي ومؤشرات التوازن المالي.

المبحث الأول: الإطار النظري للأسواق المالية.

في هذا المبحث سنحاول إعطاء لمحة عن الأسواق المالية من خلال تقديم مفهومها وتقسيماتها وفي الأخير خصائصها.

المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية.

أولا: مفهوم الأسواق المالية.

تعرف الأسواق المالية بأنها عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين[1].

كما يعرف سوق رأس المال بالميكانيكية التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة من خلال المؤسسات المالية التي يضمها السوق، ويتكون سوق المال أساسا من سوق رأس المال، وهو السوق الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية والسندات، أما السوق الآخر فهو سوق النقد والذي يتم فيه التعامل بالأدوات المالية قصيرة الأجل[2].

ويعرف أيضا على أنه نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث تمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الفئات العاملة في هذا المجال[3].

ثانيا: تقسيمات الأسواق المالية:

تتنوع الأسواق المالية بتنوع الأسس المستخدمة في تقسيمها، حيث ينقسم السوق المالي لسوق النقد الذي تميزه الأموال قصيرة الأجل، وإلى سوق رأس المال للأموال طويلة الأجل الذي بدوره يقسم إلى سوق أولية يتم الإصدار لأول مرة فيها وسوق ثانوية تتم فيها عملية التداول. المخطط التالي يوضح تقسيمات الأسواق المالية:

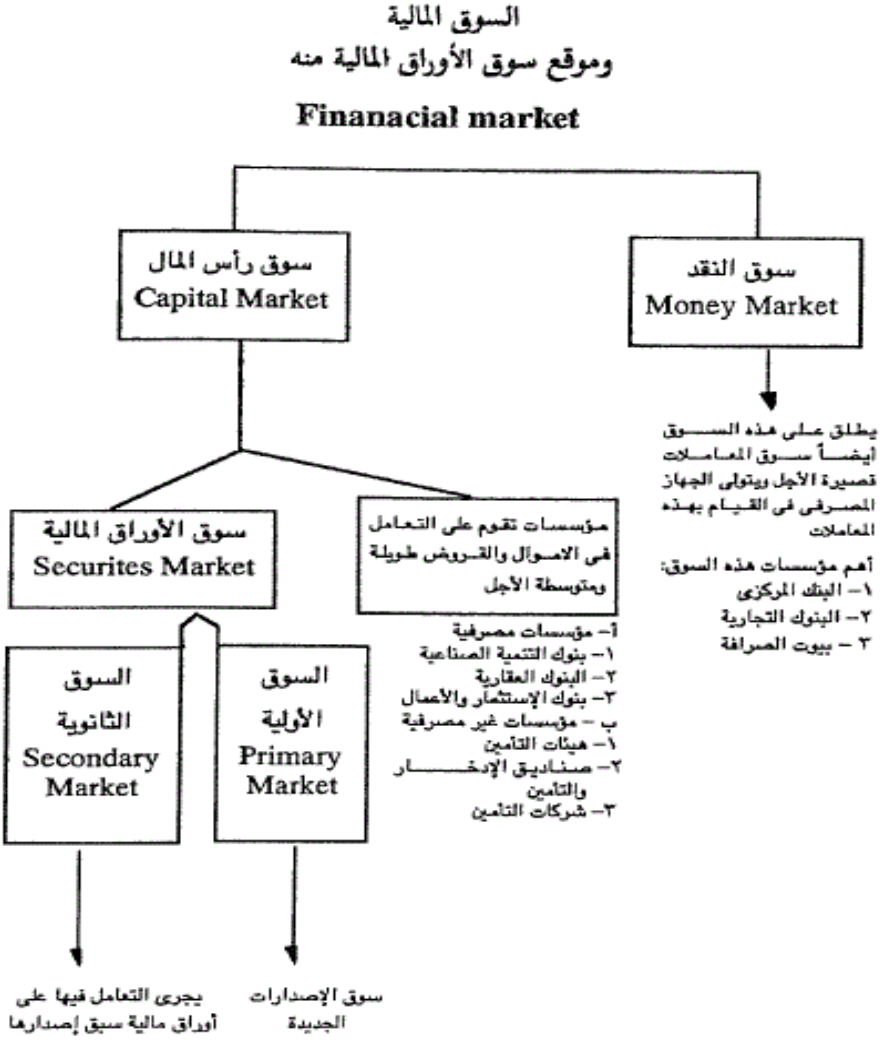
---

[1] عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية البورصة**، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2008، ص 17.

[2] محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، **بورصة الأوراق المالية (بين النظرية والتطوير)** ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص23.

[3] أديب قاسم شندي، **الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية**، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، جامعة واسط، العدد الخاص، 2013، ص157.

الشكل 1-1: السوق المالية وموقع سوق الأوراق المالية منه.



المصدر: سمير عبد الحميد رضوان، **أسواق الأوراق المالية**، المعهد العالي للفكر الإسلامي، الطبعة الأولى 1996القاهرة ص 36.

I- سوق النقد: تعرف سوق النقد على أنها الشق الأول من السوق المالية وهي سوق العمليات الائتمانية قصيرة الأجل غالبا، والتي تسمح بتدخل مختلف المؤسسات النقدية ممثلة في البنك المركزي والبنوك التجارية إلى جانب بعض المؤسسات المالية غير المصرفية، وأهم الأوراق المتداولة في هذه السوق الأوراق التجارية[1].

[1] بوعبد الله علي، **أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية**، أطروحة دكتوراه، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014، ص3.

كما تعرف على أنها السوق التي تتداول فيها الأوراق التجارية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والبنوك التجارية، وكذا من خلال الجهات الحكومية وذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل فيما بين المؤسسات المالية، أو كما تعرف بسوق السيولة أو سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل[1].

1- خصائص سوق النقد: يكتسب سوق النقد خصائص وذلك من خلال أدواته التي تميزه عن أي سوق من الأسواق المالية ويمكن تحديد هذه الخصائص كالاتي[2]:

- ليس لسوق النقد هيكل مؤسسي وتنظيمي محدد، إذ أن مجموعة المؤسسات المالية والمصرفية المنتشرة جغرافيا تشكل هيكل السوق وتلعب البنوك التجارية اللاعب الرئيسي في السوق،
- الأموال التي يوفرها السوق قصيرة الأجل في الغالب ذات استحقاق سنة فأقل ودوريا ثلاثة شهور، تسعة شهور بشكل عام،
- يوفر السوق أدوات بمخاطر منخفضة جدا وقد تكون خالية في بعض منها لاسيما أذونات الخزينة والأوراق الحكومية الأخرى.
- أغلب أدوات السوق ذات قابلية تسويقية عالية أي بالإمكان تسييلها بسرعة وبمرونة عالية.
- أغلب أدواتها تتمتع بدرجات ضمان عالية فغالبا ما تستخدم كضمان للقروض.
- أدواتها توفر عائد مناسب للمستثمر الذي لا يرغب بتحمل المخاطر.

2- مكونات أسواق النقد: تنقسم الأسواق المالية إلى:

أ- **السوق الأولية:** هي السوق التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لآجال قصيرة، وبأسعار فائدة، تتعدد حسب مصدر هذه الأموال ومكانة المقترض وسمعته المالية.

[1] فزة ياسين، فقيه عمارية، **كفاءة الأسواق المالية "دراسة حالة: مؤشر سوق دبي المالي"**، مذكرة لنيل شهادة الماستر غير منشورة ، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة عمليات والإنتاج، جامعة الطاهر مولاي سعيدة، 2015-2016، ص4.

[2] أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقيم الأدوات**، دار اليازوري، الأردن 2010، ص 61.

ب- **السوق الثانوية**: وهي التي يجري فيها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل، وبأسعار تنحدر حسب قانون العرض والطلب، ويتكون سوق النقد الثانوي من سوقين فرعيين حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما وهم[1]:

- **سوق الخصم**: سوق الخصم هو السوق الذي يتم فيه خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل ومن أهمها الأوراق التجارية العادية (الكمبيالات والسندات الأذنية، القبولات المصرفية، أذونات الخزينة).
- **سوق القروض قصيرة الأجل**: وتشمل هذه القروض جميع أنواع القروض التي تعقد لأجال قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة، ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من ناحية والمصاريف التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من ناحية أخرى[2].

إلى جانب السوق النقدي يوجد سوق آخر لتداول الأوراق المالية المتوسطة والطويلة الأجل يسمي سوق الأوراق المالية.

II- سوق رأس المال: هي السوق التي يتعامل فيها بأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل أي التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواء كانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات أو عن ملكية كالأسهم[3].

وتعرف أيضا على أنها عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات في هذا المجال[4].

1- خصائص سوق رأس المال: يتميز سوق رأس المال بمجموعة من الخصائص منها:[5]

- عملية التداول تتم بتوفير المناخ الملائم وكذا المنافسة حتى يتم تحديد الأسعار على أساس العرض والطلب.

---

[1] ايت أكان عزيزة، بوصقيع فتيحة، **تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية "دراسة حالة بورصة الجزائر"**، مذكرة لنيل شهادة الماستر، قسم العلوم التجارية، تخصص مالية مؤسسة، جامعة اكلي محند اولحاج، البويرة، 2014-2015، ص15.

[2] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، دار الفكر، طبعة الأولى الأردن، ص39.

[3] مبارك بن سليمان آل فواز، **الأسواق المالية من المنظور الإسلامي**، مذكرة تدريسية، مركز النشر العلم، جامعة الملك عيد العزيز، جدة، 2010، ص8.

[4] سميحة بن محياوي، **دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية " دراسة حالة بعض الدول"**، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم التجارية، تخصص تجارة دولية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص18.

[5] جمال جويدان الحمل، **الأسواق المالية والنقدية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2002، ص 56.

- يتسم سوق رأس المال بالتنظيم الفائق، لوجود شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية إضافة إلى أن المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين.
- يتميز سوق رأس المال بأنه واسع حيث يتم بصفقات كبيرة وممتدة قد تشمل أجزاء عدة من العالم.
- يتطلب الاستثمار في سوق رأس المال توفر معلومات سوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.
- سوق رأس المال مرتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل.
- الاستثمار في سوق رأس المال له عائد مرتفع نسبيا، إضافة انه أكثر مخاطرة وأقل سيولة.

2- مكونات سوق رأس المال: من أجل أن تؤدي سوق الأوراق المالية دورها بفعالية فهي تقسم كما يلي:

أ- سوق الأولي أو سوق الإصدار: وهي تلك السوق التي يتم التعامل بالأوراق المالية عند إصدارها وفي إطار هذا النوع من الأسواق يتم التعامل بالأوراق المالية الجديدة التي تم إصدارها لأول مرة، وذلك عن طريق ما يسمى بالاكتتاب العام، سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس وإنشاء الشركات الجديدة، أو زيادة رأس مالها بغرض توسيع وتنويع نشاطها أو إصدار الأسهم والسندات عند الحاجة إلى القروض طويلة الأجل، وعادة ما تتولى عملية إصدار الأوراق المالية (أسهم وسندات) مؤسسات متخصصة تسمى مؤسسات الإصدار.

والاكتتاب في الأسهم قد يكون عاما عن طريق طرح كل أو بعض أسهم الشركة على الجمهور، أو خاصا أي مقصورا على المؤسسين وحدهم، إما الاكتتاب على السندات غالبا ما يكون عاما ليتم ذلك من خلال نشرة الاكتتاب التفصيلية[1].

ب- السوق الثانوية: هي المكان الذي يلتقي فيه بائعي ومشتري الأوراق المالية وتسمى أيضا بسوق الإصدارات القديمة توفر للمستثمرين السيولة وفرصة تحقيق الأرباح الرأس مالية، وللأسواق المالية دورا هاما وإن كان غير مباشر في حركة الاستثمارات للمؤسسة المعنية لأن أي هبوط أو تدهور في نشاطات هذه الشركة بالنسبة لحجم مبيعاتها أو لقيمة أرباحها الموزعة ينعكس على حركة تداول أدواتها ويؤدي ذلك غالبا إلى انخفاض قيم هذه الأدوات في السوق الثانوية[2].

[1] عصام حسين، مرجع سابق، ص18.

[2] هوشيار معروف، **الاستثمارات والأسواق المالية**، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى ،2003، ص6.

وتعتبر السوق الثانوية في كثير من الأحيان ذات أهمية أكبر من السوق الأولية، لأن السوق الثانوية تقوم بتوفير عامل السيولة لجملة الإصدارات. فضلا على أنه في بعض الحالات قد يكون تطور السوق الأولية صعبا إذا لم يجاري هذا التطور تتطور ملموس في السوق الثانوية. وعليه فالسوق الثانوية تؤدي وظيفتين هما:

- جعل بيع الأصول المالية سهلا، بمعنى أن السوق الثانوية تضفي صفة السيولة عليها، وزيادة سيولة الأصول المالية يزيد الرغبة في اقتنائها، وبالتالي يجعل من السهل على الشركة المصدرة بيعها في السوق الأولية ومن ثم تسهيل تمويل الاستثمار الحقيقي.
- تحديد سعر الورقة المالية المصدرة في السوق الأولية، فمن يقوم بشراء الورقة المالية في السوق الأولية سيدفع فقط السعر الذي يعتقد أن السوق الثانوية ستحدده للورقة، فكلما كان سعر الورقة في السوق الثانوية مرتفعا كان بإمكان الشركة المصدرة أن تحصل على سعر إصدار مرتفع للورقة المالية، وهذا ما يزيد مقدار رؤوس الأموال التي يمكن أن تجمعها الشركة المصدرة[1].

وتصنف السوق الثانوية إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة، السوق الثالثة والرابعة كالآتي:

1- **الأسواق المنظمة:** أو ما يطلق عليه **بورصة الأوراق المالية**، وهي سوق منظمة لتداول الأوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين جدا في هذا النوع من النشاط، وهذه التعاملات تجري في مكان محدد وهو البورصة، وفي أوقات محددة، ويحكم المتعاملين فيها تشريعات ولوائح معينة، وتقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على التنفيذ واللوائح والتشريعات[2].

وتؤدي البورصة العديد من الوظائف الرئيسية للاقتصاد القومي وأهمها:

- تأمين السيولة.

[1] شوقي جباري، مصطفى قمان، **السوق المالية البديلة كآلية فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مجلة التنظيم والعمل، العدد 05، جامعة أم البواقي وجامعة المسيلة، ص 9.

[2] حسين عبد المطلب الأسرج، **دور أسواق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر**، رسالة ماجستير في الاقتصاد، كلية التجارة، قسم الاقتصاد، جامعة الزقازيق، مصر، 2002، ص 12.

- تجميع المدخرات.
- الإسهام في عمليه الاستثمار.
- التنمية وتلبية احتياجات الدولة المالية اللازمة للقيام بأعبائها المتزايدة.
- تمويل أهداف التنمية عن طريق إصدار سندات طويلة الأجل وقصيرة الأجل[1].

2- **الأسواق غير المنظمة:** ويطلق عليها بسوق التداول خارج البورصة، والسوق غير الرسمية، والسوق الموازية. وتتميز هذه السوق بعدم وجود مكان محدد لإجراء التعامل، وإنما يتم الاتصال بين المتعاملين وعقد الصفقات من خلال شبكة كبيرة من أجهزة الاتصال القوية، كالخطوط الهاتفية، أو أطراف الحاسب الآلي، وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين المتعاملين[2].

ويتواجد داخل هذا السوق نوعان من الأسواق:

- **السوق الثالثة:** هي جزء من الأسواق غير المنظمة وتتم فيه عمليات الشراء والبيع الكبيرة من خلال سماسرة غير أعضاء في السوق المنظمة لحساب غيرهم من المستثمرين بتكاليف منخفضة نسبيا، وتضم بيوت السمسرة والمتعاملين في الأوراق المالية المنظمة مع الاستعداد للبيع والشراء بأي كمية وفي أي وقت، وعادة ما تكون الصفقات بين الشركات نفسها[3].
- **السوق الرابعة:** يقصد بالسوق الرابعة المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبيات كبيرة وبدون وساطة السماسرة، وذلك كاستراتيجية، إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة، ويتم اللقاء بين البائعين والمشترين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة يساعده في ذلك شبكة قوية من الهواتف أو أطراف الحاسوب، وهكذا لا يحتفظ الوسيط بمخزون من الأوراق المتعامل بها ومن ثم لا توجد أي مخاطر يمكن أن يتعرض لها في ظل السوق الرابع تبرم الصفقات بسرعة أكبر، كما قد يتمخض عن الاتصال المباشر إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين وبتكلفة أقل نظرا لانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات ولهذه

---

[1] حسين عبد المطلب الأسرج، **تحليل أداء البورصات العربية خلال(1994-2003)**، سلسلة رسائل البنك الصناعي الكويت، العدد 79، 20، الكويت ص 7.

[2] مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق ، ص 9.

[3] محمد هاشمي حجاج، **إثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية " دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال 2007/ 2009** "،رسالة ماجستير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص 14.

المزايا يعد السوق الرابع منافسا قويا لأسواق المنظمة إضافة للأسواق الغير منظمة خاصة يمكنه التعامل في كافة الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق[1].

ويوضح الشكل رقم (2-1) التالي العلاقة التي تربط بين الأسواق المنظمة والأسواق الغير منظمه وكذا العلاقة بين السوق الثالث والسوق الرابع بحيث يشير التداخل الذي يظهر على أن السوقين الثالث والرابع هما جزء من السوق الثانوي بما أن المتعاملين بإمكانهم التعامل في الأوراق المالية في الأسواق المنظمة والغير منظمة مع العلم أن المتعاملين في السوقين الثالث والرابع ليس أعضاء في الاتحاد الوطني للتجار في الأوراق المالية الجزائري .

الشكل 2-1: مكونات السوق الثانوي والعلاقة التي تربط بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة



المصدر: جمال الدين سحنون شروط، **بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر تونس الجزائر**، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص النقود المالية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر 3، الجزائر 2008ص 44.

ثالثا: الفرق بين سوق النقدي وسوق رأس المال:

[1] خالد وهيب الراوي، الاستثمار **مفاهيم تحليل واستراتيجية**، دار المسيرة، عمان، بدون سنة، ص 111.

يمكن إيجاز هذا الفرق فيما يلي[1]:

- السوق النقدي سوق يتعامل في الائتمان قصير الأجل، أما السوق المالي فهو يتعامل في الائتمان طويل الأجل ومن هنا كان سعر الفائدة في السوق المالي أعلى منه في السوق النقدي.
- يعتمد السوق النقدي في ممارسة عملياته على الفوائض النقدية لديه، أما السوق المالي فيعتمد في تقديم الائتمان على رأس مال البنوك وعلى القروض التي تعقدها في السوق نفسها والتي تصدرها في صورة سندات.
- السوق النقدي يمول العمليات التجارية في الغالب وغرضه تيسير عملياتها، أما السوق المالي يمول الصناعة والزراعة وعمليات اكتساب وتحسين رأس المال الثابت.
- والسوق النقدي يتعامل فيما يسمى بالأوراق التجارية من كمبيالات وسندات أذنية وغيرها، أما السوق المالي فيتعامل في الأوراق المالية من أسهم وسندات.
- يزود السوق النقدي المشروعات برأس مالها العامل، أما السوق المالي فهو يزودها برأس مالها اللازم للتأسيس أو التجديد.

وأخيرا يمكن القول بأن السوق النقدي هو سوق الادخار أي السوق الذي يحرك الأموال السائلة التي يرغب أصحابها في ادخارها، أما السوق المالي فهو سوق استثمار أي السوق الذي يحرك الأموال التي تسعى وراء الاستثمار سواء في البنوك أو في البورصة.

المطلب الثاني: الأدوات المتداولة في الأسواق المالية.

يمكن تصنيف الأدوات المالية إلى ثلاث أنواع رئيسية، الأدوات المالية الخاصة بسوق النقد والأدوات المالية الخاصة بسوق رأس المال والأدوات المالية الخاصة بالمشتقات.

أولا: الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد:

[1] حدة رايس، **دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي**، مجلة العلوم الإنسانية، العدد التاسع، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، مارس2006 ، ص03.

تتمثل الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد في صكوك دين قصيرة الأجل قابلة للتداول، وهي كالتالي:

I- أذونات الخزينة: هي سندات دين على خزينة الدولة قصيرة، تتراوح فترة استحقاقها ما بين ثلاثة أشهر إلى سنة، تصدرها الحكومات لتمويل العجز في ميزانيتها، وتتميز هذه الأذونات بضمانات عالية وندرة مخاطرها، حيث تنعدم احتمالية عدم سدادها إضافة إلى درجة سيولتها العالية[1].

II- الكمبيالة: هي أداة دين قصيرة الأجل في شكل صك يمثل أمر المسحوب عليها(المدين) بأن يدفع للمستفيد(للساحب) مبلغ محدد ومتفق عليه في تاريخ محدد أو عند الطلب بمجرد توقيع أو تظهير بيت القبول أو البنك بقبول هذه الورقة التجارية، فإن هذه الورقة تصبح صالحة للتمويل وللتداول وتباع بخصم على قيمتها الاسمية عند معدل يعكس أسعار الفائدة الجارية لفترة قصيرة[2].

III- شهادات الإيداع القابلة للتداول: هي شهادات تثبت إيداع مبلغ معين بسعر فائدة معينة ولمدة محددة، وتنشأ صفة التداول من أن معظم هذه الشهادات تصدر لحاملها ويتحقق تداولها بانتقالها من شخص لآخر، وتنقسم شهادات الإيداع إلى نوعين. النوع الأول شهادات اسمية ولذلك فإن أول مشتري لهذه الشهادات هو الذي له الحق أن يسترد قيمتها من البنك الذي أصدرها، والنوع الثاني شهادات الإيداع لحاملها، وهذه الشهادات بنوعها تصدرها البنوك الكبرى وتكون بمبالغ كبيرة[3].

IV- القبولات المصرفية: هي عبارة عن أدوات دين قصيرة الأجل (30إلى 180يوم) لا تحمل فائدة، وتصدر عن بنك تجاري لمدة زمنية محددة من أجل تموين عمليات الإستراد التي يقوم بها المستوردون، وتختلف القبولات المصرفية عن الأوراق التجارية بأنها تحمل ضمانا من البنك المصدر لها عن طريق ختم الكمبيالات بكلمة مقبولة، وبذلك تنشأ أداة مالية يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية[4].

---

[1] نورة بومدين، **الأسواق المالية في الدول الإسلامية**، مذكرة لنيل شهادة الماستر، قسم علوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2011-2012، ص15.

[2] صلاح الدين شريط، **دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية "دراسة تجربة جمهورية مصر العربية**، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، ص 114.

[3] مبارك بن سليمان آل راشد، مرجع سابق ، ص29.

[4] سارة بن عيسى **دور السوق النقدية في تمويل الاقتصاد** دراسة "حالة الجزائر فترة **1990-2014** "، مذكرة لنيل شهادة الماستر، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص 15.

V- الأوراق التجارية: يتم تداول الأوراق (الكمبيالة سند لأمر) باعتبارها أداة دين قصيرة الأجل قابلة للخصم وإعادة الخصم، ويتم استخدامها في المعاملات التجارية[1].

VI- اليورو دولار: هو ودائع دولار في البنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية وخاصة في البنوك الأوربية. ولقد ظهرت هذه السوق نتيجة الطلب المتزايد على الدولار بسبب انخفاض معدلات الفوائد على القروض بالدولار التي تمنحها البنوك الأوربية مقارنة بما هو عليه في البنوك الأمريكية من جهة، ومن جهة أخرى بسبب إقبال شركات متعددة الجنسيات على الطلب على الدولار بسبب امتداد نشاطاتها إلى أوربا وأسيا والشرق الأوسط. لم يقتصر الأمر على الأورو دولار بل أصبح هناك سوق للعملات الأوربية كاليورو الجنيه الإسترليني والين الياباني، وأصبحت هذه العملات جزء من هذه السوق[2].

VII- اتفاقيات إعادة الشراء: هي إحدى أساليب الاقتراض التي تلجأ إليها الشركات أو المستثمرين المتخصصون في شراء وبيع الأوراق المالية، ويكون الإقراض ليلة واحدة أو على الأكثر لمدة أسبوع، وبموجب هذه الاتفاقية تشتري الشركة الأوراق المالية المضمونة وسهلة التسويق، وتلجأ إلى أحد السماسرة المتخصصين ليعقد لها اتفاقا مع أحد البنوك أو الشركات التي لديها فائض من الأموال والتي تبحث عن فرص لإقراض هذه الأموال، ووفقا لاتفاقية تبيع الشركة هذه الأوراق إلى صاحب المال الفائض كما تقوم في نفس الوقت بإبرام صفقة شراء هذه الأوراق المالية من نفس صاحب المال بسعر أعلى قليلا من سعر الذي باعت به هذه الأوراق له على أن تنفذ صفقة إعادة الشراء في الموعد الذي تنتهي فيه حاجة الشركة للمبلغ الذي سبق وأن حصلت عليه من الممول. وهكذا تنتهي الاتفاقية بعودة الأوراق المالية والأموال إلى الممول[3].

ثانيا: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال:

يوجد في سوق رأس المال نوعان من الأدوات أو الأوراق المالية، أحدهما يعبر عن الملكية وهي الأسهم العادية والأسهم الممتازة، والآخر يعبر عن مديونية وهي السندات.

---

[1] رفعت السيد العوضي، **الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي**، رابطة العالم الإسلامي مجمع الفقه الإسلامي مكة المكرمة، 2010، ص 27.

[2] سارة بن عيسى، مرجع سابق ، ص 14.

[3] خالد أمين و إسماعيل إبراهيم الطراد، **إدارة العمليات المصرفية (المحلية والدولية)**، دار وائل، الأردن، 2011، ص ص (335 – 339).

I- الأسهم: يعرف السهم على أنه عبارة عن الصك أو الوثيقة التي يعطي لصاحبها إثبات لحقه، لأن السهم يعطي للمساهم حقوقا اتجاه الشركة كما يترتب التزامات نحوها[1].

وللسهم قيم مختلفة:[2]

- **القيمة الاسمية:** وهي القيمة التي تظهر على قسيمة السهم وعلى عقد التأسيس.
- **القيمة الدفترية:** وهي عبارة عن قيمة الشركة حسب سجلاتها المحاسبية، حيث تساوي رأس المال المدفوع والاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة.
- **القيمة السوقية:** وهي عبارة عن سعر السهم في السوق المالي، وهذه القيمة تتغير بناءا على عوامل مختلفة كالعوائد التي تحققها الشركة والتوزيعات.

والسهم في حقيقته جزء من رأس مال الشركة المساهمة، حيث يقسم رأس المال الشركة عند تأسيسها إلى أجزاء متساوية، يمثل كل منها سهما، ويمثل هذا السهم بصك يثبت ملكية المساهم له، ويسمى هذا الصك أيضا سهما، فالسهم إذا هو حق الشريك في الشركة، وهو أيضا الصك المثبت لهذا الحق.

1- **الأسهم العادية:** هي وثيقة تصدر عن شركة مساهمة معنية بقيمة اسمية معنية ثابتة تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية[3].

تعتبر الأسهم العادية نوع من أنواع الأسهم التي تصدرها الشركات المساهمة ويعتبر حملة الأسهم العادية أصحاب رأس المال وملاك الشركة بصفة أساسية، وعند تصفية الشركة فإنه يحق لحملة الأسهم العادية المطالبة بحقوقهم في أصول الشركة، وذلك بعد أن يتم الوفاء بكافة حقوق والتزامات الغير قبل الشركة، كما أن السهم العادي ليس له فترة استحقاق، وتستمر مع حاملها لفترة حياة الشركة المساهمة، كما يحق لحملة هذه الأسهم الحصول على

[1] مختارية باية جبار، محمد حكيم قينوس، **دور الأسواق المالية في تمويل التجارة الخارجية**، مذكرة لنيل شهادة الماستر، جامعة سعيدة، الجزائر، 2017، ص 19.

[2] صلاح الدين شريط، مرجع سابق ، ص122.

[3] أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص64.

توزيعات نقدية وذلك في صورة كوبونات أرباح من الشركة، كما يحق لهم أيضا تداول السهم وذلك من خلال بورصة الأوراق المالية، وفي هذه الحالة فإن حامل السهم قد يحصل على عائد استثماري أو أرباح رأسمالية في حالة زيادة القيمة السوقية عن القيمة الدفترية أو قيمة الإصدار الأولى عن سعر الشراء، إذا تم الشراء مباشرة من سوق الأوراق المالية، كما تقوم بعض الشركات بتوزيع جزء من الأرباح في صورة أسهم مجانية [1].

- **حقوق حامل الأسهم العادية:** لحامل الأسهم العادية عدة حقوق منها:[2]
  - حق الترشح للعضوية في مجلس الإدارة إذا كان يملك الشروط الكافية.
  - حق الحضور للجمعية العامة والتصويت على قراراتها.
  - حق انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة.
  - الحصول على نصيب من الأرباح السنوية حالة حصولها وتوزيعها.
  - عند التصفية له الحق في الحصول على حصة من صافي الأرباح.
  - الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة لزيادة رأس المال.
  - حق الاطلاع على دفاتر وأوراق الشركة.
  - حق نقل ملكية السهم إلى شخص آخر.

2- **الأسهم الممتازة:** يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة دفترية وقيمة اسمية وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، ولحامل السهم الممتاز أولوية على حملة الأسهم العادية، وذلك سواء في الربح الموزع سنويا أو في أقسام أصول الشركة عند إفلاسها أو عند تسييل أصولها، وإذ لم تتحقق أرباح في سنة مالية أو حققت أرباح ولكن قررت الإدارة عدم توزيعها عندئذ لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي عام مقبل ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات السابقة، ومع ذلك قد تنص بعض عقود التأسيس على غير ذلك أي تنص على أن الحق في التوزيعات يكون فقط عن الأعوام التي تحقق فيها الأرباح[3].

---

[1] اخيرة الداوي، **تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية "دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين الفترة 2005-2009** "، رسالة ماجستير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009-2010، ص27.

[2] بوكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، اطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2006، ص58.

[3] سميرة لطرش، **كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم "دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية** "، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011 -2012، ص30.

- **حقوق حامل الأسهم الممتازة:** لحامل الأسهم الممتازة حقوق منها:[1]
  - الأولوية في الحصول على الأرباح قبل حملة الأسهم العادية.
  - حالة تحقيق الأرباح له الحق في التوزيعات بنسب مئوية ثابتة.
  - حق تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية.
  - حق تراكم العوائد أي تجميعها واستلامها بعد سنوات.

II- السندات: السند عبارة عن عقد أو أداة دين طويل الأجل تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقا لهذا العقد يقبل المقترض مصدر السند أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند، ويحمل السند قيمته الاسمية وتاريخ استحقاق معين ومعدل فائدة محددة[2].

1- أنواع السندات: تعد السندات التي تصدرها المؤسسات بمثابة عقد أو اتفاق بينها وبين المستثمر، فالسندات لها أنواع نذكر منها:

أ- سندات حكومية: تعرف بأنها وثائق الدين العام طويلة الأجل، تصدر عادة عن البنوك المركزية ولفترات متباينة حسب الظروف الاقتصادية للبلد وحالة العجز السائد في الميزانية العامة، وتلجأ الحكومات إلى هذه السندات عندما تتجاوز النفقات العامة الإيرادات العامة التقليدية[3].

ب- السندات الحكومية الصادرة مقابل ضمانات مادية: أو ما يعرف برهون Mortgages والتي هي غالبا ما تكون عقارات وأحيانا (رواتب)، وذلك على القروض التي تدفع إلى الأسر أو المنشآت لبناء أو لشراء المساكن أو الأراضي أو الموجودات الحقيقية الأخرى[4].

---

[1] سميحة بن محياوي، مرجع سابق، ص 38.

[2] بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص61.

[3] محمد حجاج، مرجع سابق، ص 28.

[4] محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، **الاستثمار في البورصة: أسهم، سندات، أوراق مالية**، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2006، ص 112.

ت- سندات الهيئات المحلية: والتي تصدر عادة لأغراض استثمارية بحتة وخاصة في مشروعات البنية التحتية، وبتالي تكون هذه السندات كالسندات الحكومية السابقة طويلة الأجل، وتتسم غالبا بنفس خصائصها من حيث الضمانات الرسمية والإعفاءات الضريبية وخاصة بالنسبة لفوائدها[1].

ث- سندات الشركات المساهمة: والتي تصدر عن القطاع الخاص بغرض الاقتراض من الجمهور مقابل فوائد محددة وبضمان أموال الشركة المعنية، وبتالي فإن هذه السندات لا تحظى بضمانات حكومية، فتكون أكثر خطورة من السندات الصادرة عن الخزينة المركزية أو المصالح الإقليمية[2].

2- **خصائص السندات:** وتتمثل خصائص السندات في [3]:

- حركة عوائد الأسهم في اتجاه معاكس لأسعارها.
- السندات تكون افتراضية لمدة تتراوح ما بين(10-30) سنة.
- قرض السندات قرض جماعي أي أن الشركة لا تتعاقد مع كل مقترض على حدا.
- إن السندات أدوات تقوم على التزامات مالية بين المصدر والمستثمر، تتحدد فيها العوائد حتى نهاية فترة التسديد بمعدلات ثابتة.
- تواجه السندات مخاطر ائتمانية أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة.
- إن ارتفاع سعر السند عند انخفاض عائده يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكور.

ثالثا: الأدوات المالية الخاصة بالمشتقات: تتكون المشتقات المالية من العقود الآجلة وعقود الخيار وعقود المبادلات إضافة إلى العقود المستقبلية:

1- العقود الآجلة: العقود الآجلة هي تلك العقود التي يلتزم فيها البائع أن يسلم المشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ الاستحقاق بسعر يتفق عليه وقت التعاقد يطلق عليه سعر التنفيذ، فالعقود الآجلة هي عقود على أصول مالية كالأسهم أو أصول مادية كالسلع تسلم في تاريخ الاستحقاق في المستقبل كما يؤجل تسليم الثمن إلى ذلك التاريخ، فهي عقود لا تختلف من حيث حقيقتها عن العقود المستقبلية، وتجدر الإشارة إلى أن العقود الآجلة هي

---

[1] بن عيسى عبد القادر، **أثر استخدام المشتقات المالية العالمية " دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010**، رسالة ماجستير، تخصص مالية أسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة الجزائر، 2001 – 2012، ص24.

[2] محمد عوض عبد الجواد، مرجع سابق، ص113.

[3] مختارية باية جبار، محمد حكيم قينوس، مرجع سابق، ص25.

عقود شخصية حيث تخضع للتفاوض المباشر بين الطرفين بما يتلاءم مع ظروفهما الشخصية والتي قد لا تناسب غيرهما[1].

2- عقود الخيار: وتعرف تلك العمليات بأنها التي تجعل لأحد المتعاقدين الحق والخيار في أن يكون مشتريا أو بائعا لمقدار معين في ميعاد معين، وأن يفسخ العقد لأجل المضروب، وأن يقبله بشرط أن يدفع تعويضا عند التعاقد يكون عادة ضعف التعويض الذي يدفع في العملية الشرطية البسيطة، والمضارب الذي يدفع التعويض يراقب تقلبات الأسعار ليغتنم الفرصة في حالة الصعود أو الهبوط[2].

3- عقود المبادلات: عقد مبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية فعلى سبيل المثال يوافق طرف (أ) على دفع معدل فائدة ثابت على مبلغ معين-قرض مليون دولار – كل سنة لمدة خمس سنوات، وذلك لطرف آخر وليكن (ب) سوف يدفع معدل فائدة عائم(أي سوقي) ويعتمد على تفاعل قوى العرض والطلب على نفس المبلغ المحدد، وذلك كل سنة لمدة خمس سنوات[3].

4- العقود المستقبلية: اتفاق بين طرفين لتداول أصل معين بتاريخ مستقبلي محدد، يحدد هذا العقد نوع الأصل المتداول، كمية الأصل التي يتم تداولها، التاريخ الذي يتم فيه التبادل بين الأصل والمبلغ، المبلغ الواجب دفعه للأصل، تعريف الأصول التي يتم تداولها بالأصول الفورية أو الأصل المعني، أما تاريخ التبادل فيسمى تاريخ الاستلام، والسعر الذي وافقت عليه الأطراف يسمى السعر المستقبلي المتعاقد عليه أو سعر المستقبليات، إما الطرف الذي تعاقد على الشراء فهو المالك للعقد المستقبلي ويطلق عليه صاحب المركز الطويل، والطرف الذي تعاقد على تسليم البضاعة يسمى بائع العقد المستقبلي، ويطلق عليه صاحب المركز القصير[4].

---

[1] بزاز حليمة، المشتقات **المالية "مفهوم الأهمية ومخاطر"**، مقال، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، ص 138.

[2] نبيل خليل طه سمور، **سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظري والتطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا "**، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية غزة، 2007، ص7.

[3] ب خليدة لعيدي، **دور المشتقات المالية في تغطية مخاطر السوق المالي "دراسة تحليلية 2012-2014"**، رسالة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة العقيد أكلي محند اولحاج البويرة، 2015/2014، ص69.

[4] مريم سرارمة، **دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 "دراسة تحليلية"**، رسالة ماجستير، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012، ص68.

المطلب الثالث: المتدخلون في الأسواق المالية وكفاءته.

سنتطرق في هذا المطلب إلى الوسطاء والمتعاملون في الأسواق المالية بالإضافة إلى مختلف تعاريف السوق الكفء والشروط الواجب توفرها حتى تكون السوق ذات كفاءة.

أولا: وسطاء البورصة:

للوسيط المالي في عمليات البورصة حق الاستثمار في مجموعة الأوراق المالية المختلفة بتلقي الأوامر إما بالبيع أو الشراء بحيث يقوم بتنظيم هذه الاستثمارات[1].

فدور الوسيط يتمثل في تعريف كل متعاقد بالأخر والتقريب بين وجهتي نظرهما وتقديم المعلومات التي تفيد في إبرام الصفقة، كما يقوم بتنفيذ أوامر الراغبين في التعامل في البورصة سواء كانت أوامر بالبيع أو الشراء مقابل حصوله على عمولة، فيكون تدخل الوسيط بواسطة إبرام عقد السمسرة مع الزبون لتولي تنفيذ أوامره[2].

وينقسم الوسطاء الماليين داخل البورصة إلى:

- السمسار.
- السماسرة الوكلاء.
- سماسرة الصالة.
- صانع السوق (الوسيط التاجر).

1- **السمسار** :هو الشخص الذي يقوم بالتفاوض بين طرفين أو أكثر لعقد صفقة أو إبرام اتفاقية، والبضائع موضوع التفاوض أو الصفقة لا تصبح ملكا له ولا تنتقل إلى عهدته ولا يتصرف باسمه بل باسم عملائه في كلا الجانبين[3].

الشروط الواجب توفرها في السمسار:[4]

- أن يكون السمسار مقيدا في سوق الأوراق المالية.

---

[1]عبد الرحمان بن عزوز، **دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة2012 ص 98.

[2]كريمة بن شعلال، **السلطة القمعية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها**، رسالة ماجستير في القانون فرع القانون العام، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية2012 ، ص 35.

[3]عطاس بيه، معجم **مصطلحات الاقتصاد والمال وإدارة الأعمال**، مكتبة لبنان، الطبعة الثانية، 1989، ص 72.

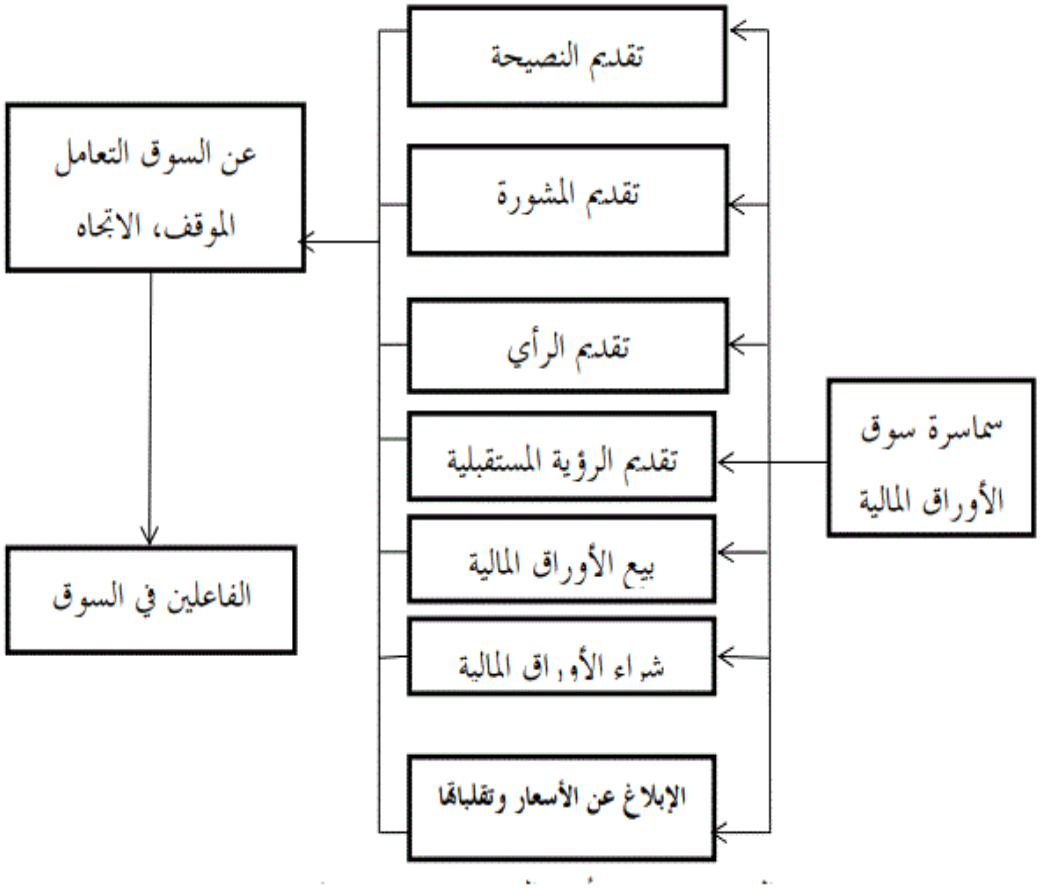
[4]بن اعمر بن حاسين، **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية علوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2013، ص 36.

- أن يكون من المكاتب المشهود لها بالأمانة والمقدرة على التعامل.
- أن يكون ذا مقدرة مالية تمكنه من مجابهة الحالات الطارئة لمصلحة الزبون.
- أن يكون قادرا طوال الوقت على تقديم المعلومات والبيانات المالية الخاصة بالشركات المسجلة في السوق.
- أن يتمتع بقدرة في المهارة والحرص على تنفيذ أوامر العملاء فالسمسار قد يتعرض للمطالبات بسبب أية خسائر قد يسببها جراء ارتكابه للأخطاء.

2- سماسرة الوكلاء :هو عضو مرخص في البورصة إلا أنه يعمل كوكيل لأحد بيوت السمسرة الذي يقرضه قيمة رسم العضوية، كما قد يعمل متاجرا لحسابه الخاص كما يقع تحت هذا التصنيف أيضا ما يسمى بسمسار الوكيل الذي يعتمد من قبل وكيل معتمد ليمثله داخل أو خارج مدينة مقر البورصة الدائم للتواصل مع العملاء وتقديم الخدمات لهم وتجميع أوامر البيع والشراء من الجمهور لقاء نسبة من العمولة على أن تنفذ الصفقات من قبل الوكيل الأصل في البورصة ومن خلال قاعة التداول أو المكان المعتمد لتنفيذ عمليات التداول، فيقوم الوكيل بتقديم كافة الخدمات التي يحتاجها المستثمر بدأً من الإجراءات الخاصة بالشراء والبيع وحتى تقديم النصح والمشورة لاتخاذ القرار المناسب كما يوضح الشكل التالي[1].

الشكل 3-1: مجموعة الخدمات التكميلية التي يقدمها السمسار في البورصة.

[1] بن اعمر بن حاسين، مرجع سابق، ص ص (37- 38).



مصدر: بن أعمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص 38.

3- **سماسرة الصالة**: في حالة عدم إمكانية تنفيذ العملية بواسطة السمسار بالعمولة شخصيا بسبب عدد الأسهم أو بسبب نشاط السوق يلجأ السمسار بالعمولة إلى خدمات سمسار القاعة وفي هذه الحالة يتم اقتسام عمولة السمسرة بينهما ويساهم سمسار القاعة في سرعة تنفيذ الأوامر[1].

4- **صانع السوق (الوسيط التاجر)**: يحصل الوسيط التاجر على الفرق بين شراء الورقة وسعر البيع لطالبها فهو يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابه انتظارا لقابلية أوامر العملاء لذلك يطلق عليهم صانعوا السوق، مما يعني أن معظم شركاتهم تقوم بعمليات السمسرة وتجارة الأوراق المالية، وهي تتحمل المخاطر الناتجة عن ذلك بينما يعمل السمسار لحساب الغير فقط مقابل عمولة ولا يحتمل أية مخاطر، وهو يمثل الجهة التي تقوم بالترويج للأوراق المالية من خلال تقديم عروض أفضل في سعر الشراء والبيع مما يساهم في توفير درجة السيولة في سوق الأوراق المالية[2].

[1] مصطفى يوسف كافي، **بورصة الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، دار رسلان سورية، 2009، ص 78.

[2] أمال بلمهبول، **دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية**، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015، ص 72.

ثانيا: المتعاملون في الأسواق المالية:

I- المضاربون (تجار الصالة): يعملون لحسابهم الخاص فقط ولا يعملون لحساب الخريين ويدفعون رسوم العضوية من أموالهم الخاصة[1] ويمكن تقسيم المضاربون إلى:

1- المضاربون المحترفون: تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاه السوق تخطيط عملياته، ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق، هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

2- المضاربون الهواة: وهم مجموعة تهدف إلى الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق ولا تتطلب سياسة مرنة تتفق مع دورات الهبوط والصعود لأسعار الأسهم، وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

3- المتآمرون :تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو بسعر أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العاديين، ويتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، ويستفيد هؤلاء من المحترفين من الاتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم السوق.

وللمضاربة وظائف يمكن إيجازها في العناصر التالية:

- معادلة العرض بالطلب أي تحقيق توازن.
- العمل على موازنة الأسعار وعدم تقلبها.
- تشجيع على توظيف الأموال لتحقيق الأرباح[2].

ثالثا: كفاءة الأسواق المالية: تتسم سوق الأوراق المالية الكفء بالتنافسية أي تتحدد فيها أسعار الأصول وعوائدها وفقا لقوى العرض والطلب وتتسم سلوك المتعاملين بالرشادة مع افتراض تماثل المعلومات المتاحة لدى جميع المستثمرين وتتحدد بالتالي القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات[3].

---

[1] أزهري الطيب الفكي أحمد، مرجع سابق، ص 65.

[2] مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص80.

[3] سميحة بن محياوي، مرجع سابق، ص ص (53 – 54).

إن سوق المال الكفء" هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة، بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقا للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة في السوق، وبما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، هذا بالإضافة إلى توفر السيولة في السوق التي تتيح للمستثمر إمكانية التخلص من الأصل المالي الذي يمتلكه دون أن يضطر إلى تقديم تنازلات قد يترتب عليها خسائر في سبيل التخلص من الورقة المالية"[1].

ويعرف السوق المالي الكفء بأنه: "السوق الذي تعكس أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه (خاصة الأسهم) كل المعلومات المتاحة، وبالتالي فإن هذه الأسعار تكون عادلة ومعبرة عن القيمة الحقيقية للورقة المالية أو هو السوق الذي تستجيب فيه أسعار الأوراق المالية للمعلومات الجديدة بسرعة كبيرة ووفقاً لذلك فإنه في ظل السوق الكفء يتم استيعاب كافة المعلومات من قبل المتعاملين في السوق بشكل سريع، حيث يعكس سعر السهم المصدر من قبل أي منشأة كافة المعلومات المتاحة عنها[2].

1- **خصائص سوق الأوراق المالية الكفؤة:** وفقا لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفء:[3]

- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثرواتهم.
- المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية.
- مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة.
- حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول.
- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق.

[1] عزيزة أيت أكان، فتيحة بوصيقع، مرجع سابق، ص 44.

[2] حكيمة بوسلمة، **اختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية عند المستوى شبه القوي**، المجلة الجزائرية التنمية الاقتصادية عدد 05، جامعه باتنة 01، ص 38.

[3] مفتاح صالح، فريدة معارفي، **متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية**، مجلة الباحث عدد07، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2009-2010، ص 182.

- في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحققً عائداً مرتفعا يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط.

2- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية :لكي يحقق سوق رأس المال هدفه المنشود والمتمثل في التخصيص الكفء للموارد المتاحة، ينبغي أن يتوافر فيه سمتين أساسيتين هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

أ- **كفاءة التسعير** :أو الكفاءة الخارجية وهي سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، وعليه فإنه يصعب على أي واحد منهم أن يحقق أرباح غير عادية على حساب الآخرين[1].

ب- **كفاءة التشغيل**: يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب وذلك دون أن يتحمل المتعاملين في السوق تكلفة عالية للسمسرة، كذلك عدم إتاحة فرصة تحقيق هوامش ربح مغال فيها للتجار والمتخصصين (صناع السوق) حيث نجد أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير كفاءة التشغيل، إذ أنه لكي تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرين لإتمام المعاملة عند حدها الأدنى، الأمر الذي يشجعهم لبذل جهد للحصول على المعلومات جديدة وتحليلها مهما كان حجم تأثير تلك المعلومات على سعر الورقة المالية[2].

- **أنواع كفاءة الأسواق المالية**: يمكن التمييز بين أنواع كفاء سوق الأوراق المالية التالية:

- **الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية**: تعني عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، ومن ثم لا يتاح لأي مستثمر فرصة تتاح لغيره[3].

ولتحقيق الكفاءة الكاملة لابد من توفر الشروط التالية:

✓ أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع في ذات اللحظة وبدون تكاليف، في ظل هذه الشروط تكون توقعات كافة المستثمرين متماثلة نظرا لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم.

---

[1] عصام حسين، مرجع سابق، ص 34.

[2] خيرة الداودي، مرجع سابق، ص 89.

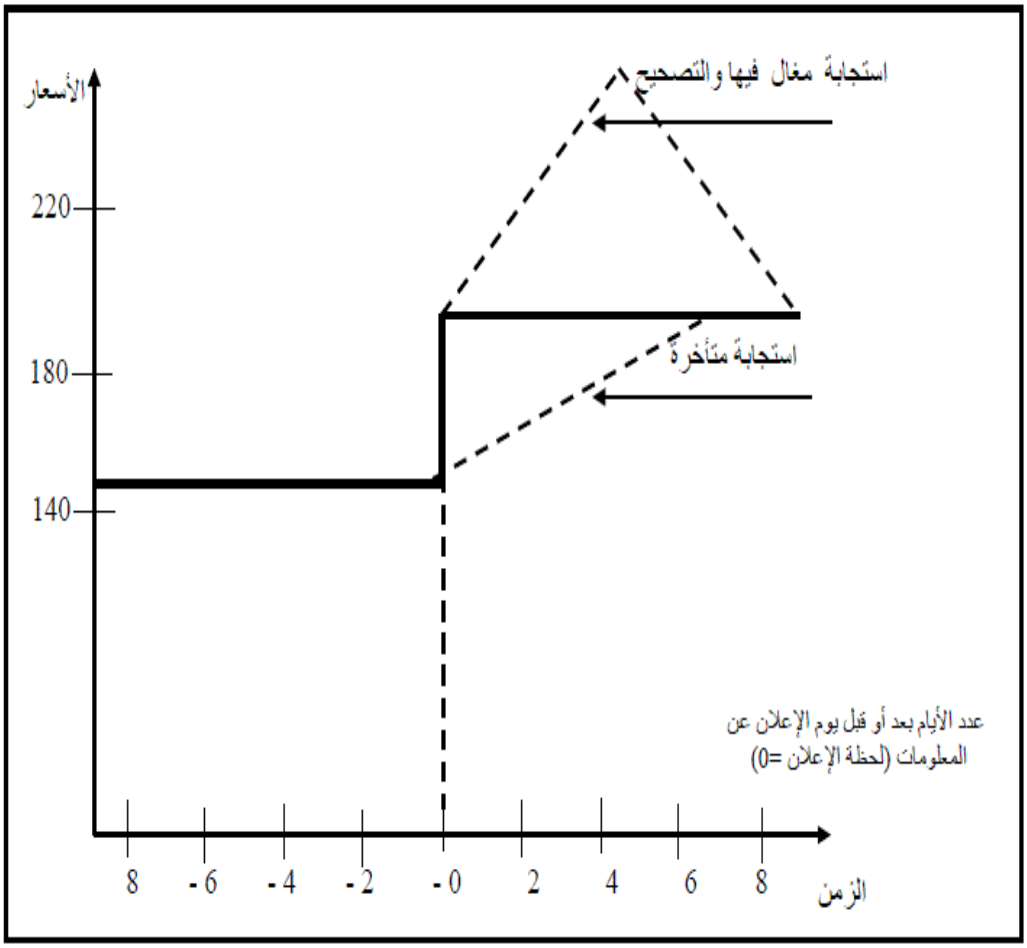
[3] عبد الغفار حنفي، **بورصة الأوراق المالية**، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية 2003، ص 173.

- ✓ ألا توجد أي قيود على التعامل فلا توجد تكاليف للمعاملات أو ضرائب أو غير ذلك من التكاليف، كما يمكن للمستثمر أن يشتري ويبيع أي كمية من الأسهم مهما صغر حجمها وذلك يسر وسهولة، إلى جانب عدم وجود أي قيود تشريعية للدخول أو الخروج من السوق وذلك بالنسبة للمستثمرين أو الشركات الراغبة في الحصول على الأموال.
- ✓ أن يكون هناك عدد كبير من المستثمرين، ومن ثم فإن تصرفات أي منهم لا يحتمل أن تؤثر تأثيرا ملموسا على أسعار الأسهم وهذا يعني أن على كل مستثمر أن يقبل الأسعار المعلنة على أنها قضية مسلم بها.
- ✓ أن يتصف المستثمرون بالرشد، ومن ثم فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم.

– **الكفاءة الاقتصادية:** في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق وحتى تنعكس أثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسه مما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، لكن وبسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيرا، إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل[1].

[1] منير إبراهيم هنيدي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية،2002، ص 491.

الشكل 4-1: الاستجابة للمعلومات في حالة السوق الكفء وغير الكفء.

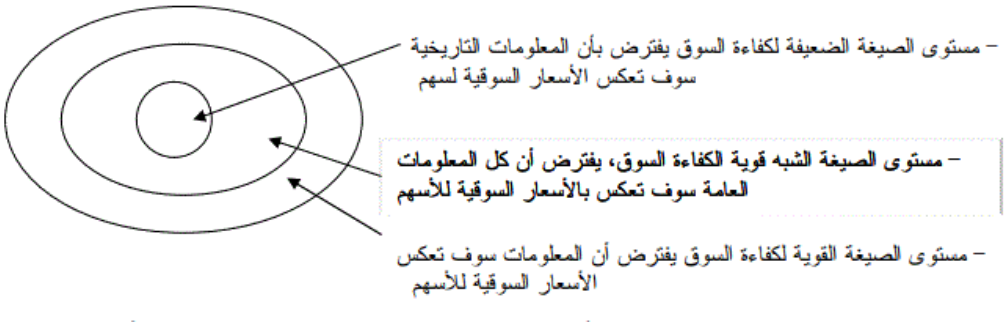


المصدر عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003 ص174.

- **المستويات المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية**: من الأمور التي يجب إدراكها أن كفاءة الأسواق الأوراق المالية هي مفهوم نسبي وليس مطلق يتحدد بمدى طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الأسهم من جهة أخرى، وبعبارة اخرى أن من بين خصائص السوق الكفؤة أن تعكس الأسعار وبسرعة المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة فيه، لذا يجب التعرض إلى المستويات المختلفة للكفاءة الأسواق الأوراق المالية والتي يمكنها توضيحها من خلال هذا الشكل أدناه[1].

[1] رشيد بوسكاني، مرجع سابق، ص 111.

الشكل 5-1: المستويات المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية.



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2001، عمان، الأردن، ص 149.

وتقسم فرضية السوق الكفء إلى كفاءة السوق إلى ثلاثة مستويات:[1]

أ- المستوى الضعيف لفرضية كفاءة السوق.

ب- المستوى شبه القوي لفرضية كفاءة السوق.

ت- المستوى القوي لفرضية كفاءة السوق.

ث- المستوى الضعيف لفرضية كفاءة السوق.

أ- **المستوى الضعيف لفرضية كفاءة السوق** الذي يسمى أيضاً بـ"نظرية الحركة العشوائية للأسعار "إن المعلومات التاريخية مثل (أسعار الأسهم، حجم التعامل، قوائم مالية منشورة) والتي تسمى بالمعلومات السوقية التاريخية التي جرت في الماضي(سواء في الأيام أو الأشهر أو السنين) لا تؤثر في سعر السهم الحالي، ولا يمكن الإفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، ولذلك فإن التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم مستقلة عن بعضها بعضاً ولا يوجد بينها أي علاقة واضحة، ومن هنا يطلق على الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بالحركة العشوائية للأسعار لأن التغير في السعر من يوم إلى آخر لا يسير على نمط واحد.

ب- **المستوى الشبه قوية لكفاءة السوق** :ويطلق عليها أيضا صيغة فرضية السوق المتوسطة، وتقتضي بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور من معلومات التي تنشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو المنشأة

[1] سليمان موحلي، حازم السمان، دراسة **كفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية**، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29 العدد الثاني 2013، ص 155.

بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور. وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات، حيث في البداية تكون الاستجابة ضعيفة لأنها تكون مبينة على وجهة نظر أولية شأن تلك المعلومات غير أنه عند مرور وقت قصير سوف يتوفر التحليل النهائي للمعلومات لتعكس أثره على أسعار الأسهم.

ت- **المستوى القوي لكفاءة السوق** بمعنى أن سعر السهم في السوق هو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة أي المعلومات المنشورة العامة إضافة إلى المعلومات التي يتحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الأسهم، وهذا يعني استحالة أن يحقق أي مستثمر أرباح غير عادية على حساب الآخرين وقد ثبتت صحة هذا الفرض. من الملاحظة من المستويات المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية أن صيغة الفرضية الضعيفة لكفاءة الأسواق أقرب إلى الواقع نظرا لأن حركة الأسعار في السوق هي حركة عشوائية طالما أن هذه المعلومات تصل إلى السوق في شكل نمط عشوائي وغير منتظم[1].

- **كيفية تحقق كفاءة السوق:** يتسم المستثمر في الأوراق المالية بالرشد والعقلانية في قراراته لأنه يهدف إلى تعظيم الأرباح في كل قرار استثماري يأخذه. لذلك فهو يتنافس مع غيره من المستثمرين في الحصول على أحسن الصفقات والفرص، غير أنه في ظل فرضية السوق الكفء لا يمكن لأي مستثمر تحقيق ذلك إلا من خلال الحصول على المعلومات قبل غيره من المستثمرين حتى يتمكن من تحليلها. إذا كانت القيمة الحالية للسهم أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية وبناءً على ذلك يمكنه اتخاذ القرار المناسب قبل غيره، إلا أن التطور الكبير في وسائل التحليل وأساليب الاتصال وتخصص مكاتب للبحوث والدراسات في تجميع وتحليل المعلومات الواردة جعل تميز أحد المستثمرين عن غيره في السبق إلى الحصول على المعلومات واتخاذ القرارات المناسبة أمر يكاد يكون مستحيلا. لذلك لا يمكن تحقيق أرباح استثنائية اعتمادًا على التقييم الجديد للسعر الذي يباع به السهم، ففي ظل السوق الكفء لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم، كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول إلى تلك النتائج وحصول كافة المستثمرين عليها[2].

---

[1] رشيد بوسكاني، مرجع سابق، ص 111.

[2] سمية بلجبلية، **أثر التضخم على عوائد الأسهم، "دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006"**، رسالة ماجستير، قسم علوم التسيير، فرع تسير المؤسسات جامعة منتوري قسنطينة، 2009-2010، ص ص (34 – 35).

المبحث الثاني: مدخل لتقييم الأداء المالي ومؤشرات التوازن المالي

إن تقيم أداء الشركات يعمل على قياس مدى تحقيق الشركة لأهدافها والكشف عن أي سلبيات في وقت مبكر إلى جانب إظهار جوانب الايجابية في أدائها ومحاولة تعزيزها، لذلك حاولنا من خلال هذا المبحث دراسة وتقديم الإطار نظري لكل من الأداء المالي ومؤشرات التوازن المالي.

المطلب الأول: ماهية تقييم الأداء المالي.

أولا: مفهوم القياس والتقييم:

I- **القياس** هو تحديد كمية أو طاقة عنصر معين وغياب القياس يدفع المسرين إلى التخمين واستخدام الطرق التجريبية التي قد تكون أو لا تكون ذات دلالة إذن قياس الأداء هو تحديد مقدار نتائج المؤسسة وتعد عملية قياس الأداء المرحلة الأول من عملية الرقابة المتمثلة في مراحل أساسية للقياس: المقارنة، تصحيح الانحراف وقياس الأداء لا يتم في أغلب الحالات إلا بتوفر مجموعة من المعايير والمؤشرات التي تمكن من تحديده وتحديد تطوراته المحققة إذا استلزم الأمر مقارنة بينه وبين الأداء السابق له[1].

II- **التقييم** بعد مرحلة القياس تأتي مرحلة التقييم وهي تعليق أو إصدار حكم على النتيجة المتحصل عليها فبدون تعليق تكون نتيجة القياس صماء لا تتضمن معنى الشيء مراد تقيمه[2].

ثانيا: مفهوم تقييم الأداء المالي وأنواعه:

يعرف الأداء المالي أنه تشخيص الصحة المالية للمؤسسة لمعرفة مدى قدرتها على إنشاء قيمة ومجابهة المستقبل من خلال الاعتماد على الميزانيات وجدول حسابات النتائج والجداول الملحقة، ولكن لا جدوى من ذلك إن لم يأخذ الظرف الاقتصادي والقطاع الصناعي الذي تنتمي إليه المؤسسة ومعدل نمو الأرباح وحسب فإن الأداء المالي يعني تسليط الضوء على فحص المحاور التالية:[3]

- العوامل المؤثرة في المردودية المالية.

---

[1] عادل عشي، **الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس وتقيم**، رسالة ماجستير، جامعة بسكرة الجزائر 2002، ص26.

[2] جليلة بن خروف، دور **المعلومات المالية في تقيم الأداء المالي للمؤسسة واتخاذ لقرارات**، رسالة ماجستير، جامعة بومرداس الجزائر، 2009، ص ص(71-72).

[3] المرجع السابق، ص ص (76-77).

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

ومنه الأداء المالي هو مدى نجاح المؤسسة في استغلال الموارد مادية ومعنوية المتاحة لديها وتحقيق الأهداف المسطرة من طرف الإدارة.

1- مفهوم تقييم الأداء المالي:

جدير بالذكر أن الوظيفة المالية تبحث عن أساس منهجي سليم لتقويم استخدام الأموال بفعالية وبأعلى كفاءة في المؤسسة، كي يتسنى تحقيق الأهداف المالية المنشودة في الأجل الطويل، من خلال معلومات ملائمة وطريقة تحليل علمية وعملية في بناء المؤشرات[1].

إن عملية تقييم الأداء المالي للشركة تعني تقيم حكم"jugement" ذو قيمة"Valeur" حول إدارة الموارد الطبيعية والمادية والمالية المتاحة للمؤسسة وذلك لخدمة رغبات أطراف مختلفة، أي يعتبر تقييم الأداء المالي للمؤسسة قياسا للنتائج المحققة أو المنتظرة في ضوء معايير محددة مسبقا، تعتبر عملية تقييم الأداء المالي للشركة علمية بالغة الأهمية وذلك لما يخدم مختلف الأطراف التي لها علاقة بالشركة. وذلك للأسباب التالية:

- تحديد مستوى تحقيق الأهداف من خلال قياس ومقارنة النتائج مما يسمح بالحكم على الفاعلية.
- تحديد الأهمية النسبية بين النتائج والموارد المستخدمة مما يسمح بالحكم على الكفاءة، حيث أن الفاعلية هي تحقيق الأهداف المسطرة وفقا للموارد المتاحة، أما الكفاءة فهي تقوم على الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بفرض الوصول للأهداف المسطرة[2].

ويعرف أيضا أداة للتعرف على الوضع المالي القائم في المؤسسة في لحظة معينة ككل أو لجانب معين من أداء المؤسسة أو لأداء أسهمها في السوق في يوم محدد وفترة معينة[3].

---

[1] عبد الغني دادن، **قياس وتقيم الأداء المالي في مؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر**، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 2007، ص 34.

[2] رشيدة سليماني، **دور أليات الحوكمة في تحسين الأداء المالي لشركات التأمين**، مذكرة لنيل شهادة الماستر جامعة بسكرة 2013، ص 54.

[3] محمد محمود الخطيب، **الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات**، الطبعة الأولى، دار الحامد، عمان، الأردن، 2010، ص ص (45 – 46).

2- **أنواع تقيم الأداء المالي**: هناك نوعين من تقييم الأداء:

- الأول يعتمد على مقارنة النتائج الفعلية بالمعدلات الموضوعة، ويتم هذا النوع من التقييم على أساس وجود معدلات معيارية وذلك بهدف تحديد الانحراف عن هذه المعدلات وتحليلها وتحديد أسبابها وبتالي تحديد مراكز المسؤولية عنها واتخاذ وسائل العلاج اللازمة.
- الثاني فيعتمد على مقارنة نتائج التنفيذ الفعلي ببعضها البعض، ويتم هذا النوع من التقييم على أساس المقارنة الزمنية، أو المقارنة المكانية، ويهدف على اكتشاف الانحرافات وتحليلها[1].

ثالثا: أهداف وأهمية تقيم الأداء.

1- أهداف ومزايا عملية تقييم المالي: تنطوي فكرة تقييم الأداء على مقارنة النتائج الفعلية بأهداف معينة سبق الاتفاق عليها ومحاولة التعرف على نواحي القوة أو الضعف من خلال تفسير الفروقات الملحوظة بين الناتج الفعلي والهدف عن نواحي القوة في المنشأة لتشجيعها وتدعيمها أو نواحي الضعف ومن ثم العمل على تحسينها، فإن تقييم الأداء المالي يعد بمثابة إظهار واستخلاص جوانب قوة الشيء وضعفه أي تحديد الإيجابيات والسلبيات وذلك بمقارنة ما تهدف إليه الشركة مع ما حققته من نتائج فعلية[2].

يوجد العديد من الأهداف نذكر أهمها:[3]

- الوقوف على مستوى أداء المؤسسة مقارنة بالأهداف المدرجة في خطتها الإنتاجية.
- الكشف عن الخلل والضعف في نشاط الوحدة الاقتصادية وإجراء تحليل شامل لها وبيان مسبباتها ووضع الحلول اللازمة لتصحيحها.
- تحديد مسؤولية كل مركز أو قسم في الشركة من خلال قياس إنتاجيته وتحديد انجازاته سلبا أو إيجابا من أجل رفع مستوى أداء الوحدة.
- الوقوف على مدى كفاءة استخدام الموارد المتاحة بطريقة رشيدة تحقق عائدا أكبر بتكاليف أقل.

---

[1] طارق رحماني، **تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية**، مذكرة لنيل شهادة الماستر، جامعة ورقلة الجزائر 2011، ص 20.

[2] أنس مصلح ذياب الطراونة، **العوامل المؤثرة في تقيم الأداء المالي لشركات التأمين الأردنية**، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط الأردن، 2015، ص14.

[3] سارة قدوري، **دور استخدام أدوات تحليل المالي في تقيم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية**، مذكرة لنيل شهادة الماستر، جامعة ورقلة الجزائر، ص 03.

- تسهيل تحقيق تقييم شامل للأداء على مستوى اقتصاد الوطني وذلك بالاعتماد على نتائج تقييم الأداء لكل مشروع في قطاع معين وصولا إلى التقييم الشامل.

2- أهمية تقييم الأداء المالي:

تكمن أهمية عملية تقييم الأداء المالي في النقاط التالية:[1]

- تنبع أهميته بشكل عام في أنه يهدف إلى تقويم أداء المؤسسات لترشيد القرارات المالية للمستخدمين، وتنبع أهميته أيضا بشكل خاص في عملية متابعة أعمال المؤسسات وتقييم مستويات أدائها وفعاليته وتوجيه الأداء نحو الاتجاه الصحيح.
- وعلى المستوى المالي فان تقييم الأداء المالي ينصب على التأكد من توفر السيولة ومستوى الربحية في ظل كل القرارات الاستثمار والتمويل وما يصاحبها من مخاطر.
- يوضح أثر هيكل التمويل على ربحية الشركة ويعكس كفاءتها التمويلية.

رابعا: خطوات تقييم الأداء المالي:

تتمثل خطوات التقييم المالي فيما يلي:[2]

- الحصول على مجموعة القوائم المالية السنوية وقائمة الدخل وإعداد الموازنات والقوائم المالية والتقارير السنوية المتعلقة بأداء الشركات خلال فترة زمنية معينة.
- احتساب مقاييس مختلفة لتقييم الأداء مثل النسب الربحية والسيولة والنشاط وتتم بإعداد واختيار الأدوات المالية التي تستخدم في عملية تقييم الأداء المالي.
- دراسة وتقييم النسب، وبعد استخراج النتائج يتم معرفة الانحرافات والفروقات ومواطن الضعف للأداء المالي الفعلي من خلال مقارنته بالأداء المتوقع.
- وضع التوصيات الملائمة معتمدين على عملية التقييم الأداء المالي من خلال النسب، بعد معرفة أسباب هذه الفروق وأثرها على المؤسسة للتعامل معها ومعالجتها.

[1] صليحة حجاج، **دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم**، مذكرة لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية مؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح جامعة ورقلة، الجزائر، 2016، ص 04.

[2] محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص ص (51– 52).

المطلب الثاني: المستفيدون من عملية تقيم الأداء والأخطاء .

إن طبيعة تقييم الأداء تتضمن الحكم على شخص من قبل شخص آخر، وأي خطأ متضمن في هذا الحكم قد يجعل تقييم الأداء غير موضوعي وغالبا ما تكون هذه الأخطاء نابعة إما من المقوم للأداء أو نظام التقييم في حد ذاته، والتي تؤثر على نجاح عملية التقييم.

أولا: الأطراف المستفيدة من تقييم الأداء المالي: هناك مجموعة من الأطراف تقوم أو تطلب تقييم الأداء المالي وذلك لاستعماله في أغراض مختلفة ولاتخاذ قرارات مختلفة مبنية على تلك المعلومات،

ومن هذه الأطراف نذكر ما يلي: [1]

1- **المستثمرون** :يهتم المساهم أو صاحب المؤسسة الفردية كثيرا بالعائد على رأس المال المستثمر، القيمة المضافة والمخاطر المتعلقة بالاستثمار في المؤسسة، ومن خلال تقييم تلك الجوانب، يتخذ قراره بشأن الاحتفاظ أو التخلي عن الأسهم التي يمتلكها.

2- **إدارة المؤسسة:** يعتبر تقييم الأداء المالي من أهم الوسائل التي يتم بموجبها تحليل نشاط المؤسسة والتوصل إلى نتائج الأعمال، وهذا التقييم يتم عرضه على أصحاب حقوق الملكية أو الجمعية العامة، بحيث يظهر هذا التقييم مدى كفاءة الإدارة في أداء وظيفتها.

3- **الدائنون** :الدائن هو الشخص المكتتب في سندات المؤسسة أو المحتمل شراؤه للسندات المصدرة أو الاكتتاب في القرض الجديد أو بصدد إقراض المؤسسة، وقد يكون الدائن بنكا أو مؤسسة مالية، وتختلف وجهة نظر الدائنين باختلاف مدة القرض.

ومن هنا فإن اهتمامهم بتقييم الأداء المالي سيركز على معرفة القيمة الحالية للأصول الثابتة، الربحية، كفايتها في تغطية الفوائد السنوية، أي أن اهتمامهم بالأداء المالي سيركز على رأس المال العامل والمركز النقدي والسيولة في المؤسسة.

4- **الموردون** :يمنح الموردون آجالا لاستفاء حقوقهم من عملائهم، ولكن قبل ذلك يتم التأكد من استقرار الأوضاع المالية وسلامة المركز المالي عندهم، ويتم اتخاذ قرار المنح من عدمه أو التخفيض فيه على ضوء ذلك،

[1] سميحة سعادة، **أداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة باستخدام جدول تدفقات الخزينة**، مذكرة لنيل شهادة الماستر، علوم مالية ومحاسبة، تخصص مالية مؤسسة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2013، ص ص(07-08).

ويستفيد الموردون من البيانات التي ينشرها العملاء في التحقق ما إذا كانت الآجال التي يمنحها لعملائه مماثلة لتلك التي يمنحها المنافسون الآخرون.

5- **العملاء** :يتطلع العملاء للحصول على أفضل الشروط لأداء التزاماتهم اتجاه الموردين، ومن خلال المعلومات التي ينشرها المورد يمكن للعميل معرفة ما إن كانت الآجال التي يحصل عليها مماثلة أو أفضل مما يحصل عليه الآخرون، ويتم معرفة ذلك من خلال حساب متوسط أجال الموردين باستخدام القوائم المالية.

6- **الهيئات الحكومية** :تقوم الهيئات الحكومية ممثلة في إدارة الضرائب والمصالح الأخرى بمراقبة النشاط الاقتصادي وتحصيل الضرائب المفروضة من المؤسسات الاقتصادية، لذلك يمكن القول إن اهتمام الهيئات الحكومية بتقييم الأداء المالي ذو دواعي رقابية وضريبية بالإضافة إلى أهداف أخرى مثل مراقبة الأسعار، إحصاء النشاطات...الخ.

7- **جهات أخرى** :هناك جهات أخرى مهتمة بتقييم الأداء المالي للمؤسسة مثل الأفراد والجهات المتعاملة في سوق الأوراق المالية، حيث تقوم بدراسة وتحليل التغيرات السريعة في الأسعار من أجل متابعة توظيفها في السوق.

ثانيا: الأخطاء أو الصعوبات التي تواجه عملية التقييم: وتكون هذه الأخطاء على حسب الجهة التي قامت بعملية التقييم أو حسب نظام التقييم.

1- الأخطاء المتعلقة بالمقوم القائم بالتقييم:

ومن بين هذه الأخطاء نجد: [1]

أ- **الانطباع الشخصي:** والذي يتمثل في حكم المقوم على الفرد العامل بحكم مسبق قبل إجراء عملية التقييم سوءا بالسلب أو الإيجاب.

ب- **شخصية القائم بتقييم الأداء:** إما أن يكون متساهلا أو متشددا أثناء عملية التقييم وهذا يؤثر على عملية التقييم.

ت- **التحيز الشخصي:** والذي يتمثل في ميل المقوم إلى بعض العمال لأسباب تكون خارجة عن عمله، سواء كانت هناك علاقة شخصية أو اجتماعية بين العامل والقائم بالتقييم، ومن بين هذه العلاقات نجد مثلا :الزمالة والصداقة والعلاقات العائلية...إلخ

ث- إعطاء المقوم تقديرات عالية لسلوك وأداء العامل في الفترة الأخيرة وإهماله لسلوكه وأدائه قبل كذلك.

[1] سميحة سعادة، نفس المرجع السابق ،ص 08.

ج- عدم اهتمام الرؤساء بإعداد التقارير عن تقييم أداء مرؤوسيهم، أي عدم القيام بوظيفة التقييم بأكمل وجه، وهذا يدخل في اللامبالاة.

2- أخطاء متعلقة بنظام التقييم: ومن بين الأخطاء المتعلقة بنظام التقييم والتي تؤثر على عملية تقييم الأداء ومنها:[1]

أ- عدم وجود معدلات ومعايير واضحة ودقيقة تساعد على مقارنة الأداء الفعلي بالأداء المخطط.

ب- عدم كفاءة نماذج التقييم فوجود نماذج معقدة وغامضة يؤدي إلى تهرب المقومين من إعداد عملية التقييم.

-استخدام طريقة للتقييم موحدة وهذا خطأ حيث وجود طريقة موحدة لا يتناسب مع كل الوظائف والمهن داخل المؤسسة.

ت- قلة المتابعة من طرف الجهات التي توضع نظام تقييم الأداء.

ث- دراسة وتقييم النسب، وبعد استخراج النتائج يتم معرفة الانحرافات والفروقات ومواطن الضعف للأداء المالي الفعلي من خلال مقارنته بالأداء المتوقع.

ج- وضع التوصيات الملائمة معتمدين على عملية التقييم الأداء المالي من خلال النسب، بعد معرفة أسباب هذه الفروق وأثرها على المؤسسة للتعامل معها ومعالجتها.

المطلب الثالث: مؤشرات التوازن المالي.

وتتمثل مِشرات التوازن المالي فيما يلي :

أولا: مفهوم رأس المال العاملFR.

يعرف رأس المال العامل بأنه ذلك الجزء من الأموال الدائمة الذي يوجه لتمويل الأصول المتداولة، أي هو ذلك الجزء من الأموال الدائمة الذي يتميز بدرجة استحقاقه الضعيفة الذي يستعمل من أجل تغطية الاستعمالات التي تتميز بدرجة سيولة كبيرة[2].

حساب رأس المال العامل من أعلى الميزانية:

[1] سناء مسعودي، **تقيم الأداء المالي للبنوك التجارية**، مذكرة ماستر، علوم اقتصادية تخصص بنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي، 2015، ص 33.

[2] -khemissi، chiha،**gestion et stratégie financier**،Editionhouma، Alger،2005،p31

رأس المال العامل الإجمالي = الأموال الدائمة – الأصول الثابتة

حيث :الأموال الدائمة = الأموال الخاصة + الديون طويلة الأجل.

الأصول الدائمة = القيم الثابتة + القيم الثابتة المؤقتة (مخزون العمل + سندات المساهمة+ الكفالات المدفوعة+ الحقوق التي تزيد عن سنة [1]).

حساب رأس المال العامل من أسفل الميزانية:

يحسب رأس المال العامل من أسفل الميزانية كما يلي:

رأس المال العامل الإجمالي= الأصول المتداولة – الديون قصيرة الأجل

حيث :الأصول المتداولة = قيم الاستغلال (مخزونات المؤسسة) + القيم المحققة + القيم الجاهزة.

الديون قصيرة الأجل = ديون الاستغلال + ديون خارج الاستغلال[2].

ثانيا الاحتياج من رأس المال العامل BFR :

إن نشاط المؤسسة الاستغلالي هو عملية توفير مجموعة من العناصر وهي المخزونات والمدينون، وهذه العناصر يجب أن تمول بمصادر قصيرة الأجل، وهي الديون الممنوحة من طرف الموردين أو التسبيقات الممنوحة، هذه المصادر تموله جزء من الأصول المتداولة، ويجب على المؤسسة أن تبحث على جزء آخر مكمل وهو ما يسمى باحتياج رأس المال العامل أو بعبارة أخرى فإن المؤسسة في دورة استغلالها يجب عليها أن تغطي مخزوناتها ومدينوها (احتياجات الدورة) بالديون القصيرة الأجل (موارد الدورة)[3].

يحسب بالعلاقة التالية:

الاحتياج في رأس المال العامل =(الأصول المتداولة –خزينة الأصول) – (الخصوم المتداولة – خزينة الخصوم)

[1] Brahim Sansari، **Analyse financier**،Edition chiha،Alger،1996،p15.

[2] بومعزة حليمة، **التحليل المالي كأداة لتقييم الأداء داخل المؤسسة العمومية الاقتصادية**، رسالة ماجيستر، تخصص فرع علوم التسيير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر ،2001 ص 25.

[3] ناصر دادي عدون، **تقنيات مراقبة التسيير (التحليل المالي)**، دار المحمدية العامة، الجزائر،1999،ص50.

ثالثا: الخزينة.

هي الموارد التي تبقى في المؤسسة بعد تمويلها للاستثمارات والاستغلال دون اللجوء إلى القروض البنكية . هي مجموعة الأموال التي بحوزة المؤسسة لمدة دورة الاستغلال، وهي تشمل صافي القيم الجاهزة، أي ما تستطيع التصرف فيه فعلا من مبالغ سائلة خلال الدورة، وتحسب بالعلاقتين التاليتين:[1]

الخزينة = رأس المال العاملFR –الاحتياج في رأس المال العاملBFR

الخزينة = خزينة الأصول – خزينة الخصوم

الحدود المتعلقة بالخزينة:

الحالة الأولى: الخزينة موجبة :في هذه الحالة الخزينة تعبر عن فائض موضوع ومجمد، ولذا يجب على المؤسسة أن تقوم بمعالجة ديونها وتعظيم قيم الاستغلال وتحديد آجال الزبائن عن طريق تسهيل عملية التسديد.

الحالة الثانية: الخزينة سالبة :تكون الخزينة سالبة لأن المؤسسة تفتقر إلى الأموال لتمويل عملياتها الاستغلالية، فتلجأ إلى الاقتراض القصير الأجل، وإذا ما دام الحال على هذا المنوال فإن المؤسسة ستواجه خطر مستمر بسبب زيادة الأعباء، وقد تتوقف عن الدفع، لذا عليها أن تعمل على تحصيل حقوقها أو التنازل عن بعض الاستثمارات

الحالة الثالثة: الخزينة معدومة :هنا التوازن الأدنى للمؤسسة، والخزينة المثلى هي التي تحقق التسيير العادي للمؤسسة ولا توقعها في مشكلة المردودية والخطر ولا تمس ربحية المؤسسة[2].

[1]ناصر دادي عدون، نفس المرجع السابق، ص ص(50-51).

[2]حنان سيدروحو، **دور سلوك الخزينة لتحقيق التوازن المالي** "حالة مؤسسة السيارات snvi الصناعية وحدة ورقلة 2010-2013" ، مذكرة لنيل شهادة الماستر، علوم مالية ومحاسبة، تخصص مالية مؤسسة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة2013-2014ص 24.

خلاصة:

تناول هذا الفصل الإطار النظري للأسواق المالية الذي بدورها تنقسم لسوق النقد الذي تتداول فيها الأوراق التجارية قصيرة الأجل، وسوق رأس المال الذي اتضح لنا من خلال التعريفات على أنه سوق من نوع خاص تحكمه قواعد خاصة، ويتم تداول منتجات محددة في مكان محدد وفي فترات محددة وفق نظام يحكمه وينظم عمله.

كما تبين من خلال هذا الفصل أن سوق رأس المال يتكون من سوقين يرتبطان مع بعضهما ارتباطا وثيقا وهما السوق الأولي والسوق الثانوي، حيث يقوم السوق الأولي بإصدار الأوراق المالية لأول مرة أما فيما يخص السوق الثانوي فيتم إصدار تداول الأوراق المصدرة.

ويتدخل الوسطاء سواء كانوا أشخاص طبيعيين أو معنويين في عملية تحويل الأموال من شكل أوراق مالية من أصحاب الفائض للعجز.

ولتحقق أسواق رأس المال وظائفها لابد من توفر مجموعة من الوسائل أو الأدوات، ولقد ركزنا في دراستنا على الأسهم والسندات بأنواعها مع الإشارة إلى أهم خصائصها باعتبارها الأدوات الأساسية المتداولة.

ونظرا لأن أسواق رأس المال هي الإطار الذي تتحدد فيها القيمة السوقية للأدوات المالية فقد زاد اهتمام إدارة السوق إلى كفاءة سوق رأس المال، إذ تعتبر الكفاءة هي الانعكاس الكامل والسريع للمعلومات لأسعار السوق.

كما تعتبر عملية تقييم الأداء شكل من أشكال الرقابة ترتكز أساسا على تحليل النتائج التي تم التوصل إليها من خلال كشف النقائص ومحاولة تحليلها والبحث عن أسبابها حتى يتم التقليل منها أو التخلص منها مستقبلا وتعزيز النتائج الإيجابية المحصل عليها، وذابك بالاستعانة بمجموعة من المؤشرات من بينها مؤشرات التوازن المالي.

الفصل الثاني

مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة

تمهيد:

يعتبر التحليل المالي باستخدام النسب والمؤشرات المالية من أبرز أدوات وأساليب التقييم المالي المعتمدة، وقد حازت هذه المؤشرات على انتشار واسع في مجال التطبيق والاستخدام على مستوى المؤسسات والأطراف ذات العلاقة بها وذلك لقدرتها على لعب دور بارزا في تقييم الأداء على صعيد الأنشطة المختلفة للمؤسسة، حيث سنقوم في هذا الفصل بالاطلاع على الجانب النظري لكل من المؤشرات المالية التقليدية متمثلة في مؤشرات السيولة والربحية ومؤشرات المديونية وكذا مؤشرات المالية الحديثة المتمثلة في القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA، وركزنا على مؤشر القيمة الاقتصادية كونه محور موضوع الدراسة حيث قمنا بتقسيم فصل إلى مبحثين :

المبحث الأول: ماهية مؤشرات الأداء المالي.

المبحث الثاني: مؤشر القيمة الاقتصادية مضافة.

المبحث الأول: ماهية مؤشرات الأداء المالي.

سنتطرق في هذا المبحث إلى مفاهيم عامة لمؤشرات الأداء تعريفها وخصائصها وأنواعها وأين يمكن استخدامها بإضافة إلى كل من مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة.

المطلب الأول: مفاهيم عامة حول مؤشرات الأداء.

قبل التطرق إلى مفهوم مؤشرات قياس الأداء يجب الإشارة إلى مفهوم «**المؤشر**»

أولا: المؤشر: هو عامل أو متغير كمّي أو نوعي يوفر وسيلة سهلة موثوقة لقياس الإنجاز أو للكشف عن التغيرات المرتبطة بالتدخل الإنمائي أو للمساعدة على تقدير أداء متدخل[1].

يمكن تعريف المؤشر على أنه معلومة أو مجموعة من المعلومات التي تساعد المسؤول في تقييم حالة معينة، وبالتالي فإن المؤشر عبارة عن معلومات مركزة ذات دلالة بالنسبة لمستعملها بحيث تسمح بتوقع الأحداث و رد فعل المسؤول في الوقت المناسب[2].

ولكي يكتمل معنى المؤشر يجب أن يحتوي على مجموعة من المعلومات هي:[3]

- اسم المؤشر ومعادلة حسابه وتواتره وكذا شكله.
- الكشف عن مصدر المعلومات وطريقة متابعته.
- تحديد المسؤول الذي يحسبه، يراقبه ويستعمله.
- وضع مرجعية أو هدف يعتمد عليه في القياس.

---

[1] عمادة ضمتن الجودة والاعتماد الأكاديمي، **مؤشرات الأداء والمقارنة المرجعية،" مشروع التأسيس للجودة والتأهيل والاعتماد المؤسسي والبرامجي"**، مجلة04، ص14.

[2] لهاشمي جلالي طارق، **لوحة القيادة كأداة في مراقبة التسيير المصرفي**، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة البليدة، 2016، ص92

[3] نفس المرجع السابق، ص92.

ثانيا: مؤشرات الأداء.

ويعرف مؤشر الأداء بأنه عبارة عن معلومة كمية تقيس فعالية وكفاءة كل أو جزء من عملية (حقيقي وبسيط) بالنسبة لمعيار أو مخطط أو هدف محدد، في إطار استراتيجية المؤسسة[1].

1- **خصائص مؤشرات الأداء:** من الضروري الاهتمام بالخصائص اللازمة عند وضع مؤشرات الأداء للمؤسسات ويمكن تحديدها فيما يلي:[2]

- دراسة الطرق التي تؤدي بها المؤسسة أعمالها، والبدائل المختلفة لأداء الأعمال للتوصية باتباع أكثرها كفاءة وفعالية.
- تقسيم العمل إلى عناصره المختلفة وتحليل الخطوات المتبعة في الأداء لترشيدها وتبسيطها.
- دراسة الظروف المحيطة بالعمل وأثرها على وقت الإنجاز وتكلفة الأداء.
- وضع معدل أداء لكل موظف ولكل تقسيم تنظيمي في إطار واضح من الهيكل التنظيمي الذي ينبغي أن يتماشى مع أسلوب إدارة الأداء.
- أن تكون متلائمة مع رؤية المؤسسة وغاياتها وأهدافها الاستراتيجية ولها علاقة مباشرة بها.
- التركيز على القيم الاستراتيجية للمؤسسة عوضاً عن التركيز على قضايا ثانوية.
- أن تكون ممثلة للمؤسسة ومناسبة لها بشكل كامل وشاملة للأداء والعمليات.
- أن تكون واقعية وفي حدود إمكانيات المؤسسة.
- أن تكون محددة بدقة ووضوح لتفادي اللبس.
- أن تكون قابلة للتحقيق وتحتاج لوضع أهداف قابلة للملاحظة والإنجاز وذات مصداقية عالية ومن الممكن التحقق من صدقها من خلال جهة مستقلة.
- أن تكون قابلة للقياس بشكل كمي أو نوعي.
- أن تستخدم للتعرف على الاتجاهات في الأداء.

---

[1] أم العز حمودي، **دور تطوير المنتجات في تحسين أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة «دراسة حالة مؤسسة وحدة تحويل البلاستيك بالجنوب ورقلة"**، مذكرة ماستر، قسم عاوم التسيير تخصص تسيير المؤسسات صغيرة والمتوسطة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ،2011-2012، ص 18.

[2] عمادة، ضمتن الجودة والاعتماد الأكاديمي، مرجع سبق ذكره، ص ص (19-20).

- أن تكون من الممكن تحقيقها خلال فترة زمنية مقبولة.
- أن تكون مفهومة وواضحة من قبل الأفراد والمجموعات داخل المؤسسة.
- أن تتم المصادقة عليها من قبل جميع من لهم علاقة بتحقيقها من أعلى قمة الهرم في المؤسسة وجميع العاملين فيها.
- أن يتم تقويمها بصفة دورية وإصدار تقارير عن مدى التقدم فيها وإعلانها لجميع ذوي العلاقة.
- تحديد الأفراد والإدارات المسؤولة عن تحقيق كل جزئية منها ومتابعة ومحاسبة هذه الجهات.

2- **استخدامات مؤشرات الأداء:** تتمثل استخدامات مؤشرات الأداء المالي فيما يلي:[1]

- معاينة الاتجاه بين الفترات المالية لنفس المؤسسة.
- مقارنة المؤسسة مع المؤسسات الأخرى العاملة في نفس القطاع.
- مقارنة مؤشرات المؤسسة ببعض المؤشرات المعيارية محددة مسبقا.
- مقارنة البيانات الحالية مع التنبؤات مستقبلية.

ثالثا: أنواع المؤشرات: إن الاختيار الصحيح والفعال للمؤشرات وتحديد غايتها يمر بتوضيح مختلف أنواعها كما يلي[2]:

1- **مؤشرات النتائج:** هي عبارة عن قياس النتيجة النهائية للأداء كدرجة تحقيق هدف معين أي تحقيق نتائج حسب الأهداف المسطرة في إطار التوجهات الاستراتيجية، فيمكن لهذا النوع من المؤشرات توضيح مستوى سير العمل أو نتيجة العمل المحقق.

2- **مؤشرات القيادة:** هي عبارة عن مؤشرات تسمح بقيادة الأداء أثناء فترة القيام به ومساعدة المسؤولين في اتخاذ القرارات، إذن هي حالة قياس تقدم مخطط العمل دون أن تكون هناك حاجة لنقلها إلى المستويات التنظيمية العليا.

3- **المؤشرات المالية وغير المالية:** تستخرج المؤشرات المالية من الأدوات المحاسبية والمالية كما يتطلب حسابها وقت، فيترتب على ذلك تأخر وصول المعلومة للمسؤول كمعدل المردودية، الأموال الخاصة، وتكلفة إنتاج المنتوج، أما المؤشرات غير المالية فتسمح بإجراء تحاليل وتعتمد على معطيات استغلالية بحتة.

---

[1] عبد الغني دادن، مرجع سابق، ص46.

[2] مريم تواتي، **مراقبة التسيير كآلية لحوكمة المؤسسات وتفعيل الإبداع** "مداخلة للمشاركة في المؤتمر الوطني الأول حول مراقبة التسيير كآلية لحوكمة المؤسسات"، **جامعة** البليدة 2017، ص 15.

4- **مؤشرات الأداء**: هي مؤشرات تقيس مستوى الأداء المحقق عن طريق التحكيم بين النوعية، الآجال والتكلفة.

5- **مؤشرات النوعية**: كدرجة رضا الزبون، نسبة الاحتياجات، الحوادث.

المطلب الثاني: المؤشرات التقليدية للأداء المالي.

يقاس الأداء المالي استنادا إلى البيانات المحاسبية المشتقة من التقارير المالية، وكل مجموعة منها تقيس مفهوما مختلفا للأداء المالي، يهتم المستثمر بالتعرف على العائد المتوقع على المال المستثمر بالمشروع لذلك يجب على المحلل بعد قياس العائد مقارنته بمعدل العائد الذي ينشده المستثمر في سوق المال فإذا كان معدل العائد المتوقع أكبر من معدل العائد المطلوب في سوق المال على هذا النوع من الاستثمارات، فهذا يعني أن الاستثمارات في المشروع مربحا، أي أن معدل العائد المتوقع في حد ذاته ليس له معنى إلا إذا وجد معدل مرجعي يقارن به، وبذلك تتم مقارنة معدل الربحية المتوقع بالمعيار الذي يحدده سوق المال[1].

حيث يتم قياس الأداء المالي بعدة مؤشرات أبرزها:[2]

أولا: مؤشرات الربحية: والربحية مصطلح نسبي، يعبر عن العلاقة النسبية بين الأرباح الصافية والمبيعات في المنشآت التجارية، وعن الأرباح الصافية وقيمة الإنتاج في المشاريع الصناعية، وتهدف هذه النسبة إلى قياس قدرة المؤسسة على النسب ومدى كفاءته في تحقيق الأرباح الصافية من النشاط العادي الذي تمارسه.

الربحية هدف أساسي لجميع المؤسسات، وأمر ضروري لبقائها واستمرارها وغاية يتطلع إليها المستثمرون، ومؤشر يهتم به الدائنون عند تعاملهم مع المؤسسة، وهي أيضا أداة هامة لقياس كفاءة الإدارة في استخدام الموارد المتاحة لديها، لذا نجد أن جهدا كبيرا من الإدارة المالية في المؤسسة يوجه بالدرجة الأولى نحو الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بهدف تحقيق أفضل عائد ممكن لأصحابها، لا تقل قيمته عن العائد الممكن تحقيقه من الاستثمارات البديلة التي تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر.

وتعكس نسب الربحية الأداء الكلي للمنشأة ومدى قدرة المنشأة على توليد الأرباح، وعادة ما تستخدم الأرباح مقياسا لفعالية وكفاءة السياسات التي تتبعها المنشاة خاصة السياسات التشغيلية والتمويلية، ويمكن القول

[1] عبد الغفار حنفي، **أساسيات التمويل المالي ودراسات الجدوى**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص91.

[2] وليد ناجي الحيالي، **التحليل المالي**، منشورات الأكاديمية العربية في الدنمارك، 2007، ص 184.

أيضا أن نسب الربحية تعكس نتائج تحليل باقي النسب المالية الأخرى وهي محصلة سياسات وقرارات المنشاة فيما يتعلق بالسيولة والرفع المالي.

وتعمل المنشأة على تحقيق هدفها في الربحية من خلال قرارين هما:[1]

- **قرار الاستثمار**: هو القرار المتعلق بكيفية استخدام المؤسسة للموارد المتاحة لاقتناء مختلف أنواع الموجودات، ويظهر أثر قرار الاستثمار في الربحية من خلال التوزيع الأمثل للموارد المتاحة للمؤسسة على مختلف أنواع الأصول بطريقة توازن بين الاستثمار المناسب في كل بند من بنود الموجودات دون زيادة تؤدي إلى أي تعطيل للموارد، ودون نقص يؤدي إلى فوات الفرص لتمكين المؤسسة من تحقيق أفضل عائد ممكن.
- **قرار التمويل**: وهو القرار المتعلق بكيفية اختيار المصادر التي سيتم الحصول منها على الأموال اللازمة للمؤسسة لتمويل الاستثمار في موجوداتها، وينعكس أثر القرار التمويلي على الربحية من خلال ترتيب مصادر الأموال من ديون وحقوق ملكية بشكل يمكن أصحاب المشروع الحصول على أكبر عائد ممكن.

تقيس نسب الربحية مدى تحقيق المؤسسة للمستويات المتعلقة بأداء الأنشطة، كما أنها تعطي إجابات نهائية عن الكفاءة العامة لإدارة المؤسسة، وسبب اختيارنا لهذه النسب هو أنها تقليدية وعلى أنها شائعة الاستخدام في قياس الأداء المالي، وبهذا الصدد سنتطرق إلى مؤشرات نسب الربحية كما يلي[2]:

1- **معدل العائد على الأصول ROA**: تشير هذه النسبة إلى الدخل المحقق على إجمالي الأصول المستثمرة في المؤسسة، ويعتبر معدل العائد على الأصول Retum on Asseets مقياس الربحية، حيث يعبر عن العلاقة بين الأرباح وحجم الأموال المتاحة للإدارة، كما أنه يؤثر على العلاقة بين النتيجة الصافية في شكل نسب مئوية[3].

ويحسب وفق العلاقة التالية:[4]

---

[1] شعبان محمد لولو، **قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم " دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين "**، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، 2015، ص33.

[2] شعبان محمد لولو، مرجع سابق، ص34.

[3] جمزة محمود الزبيدي، **التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل**، الطبعة الثانية، الوراق للنشر والتوزيع عمان،2011، ص 2.

[4] نفس المرجع السابق ، ص 2.

$$\text{معدل العائد على الأصول} = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

2- **العائد على حقوق الملكية ROE**: يهتم هذا المؤشر بقياس العائد على كل دينار مستثمر من قبل حملة الأسهم العادية، ويقوم هذا المؤشر بقياس العائد الذي يحققه المساهمون على أموال موظفة في رأس مال المؤسسة فارتفاع نتيجة هذا المؤشر يدل على كفاءة الاستثمار والتشغيل في المؤسسة.

ويحسب وفق العلاقة التالية:[1]

$$\text{العائد على الحقوق الملكية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

3- **معدل العائد على الاستثمار ROI**: يعتبر العائد على الاستثمار من المؤشرات الأساسية المستعملة لقياس الأداء للمؤسسات الصناعية، خاصة مع بداية القرن العشرين، ويقدم هذا المؤشر في شكل نسب محاسبية باعتبار أنه يتم الحصول على مكوناته من الكشوف المحاسبية، ليتم تشكيل علاقة بين الأموال المستثمرة والنتيجة المصاحبة لها، بحيث يمكن من خلالها معرفة معدل العائد الناجم عن تلك الأموال المستثمرة، ويحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{راس مال على النتيجة الصافية}}{\text{رأس مال}}$$

[1] وداد بوطيب، **قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقارنة بالمؤشرات التقليدية " دراسة حالة المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر للفترة 2000-2015"**، مذكرة ماستر، تخصص مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2015-2016، ص4.

يسمح تحليل هذه النسبة من معرفة ثلاثة تأثيرات أساسية ملخصة ضمنها وهي تسيير الهوامش تسيير الأصول خاصة معرفة دوران الأصول المتداولة، وأخيرا الأثر الخاص بالمبيعات المرتبط بالسوق[1].

4- **هامش الربح على المبيعات ROS**: يتم حساب هذه النسبة بقسمة صافي الربح بعد الضريبة على المبيعات، وينتج عنها الربح المحقق عن كل دينار مبيعات، وتقيس هذه النسبة – في الواقع – النسب المئوية التي يمكن أن ينخفض سعر البيع قبل أن يحقق المشروع خسائر فعلية[2].

ويحسب وفق العلاقة التالية :[3]

$$\text{هامش الربح} = \frac{\text{صافي الربح بعد ضريبة}}{\text{المبيعات}}$$

ثانيا: مؤشرات السيولة: يستعمل مصطلح السيولة للتعبير عما يلي:[4]

- **النقد الجاهز**: أو صافي التدفق النقدي، والذي هو عبارة عن التدفق النقدي الداخل مطروحا التدفق النقدي الخارج.
- **سيولة الشركة**: وجود أموال سائلة (نقد وشبه نقد) كافية للشركة لمقابلة التزاماتها في مواعيد استحقاقها.
- **سيولة الأصل**: تعني سهولة وسرعة تحويل هذا الأصل إلى نفد جاهز وبدون خسائر تذكر حسب السير الطبيعي للأمور.
- **وإدارة السيولة**: هي القدرة على توفير الأموال بكلفة معقولة لمواجهة الالتزامات عند استحقاقها، وتهدف إدارة السيولة للمحافظة على استمرار عمل الشركة، وإبعاد مخاطر العسر المالي عنها، وللعسر المالي نوعان[5]:

---

[1] هواري السويسي، **دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة**، جامعة ورقلة، مجلة الباحث، العدد 2009/07 – 2010، ص 56.

[2] محمد صالح الحناوي، رسمية قرياقص، **أساسيات الإدارة المالية**، قسم إدارة الأعمال، الإسكندرية، 1997، ص 76.

[3] نفس المرجع السابق، ص 76.

[4] فايز سليم حداد، **الإدارة المالية**، الطبعة الثانية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن2008 ، ص ص (17 18).

[5] فهمي مصطفى الشيخ، **التحليل الدالي**، الطبعة الأولى، رام الله، فلسطين،2008 ، ص30.

أ- **العسر المالي الفني**: وهي الحالة التي تكون فيها قيمة موجودات الشركة أكبر من مطلوباتها (التزاماتها)، أي أن للشركة قيمة صافية موجبة لكنها لا تقدر على مواجهة الالتزامات في مواعيدها، وقد ينشأ ذلك عن التوسع في الاستثمار في أصول غير قابلة للتحويل إلى نقد بسرعة، ويمكن التغلب على هذا النوع من العسر بتسييل ما يمكن الاستغناء عنه من الاستثمارات، وجدولة الديون.

ب- **العسر المالي الحقيقي**: وهي الحالة التي يكون فيها قيمة موجودات الشركة أقل من التزاماتها، أي أن القيمة الصافية للشركة سالبة أي مشكلة سيولة عويصة وعدم القدرة على مواجهة الالتزامات في موعدها، لذا كثيرا ما يقود العسر المالي الحقيقي إلى الإفلاس أو التصفية، وخاصة عند إصرار الدائنين على تحصيل حقوقهم وتقليل خسائرهم.

تحرص البنوك قدر استطاعتها على تلبية رغبات عملائها المودعين والمقرضين في السحب والإيداع، وخشية أن تفاجأ بموجات من السحب قد تعجز عن مواجهتها إذا ما توسعت في سياسة الإقراض، فهي تعمل على توفير جانب من مواردها المالية على شكل نقد سائل، وبالرغم من أن النقد السائل قد تقابله ودائع تدفع البنوك بسببها فوائد لأصحابها، فإنها تتحمل عبء تلك الفوائد في نظير المحافظة على سمعتها المالية، وتعد السيولة من أهم السمات الحيوية التي تتميز بها البنوك عن الوحدات الاقتصادية الأخرى، ففي الوقت الذي تستطيع الوحدات تأجيل سداد ما عليها من مستحقات ولو لبعض الوقت فإن مجرد إشاعة عدم توفر سيولة لدى البنك كفيلة بأن تزعزع ثقة المودعين وتدفعهم لسحب ودائعهم مما قد يعرض البنك لمخاطر مالية[1].

وهناك مؤشرات عدة للسيولة منها:

1- **السيولة النقدية**: وتحسب وفق العلاقة التالية:

السيولة النقدية =(النقد في الصندوق / إجمالي ودائع العملاء) ، تشير هذه النسبة إلى مدى كفاية الأصول النقدية السريعة على سداد ودائع العملاء، ويتم حساب السيولة النقدية في الخزائن والصناديق والصراف الآلي بشكل

[1] فهد نصر محمود، **أثر السياسات الاقتصادية في أداء المصارف التجارية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص ص (61 63).

يومي لكل فرع وللبنك بصفته وحدة واحدة، ولقد حددت سلطة النقد الحد الأدنى للسيولة النقدية ب (4%) لكل عملة و(7%) لإجمالي العملات[1].

2- **السيولة قانونية:** وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة السيولة القانونية} = \frac{\text{السيولة النقدية + السيولة شبه النقدية}}{\text{إجمالي الودائع}}$$

وتعكس هذه النسبة قدرة البنك على مواجهة طلبات السحب من لدى المودعين لدى البنك مما يتوفر لديه من أرصدة نقدية وشبه نقدية، وأن ارتفاع هذه النسبة تزيد من قدرة البنك على الوفاء بالتزاماته المالية، والمقصود هنا بشبه النقدية هو (النقد في الصندوق والأرصدة لدى المصارف ولدى سلطة النقد التي تستحق خلال شهر وسندات الخزينة والقروض قصيرة الأجل، إضافة إلى ودائع العملاء الجارية والآجلة وأرصدة المصارف وأرصدة سلطة النقد التي تستحق خلال شهر)[2].

3- **نسب السيولة السريعة:** تعتمد هذه النسبة على الأصول السريعة التحول إلى نقدية لقياس درجة السيولة التي تتمتع بها المؤسسة، ويتم حساب هذه النسبة وفق العلاقة التالية[3]:

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{الأصول متداولة—المخزون السلعي}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

تعتبر هذه النسبة مشابهة لنسب التداول، إلا أنها لا تشتمل على مخزون البضاعة، كأصول يمكن تصنيفها بالسرعة المطلوبة، وبتالي فان هذه النسبة تستخدم معايير أكثر تشددا في قياس قدرة المؤسسة على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل ويتطلع المحللين الماليين إلى سيولة سريعة كهدف مقبول لهذه النسبة، لأن المؤسسات مع نسب أقل

---

[1] زاهر صبحي بشناق، **تقييم الأداء المالي للبنوك الإسلامية والتقليدية باستخدام المؤشرات المالية «دراسة مقارنة للبنوك الوطنية العاملة في فلسطين** "، رسالة ماجستير، قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة، 2011، ص33.

[2] زاهر صبحي بشناق، مرجع سابق، ص 35.

[3] رزيقة تالي، **تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية "دراسة حالة مؤسسة تجهيزات المنزلية EDIED** ، مذكرة ماستر، تخصص إدارة أعمال، جامعة أكلي محند أولحاج، بويرة 2011-2012، ص 48.

من الواحد الصحيح ينبغي أن ينظر إليها بحذر شديد، أما إذا كانت نسبة السيولة السريعة أقل بكثير من نسبة التداول، فهذا يعني أن الأصول المتداولة تعتمد اعتمادا كبيرا على المخزون السلمي، مثل محلات التجزئة[1].

ثالثا: نسب المديونية أو الرافعة المالية: وهي مجموعة من المؤشرات المالية التي تستهدف تقييم مدى قدرة الشركة على تحقيق التوازن بين مصادر التمويل الممتلكة والمقترضة وبما يتماشى الظروف الاقتصادية السائدة، ومن نسب هذه المجموعة نجد (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، إجمالي الديون إلى حقوق الملكية، معدل تغطية الفوائد ونسبة الاستقلالية المالية)[2].

تقيس نسب المديونية أو الاقتراض أو نسب الرفع المالي درجة اعتماد المؤسسة على الأموال المقترضة في تمويل أنشطتها، ويكتسب المدى الذي تذهب إليه المؤسسة في الاقتراض أهمية خاصة من جوانب عدة أهمها التأثير على كل من العوائد والخطر، إذ أن التمويل باستخدام الإقراض قد يؤدي إلى زيادة الربحية للمؤسسة مقارنة بالتمويل عن طريق أموال الملكية، حيث يسمح بخصم فوائد لقروض من وعاء الضريبة على الدخل الأمر الذي يعني أن التمويل باستخدام القروض يرتب ميزة ضريبية قد لا تكون متاحة بالنسبة لمصادر التمويل الأخرى، الأمر الذي يعني أن التمويل باستخدام القروض يرتب ميزة ضريبة قد لا تكون متاحة بالنسبة لمصادر التمويل الأخرى بيد أنه من ناحية أخرى ثمة مخاطر تكتنف تزايد الاعتماد على الإقراض في تمويل أنشطة المؤسسة تتمثل في احتمال عدم قدرة المؤسسة على سداد القروض وفوائدها الأمر الذي قد يؤدي إلى إفلاس المؤسسة وتصفيتها وتعريض أموال المستثمرين للضياع، ونتيجة لذلك تكتسب نسبة الاقتراض أهمية خاصة لكل الأطراف المعنية للمؤسسة[3].

وتتمثل نسب المديونية في:

1- **إجمالي الديون / إجمالي الأصول:** تعد هذه النسبة مقياسا لعملية تمويل استثمارات المشروع من خلال الاقتراض، أي تقيس مدى اعتماد المؤسسة على أموال الغير لتمويل أصولها. كلما انخفضت هذه النسبة دل ذلك على انخفاض عبء الديون التي يمكن أن تتحملها المؤسسة، ومن ثم القدرة على السداد، وهذا ما يفضله

---

[1] رزيقة تالي، مرجع سابق، ص 48.

[2] إيمان حجاج، **دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير القيمة السوقية للأسهم «دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة الكويت 2011-2016"**، مذكرة ماستر علوم اقتصادية، تخصص مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2016-2017، ص6.

[3] اوراغ اوناسة، **أثر التحليل المالي على أداء المؤسسة " دراسة حالة المؤسسة مطاحن الزيبان القنطرة (بسكرة) "**، مذكرة ماستر، قسم علوم التسيير، تخصص فحص محاسبي، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015 – 2016، ص 39.

المساهمون على عكس الملاك الذين يفضلون زيادته لما تعني لهم زيادة في عوائدهم، وعدم قدرة المؤسسة على الوفاء بديونها يعرضها لمخاطر مالية مما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف التمويل[1].

2- وتحسب وفق العلاقة التالية:[2]

$$\text{نسبة إجمالي الديون إلي إجمالي الأصول} = \frac{\text{إجمالي ديون}}{\text{إجمالي موجودات}}$$

3- **ديون طويلة الأجل / إجمالي الأصول**: تصف هذه النسبة حصة الدائنين بالنسبة الى إجمالي حقوق المطالبة بأصول الشركة، وكلما ارتفعت هذه النسبة كلما زادت المخاطر بالنسبة للمقترضين، وتحتسب وفق العلاقة التالية[3]:

$$\text{نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{إجمالي موجودات}}$$

4- **إجمالي الديون / حقوق الملكية (الأموال الخاصة)**: تقيس هذه النسبة مدى اعتماد المؤسسة على أموال الغير في تمويل نفسها وبتالي زيادة المخاطر التمويلية ومخطر عدم السداد في الأجل الطويل، كلما كانت هذه النسبة مرتفعة دل ذلك على اعتماد المؤسسة على اقتراض في التمويل أصولها، وكلما كانت منخفضة دل ذلك على اعتمادها على حقوق مساهمي ها في تمويلها، وتحسب وفق العلاقة التالية:[4]

$$\text{نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{حقوق ملكية}}$$

---

[1] صفاء ستو، **تأثير نسب السيولة ونسب المديونية على القيمة السوقية للشركة المسعرة في البورصة " دراسة لعينة من الشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2009–2014"**، مذكرة ماستر، قسم العلوم المالية والمحاسبة، تخصص مالية المؤسسة، 2015–2016، ص7.

[2] نفس المرجع السابق، ص7.

[3] محمد نعيم الحلو، **دور المعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد غير عادية " دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية للفترة 2004 –2008"**، **رسالة** ماجستير، قسم المحاسبة والتمويل، غزة، 2010، ص 71.

[4] شهرزاد قاسمي، **الرفع المالي كمؤشر لتقييم الأداء المالي للمؤسسة**، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012، ص 42.

5- **نسبة الديون طويلة الأجل / حقوق الملكية:** تقيس هذه النسبة حجم الديون طويلة الأجل المستخدمة في التمويل مقارنة بحق الربحية، وتسمى هذه النسبة عادة بنسبة المديونية ويرى المحللون أن النسبة 100% تمثل الحد الأقصى للرفع المالي وإذا زادت عن هذا الحد فان ذلك يعني أن الشركة تعتمد أكثر على الديون في تمويل أصولها الأمر الذي يعرضها لمخاطر مالية عالية، أي لا يجب أن تزيد عن 100%، وذلك وفق العلاقة التالية[1]:

$$\text{نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{حقوق الملكية}}$$

رابعا: تدفق خزينة الاستغلال / إجمالي الديون: تعبر عن مساهمة التدفقات المتولدة عن الاستغلال في تغطية إجمالي الديون، أي مدى مساهمة هاته التدفقات في تجنيب المؤسسة الإفلاس أو بيع أصولها[2].

1- أبرز الانتقادات على مؤشرات الأداء التقليدية:

بالرغم من الدور المهم والحيوي الذي لا زالت أساليب التقييم التقليدية تلعبه وأنها الأكثر استخداما حتى هذه اللحظة خاصة في الدول النامية، إلا أنها تعاني من العديد من المآخذ والقصور التي تحد من دورها ولربما يؤدي إلى نتائج غير سليمة، وتتمثل أهم جوانب القصور فيما يلي:[3]

- عدم المقدرة على تحديد القيمة الاقتصادية الحقيقية لثروة الملاك والتي تنعكس على القيمة السوقية لأسهم الشركة.

---

[1] نسيمة بلحاج، **آثر مؤشرات السيولة والربحية على الرفع المالي " دراسة تطبيقية لعينة من شركات المساهمة في ولاية ورقلة للفترة 2011-2015"**، مذكرة ماستر، تخصص تقنيات الكمية في المالية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2016-2017، ص11.

[2] رشيد حفصي، **تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر**، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2010-2011، ص44.

[3] شبلي عبد المحسن توفيق، **استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي والتشغيلي في الوحدات الاقتصادية**، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 23/ 2009، قسم المحاسبة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، ص ص(144-145).

- تجاهل كلفة التمويل عن طريق الملكية أو الأسهم في احتساب الربح المحاسبي، إذ أنه من المتعارف عليه أن الربح المحاسبي يأخذ في الحسبان كلفة التمويل فقط عن طريق القروض والسندات ويتجاهل كلفة التمويل بالملكية تماما مما قد يعطي الانطباع في كثير من الأحيان بأن أداء الشركة مرضيا، مع العلم بأنه لو تم أخذ هذه التكلفة في الحسبان لتغيرت نتيجة التقييم.

- الاعتماد بصفة أساسية على المعلومات المحاسبية التاريخية القائمة على مبدأ الاستحقاق، إذ قد تصبح هذه المعلومات قديمة وغير ذات قيمة في حالة التضخم، وأنها تعتمد على قياس الأرباح وليس التدفقات النقدية الأهم بالنسبة لبقاء الوحدة الاقتصادية ونجاحها والاستمرار في أعمالها وتحقيق أهدافها الاستراتيجية.

- عدم فاعليتها في كشف حالات التعثر والإفلاس التي تتعرض لها المنظمة، فضلا عن عدم مقدرتها على مساعدة المستثمرين الحاليين والمرتقبين في تحديد قراراتهم الاستثمارية السليمة، وذلك بسبب ارتكاز المؤشرات التقليدية للأداء على المعلومات المحاسبية المعدة على أساس الاستحقاق والقيم التاريخية والطرائق المحاسبية.

بذلك يتبين مدى الأهمية التي يلعبها التحليل المالي، ودوره في عملية اتخاذ القرار وقدرته على إشباع اهتمامات العديد من الأطراف المختلفة سواء الداخلية منها أو الخارجية. كما أن التحليل المالي باستخدام مؤشرات القياس المبنية على النموذج المحاسبي(مؤشرات الأداء التقليدية)تتمتع بقدر واسع من المرونة والديناميكية التي تستطيع من خلالها تقييم وقياس أداء مجالات متنوعة، كأداء أنشطة وأقسام محددة معينة أو الأداء الكلي للمنشأة، وبالرغم من الأهمية و المزايا التي نالتها هذه المؤشرات إلا أنها ظلت مقيدة بالعديد من السلبيات التي أعاقت فاعليتها، مما زاد الحاجة إلى أدوات ومؤشرات تقييم جديدة تبنى على أساس تجاوز تلك الانتقادات والعيوب، يمكن الاعتماد عليها في توفير معلومات إضافية ملائمة وأكثر نفعا من باقي المؤشرات الاخرى، وذلك من خلال الدمج بين الربح المحاسبي والربح الاقتصادي ومحاولة خلق القيمة للمساهمين ومن أبرزها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA[1].

المطلب الثالث: مؤشرات الحديثة لأداء المالي.

1) القيمة الاقتصادية المضافة EVA:

[1] شعبان محمد عقيل شعبان لولو، مرجع سابق، ص 39.

عرفت شركة الاستشارة الأمريكيةStern Stewart ستيرن ستيورت القيمة الاقتصادية المضافة بمقياس 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، وعرفت بأنها القيمة المضافة من قبل المؤسسة أثناء ممارسة النشاط برأس مالها أي أنها الربح الاقتصادي بعد سداد تكلفة رأس المال[1]. "وسنتطرق بالتفصيل لكل ما يخص القيمة الاقتصادية المضافة في المبحث الثاني".

2) القيمة السوقية المضافة MVA:

طورت شركة Stern Stewart ستيرن ستيورت مقياس اقتصادي أخر للأداء أسمته مقياس القيمة السوقية المضافة وهو الفرق بين القيمة السوقية للشركة ورأس المال المستثمر، ويستخدم هذا المقياس لتقييم أداء المنظمة منذ إنشائها إلى تاريخ المعلومات التي يتم تحليلها، ويمكن استخدام هذا المقياس لمقارنة أداء المنظمات في قطاعات اقتصادية مختلفة[2].

فهي تمثل فائض القيمة الذي يحصل على قيمة السهم وثروة الملاك، عليه المستثمرين بعد تنازلهم أو بيع أسهمهم، إذ يمكن هذا الفائض للقيمة من قياس الأداء الخارجي للمؤسسة (القيمة البورصية للمؤسسة)[3].

والجدير بالذكر أن مؤشر القيمة السوقية المضافة يقوم على افتراضيين أساسين يتوجب توفرهما معا وإلا ترتب عن ذلك إمكانية عدم استخدامه أو الإخلال بمصداقيته وهما:[4]

- للمؤسسة أسهم عادية متداولة في السوق ولها بتالي قيمة سوقية.
- السوق الذي تتداول فيه تلك الأسهم هي سوق كفء بمعنى أن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه تعكس الأداء المستقبلي للمؤسسة.

---

[1] بلقاسم قريشي، **دراسة القدرة التفسيرية لمؤشرات خلق القيمة والمؤشرات التقليدية للأداء المالي" لشركات المدرجة في بورصة البحرين لمفترة 2009/2013"**، مذكرة ماستر في علوم المالية والمحاسبة، تخصص مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة،2014، ص ص (9-10).

[2] مريم شكري محمود نديم تقييم، **الأداء المالي باستخدام بطاقة الأداء المتوازن "دراسة اختبارية في شركة طيران الملكية الأردنية"**، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط 2012-2013، ص46.

[3] بحرية مواعي، **التقييم المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل المعايير المحاسبية الدولية**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي شلف ،2016، ص 170.

[4] منير إبراهيم الهنيدي، **الإدارة المالية مدخل معاص**، الطبعة الرابعة مكتب العربي الحديث، الإسكندرية مصر، 1999، ص20.

يعد كل من **EVA**مؤشر و **MVA**مؤشرات لقياس الأداء حيث يستخدم الأول في تقيم الأداء الداخلي للمؤسسة ويقوم مؤشر بتقييم الأداء الخارجي أو سوقي للمؤسسة حيث تحسب لكل سنة بينما **MVA** لعدة سنوات وهذا يعني أنه يعكس صافي القيمة الحالية للمؤسسة وذلك بتحيين القيمة الاقتصادية مضافة لعدة سنوات وتحسب وفق الطرقتين[1]:

تحسب بالعلاقة التالية:[2]

$$\mathbf{MVA= \sum_{t=1}^{n} \frac{EVAt}{(1+K)^t}}$$

حيث:

EVAt : القيمة الاقتصادية للفترةt.

Kt: تكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال في الفترةt.

كما يمكن تعريف القيمة السوقية المضافة **MVA** للمنشأة على أنها الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية للمؤسسة والتي تعد الطريقة الأخرى لإيجاد MVA وتحسب وفقا كتالي:[3]

القيمة السوقية المضافة MVA = القيمة السوقية للمنشأة – القيمة الدفترية

وتتمثل قيمة المنشأة في الديون مضافا إليها قيمة حقوق الملكية وإذا ما أخذنا بعين الاعتبار لفرضية تكافئ القيمة السوقية والدفترية لديون فإن عبارة القيمة السوقية المضافة يمكن تبسيطها إلى:

القيمة السوقية المضافة MVA= القيمة السوقية لحقوق الملكية – القيمة الدفترية للحقوق

[1] حميدة رمضاني، سوسي الهواري، قياس **أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الأداء الحديثة "دراسة حالة مجمع صيدال لفترة 2010/2015** "، مجلة الوحات لبحوث والدراسات، المجلد 10 العدد 02 /2017، ص 804.

[2] هواري سويسي، مرجع سابق، ص 62.

[3] حميدة رمضاني، سوسي الهواري، مرجع سابق ، ص 805.

المبحث الثاني: مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA

المطلب الأول: مدخل مفاهيمي لخلق القيمة

من أجل الوصول إلى هدف تعظيم القيمة من وجهة نظر المساهم، تسعى مختلف المنظمات لتبني مقاييس أكثر تعبيرا عن هذا الهدف واستخدامها سواء على المستوى الداخلي في التسيير وتقييم الأداء أو على المستوى الخارجي من أجل توفير المعلومات حول القيمة للمساهمين في السوق المالي. وفي هذا الإطار عملت مختلف الشركات الرائدة على تبني مقاييس الأداء الحديثة المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم والتخلي تدريجيا عن المقاييس المحاسبية التقليدية نظرا للسلبيات التي تميزها. وتشترك مختلف مقاييس القيمة الحديثة في فكرة أساسية

تتمثل في مقارنة التدفقات النقدية التي يمكن للمنشأة أن تحققها مع تكلفة رأس المال المستثمر والمستخدم في تحقيق هذه التدفقات[1].

أولا: تعريف خلق القيمة:

لا يعتبر مفهوم خلق القيمة حديثا فقد تطرق إليه ألفرد مارشال سنة 1890 تحت اسم الربح مضروب في الفارق بين العائد على الاستثمار وتكلفة رأس المال، كما أنه الربح المتبقي المتاح للمساهمين بعد حسم مكافأة رأس المال من هنا نقول أن المؤسسة قامت بخلق القيمة عندما تحقق مردودية الأصل الاقتصادي أكبر من تكلفة التمويل وهي تكلفة الديون والأموال الخاصة أو ما يعرف بتكلفة رأس المال المستثمر، يوجه جزء من هذه القيمة المحققة وفق النظرية المالية لمالكي المؤسسة وأخر لمختلف الأطراف ذات العلاقة معها[2].

وإن خلق القيمة للمساهمين أصبح يعد نموذجا لتقييم الأداء الاقتصادي للمؤسسة وتعرف القيمة التساهمية على أنها القيمة الاقتصادية لمؤسسة ما بعد طرح ديون كما تعرف القيمة التساهمية المخلوقة كزيادة في المردود المولد من قبل أنشطة المؤسسة بعد تغطية تكاليف موارد تمويل المؤسسة، وتعتبر مرجعية القيمة التساهمية التقييم بأسواق رؤوس الأموال وبالتالي يتم هذا التقييم خارجي ويتم الحكم على القرارات التي اتخذتها المؤسسة على أساس أثرها أي القرارات على تقييم المستثمرين لأداء المؤسسة. وجدت لهذا الغرض مجموعة من المقاييس من أهمها نموذج القيمة الاقتصادية المضافة وجدت لهذا الغرض مجموعة من المقاييس من أهمها نموذج القيمة الاقتصادية المضافة EVA[3].

ثانيا: مبادئ وأهداف خلق القيمة:

1- مبادئ خلق القيمة:

أ- تحقيق أقصى قدر من الثروة. النهج الذي يكمن وراء خلق القيمة هو نهج التعاقدي فهي ملك المساهمين الذي يختارون قادتهم ومندوبي السلطة لإدارة رؤوس أموالهم وعلاقة المساهمين بالموردين والموظفين والمستهلك التعاقدية هي

---

[1] هشام بحري، **مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم بين النظرية والتطبيق**، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2011/01-2012، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر ص 12.

[2] الشريف ريحان، مريم نايت، **قياس مدى قدرة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية على خلق القيمة "دراسة حالة مجمع صيدال لصناعة الصيدلانية 2014/2010"**، مقال، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية، جامعة باجي مختار عنابة، ص 3.

[3] يوسف **بن حمودة، خلق القيمة من خلال إدارة المعرفة داخل المؤسسة، أطروحة دكتوراه**، قسم العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، 2014-2015، ص 100.

أكثر أو أقل استقرارا، فكل شريك من المرجح أن يجد ما يصبو إليه من علاقته التعاقدية ولكن كلها تصب في إيطار خلق مضافة للمساهمين.

ب- لخلق القيمة يجب أن نعترف أن رأس مال له ثمن الأسهم ليست مصدر بدون مقابل لأن الأسهم هي من الأصول المحفوفة بالمخاطر تتطلب معدل عائد مرتفع، وإذا لم يكن رأس المال المدفوع على نحو كفء فإن إعادة توزيع رأس المال على أنشطة الأخرى من المرجح أن يوفر عائدا أعلى.

ت- إذا كانت المؤسسة ليست لديها قدرة الأداء التي هي أكبر من تكلفة الأموال الأسهم والديون فإنه لا ينبغي أن تبحث في الاستثمار أو التنويع يل يجب أن تستخدم التدفق النقدي من خلال ما يدفع للمساهمين في شكل أرباح أو إعادة شراء حصة، ومن ثم فإن المقصود بهذه المبادئ هو توفير التدبير المسبق من فرصة الاستثمار وتدبير اخر من الأداء المالي[1].

2- أهداف خلق القيمة:

من بين أهم الأهداف نذكر:[2]

- تعظيم قيمة الأسهم المشكلة لرأس مال المؤسسة.
- تعديل سياسة توزيع الأرباح المحققة.
- رسم استراتيجيات البقاء لمواجهة ما يصادف المؤسسة من مشاكل.
- توليد أو تحقيق تدفقات نقدية كافية لضمان حد أدنى من التوزيعات على المساهمين.

ولعل أهم وأبرز هدف هو:

✓ خلق القيمة للمساهم أي تعظيم ثروة الملاك في الأجل الطويل.

ثالثا: النتائج العامة لتطور مفهوم القيمة:

نتج عن تطور مفهوم خلق القيمة نتيجتين أساسيتين هما:[3]

---

[1] سميحة بوحفص،دور **نظام المعلومات في حساب مؤشر لقيمة الاقتصادية المضافة "دراسة حالة مؤسسة صناعة الكوابل فرع جنرال كابل- بسكرة "**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص محاسبة جامعة محمد خيضر بسكرة2012-2013،ص 26.

[2] نفس المرجع السابق، ص 8.

[3] السعيد بريكة، سمير مسعي، تقيم **المنشأة الاقتصادية مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA**، مقال جامعة أم البواقي، جامعة خنشلة، ص 08.

1- **التركيز على المردودية:** لقد جعلت التطورات التي حدثت في نهاية الثمانينيات المنشأة الاقتصادية تركز على العائد نظرا لارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية في تلك الفترة، ونتج عن ذلك إعادة دفع لمرجعية المنشأة ونظرتها للعائد، حيث أن تكلفة الفرصة البديلة أو اقتناء الاستثمارات ازدادت والسبب هو التوزيع الجيد للتوظيفات المالية المختلفة، بالموازاة شهدت نفس الفترة نمو لمقاييس العائد وتعددها بسبب ظهور منتجات مالية جديدة أضف إلى ذلك الدور الذي لعبته صناديق المعاشات في الترجيح ويتجلى واضحا بتركيزها عند التقييم على أساس العائد.عادة ما ينتظر المساهمون عائد مناسب بأخذ عين الاعتبار أسعار الفائدة والخطر الملازم للمنشاة ... الخ، هذا ما جعل كبرى المنشآت العالمية تهتم بالعائد الذي يمنح للمساهم، وأما بالنسبة لصناديق المعاشات فانتشار مفهوم خلق القيمة جعلها تتبنى إجراءات التحكيم وإعادة التخصيص المتكررة في تركيب محفظتها المالية حسب التقييم الوارد حول صكوك المنشآت المشكلة للمحفظة، الشيء الذي ساهم في تمركز المنشآت حول العائد وأعادت تعريفها لتوجهاتها الاستراتيجية.

2- **تغيير نمط إدارة المنشاة** : إن تغيير اتخاذ القرارات على مستوى المنشأة الاقتصادية وسبل إدارتها من خلال ما يسمى الآن الحوكمة المؤسساتية، أعطى لها شفافية في التسيير ذلك أن الإدارة تدمج السلطة الثانية المتمثلة في المساهمين وباقي الشركاء كنتيجة لتجسيد مفهوم خلق القيمة، وقد قام بها المسيرون في إطار الاتصال المالي الاستراتيجي بعرض النشرات المالية المختلفة... بالإضافة إلى تقرير لجنة المراقبة باعتبار أن هذه الأخيرة مستلقة عند إعدادها لتقريرها حول نشاط المنشاة، أضف إلى ذلك عنصر مهم يتعلق بسياسة التوزيعات على الشرائح المختلفة من الإجراء، فقد حقق المسيرون وإطارات المنشآت في سنوات التسعينات جزءا من التوزيعات مرتبط بإصاباتهم ويتجلى ذلك من خلال مؤشرات التقييم والعائد، تكشف هذه الوضعية عن ارتباط مباشر بين خلق قيمة للمساهم مع عمل المسيرين أي أن عمل هذا الأخير مرتبط بعوائد السهم .

المطلب الثاني :القيمة الاقتصادية المضافة EVA

أولا: مدخل تاريخي للقيمة الاقتصادية المضافة:

يتميز الربح الاقتصادي أو الدخل المتبقي بكونه أحد أكبر المفاهيم اتساعا للقيمة الاقتصادية المضافة، حيث ظهر تعريف هذه الأخيرة منذ أكثر من قرنين خاصة ما تداوله "**هاملتون**" في كتابه مقدمة في المبيعات عام 1777م، وكذا ما تداوله" مارشال " في كتابه مبادئ الاقتصاد عام 1890 م. الإدارة، بل أصبح أيضا عبارة عن مؤشرات لخلق القيمة، يسترشد بها المستثمرون وحملة الأسهم للحكم على قدرة الإدارة في تعظيم القيمة

السوقية للشركة .هذا المعيار الحديث حل محل بعض المؤشرات التقليدية كمعدل العائد على حق الملكية، معدل العائد على الموجودات، خصم التدفقات النقدية وصافي القيمة الحالية...الخ. القيمة الاقتصادية المضافة أزالت كل الغموض المتعلق بربط القرارات المالية، لا بل أنها أصبحت لغة عامة لكل الوظائف التشغيلية والإدارية في الشركة لأغراض المتابعة والرقابة والتقويم، لقد ارتبط في الولايات المتحدة " **Stern Stewart** " معيار القيمة الاقتصادية المضافة بالعلامة التجارية لشركة الأمريكية، إذ بدأت الشركة بتنفيذ هذا المعيار كمدخل لقياس الأداء، ومع مرور الوقت تم إدخال بعض التغيرات على هذا المؤشر[1].

ثانيا: مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة: كنا قد عرفنا القيمة الاقتصادية سابقا من منظور Stern Stewart وتعرف القيمة الاقتصادية المضافة أيضا على أنها مؤشر لقياس الأداء وفي نفس الوقت طريقة للتسيير، كما أنه طريقة للتحفيز بحيث نجده يقوم بقياس أداء مسيري المؤسسات أمام المساهمين، فبذلك تصبح وسيلة تدفع المسيرين لبذل جهود نحو تحسين أداء مؤسساتهم ويتم وفق هذا المؤشر ربط المسيرين بالمؤسسة وتحسسيهم بها وفق منطق النتائج من خلال العلاقة التي تربط النتائج بالأموال التي تحت تصرف كل مسير من جهة، ووفق تكلفة رأس المال التي تمثل التعويض الذي يحصل عليه أصحاب الأموال، ممثلين في المساهمين بالدرجة الأولى من جهة ثانية[2].

وتعرف بأنها الربح الاقتصادي الكمي، بمعنى أنها ليست النتيجة المحاسبية الصافية التقليدية ولكنها الفائض الناتج بعد طرح تكلفة الأموال الإجمالية بما فيها تكلفة الأموال الخاصة، القيمة الاقتصادية المضافة تساوي الفرق بين نتيجة صافي الدخل التشغيلي بعد الضريبة والتكلفة الكمية لمبلغ الأموال المستثمرة[3].

ثالثا: أهمية القيمة الاقتصادية المضافة EVA:

تكمن أهمية القيمة الاقتصادية فيما يلي:[4]

- يوضح المعيار التحسن المستمر والفعلي لثروة المساهمين.
- مقياس حقيقي للأداء التشغيلي والإداري.

---

[1] بن مالك عمار، **المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء "دراسة حالة شركة إسمنت السعودية للفترة الممتدة 2006–2010 "**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة 2010-2011، ص99.

[2] هواري سويسي، مرجع سابق ، ص،61.

[3] سعاد معاليم، بوحفص سميحة، **إنشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة " دراسة حالة مؤسسة صناعة الكوابل فرع جنرال كابل بسكرة"**، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 30 سبتمبر 2017، جامعة بسكرة، جامعة خنشلة، ص 405.

[4] أرشد فؤاد التميمي، عدنان تايه النعيمي، **التحليل والتخطيط المالي " اتجاهات معاصرة"**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص ص(140-141).

- معيار لنظم الحوافز والتعويضات لمدراء المؤسسات.
- معيار لقياس النمو الحقيقي لربحية المؤسسة في الأجل الطويل.
- 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.
- أداة للمفاضلة بين الفرص الاستثمارية المتوقعة.
- أداة للتقييم الشامل لعملية اتخاذ القرارات الإدارية والمالية.
- معيار ينشئ لغة مشتركة لجميع العاملين في المؤسسة في إطار الرقابة والمتابعة.

رابعا: محددات استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافةEVA :

وتتمثل محددات استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية فيما يلي:[1]

- **فورقات حجم المؤسسة:** إذ أن بعض المؤسسات يصعب لها التعامل مع هذا المعيار لا سيما المؤسسات المالية والحديثة التأسيس.
- **الاتجاهات المالية:** إذ أن EVA تعتمد في حسابها على المداخيل المحاسبة المالية للإيراد والنفقات وفي هذه الحالة يستطيع المدراء معالجة هذه الأرقام المحاسبية بشكل يؤثر على عمليات اتخاذ القرارات، إذ بالإمكان المناقلة لهذه القرارات بين الفترات المحاسبية وعلى شكل سيناريوهات تولد الثقة والقناعة لدى المستثمرين وحملة الأسهم بأداء المؤسسة.
- **الاتجاهات في الأجل القصير:** إذ أن معيار EVA ينظر إلى فترات سابقة، وعليه فإنها تتعامل مع نتائج حالية لا تأخذ بعين الاعتبار دور الإبداع والابتكار في تكنولوجيا المنتوج والعمليات، والتي تحتاج إلى أجل طويل لإنشاء القيمة وعليه إدخال نفقات الإبداع والابتكار ضمن الفترة المحاسبية لل EVA ربما يخفض من قيمتها الأمر الذي يعكس نتائج غير دقيقة للأداء.

خامسا: الفرق بين مقياس القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية:

[1] سعاد معاليم، بوحفص سميحة، مرجع سابق ، ص406.

تُعد القيمة الاقتصادية المضافة EVA منذ خمسة عشر سنة مضت مقياساً متميزا لأداء العمليات، وهي مطبقة فعلياً في جميع الصناعات بسبب مزاياه الآتية:[1]

- لها علاقة قوية مع تكوين القيمة السوقية المضافة في توفير نظم تقويم الأداء.
- توفر بيئة صالحة لتطبيق نظم محاسبة المسؤولية ومجالاً لمساءلة الإدارة عن جميع النتائج الاقتصادية لوحدة.
- يمكن استخدامها كأساس لجميع عمليات صنع القرارات المالية ووضع الاستراتيجيات المالية.
- وسيلة فعالة كبرنامج للحوافز.
- وسيمة فاعلة للاتصالات الداخلية والخارجية.

وتتميز القيمة الاقتصادية المضافة EVAعن المؤشرات التقليدية المتعارف عليها في أنه يأخذ في الاعتبار التكلفة الكلية لرأس المال (المقترض و المملوك) ،كما أن حسابه يتطلب إجراء العديد من التعديلات والتسويات على الربح المحاسبي ورأس المال المستثمر وغيرها، والهدف منها الوصول إلى صافي الربح الاقتصادي وبالتالي يتم استبعاد بعض التسويات المحاسبية التي لا يترتب عليها تدفقات نقدية فضلا عن تعديل رأس المال المستثمر لكي يعكس قيمة الموجودات المستثمرة بالوحدة وكذلك فإن استبعاد أثر السياسات المحاسبية يؤدي إلى إمكانية إجراء المقارنة بين نتائج أداء الوحدات المختلفة أو الأقسام المختلفة داخل نفس الوحدة، كما يساعد ذلك في تقليل الفرص أما الإدارة لاستخدام سياسات محاسبية هدف إلي التحكم بالربحية.إن كلا من مقياس الربح المحاسبي و العائد على الاستثمار يختلفان في الهدف والمفهوم عن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة(EVA) ، حيث أن ارتفاع قيمة كلا منهما لا تعني تحقيق القيمة لحملة الأسهم، فهدف كل منهما يتمثل في زيادة الأرباح المحاسبية بينما يتمثل هدف مقياس القيمة الاقتصادية المضافة التأكيد على تحقيق القيمة لحملة الأسهم كما أن هذين المقياسين لا يأخذان تكلفة رأس المال المملوك في الاعتبار، هذا فضلا عن أن شهرة وتفوق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة على المؤشرات الأخرى يتمثل في تحويل المعلومات المحاسبية على حقائق اقتصادية يمكن فهمها جيداً بواسطة المديرين غير الماليين وذلك باستخدام مجموعة من التعديلات التي يتم إجرائها على المبادئ المحاسبية المتعارف عليها[2].

[1] مقبل علي أحمد علي، **دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقويم أداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها " دراسة تطبيقية"**،مقال، كلية الإدارة والاقتصاد جامعة الموصل، كلية الاقتصاد جامعة حلب، بدون سنة ص ص (05-06).

[2]. مقبل علي أحمد علي،نفس المرجع السابق، ص 6.

المطلب الثالث: القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس الأداء المالي

أولا: خطوات حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA:

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

1- الاطلاع ومعاينة البيانات المالية للوحدات: ونستطيع الحصول على هذه البيانات بالاعتماد على القوائم المالية، وفي أغلب الأحيان يتم أخذ البيانات المالية لسنتين لإجراء عملية القياس.

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

3- التكلفة الوسيطية المرجحة لرأس المال CMPC (تكلفة رأس المال): هي التوسط المرجح لتكلفة رأس المال، حيث تعرف على أنها المردودية الأدنى الواجب تحقيقها من مشروع استثماري والذي يسمح بتغطية معدل المردودية المفروض من قبل المؤسسة للمساهمين (الأموال الخاصة) والدائنين (تكلفة الاستدانة)، وتعتبر تكلفة رأس المال عنصر مهم في المجال المالي فهي المعيار الأمثل لمفاضلة بين البدائل الاستثمارية والمحدد الرئيسي لقيمة المؤسسة، ويتم حسابها وفق العلاقة التالية:[1]

$$K_0 = Kcp \times CP/(DN+CP + KD \times (1- IS) \times DN/(DN + CP)$$

K0: التكلفة الوسيطية المرجحة لرأس المال.

KD : تكلفة الديون.

Kcp : تكلفة الأموال الخاصة.

CP : الأموال الخاصة.

DN:الإستدانة الصافية.

[1] الياس بن الساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات**، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، جامعة الجزائر، ورقلة 2011، ص387.

4- حساب صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT: يقصد به نتيجة الاستغلال بعد الضريبة أو النتيجة المالية الخالية من أثر التمويل أو الاستثمار.

5- حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA: هناك طرقتين لحساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA وهما:

- الطريقة الأولى: تحسب وفق العلاقة التالية:[1]

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

حيث:

ROI: العائد على الاستثمار.

CMPC: تكلفة رأس المال.

CI : رأس المال.

الطريقة الثانية: من خلال الفرق بين صافي الربح بعد الضريبة وقيمة تكلفة راس المال وتحسب كما يلي:[2]

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

ثانيا: التعديلات المقترحة لاحتساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA:

اقترح Stewart & stren عدة تعديلات يتم إجرائها على الأرباح المحاسبية ورأس المال المستثمر وذلك تحقيقا لمجموعة من الأهداف لتقريب القيم المحاسبية من القيم الاقتصادية الحقيقية، فمقياس القيمة الاقتصادية يعد الأقرب للأساس النقدي من مقياس الربح المحاسبي وذلك للتغلب على التشوهات التي تتعلق بالمحاسبة على أساس الاستحقاق[3].

[1] Pascal Barneto، Georges Gregorio ، **DSCG 2Manuel et APP Lincatio** ، édition ، Dunod ، Pris 2009، p p (235 - 236) .

[2] Stren stewret &co، ResearchmEVA and Production Strategy jonrnal is back ،p p(3 - 26-) 2014 http//;www /stren stewart .com / contet = intellectualprap.

[3] مقبل علي احمد علي، مرجع سابق، ص 7.

وطبقا للتعديلات المقترحة فان القيمة الاقتصادية المضافة تكون على وفق التالي:

صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب.

+ الزيادة في مخصص الديون المعدومة.

+الزيادة في كلفة البحث والتطوير.

+الزيادة في احتياطي تقييم المخزون.

+ إطفاء شهرة المحل.

+لخسائر غير العادية.

+ الأرباح غير العادية.

+كلفة الاستثمار

= القيمة الاقتصادية المضافة

وعلى وفق هذه التعديلات فان (EVA) تحسب على وفق الصيغة الآتية:

$$EVA = NOPATA - WACC * I$$

إذ أن NOPATA في صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة المعدل.

يتضح من مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة وقياسها أن هناك ثلاث عوامل أساسية تدخل في حسابها:

- صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب.
- مقدار الاستثمار المستخدم وعادة يشار هنا إلى القيمة الدفترية لرأس المال المستخدم في بداية السنة.
- المتوسط الموزون لكلفة رأس المال[1].

[1] عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 141.

إلا أنه في الواقع العملي لا يتم تنفيذ سوى خمسة إلى 10 تعديلات ومن بين هذه التعديلات[1]:

-مخصص ضرائب الدخل المؤجلة.

- اهتلاك شهرة المحل.

- المنح الحكومية والمكافآت.

- مخصص تقادم المخزون.

- رسملة الموجودات غير الملموسة (نفقات البحث والتطوير والإعلان).

ثالثا: مزايا التحول نحو معيار القيمة الاقتصادية المضافة:

وفق ما تم عرضه سابقا من أهمية لمعيار القيمة الاقتصادية المضافة يمكن القول أن هذا المعيار كنموذج لتقيم الأداء المالي يتسم بالشمولية، فقد أجمعت البحوث العلمية التي تناولت الموضوع على استخدام هذا المعيار من الإدارة المالية في شركات الأعمال سوف يحقق ما يلي:[2]

1- يوضح هذا المعيار التحسن المستمر والحقيقي لثروة الملاك.

2- يستخدم كمؤشر حقيقي ووحيد لأداء المالي والإداري.

3- يسمح تطبيق أن تكون كل القرارات المالية مندمجة ومقيمة بقيمتها الحقيقة.

4- تتضمن أساس لنظام من حوافر للعاملين داخل شركة الأعمال.

5- يعتقد البعض أن القوة الحقيقية لهذا المعيار تكمن في قدرته في تغير السلوك وعلى كافة المستويات في الشركة.

6- يزيد من حث المدراء للمرؤوسين وذلك بواسطة تشجيعهم على العمل.

7- تطبيقها في شركات الأعمال يضمن الاستثمار في مشروعات ذات عائد أكبر من تكلفة الاستثمار أو استعمال رأس مال أقل لحصول على ذات العائد.

8- أداة مهمة في اتخاذ القرارات الاستثمارية وقرارات التوسعات الاستثمارية المتوقعة.

9- المعيار الوحيد الذي يستعمل في تقيم الحقيقي للأصول شركة الأعمال خصوصا عند تقدير القيمة الحقيقية لأصول الشركة عند البيع.

---

[1] بلقاسم قريشي، مرجع سابق، ص11.

[2] حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة**، الوراق لنشر والتوزيع عمان، الطبعة الثانية، 2008، ص ص (173-174).

10- يؤكد دائما من أن القيمة الاقتصادية المضافة تحدد سير الإدارة باتجاه تحديد أسعار الأسهم.

11- يضمن معيار القيمة المضافة نهاية فوضى تعدد الأهداف إذ أن معظم شركات الأعمال تستخدم منظومة من المقاييس للتعبير عن أهدافها وغاياتها، وعليه فإن الخطط الاستراتيجية سوف تكون مبنية عادة على النمو و الزيادة في الإيرادات أو الحصة السوقية أو على أساس إجمالي الهامش أو التدفق النقدي أو على أساس معدل العائد على الاستثمار، ونتيجة لتعدد هذه الأهداف والمعايير المتضاربة سينتج تفكك وانحلال في عملية التخطيط وعملية اتخاذ القرارات إلا أن القيمة الاقتصادية المضافة تعمل على إزالة هذه الفوضى عن طريق استخدامها كمقياس مالي شامل بوجه عملية اتخاذ القرارات نحو تركيز واحد هو كيف نطور القيمة الاقتصادية المضافة، وذلك من خلال كونها نظام الإدارة المالية الوحيد الذي ينتج لغة مشتركة بين الموظفين عبر كافة المستويات والوظائف التشغيلية والرقابة المشتركة.

12- تساعد القيمة الاقتصادية المضافة على توحيد وضبط القرارات مع ثروة حملة الأسهم إذ تعمل القيمة الاقتصادية المضافة على دمج مبدئين ماليين أساسيين في عملية القرارات، الأول تعظيم ثروة الملاك والثاني هو أن قيمة الشركة السوقية تعتمد على المدى الذي يتوقع فيه المستثمرون الأرباح المستقبلية.

خلاصة:

قسمنا هذا الفصل الى مبحثين بحيث تطرقنا في المبحث الأول لماهية مؤشرات الأداء المالي للشركات لما شهدته من تطورات سواء مؤشرات تقليدية تمثلت في مؤشرات الربحية (ROA،ROE ، ROI،ROS) و مؤشرات السيولة ومؤشرات الرافعة المالية، لذا حاول الباحثون ايجاد مقياس يعكس الأداء الجيد لهذه الأخيرة فظهرت مؤشرات حديثة تمثلت في مؤشر القيمة السوقية ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة الذي ركزنا عليه في المبحث الثاني لأنه يأخذ بعين الاعتبار خلق قيمة للشركة على عكس المؤشرات التقليدية التي تتأثر بالأرباح المحاسبية.

اختلفت نتائج الدراسات السابقة فمنها من توصلت الى أن المؤشرات التقليدية لديها أكثر قدرة على تفسير الأداء المالي، ومنها من وجدت أن المؤشرات الحديثة هي أكثر قدرة على تفسير الأداء المالي.

وفي هذا الصدد سيتم من خلال الفصل الثالث اختبار قدرة المؤشرات التقليدية بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة في تفسير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، بإسقاط هذه الدراسة على شركة NCA ROUIBAالمدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة بين (2011-2016).

الفصل الثالث

دراسة حالة مؤسسة NCA

ROUIBA المدرجة في بورصة

الجزائر

تمهيد:

بعد التطرق إلى الجانب النظري للدراسة في الفصلين السابقين سنحاول من خلال هذا الفصل تقييم الأداء المالي لمؤسسة رويبة وذلك باستخدام كل من مؤشرات التوازن المالي ومؤشرات الأداء التقليدية، ومعرفة أثر دخول مؤسسة **NCA ROUIBA** إلى بورصة الجزائر بالاعتماد على القوائم والبيانات المالية من خلال قياس القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة لتعرف على قدرتها على خلق القيمة للمساهمين وكذا معرفة درجة الارتباط بين هذه المؤشرات حيث قمنا بتقسيم فصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: التعريف بمؤسسة**ROUIBA** NCA .

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

المبحث الأول: التعريف بمؤسسة NCA ROUIBA

سنقوم في هذا المبحث بتعريف بالمؤسسة محل الدراسة ودخولها إلى بورصة الجزائر بالاستعانة بالموقعين الإلكترونين:

www.sgbv.dz/ar/index.php و www.rouiba.com.dz

المطلب الأول: نبذة تاريخية عن مؤسسةNCA ROUIBA

تأسس المعمل الجزائري الجديد للمصبرات "NCA"la nouvelle conserverie Algérienne في 2 ماي 1966م، وهي مؤسسة ذات أسهم تابعة للقطاع الخاص، تم إنشاؤها من طرف" الإخوة عثماني " تقع على الطريق 05 بالمنطقة الصناعية روبية (ولاية الجزائر)، وهي تبعد بحوالي 30كلم شرقا عن العاصمة، وتعد من أهم المعامل الجزائرية في قطاع المشروبات حاليا وفي قطاع المصبرات سابقا. رأس مالها الاجتماعي فبقدر ب849195000 دج تقوم المؤسسة بتسويق جميع منتجاتها بعلامة "رويبة "ROUIBA نسبة للمنطقة التي توجد بها، ويعتبر المعمل الجزائري الجديد أحد أهم المؤسسات الرائدة والمهمة في الجزائر، في مجال الصناعة الغذائية خاصة فيما يتعلق بقطاع المشروبات، من حيث مساهمته في تغطية احتياجات السوق المحلي، وهذا من خلال السياسات المحكمة التي اتبعتها والخيارات الاستراتيجية المستمرة طوال مدة نشاطها، خاصة فيما يتعلق بالخيارات المتعلقة بالتعبئة والتغليف وتوجيه المنتجات، وكانت سنة 1999م بمثابة المنعرج في حياة المؤسسة، وهذا بسبب التطورات الحاصلة في السوق الجزائرية، والتي دفعت بمسؤولي المؤسسة إلى استعمال أحدث وأتقن العبوات المستعملة في العالم في مجال التصبير، لتعليب بعض منتجاتها والتي كثر عليها الطلب مثل عصر الفواكه. الأمر الذي ساعدها على التوغل في السوق المحلي والدولي

- **في سنة 2003:**

– غيرت الشركة شكلها القانوني وأصبحت شركة ذات أسهم.

- **في سنة 2006:**

– ارتفع رأس مال الشركة من 109472000 إلى 152044000 دينار جزائري مخصص للمؤسسة مساهمة أجنبية، وهي شركة رأس المال الاستثماري غير المقيمة " افريسينت المحدودة ".

- تمديد فترة حياة الشركة لمدة 99 سنة.

- **في سنة 2008**:

- تم تغيير الاسم السابق للشركة من "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية " إلى **ROUIBA** NCA "أن سي أ رويبة ش.ذ.أ ".

- رفع رأس مال الشركة من 792.195.000 دينار جزائري إلى 849.195.000 دينار جزائري.

- **في سنة 2011**:

- صدر قرار مجلس الإدارة في 27 مايو 2011 بإدراج الشركة في البورصة وصادقت عليه الجمعية العمومية للمساهمين في 31 يناير 2012.

- **في أبريل 2013**:

- شرعت مؤسسة NCA Rouïba في بيع أسهمها من خلال العرض العلني للبيع، وانصب مبلغ العرض على 25 من رأس المال، أي ما يعادل 849.195.200 دينار جزائري موزعة على 849.195.200 سهم.

- **في يونيو2013**:

وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال للشركة ذات الأسهمNCA Rouïba في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 03 يونيو 2013 وقدر مبلغ الإدراج بـ 400 دينار جزائري.

المطلب الثاني: تعريف بمؤسسة NCA ROUIBA

هي شركة ذات أسهم خاصة خاضعة للقانون الجزائري ذات رأس المال 894195000 دينار جزائري، ويتمثل نشاطها الرئيسي في إنتاج وتوزيع المشروبات وعصائر الفواكه. وقد تأسست عام 1966 في شكل شركة ذات أسهم محدودة (ذ م م) تحت اسم " الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية ". وكانت الشركة متخصصة في إنتاج معجون الطماطم، والهريسة والمربيات تحت العلامة التجارية " رويبة ". لا تكتمل عملية التعريف بالمؤسسة وأهميتها في الاقتصاد الوطني دون استعراض.

وقد تطور رقم أعمال الشركة محل الدراسة خلال فترة الدراسة فالجدول التالي يوضح ذلك:

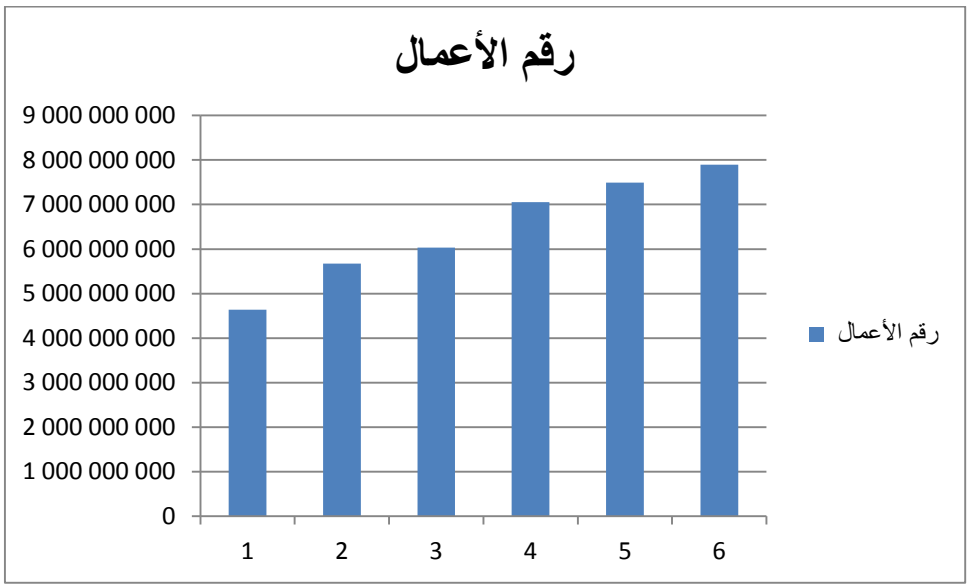
الجدول 1-3: يوضح تطور رقم الأعمال للمؤسسة NCA ROUIBA خلال الفترة (2011-2016).

السنوات	2011	2012	2013	2014	2015	2016
رقم الأعمال	4633430606	5669817158	6032294441	7053727818	7490167433	7893651413

الوحدة دج

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على تقارير الشركة NCA ROUIBA.

الشكل رقم1-3: يوضح تطور رقم الإعمال لمؤسسة NCA ROUIBA خلال الفترة (2011-2016).



المصدر :من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم 1-3

المطلب الثالث: دخول مؤسسة NCA ROUIBA إلى بورصة الجزائر

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

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

وتتمثل خصائص العملية فيما يلي:

- **طبيعة العملية:** عرض علني للبيع.
- **مبلغ الإصدار**: 849195200 دج.
- **عدد الأسهم**: 2122988 سهم.
- **صنف الأسهم**: عادية.
- **شكل الأسهم**: لحاملها /غير عادية.
- **القيمة الاسمية**: 100دج.
- **سعر الإصدار**: 400دج.
- **الأعباء المتعلقة بالعملية**:618396861 دج مقسمة كما يلي (خارج الرسوم):
- رسوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها 636896420 دج.
- تأدية أتعاب " الجزائرية للتسوية " 8491950 دج.
- أتعاب بورصة الجزائر 240614940 دج.
- أتعاب الوسيط في العمليات البورصة 1401172080 دج.
- أتعاب وأجور المرافقة، التوظيف، الاستشارة المالية والقانونية 470000000دج.

- الإشهار والاتصال 40000000000 دج.
- **حق الانتفاع:** 01 جانفي 2013.
- **مدة الاكتتاب:** من 07 إلى 25 أفريل 2013.
- **تقسيم العرض: القسم** مقسم إلى قسمين:

- **القسم "أ":** خصص لموظفي المؤسسة في حدود 85000 سهم (4 بالمائة من الأسهم المعروضة).
- **القسم "ب":** الباقي أي 2037988 سهم، خصص للمستثمرين الجزائريين والمقيمين من الأشخاص الطبيعيين والمعنويين (96 من الأسهم المعروضة).

- **الحد الأدنى والحد الأقصى:**
- الأدنى 75 سهم.
- الأقصى 85000 سهم.
- **أعضاء نقابة التوظيف المكلفين بجمع بطاقات الاكتتاب:** وهم الوسطاء الذين يضمنون حسن سير العملية وتوظيف الأسهم عير شبابيك البنوك التالية:

- بي أن باريبا الجزائر (BNP PQRIBAS) وهو البنك المرافق لعملية الدخول إلى البورصة.
- القرض الشعبي الجزائري (CPA).
- سويستي جينرال الجزائر.
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط(CNEP).
- البنك الجزائري الخارجي (BEA).
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR).
- بنك التنمية المحلية (BDL).
- البنك الوطني الجزائري (BEA).

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

بعد القيام بعملية عرض نظري للمؤشرات موضوع الدراسة، سنقوم في هذا الجزء بإسقاطها على مؤسسةNCA ROUIBA.للتعرف على درجة أداء المالي لهذه المؤسسة خلال الفترة الممتدة من سنة 2011 إلى غاية سنة 2016.

المطلب الأول تقييم الأداء باستخدام المؤشرات المالية:

أولا: الأدوات المستخدمة في الجمع: اعتماد على برنامج Excel لجمع البيانات وتلخيصها، وحل المعادلات للحصول على متغيرات الدراسة، والتي ستستخدم في برنامج SPSS 21للوصول إلى علاقة متغيرات الدراسة يبعضها البعض. والحصول على القوائم المالية لمؤسسة NCA ROUIBA من الموقعين الإلكترونين:

www.sgbv.dz/ar/index.php و www.rouiba.com.dz

ثانيا: مؤشرات التوازن المالي:

1- **رأس المال العام FR** :

ويحسب بالعلاقة التالية:

رأس المال العامل= أصول متداولة – ديون قصيرة الأجل

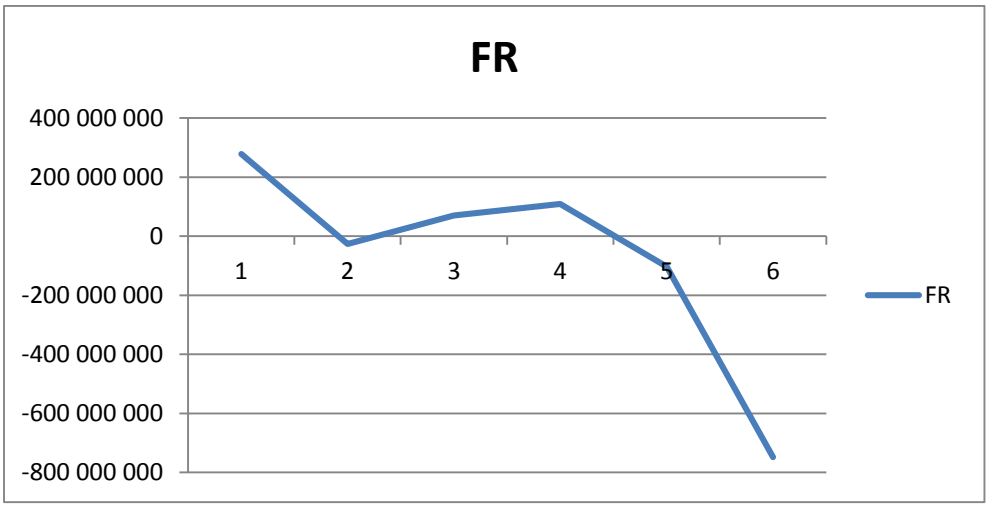
الجدول رقم 2-3: قيم رأس المال العامل FR لمؤسسة NCA ROUIBAخلال الفترة (2011-2016).

السنة / البيان	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الأصول المتداولة	2 010588 554	2154111370	2 291644 531	2 655 825 284	3037646766	3537852689
ديون قصيرة الأجل	1732110175	2 180 505 842	2 221 107 869	2 546 409 218	3140848630	4285636112
FR	278 478 379	-26 394 472	70 536 662	109 416 066	-103201864	-747783423
التطور	-	-1,09478105	-3,672402843	0,551194271	-1,94320576	6,24583253

الوحدة دج

المصدر :من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة

الشكل رقم 2-3: تطور قيم رأس المال العامل FR لمؤسسة NCA ROUIBA خلال الفترة (2011-2016)



المصدر :من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (2-3)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن قيم رأس المال العامل موجبة خلال السنة الأولى من الدراسة 2011، وهذا راجع لارتفاع الأصول المتداولة أما في سنة 2012 فنجد أن المؤسسة سجلت نتيجة سالبة لرأس المال العامل، وهذا يدل على أن الشركة لا تملك هامش أمان نتيجة عجز في تغطية الأصول المتداولة لديون قصيرة الأجل، وهذا راجع لانخفاض الموارد الخاصة. إلا أن رأس المال العامل عاد ليرتفع نسبيا خلال 2013 وهذا راجع للارتفاع النسبي للأصول المتداولة وكذا الموارد المستقرة مقارنة بالأصول الثابتة ومقدار الديون قصيرة الأجل ثم يعاود الانخفاض في السنتين الأخيرتين 2015 و2016 من الدراسة.

2- الاحتياج في رأس المال العامل BFR :

يحسب بالعلاقة التالية:

الاحتياج في رأس المال العامل =(الأصول المتداولة –خزينة الأصول) – (الخصوم المتداولة – خزينة الخصوم)

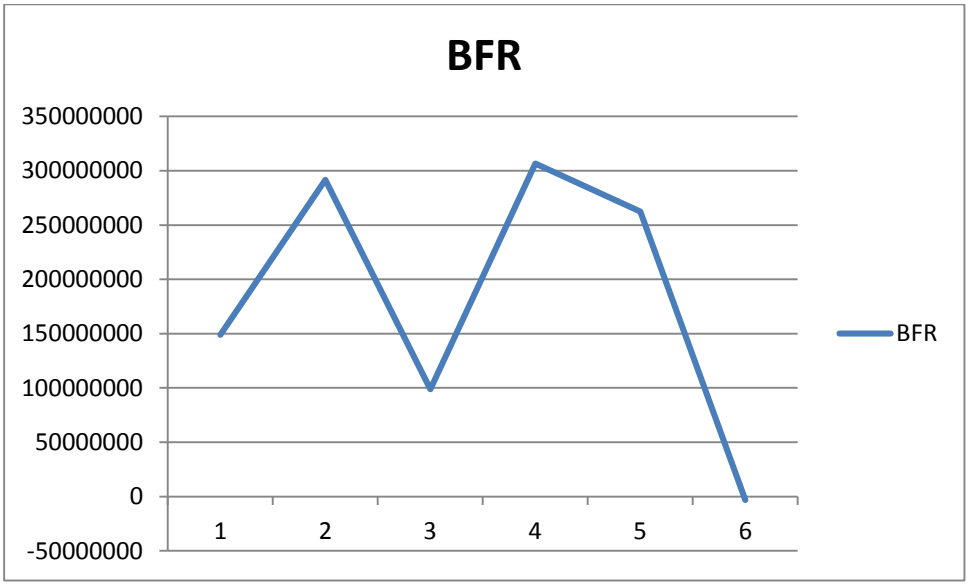
الجدول رقم 3-3: يوضح تطور الاحتياج في رأس المال العامل BFR للمؤسسة NCA ROUIBA خلال الفترة 2011-2016

السنوات	2011	2012	2013	2014	2015	2016
(الأصول متداولة-خزينة الأصول)	1750461787	1971249618	2122068839	2444031382	2804979909	3423745554
(الخصوم المتداولة – خزينة الخصوم)	1601445950	1679614192	2023278301	2137377525	2542622987	3427101630
BFR	149015837	291635426	98790538	306653857	262356922	-3356076
التطور	-	0,957076723	-0,661253301	2,104081253	-0,14445256	-1,01279202

الوحدة دج

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة.

الشكل رقم 3-3: يوضح تطور الاحتياج في رأس المال العامل للمؤسسة NCA ROUIBA خلال الفترة BFRخلال الفترة (2011-2016).



المصدر :من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (3-3).

من خلال الجدول نلاحظ أن قيمة الاحتياج في رأس المال العامل كانت موجبة وفي ارتفاع خلال سنتي 2011-2012حيث بلغت نسبة الارتفاع ما يقارب 96% وهذا راجع لارتفاع استخدامات الاستغلال

حيث قدر بما يقارب 13%، أما في سنة 2013 فقد انخفضت نسبيا لتعود إلى الارتفاع خلال سنة 2014 وهو ما يعني إن المؤسسة استطاعت أن تغطي استخدامات الاستغلال بموارد الاستغلال حيث بلغت نسبة الإرتفاع210% خلال هذه السنة ويعاود الانخفاض في سنة 2015 و سنة 2016 مع تسجيل قيمة سالبة للاحتياج في رأس المال العامل مما يعني أن المؤسسة خلال هذه السنة لم تستطع أن تغطي استخدامات الاستغلال.

3- مؤشر الخزينة TR:

تحسب بالعلاقتين التاليتين:

الخزينة = رأس المال العاملFR -الاحتياج في رأس المال العامل**BFR**

الخزينة = خزينة الأصول – خزينة الخصوم

الجدول رقم 4-3: يوضح قيم الخزينة TR لمؤسسة NCA ROUIBAخلال الفترة (2011-2016).

البيان	2011	2012	2013	2014	2015	2016
FR	278 478 379	-26 394 472	70 536 662	109 416 066	-103201864	-747783423
BFR	149015837	291635426	98790538	306653857	262356922	-3356076
TR	129 462 542	-318 029 898	-28 253 876	-197 237 791	-365558786	-744427347
TRA	260 126 767	182 861 752	169 575 692	211 793 866	232666857	114107135
TRP	130 664 225	500 891 650	197 829 568	409 031 693	598225643	858534482
TR	129 462 542	-318 029 898	-28 253 876	-197 237 827	-365558786	-744427347
التطور	-	-3,45653988	-0,911159686	5,980912176	0,85339086	1,036409397

الوحدة دج

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول أن الخزينة كانت موجبة خلال السنة الأولى فقط من الدراسة أما باقي سنوات فكانت الخزينة سالبة، وهذا يعني أن المؤسسة لم تتمكن من تغطية وتمويل احتياجات دورة الاستغلال، ويفسر هذا بعدم قدرة المؤسسة على متابعة حركة توازناتها وكذا التحكم في كل من سياسة التمويل والاستثمار.

ثالثا: تقييم الأداء باستخدام مؤشرات الأداء التقليدية ROA، ROE، ROS

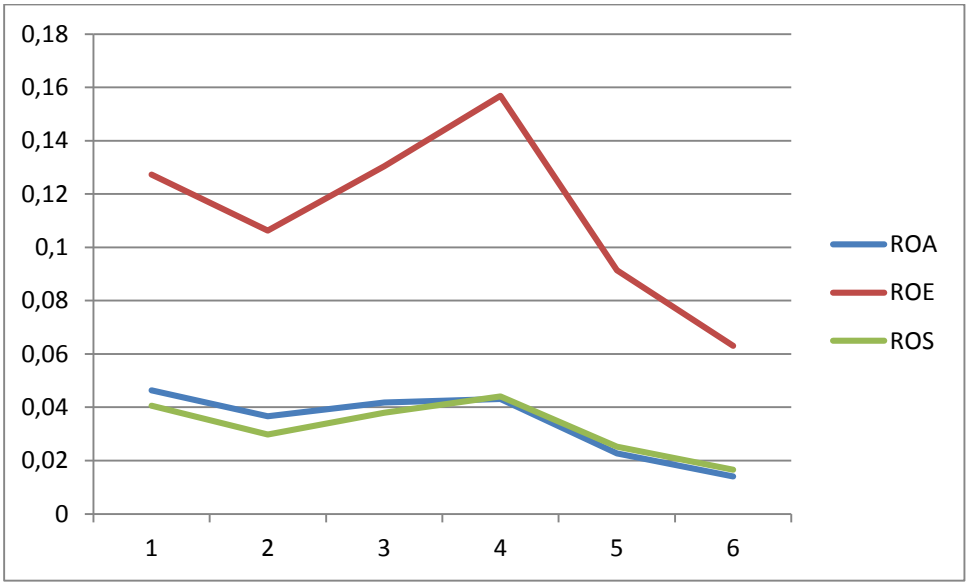
الجدول رقم 5-3: تطور المؤشرات التقليدية ROE، ROA،ROS ، لمؤسسة NCA ROUIBA خلال الفترة(2011-2016).

البيان	2011	2012	2013	2014	2015	2016
النتيجة الصافية	188 041 941	168 602 699	228 869 539	310 853 613	188985195	130675438
مجموع الأصول	4 059 896 615	4 594 799 546	5 482 582 945	7 209 674 495	8340204758	9280392524
ROA	0,046316928	0,036694245	0,041744838	0,043116179	0,02265954	0,01408081
التطور	-	-0,20775738	0,137639941	0,032850533	-0,4744539	-0,3785924
النتيجة الصافية	188 041 941	168 602 699	228 869 539	310 853 613	188985195	130675438
الأموال الخاصة	1 476 869 797	1 585 472 496	1 754 898 385	1 981 114 938	2068196733	2072066347
ROE	0,127324657	0,106342241	0,130417545	0,156908419	0,0913768	0,06306528
التطور	-	-0,164794601	0,226394552	0,203123544	-0,4176425	-0,3098327
ربح بعد الضريبة	188 041 941	168 602 699	228 869 539	310 853 613	188985195	130675438
المبيعات	4 633 430 606	5 669 817 158	6 032 294 441	7 053 727 818	7490167433	7893651413
ROS	0,04058374	0,029736885	0,037940711	0,044069409	0,0252311	0,0165545
التطور	-	-0,267270956	0,275880484	0,16153355	-0,427469	-0,3438853

الوحدة دج

المصدر :من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة

الشكل رقم:4-3: تطور المؤشرات التقليدية ROA ROE ROS لمؤسسة NCA ROUIBA خلال الفترة (2011-2016).



المصدر :من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم 5-3

من خلال الجدول أعلاه يتضح لنا أن مؤشرROA موجب خلال سنوات الدراسة الستة ولكن ينخفض في كل سنة نسبيا نتيجة ارتفاع المستمر في مجموع الأصول مقارنة مع ارتفاع في النتيجة الصافية حيث توجد علاقة عكسية بين مؤشرROA ومجموع الأصول للمؤسسة.

أما بالنسبة لمؤشر ROE فهو موجب خلال سنوات الدراسة الستة ونلاحظ أنه يتأثر بشكل كبير بالأموال الخاصة حيث أن قيمة الأموال الخاصة في تزايد مستمر خلال السنوات الستة للدراسة مما أثر على انخفاض ROE معدا سنة 2013 وسنة 2014 نلاحظ ارتفاع نسبي نتيجة ارتفاع في النتيجة الصافية فيمكن القول إنه توجد علاقة عكسية بين ROE والأموال الخاصة وعلاقة طردية بين ROE والنتيجة الصافية.

وفيما يخص مؤشر ROSالذي يتأثر إلى حد ما بقيمة المبيعات حيث توجد علاقة عكسية بين مؤشر ROS وقيمة المبيعات حيث نلاحظ أن قيمة المبيعات في تزايد مستمر خلال سنوات الدراسة الستة مقارنة مع تزايد نسبي في ربح بعد الضريبة مما يؤثر على انخفاض في ROS.

رابعا: تقييم الأداء باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA:

1- **حساب تكلفة الأموال الخاصة KCP**: تحسب تكلفة الأموال الخاصة وفق علاقة المردودية الأموال الخاصة وفق العلاقة التالية

$$\text{تكلفة الأموال الخاصة} = \frac{\text{النتيجة الصافية RN}}{\text{الأموال الخاصة } CP}$$

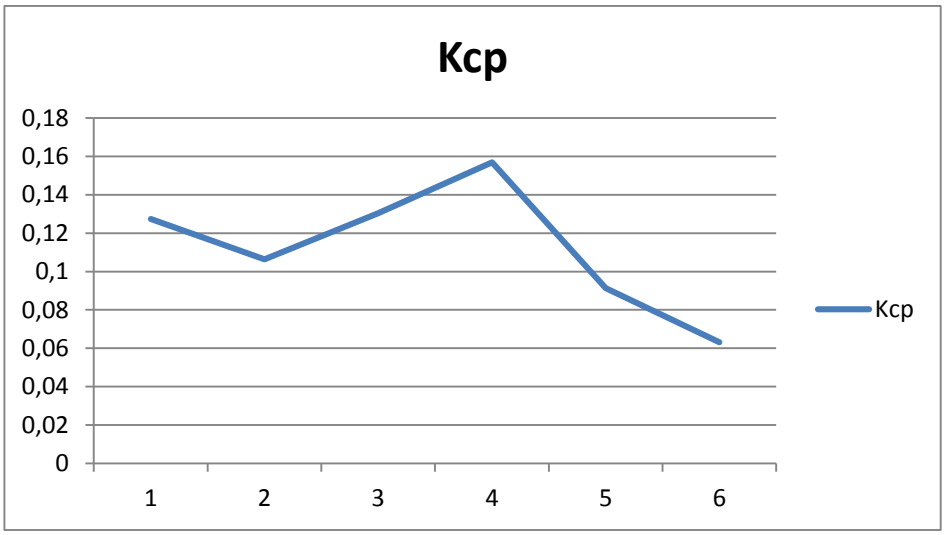
الجدول رقم:6-3: تكلفة الأموال الخاصة KCPلمؤسسة NCA Rouiba خلال الفترة (2011-2016).

البيان	2011	2012	2013	2014	2015	2016
النتيجة الصافية	188 041 941	168 602 699	228 869 539	310 853 613	188985195	130675438
الأموال الخاصة	1 476 869 797	1 585 472 496	1 754 898 385	1 981 114 938	2068196733	2072066347
Kcp	0,127324657	0,106342241	0,130417545	0,156908419	0,0913768	0,06306528
التطور	-	-0,164794601	0,226394552	0,203123544	-0,417642479	-0,309832711

الوحدة دج

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانية المالية وجدول حسابات النتائج للمؤسسة.

الشكل رقم: 5-3: يوضح تطور تكلفة الأموال الخاصة KCP لمؤسسة NCA ROUIBA خلال الفترة(2011-2016).



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (6-3).

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن تكلفة الأموال الخاصة شهدت أعلى قيمة لها خلال سنة 2014 بنسبة تقارب 16% لتنخفض خلال السنتين الأخيرتين من الدراسة 9% و6% على التوالي، ويرجع هذا الانخفاض لارتفاع الأموال الخاصة لمؤسسة NCA ROUIBA.

2- حساب تكلفة الاستدانة KD :

تحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{تكلفة الاستدانة} = \frac{\text{النتيجة المالية}}{\text{الاستدانة الصافية}}$$

وذلك بعد حساب الاستدانة الصافية DN وتحسب بالعلاقة التالية:

الاستدانة الصافية =الخصوم غير الجارية + خزينة الخصوم – التوظيفات المالية – خزينة الأصول

الجدول رقم 7-3: يوضح قيم الاستدانة الصافية DN للمؤسسة NCA ROUIBA خلال(2011-2016).

البيان	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الخصوم غير الجارية	850 916 643	828 821 207	1 506 576 690	2 682 150 338	313159396	2922690065
خزينة الخصوم	130 664 225	500 891 650	197 829 568	409 031 693	598225643	858534482
خزينة الأصول	260 126 767	182 861 752	169 575 692	211 793 866	232666857	114107135
التوظيفات المالية	0	0	4 788 000	14 335 010	7539490	7114730
DN	721 454 101	1 146 851 105	1 530 042 566	2 865 053 155	671178692	3660002682
التطور	-	0,589638348	0,334124857	0,872531666	-3,2686891	4,45309725

الوحدة دج

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانية وجدول حسابات النتائج للمؤسسة.

لاحظ من خلال الجدول أن قيم الاستدانة الصافية في تزايد مستمر من سنة 2011 إلى سنة 2014 ويرجع هذا التزايد لتناقص قيم الخزينة خلال هذه السنوات الأربع لتنخفض سنة 2015 بنسبة تقارب 327% نتيجة ارتفاع قيمة خزينة الأصول بالإضافة إلى وجود توظيفات مالية لتعاود الارتفاع بنسبة تقارب 445% في السنة الأخيرة من الدراسة.

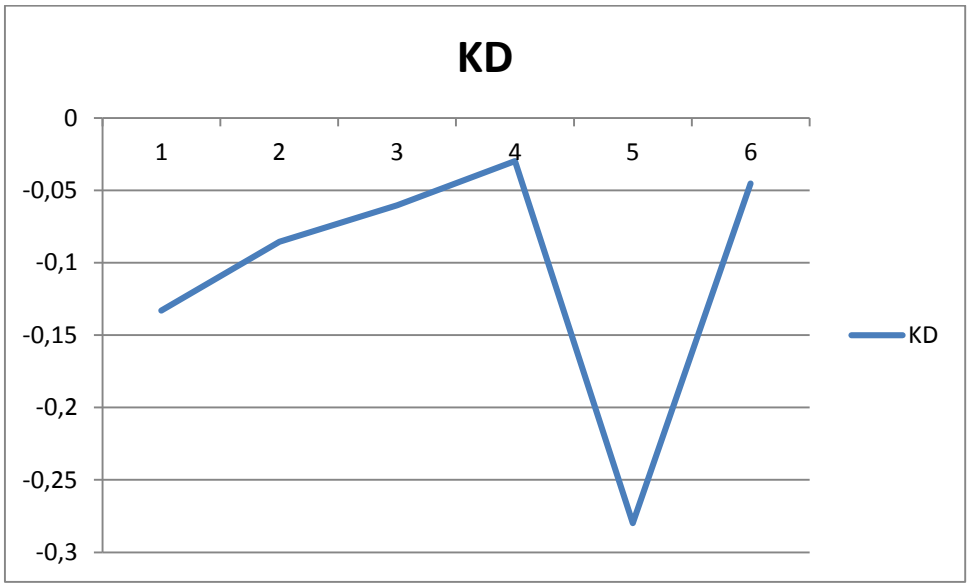
الجدول رقم 8-3: تكلفة الاستدانة KD لمؤسسةNCA ROUIBA خلال الفترة (2011-2016).

البيان	2011	2012	2013	2014	2015	2016
النتيجة المالية	-96 006 825	-97 985 034	-92 104 883	-85 454 606	-187770507	-166044637
الاستدانة الصافية	721 454 101	1 146 851 105	1 530 042 566	2 865 053 155	671178692	3660002682
KD	-0,133074058	-0,085438322	-0,060197595	-0,029826534	-0,2797623	-0,0453674

الوحدة دج

المصدر :من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانية وجدول حسابات النتائج للمؤسسة.

الشكل رقم 6-3: يوضح تطور تكلفة الاستدانة لمؤسسة NCA ROUIBA خلال (2011-2016).



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم 8-3.

من خلال الشكل نلاحظ أن تكلفة الاستدانة لمؤسسة NCA ROUIBA خلال فترة الدراسة كانت سالبة، ويعود هذا الانخفاض في تكلفة الاستدانة إلى الارتفاع الكبير لقيم الاستدانة الصافية خلال السنوات الستة للدراسة.

3- حساب التكلفة الوسيطية المرجحة لرأس المال:

تحسب وفق العلاقة التالية:

$$K_o = Kcp \times CP/(DN+CP + KD \times (1- IS) \times DN/(DN + CP)$$

الجدول رقم:9-3: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال CMPC لمؤسسةNCA ROUIBA خلال الفترة (2011-2016).

البيان	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Kcp	0,127324657	0,106342241	0,130417545	0,156908419	0,0913768	0,06306528
cp	1476 869797	1585472496	1754898385	1981114938	2068196733	2072066347
DN	721454101	1146851105	1530042566	2865053155	671178692	3660002682
DN+CP	2198323898	2732323601	3284940951	4846168093	2739375425	5732069029
CP/DN+CP	0,671816286	0,580265271	0,534225245	0,408800293	0,75498842	0,36148664
KD	-0,133074058	-0,085438322	-0,060197595	-0,029826534	-0,2797623	-0,0453674
(1-IS)	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
DN(DN/CP)	0,328183714	0,419734729	0,465774755	0,591199707	0,24501158	0,63851336
CMPC	0,05016386	0,03265895	0,046961144	0,049861123	0,01346697	-0,0297404
TCK_o	-	-0,348954599	-0,063845092	0,061752736	-0,7299104	-3,2083924

الوحدة دج

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانية وجدول حسابات النتائج للمؤسسة.

4- حساب العائد على رأس المال المستثمر ROCI:

يجب أولا حساب **رأس المال المستثمر CI** بالعلاقة التالية

رأس المال المستثمر CI =الاستثمارات العينيةINVE + الاحتياج في رأس المال العاملBFR

الجدول رقم:10-3: يوضح رأس المال المستثمرCI لمؤسسة NCA ROUIBA خلال الفترة (2011-2016).

البيان	2011	2012	2013	2014	2015	2016
BFR	149015837	291635426	98790538	306653857	262356922	-3356076
INVS	2 049 308 061	2 440 688 175	3 190 938 414	4 553 849 211	5302557992	5742539835
CI	2 198 323 898	2 732 323 601	3 289 728 952	4 860 503 068	5564914914	5739183759

الوحدة دج

المصدر :من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن رأس المال المستثمر CIلمؤسسة **NCA ROUIBA** في ارتفاع من سنة إلى أخرى، وهذا يعود للتحقيق قيم موجبة للاحتياج في رأس المال العامل خلال السنوات الأربعة الأولى للدراسة، إضافة لنمو الاستثمارات من سنة إلى أخرى.

- **حساب العائد على رأس المال المستثمر**: يحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{العائد على راس المال المستثمر} = \frac{\text{النتيجة العملياتية}}{\text{راس المال المستثمر}}$$

الجدول رقم11-3: العائد على رأس المال المستثمر ROCI لمؤسسة NCA ROUIBA خلال الفترة (2011-2016).

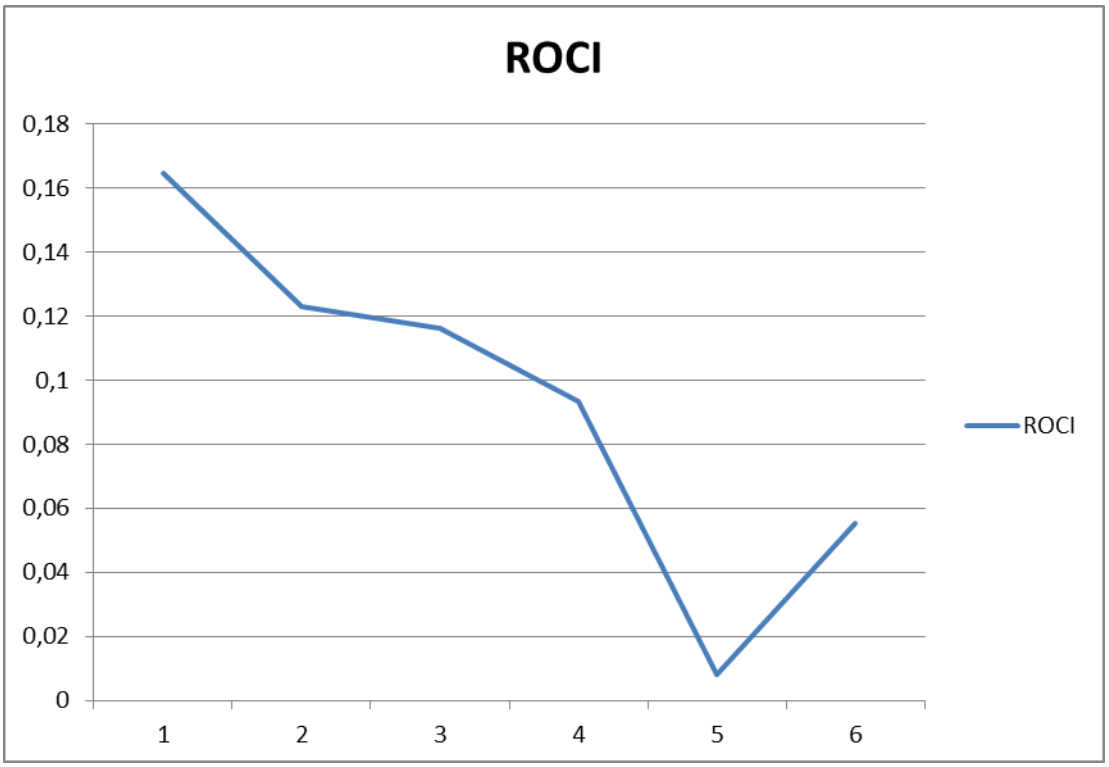
البيان	2011	2012	2013	2014	2015	2016
RO	361 991 104	336 137 127	382 619 322	454 397 817	43791029	317634294
CI	2 198 323 898	2 732 323 601	3 289 728 952	4 860 503 068	5564914914	5739183759
ROCI	0,164666865	0,123022444	0,116307248	0,093487816	0,00786913	0,05534486

الوحدة دج

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الوثائق المالية للمؤسسة.

سبب ذلك إلى الانخفاض الحاصل في النتيجة العملياتية من سنة إلى أخرى مقارنة مع النمو في رأس المال المستثمر ليرتفع في السنة السادسة للدراسة بسبب تسجيل ارتفاع في النتيجة العملياتية.

الشكل رقم 7-3: تطور ROCI لمؤسسة NCA ROUIBA خلال الفترة (2011-2016).



المصدر :من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم 11-3.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن العائد على رأس المال المستثمر ROCI حقق انخفاضا خلال السنوات الخمسة الأولى للدراسة، ويعود سبب ذلك إلى الانخفاض الحاصل في النتيجة العملياتية من سنة إلى أخرى مقارنة مع النمو في رأس المال المستثمر ليرتفع في السنة السادسة للدراسة بسبب تسجيل ارتفاع في النتيجة العملياتية.

- **حساب القيمة الاقتصادية المضافة:**

يتم حساب القيمة الاقتصادية المضافة وفق العلاقة التالية:

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

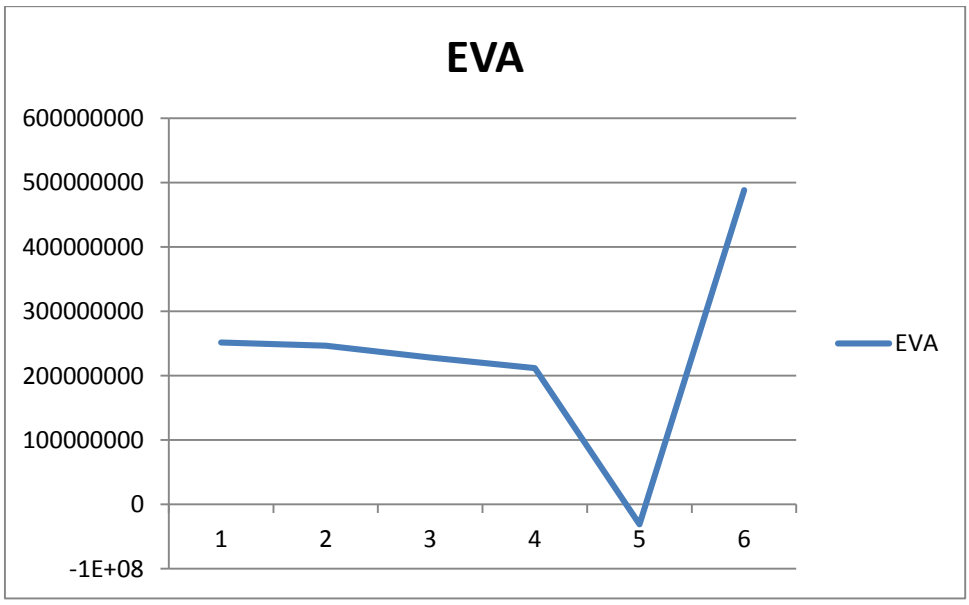
الجدول رقم: 12-3: تطور القيمة الاقتصادية المضافة EVAلمؤسسة NCA ROUIBA خلال الفترة (2011-2016).

البيان	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROCI	0,164666865	0,123022444	0,116307248	0,093487816	0,00786913	0,05534486
CMPC	0,05016386	0,03265895	0,046961144	0,049861123	0,01346697	-0,0297404
CI	2 198 323 898	2 732 323 601	3 289 728 952	4 860 503 068	5564914914	5739183759
EVA	251714691,8	246902306,3	228129887,9	212047676,6	-31151508	488319638
التطور	-	-0,019118413	-0,076031766	-0,070495854	-1,146908	-16,675634

الوحدة دج

المصدر :من إعداد الطالبتان.

الشكل رقم:8-3: يوضح تطور قيم EVA لمؤسسة NCA ROUIBA خلال الفترة (2011-2016).



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم 12-3.

من خلال الشكل أعلاه يظهر لنا أن مؤسسة NCA ROUIBA استطاعت خلق قيمة خلال الأربع سنوات الأولى من الدراسة أي من سنة 2011 إلى غاية سنة 2014، حيث كانت قيم EVA موجبة مما يدل على أنها تتمتع باقتصاد جيد على غرار سنة 2015 التي سجلت فيها المؤسسة قيمة اقتصادية مضافة سالبة مما

يدل على أن اقتصاد المؤسسة خلال هذه السنة لم يكن جيدا ثم في السنة الأخيرة من الدراسة استطاعت المؤسسة تدارك الوضع و خلق قيمة موجبة مع تسجيل انخفاض في تحقيق القيمة حيث كانت القيمة محققة في كل سنة تنخفض عن السنة التي تسبقها بسبب الارتفاع النسبي لتكلفة رأس المال وانخفاض العائد على رأس المال المستثمر، حيث يظهر من خلال هذه النتائج أن القيمة الاقتصادية المضافة تتناسب طردا مع تكلفة رأس المال.

5- حساب القيمة السوقية المضافة:

- **تحسب بالعلاقة التالية:**

$$MVA = \sum_{t=1}^{n} \frac{EVAt}{(1+K)^t}$$

الجدول رقم:13-3: القيمة السوقية المضافة لمؤسسة **NCA ROUIBA** خلال الفترة (2011-2016).

البيان	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EVAt	251714691,8	246902306,3	228129887,9	212047676,6	-31151508	488319638
$(1+K)^t$	1,05016386	1,066384507	1,147603045	1,214863308	1,06917303	0,83431072
MVAt	239690872,4	231532158,1	198788151,4	174544473,6	-29136078	585297090
∑MVA	1400716668					

الوحدة دج

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول أعلاه.

من خلال حساب القيمة السوقية المضافة نلاحظ أن المؤسسة استطاعت تحقيق قيمة سوقية مضافة موجبة، وذلك لأنها خلقت قيم اقتصادية مضافة مما يدل على نجاح الإدارة على رفع القيمة السوقية للمؤسسة إضافة لتحقيق عوائد تساعد على زيادة رأس المال المستثمر.

المطلب الثاني: نتائج تحليل الارتباط

سنحاول في هذا المطلب التحقق من وجود علاقة الارتباط ذات الدلالة المعنوية الإحصائية بين كل من المتغيرات التالية حسب فرضيات الدراسة.

الجدول رقم:14-3: قيم المتغيرات خلال الفترة(2011-2016).

ROCI	CMPC	EVA	BFR
0,16466687	0,05016386	251714691.8	149015837
0,12302244	0,03265895	246902306.3	291635426
0,11630725	0,04696114	228129887.9	98790538
0,09348782	0,04986112	212047676.6	306653857
0,00786913	0,01346697	-31151508,45	262356922
0,05534486	-0,02974035	488319637.8	-33566076

الوحدة دج

المصدر :من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الوثائق المالية للمؤسسة.

- **العلاقة بين المؤشرات BFR، CMPC، ROCO و EVA**

Corrélations		BFR	EVA
BFR	Corrélation de Pearson	1	-,685
	Sig. (bilatérale)		,133
	N	6	6
EVA	Corrélation de Pearson	-,685	1
	Sig. (bilatérale)	,133	
	N	6	6

مخرجات نظامSPSS

نلاحظ أن قيمة معامل الارتباط بيرسون بين BFRوEVA تساوي 0.685-مما يدل على وجود علاقة عكسية قوية بين المتغيرين.

Corrélations		EVA	ROCI
EVA	Corrélation de Pearson	1	,319
	Sig. (bilatérale)		,538
	N	6	6
ROCI	Corrélation de Pearson	,319	1
	Sig. (bilatérale)	,538	
	N	6	

مخرجات نظامSPSS

نلاحظ أن قيمة معامل الارتباط بيرسون بين ROCIو EVAتساوي 0.319 مما يدل على وجود علاقة طردية ضعيفة بين المتغيرين.

Corrélations		EVA	CMPC
EVA	Corrélation de Pearson	1	-,223
	Sig. (bilatérale)		,671
	N	6	6
CMPC	Corrélation de Pearson	-,223	1
	Sig. (bilatérale)	,671	
	N	6	6

مخرجات نظامSPSS

نلاحظ أن قيمة معامل الارتباط بيرسون بين CMPCو EVAتساوي 0.223-مما يدل على وجود علاقة عكسية ضعيفة بين المتغيرين.

جدول 15-3: العلاقة بين المؤشرات ROS،ROE ،ROA و EVAوالقيمة السوقية المضافة.

ROS	ROE	ROA	EVA	MVA
0,0405837	0,1273247	0,0463169	251714692	239690872
0,0297369	0,1063422	0,0366942	246902306	231532158
0,0379407	0,1304175	0,0417448	228129888	1987881514
0,0440694	0,1569084	0,0431162	212047677	174544474
0,0252311	0,0913768	0,0226595	-31151508,5	-29136078
0,0165545	0,0630653	0,0140808	488319638	585297090

الوحدة دج

المصدر :**من** إعداد الطالبتين بالاعتماد على الوثائق المالية للمؤسسة

أولا: العلاقة بين المؤشرات ROS،ROE ،ROA و القيمة الاقتصادية المضافة EVA

Corrélations		EVA	ROA	ROE	ROS
EVA	Corrélation de Pearson	1	-,193	-,289	-,268
	Sig. (bilatérale)		,714	,578	,607
	N	6	6	6	6
ROA	Corrélation de Pearson	-,193	1	,911*	,954**
	Sig. (bilatérale)	,714		,011	,003
	N	6	6	6	6
ROE	Corrélation de Pearson	-,289	,911*	1	,983**
	Sig. (bilatérale)	,578	,011		,000
	N	6	6	6	6
ROS	Corrélation de Pearson	-,268	,954**	,983**	1
	Sig. (bilatérale)	,607	,003	,000	
	N	6	6	6	6

*. La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

**. La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

مخرجات نظامSPSS

نلاحظ أن العلاقة بين المؤشرات التقليدية ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة علاقة عكسية وضعيفة وهذا من خلال معامل الارتباط بيرسون حيث تبلغ قيمته 0.193- بين المتغيرين (EVA-ROA) 0.289-بين المتغيرين (EVA- ROE) و0.268-بين المتغيرين (EVA– ROS) عند مستوى 5%معنوية.

ثانيا: العلاقة بين المؤشراتROS،ROE ،ROA ،EVA والقيمة السوقية المضافة MVA

Corrélations		EVA	MVA
EVA	Corrélation de Pearson	1	,250
	Sig. (bilatérale)		,633
	N	6	6
MVA	Corrélation de Pearson	,250	1
	Sig. (bilatérale)	,633	
	N	6	6

مخرجات نظامSPSS

نلاحظ أن قيمة معامل الارتباط بيرسون بين MVAو EVA تساوي 0.250 مما يدل على وجود علاقة طردية ضعيفة بين المتغيرين.

Corrélations		MVA	ROA	ROE	ROS
MVA	Corrélation de Pearson	1	,187	,139	,142
	Sig. (bilatérale)		,723	,793	,788
	N	6	6	6	6
ROA	Corrélation de Pearson	,187	1	,911*	,954**
	Sig. (bilatérale)	,723		,011	,003
	N	6	6	6	6
ROE	Corrélation de Pearson	,139	,911*	1	,983**
	Sig. (bilatérale)	,793	,011		,000
	N	6	6	6	6
ROS	Corrélation de Pearson	,142	,954**	,983**	1
	Sig. (bilatérale)	,788	,003	,000	
	N	6	6	6	6

*. La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

**. La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

مخرجات نظامSPSS

نلاحظ أن العلاقة بين المؤشرات التقليدية ومؤشر القيمة السوقية المضافة علاقة طردية لكن ضعيفة وهذا من خلال معامل الارتباط بيرسون حيث تبلغ قيمته 0.187 بين المتغيرين (MVA-ROA) 0.139 بين المتغيرين (MVA- ROE) و0.142 بين المتغيرين (MVA– ROS) عند مستوى 5%معنوية.

خلاصة:

هذا الفصل هومحاولة لتبسيط أهم ما تم التطرق إليه في الفصلين النظريين، حيث قمنا بتقييم الأداء المالي لمؤسسة NCA ROUIBA للعصائر والمشروبات، من خلال مؤشرات التوازن المالي حيث كان الأداء في تراجع حيث تحصلت المؤسسة على خزينة سالبة خلال فترة الدراسة باستثناء السنة الأولى وهو ما يعني أن المؤسسة لم تستطع تمويل دورة الاستغلال، ومن خلال التقييم بواسطة المؤشرات التقليدية نجد أن العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية والعائد على المبيعات في تراجع خاصة في السنتين الأخيرتين من فترة الدراسة ربما يعود هذا إلى دخول مؤسسة NCA ROUIBA إلى بورصة الجزائر وهو الأمر الذي ينتج عنه العديد من التكاليف، ويرجع انخفاض الأداء لدى مؤسسة ROUIBA للعصائر والمشروبات إلى انخفاض الحافز لدى الإدارة وهذا لانخفاض حصص ملكيتهم، وقمنا بالتقييم الأداء المالي للمؤسسة محل الدراسة عن طريق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة حيث استطاعت المؤسسة أن تخلق قيمة اقتصادية موجبة خلال فترة الدراسة من خلال تحقيقها لقيم موجبة ومرتفعة وهو ما يدل على أن المؤسسة تتمتع بأداء جيد باستثناء سنة 2015 التي حققت قيم اقتصادية مضافة سالبة ، كما حققت المؤسسة قيمة سوقية موجبة مضافة باستثناء سنة 2015 وهو ما يعني إمكانية تحقيق المؤسسة لقيم اقتصادية موجبة في المستقبل. ثم قمنا بقياس درجة ارتباط هذه المؤشرات حيث توصلنا في الأخير إلى عدم وجود ارتباط وعلاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين كل من المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة.

خاتمة

الخاتمة.

قمنا في هذه الدراسة بقياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وذلك من خلال مقارنته مع مؤشرات الأداء المالي التقليدية واختبار قدرتها على تفسير الأداء المالي لمؤسسة**NCA ROUIBA** للعصائر والمشروبات، المدرجة في بورصة الجزائر للفترة الممتدة بين (2011- 2016) وبناءا على فرضيات الدراسة تم معالجة الموضوع من خلال ثلاث فصول رئيسية أولها يتعلق بالأسواق المالية والأداء المالي والثاني التطرق لكل من مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة والفصل الأخير قمنا بحساب مختلف المؤشرات وإيجاد درجة الارتباط بين هاته المؤشرات وهذا بعد التعرف على ظروف دخول المؤسسة إلى بورصة الجزائر وسنلخص في الأخير مختلف النتائج التي من تم التوصل إليها وذلك لمعرفة ما إذا تم تأكيد الفرضيات أو نفيها، إضافة إلى بعض التوصيات والاقتراحات.

نتائج اختبار الفرضيات:

1. **الفرضية الأولى** التي تنص على:" وجود اختلاف بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وباقي المؤشرات التقليدية"، تم إثبات صحتها من خلال الجانب النظري والتطبيقي.
2. **الفرضية الثانية** التي تنص على: "أن دخول مؤسسة NCA ROUIBA إلى البورصة الجزائر قد ساهم في تحسين أدائها"، تم نفي صحة الفرضية من خلال الجانب التطبيقي.
3. **الفرضية الثالثة** التي تنص على: "وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات CMPC،ROCI ، BFR والقيمة الاقتصادية المضافة"، تم إثبات صحتها بالنسبة لمؤشرBFR والقيمة الاقتصادية المضافة من الجانب التطبيقي وتم نفي صحتها بالنسبة لوجود علاقة بين CMPC،ROCI والقيمة الاقتصادية المضافة من الجانب التطبيقي.
4. **الفرضية الرابعة** التي تنص على: "وجود علاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشر القيمة السوقية المضافة"، تم نفي صحة هذه الفرضية من الجانب التطبيقي.
5. **الفرضية الخامسة** التي تنص على: "أن ليس لمقاييس الأداء القدرة على تفسير القيمة السوقية المضافة"، تم إثبات صحة هذه الفرضية من الجانب التطبيقي.

نتائج الدراسة:

لقد توصلنا في الدراسة إلى النتائج التالية:

1. ظهر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة بناءا على النقائص التي تحتوي عليها المؤشرات التقليدية التي لا تأخذ تكلفة رأس المال في الحسبان.
2. للقيمة الاقتصادية المضافة مزايا وعيوب فمن مزاياها أنها تعطي الصورة الحقيقية لأرباح المؤسسة وهو الأمر الذي يصعب على الأرباح المحاسبية تحقيقه، أما عن عيوبها فإن صعوبة حسابها لاعتمادها على الكثير من التعديلات قد يكون عائقا أمام مختلف المؤسسات لتطبيقه على أرض الواقع
3. استطاعت المؤسسة أن تخلق قيمة حسب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA خلال كامل فترة الدراسة باستثناء سنة 2015 كانت القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة سالبة، وبالتالي يعتبر الأداء المالي للمؤسسة جيد خلال فترة الدراسة.
4. لم يساهم دخول مؤسسة NCA ROUIBA إلى البورصة في تحسين أدائها المالي ففي السنتين المواليتين لدخولها لبورصة انخفض أدائها المالي مقارنة بالسنوات السابقة ويمكن أن يكون ذلك لعدة أسباب منها تكاليف الدخول إلى بورصة الجزائر، انخفاض الحافز لدى الإدارة بسبب انخفاض حصص ملكيتهم وطبيعة بورصة الجزائر كل هذا قد يؤثر سلبا على الاداء المالي للمؤسسة، لكن في السنة الأخيرة من الدراسة ارتفع الأداء المالي للمؤسسة بشكل ملحوظ.
5. حققت المؤسسة قيمة خزينة سالبة خلال سنوات الدراسة باستثناء سنة 2011 وهذا يعني أن المؤسسة لم تتمكن من تغطية وتمويل احتياجات دورة الاستغلال.
6. وجود علاقة ارتباط عكسية قوية بين الاحتياج في راس المال العاملBFR و القيمة الاقتصادية المضافةEVA.
7. وجود علاقة ارتباط ضعيفة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشر القيمة السوقية المضافة حيث بلغ معامل الارتباط بينهما 0.25.
8. عدم وجود علاقة ارتباط قوية بين المؤشرات التقليدية ROS،ROE، ROA ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA.

التوصيات:

- **على المستوى العام**

✓ ضرورة الاهتمام بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA للشركات المدرجة في البورصة بالإفصاح عنه ضمن مرفقات القوائم المالية جنبا إلى جنب مع مؤشرات الأداء التقليدية، وذلك للاعتماد عليه من قبل المستثمرين عند اتخاذ القرارات بالنظر إلى ما يعكسه من معلومات مفيدة وملاءمة، وقدرته على تقييم الأداء بشكل أوسع وأشمل من مؤشرات الأداء التقليدية.

✓ العمل على إعادة دراسة قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل المؤشرات التقليدية مع الأخذ في الاعتبار العوامل الأخرى المؤثرة.

✓ التنوع في اختيار المؤشرات المالية يزيد من احتمال اختيار الاستثمارات الناجحة، فعلى المستثمرين التوجه إلى استخدام المؤشرات الاقتصادية الحديثة فهي مكملة للمؤشرات التقليدية ولا غنى لأحدهما عن الأخرى.

✓ ضرورة العمل على توعية وعقد ورشات عمل للمحللين والمدراء الماليين والمستثمرين والمهتمين حول أهمية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVAوقدرته على خلق القيمة لحملة الأسهم لما له من أثر إيجابي في توجيههم نحو الاستثمارات والمشاريع الأكثر نجاحا.

- **على مستوى المؤسسة:**

✓ ضرورة تضمين القيمة الاقتصادية المضافة في القوائم المالية للمؤسسة بالإضافة إلى المقاييس التقليدية، كمؤشرات مالية وهذا لما يحظى به هذا المقياس من أهمية للمستثمرين والمستفيدين.

✓ الاعتماد على الإدارة المالية الحديثة من طرف المديريات والابتعاد عن الدور التقليدي وذلك من أجل خلق قيمة.

✓ التأكيد على فهم الأفراد العاملين وتدريبهم على كيفية تطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في جميع مستويات الإدارة داخل المؤسسة للحصول على أفضل النتائج، فضلا عن منحهم الوقت الكافي لتطبيق هذا المقياس.

أفاق البحث:

يبقى مجال موضوع هذا البحث واسعا والدارسات المنجزة حوله قليلة لذلك نأمل مستقبلا أن تتم معالجة الموضوع أكثر ومن المواضيع التي يمكن تناولها في هذا المجال إعادة نفس موضوع البحث لكن بدراسة حالة مقارنة بين مؤسسات تستخدم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مع شركات أخرى تستخدم مؤشرات الأداء التقليدية في ظل ظروف متكافئة لتلك الشركات.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

- **الكتب:**

1. السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، دار الفكر، طبعة الأولى، الأردن، بدون سنة.
2. أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقيم الأدوات** دار اليازوري، الأردن 2010.
3. أرشد فؤاد التميمي، عدنان تايه النعيمي، **التحليل والتخطيط المالي** " اتجاهات معاصرة"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
4. إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات**، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، جامعة الجزائر، ورقلة2011.
5. جمال جويدان الحمل، **الأسواق المالية والنقدية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2002.
6. حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، الطبعة الثانية، الوراق للنشر والتوزيع عمان2008.
7. حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة**، الوراق لنشر والتوزيع عمان، الطبعة الثانية، 2008.
8. خالد أمين وإسماعيل إبراهيم الطراد، **إدارة العمليات المصرفية (المحلية والدولية)**، دار وائل، الأردن2011.
9. خالد وهيب الراوي، الاستثمار **مفاهيم تحليل واستراتيجية**، دار المسيرة، عمان، بدون سنة.
10. رفعت السيد العوضي، **الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي**، رابطة العالم الإسلامي مجمع الفقه الإسلامي مكة المكرمة، 2010.
11. عبد الغفار حنفي، **أساسيات التمويل المالي ودراسات الجدوى**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
12. عبد الغفار حنفي، **بورصة الأوراق المالية**، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية 2003
13. عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية** البورصة، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2008.
14. عظاسبيه، معجم **مصطلحات الاقتصاد والمال وإدارة الأعمال، مكتبة** لبنان، الطبعة الثانية، 1989.
15. فايز سليم حداد، **الإدارة المالية، الطبعة** الثانية دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان الأردن 2008.

16. فهد نصر محمود، **أثر السياسات الاقتصادية في أداء المصارف التجارية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2009.

17. فهمي مصطفى الشيخ، **التحليل المالي**، الطبعة الأولى، راماالله فلسطين2008.

18. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، **بورصة الأوراق المالية (بين النظرية والتطوير)** ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.

19. محمد صالح الحناوي، رسمية قرياقص، **أساسيات الإدارة المالية**، قسم إدارة الأعمال، الإسكندرية، 1997.

20. محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، **الاستثمار في البورصة: أسهم، سندات، أوراق مالية**، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2006.

21. محمد محمود الخطيب، **الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات**، الطبعة الأولى، دار الحامد، عمان، الأردن، 2010.

22. مصطفى يوسف كافي، **بورصة الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، دار رسلان سورية، 2009.

23. منير إبراهيم الهنيدي، **الإدارة المالية مدخل معاص**، الطبعة الرابعة مكتب العربي الحديث، الإسكندرية مصر، 1999.

24. منير إبراهيم هنيدي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية،2002.

25. ناصر دادي عدون، **تقنيات مراقبة التسيير (التحليل المالي)**، دار المحمدية العامة، الجزائر،1999.

26. هوشيار معروف، **الاستثمارات والأسواق المالية**، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان الطبعةالأولى، 2003.

- **الأطروحات والمذكرات**

27. أنس مصلح ذياب الطراونة، **العوامل المؤثرة في تقيم الأداء المالي لشركات التأمين الأردنية**، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط الأردن،2015.

28. بحرية مواعي، **التقييم المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل المعايير المحاسبية الدولية**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي شلف ،2016.

29. بن اعمر بن حاسين، **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك ومالية كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية علوم التسيير جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2013.

30. بن عيسى عبد القادر، **أثر استخدام المشتقات المالية العالمية " دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010**، رسالة ماجستير، تخصص مالية أسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة الجزائر، 2001 –2012.

31. بوعبد الله علي، **أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية**، أطروحة دكتوراه، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014.

32. جلالي طارق بلهاشمي، **لوحة القيادة كأداة في مراقبة التسيير المصرفي**، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة البليدة2016.

33. جليلة بن خروف، دور **المعلومات المالية في تقيم الأداء المالي للمؤسسة واتخاذ لقرارات**، رسالة ماجستير، جامعة بومرداس الجزائر، 2009.

34. حسين عبد المطلب الأسرج، **دور أسواق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر**، رسالة الماجستير في الاقتصاد، كلية التجارة، قسم الاقتصاد، جامعة الزقازيق، مصر، 2002.

35. حليمة بومعزة، **التحليل المالي كأداة لتقييم الأداة داخل المؤسسة العمومية الاقتصادية**، رسالة ماجيستر، تخصص فرع علوم التسيير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2001.

36. خليدة بلعيدي، **دور المشتقات المالية في تغطية مخاطر السوق المالي "دراسة تحليلية 2012–2014"**، رسالة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة العقيد أكلي محند اولحاج البويرة، 2015/2014

37. خيرة الداوي، **تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية "دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين الفترة 2005–2009"**، رسالة ماجستير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009-2010.

38. رشيد بوكساني، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، اطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2006.

39. رشيد حفصي، **تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر**، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2010-2011.

40. زاهر صبحي بشناق، **تقييم الأداء المالي للبنوك الإسلامية والتقليدية باستخدام المؤشرات المالية "دراسة مقارنة للبنوك الوطنية العاملة في فلسطين "**، رسالة ماجستير، قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة، 2011.

41. السعيد بلوم، **أساليب الرقابة ودورها في تقيم أداء المؤسسات الاقتصادية**، رسالة الماجستير في تنمية الموارد البشرية جامعة منتوري قسنطينة، بدون سنة.

42. سمية بلجبلية، **أثر التضخم على عوائد الأسهم، "دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996–2006"**، رسالة ماجستير، قسم علوم التسيير، فرع تسير المؤسسات جامعة منتوري قسنطينة، 2009-2010.

43. سميحة بن محياوي، **دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية " دراسة حالة بعض الدول"**، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم التجارية، تخصص تجارة دولية، جامعة محمد خيض، بسكرة، 2014-2015.

44. سميرة لطرش، **كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم "دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية "**، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012.

45. شعبان محمد لولو، **قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم " دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين**، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، **2015**.

46. شهرزاد قاسمي، **الرفع المالي كمؤشر لتقييم الأداء المالي للمؤسسة**، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012.

47. صلاح الدين شريط، **دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية "دراسة تجربة جمهورية مصر العربية**، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر 3، 2011-2012

48. عادل عشي، **الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس وتقيم**، رسالة ماجستير، جامعة بسكرة الجزائر **2002**.

49. عبد الغني دادن، **قياس وتقيم الأداء المالي في مؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر**، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر2007.

50. عبد الرحمان بنعزوز، **دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة2012.

51. عمار بن مالك، **المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء "دراسة حالة شركة إسمنت السعودية للفترة الممتدة2006–2010** "، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة 2010-2011.

52. كريمة بنشعلال، **السلطة القمعية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها**، رسالة الماجستير في القانون فرع القانون العام، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة عبد الرحمان ميرةبجاية2012.

53. محمد نعيم الحلو، **دور المعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد غير عادية "دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية للفترة 2004 –2008"**، رسالة ماجستير، قسم المحاسبة والتمويل، غزة، 2010.

54. محمد هاشمي حجاج، **أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية " دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال 2007/ 2009** "، رسالة ماجستير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012.

55. مريم سرارمة، **دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 "دراسة تحليلية** "، رسالة ماجستير، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012.

56. مريم شكري محمود نديم، **تقييم، الأداء المالي باستخدام بطاقة الأداء المتوازن "دراسة اختبارية في شركة طيران الملكية الأردنية"**، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط 2012-2013.

57. نبيل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية **بين النظري والتطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا** "، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية غزة،2007.

- **مذكرات الماستر**

58. أم العز حمودي، **دور تطوير المنتجات في تحسين أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة "دراسة حالة مؤسسة وحدة تحويل البلاستيك بالجنوب ورقلة"**، مذكرة ماستر، قسم علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات صغيرة والمتوسطة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ،2011-2012.

59. أمال بلمهبول ، **دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية**، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015.

60. اوراغ اوناسة، **آثر التحليل المالي على أداء المؤسسة " دراسة حالة المؤسسة مطاحن الزبيان القنطرة (بسكرة)** "، مذكرة ماستر، قسم علوم التسيير، تخصص فحص محاسبي، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015 – 2016.

61. ايت أكان عزيزة، بوصقيع فتيحة، **تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية "دراسة حالة بورصة الجزائر"**، مذكرة لنيل شهادة الماستر، قسم العلوم التجارية، تخصص مالية مؤسسة، جامعة اكلي محند اولحاج، البويرة، 2014-2015.

62. إيمان حجاج، **دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير القيمة السوقية للأسهم "دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة الكويت 2011–2016"**، مذكرة ماستر علوم اقتصادية، تخصص مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2016-2017.

63. بلقاسم قريشي، **دراسة القدرة التفسيرية لمؤشرات خلق القيمة والمؤشرات التقليدية لأداء المالي "لشركات المدرجة في البحرين للفترة 2009–2013"** ، مذكرة ماستر في العلوم المالية والمحاسبة، تخصص مالية مؤسسة ،جامعة قاصدي مرباح، ورقلة ،2014.

64. حنان سيدروحو، **دور سلوك الخزينة لتحقيق التوازن المالي** "حالة مؤسسة السيارات snvi الصناعية وحدة ورقلة 2010-2013"، مذكرة لنيل شهادة الماستر، علوم مالية ومحاسبة، تخصص مالية مؤسسة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة،2013-2014.

65. رزيقة تالي، **تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية "دراسة حالة مؤسسة تجهيزات المنزلية EDIED"**، مذكرة ماستر، تخصص إدارة أعمال، جامعة أكلي محند أولحاج بويرة، 2011-2012.

66. رشيدة سليماني، **دور أليات الحوكمة في تحسين الأداء المالي لشركات التأمين**، مذكرة لنيل شهادة الماستر جامعة بسكرة 2013.

67. سارة بن عيسى، **دور السوق النقدية في تمويل الاقتصاد دراسة "حالة الجزائر فترة1990–2014 "**، مذكرة لنيل شهادة الماستر، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015.

68. سارة قدوري، **دور استخدام أدوات تحليل المالي في تقيم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية**، مذكرة لنيل شهادة الماستر، جامعة ورقلة الجزائر.

69. سميحة سعادة، **أداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة باستخدام جدول تدفقات الخزينة**، مذكرة لنيل شهادة الماستر، علوم مالية ومحاسبة، تخصص مالية مؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2013.

70. سناء مسعودي، **تقيم الأداء المالي للبنوك التجارية**، مذكرة ماستر، علوم اقتصادية تخصص بنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي، 2015.

71. صفاء ستو، **تأثير نسب السيولة ونسب المديونية على القيمة السوقية للشركة المسعرة في البورصة " دراسة لعينة من الشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2009–2014**، مذكرة ماستر لعلوم المالية والمحاسبة، تخصص مالية المؤسسة، 2015-2016.

72. صليحة حجاج، **دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم**، مذكرة لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية مؤسسة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2016.

73. طارق رحماني، **تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية**، مذكرة لنيل شهادة الماستر، جامعة ورقلة ،الجزائر2011.

74. مبارك بن سليمان آل فواز، **الأسواق المالية من المنظور الإسلامي**، مذكرة تدريسية، مركز النشر العلم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2010.

75. مختارية باية جبار، قينوس محمد حكيم، **دور الأسواق المالية في تمويل التجارة الخارجية**، مذكرة لنيل شهادة الماستر، جامعة سعيدة، الجزائر،2017.

76. نسيمة بلحاج، **آثر مؤشرات السيولة والربحية على الرفع المالي " دراسة تطبيقية لعينة من شركات المساهمة في ولاية ورقلة للفترة 2011–2015"**، مذكرة ماستر، تخصص تقنيات الكمية في المالية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2016-2017.

77. نورة بومدين، **الأسواق المالية في الدول الإسلامية**، مذكرة لنيل شهادة الماستر، قسم علوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2011-2012.

78. وداد بوطيب، **قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقارنة بالمؤشرات التقليدية " دراسة حالة المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر للفترة 2000–2015"**، مذكرة ماستر، تخصص مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2015-2016.

79. ياسين فزة ،فقيه عمارية، **كفاءة الأسواق المالية "دراسة حالة مؤشر سوق دبي المالي"**، مذكرة لنيل شهادة الماستر، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة عمليات والإنتاج، جامعة الطاهر مولاي سعيدة، 2015-2016.

- **المجلات**

80. أديب قاسم شندي، **الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية**، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، جامعة واسط العدد الخاص ،2013.

81. حدة رايس، **دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي**، مجلة العلوم الإنسانية العد التاسع، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، مارس2006.

82. حسيين عبد المطلب الأسرج، **تحليل أداء البورصات العربية خلال (1994-2003)**، سلسلة رسائل البنك الصناعي الكويت، العدد79/ 20الكويت.

83. حكيمة بوسلمة، **اختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية عند المستوى شبه القوي**، المجلة الجزائرية التنمية الاقتصادية العدد05، جامعة باتنة، بدون سنة.

84. حميدة رمضاني، سوسي الهواري، **قياس أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات أداء الحديثة "دراسة حالة مجمع صيدال لفترة 2010-2015**، مجلة الواحات لبحوث والدراسات، مجلد10العدد02/2017.

85. سعاد معاليم، سميحة بوحفص، **إنشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة " دراسة حالة مؤسسة صناعة الكوابل فرع جنرال كابل بسكرة"**، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 30 سبتمبر 2017، جامعة بسكرة، جامعة خنشلة.

86. سليمان موحلي حازم السمان، **دراسة كفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية**، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29 العدد الثاني 2013.

87. شبلي عبد المحسن توفيق، **استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي والتشغيلي في الوحدات الاقتصادية**، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 23/ 2009، قسم المحاسبة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة.

88. شوقي جباري، مصطفى قمان، **السوق المالية البديلة كألية فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مجلة التنظيم والعمل، العدد 05، جامعة أم البواقي وجامعة المسيلة، بدون سنة .

89. عمادة ضمان الجودة والاعتماد الأكاديمي، **مؤشرات الأداء والمقارنة المرجعية، "مشروع التأسيس للجودة والتأهيل والاعتماد المؤسسي والبرامجي"**، مجلة 04، بدون سنة.

90. مفتاح صالح، فريدة معارفي، **متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية**، مجلة الباحث عدد07، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2009-2010.

91. هشام بحري، **مقاييس الأداء المبنية على القيمة منوجهة نظر المساهم بين النظرية والتطبيق**، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2011/01-2012، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر.

92. هواري السويسي، **دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة**، جامعة ورقلة، مجلة الباحث، العدد 2009/07 – 2010.

93. وليد ناجي الحيالي، **التحليل المالي**، منشورات الأكاديمية العربية في الدنمارك، 2007.

- **المقالات والمدخلات**

94. حليمة بزاز، **المشتقات المالية "مفهوم الأهمية ومخاطر"**، مقال، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة،بدون سنة.

95. السعيد بريكة، سمير مسعي، **تقيم المنشأة الاقتصادية مدخل القيمة الاقتصادية المضافةEVA**، مقال جامعة أم البواقي، جامعة خنشلة،بدون سنة.

96. شريف ريحان، مريم نايت، **قياس مدى قدرة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية على خلق القيمة "دراسة حالة مجمع صيدال لصناعة الصيدلانية 2014/2010"**، مقال، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية، جامعة باجي مختار عنابة.

97. مريم تواتي، **مراقبة التسيير كآلية لحوكمة المؤسسات وتفعيل الإبداع**"مداخلة للمشاركة في المؤتمر الوطني الأول حول مراقبة التسيير كآلية لحوكمة المؤسسات"، جامعة البليدة 2017،

98. مقبل علي أحمد علي، **دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقويم أداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها "دراسة تطبيقية"** مقال، كلية الإدارة والاقتصاد جامعة الموصل، كلية الاقتصاد جامعة حلب، بدون سنة.

- **مراجع باللغة الأجنبية**

99. Khemissi chiha، **gestion et stratégie finacier** ،Edition houma ،alger 2005.
100. Brahim Sansari،**Analyse financier**، Edition chchiha alger 1996.
101. Pascal Barneto، **Georges Gregorio** ،**DSCG 2Manuel et APP**، Lincatio2، édition ،Dunod، Pris 2009.

المواقع إلكترونية

1. www.sgbv.dz/ar/index.php
2. www.rouiba.com.dz
3. www.strenstewaet.com

.

.

الملاحق