

دور القرارات المالية في خلق القيمة للمساهمين دراسة حالة مجمع صيدال و مؤسسة
التسيير الفندقي الأوراسي خلال الفترة (2017-2002)

**The Role of financial decisions in shareholders value creation
Case Study of El-Aurassi entreprise and Saidal group during the
period (2002-2017)**

أسماء أيمن^{1*}، عبد الغني دادن²

¹ جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، aimene.asma@gmail.com

² جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، dadene@gmail.com

تاريخ التسليم: 2020/10/15، تاريخ المراجعة: 2020/12/11، تاريخ القبول: 2021/02/19

Abstract

The present study aims to test The extent of the contribution of financial decisions in creating value for the shareholder Where value creation was measured using the refined economic value added, The sample of enterprises used in this study is composed of Saidal group and El-Aurassi hotel during the period from 2002 to 2017.

Our present study finds that there is a negative correlation between the refined economic value added and the financial structure and not having Effect of investment decision and dividends decision on value creation in El-Aurassi entreprise, and there is a negative effect of the investment decision on the refined economic value added and not having Effect of the financial structure and dividends decision on value creation in Saidal group.

Keywords : refined economic value added, value creation, Financial decisions, El-Aurassi entreprise, Saidal group.

الملخص

تهدف هذه الدراسة لاختبار مدى مساهمة القرارات المالية في خلق القيمة للمساهم حيث تم قياس القيمة المنشأة باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، تمثلت عينة الدراسة في مجمع صيدال و مؤسسة الأوراسي خلال الفترة من 2002-2017.

تم التوصل إلى أن هناك ارتباط سالب بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و الهيكل المالي و عدم وجود تأثير لقرار الاستثمار و قرار توزيع الأرباح على خلق القيمة في مؤسسة الأوراسي، و وجود تأثير سالب لقرار الاستثمار على القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و عدم وجود تأثير للمتغيرات الممثلة للهيكل المالي و قرار توزيع الأرباح على خلق القيمة في مجمع صيدال.

الكلمات المفتاحية: القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة ، خلق القيمة ، القرارات المالية ، مؤسسة الأوراسي ، مجمع صيدال.

*المؤلف المراسل أسماء أيمن aimene.asma@gmail.com

1. مقدمة:

تسعى الإدارة المالية الحديثة لتحقيق هدف خلق القيمة للمساهم كهدف أسمى، حيث تعد القيمة حجر الزاوية لنظام الإدارة على أساس القيمة، ظهر مفهوم خلق القيمة في منتصف التسعينات باعتباره مفهوما استراتيجيا تم استخدامه في الولايات المتحدة الأمريكية بشكل واسع كمعيار لأداء الإدارة، ويقصد بخلق القيمة للمساهمين أو أصحاب الملكية وضع أصحاب الأموال أو المساهمين في مركز عمليات اتخاذ القرار أي أن جميع القرارات المالية تتخذ من اجل تعظيم ثروة الملاك، حيث يعرف مفهوم خلق القيمة على أنه خلق قيمة للسهم أي تعظيم القيمة السوقية للسهم و بالتالي تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، تعددت الأدوات المستخدمة لقياس خلق القيمة و التي عرفت تطورات عدة و يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من أشهر الأدوات المستخدمة و الذي تم إنشاؤه من طرف شركة stern stewart سنة 1991 إذ يحتوي على مجموعة من المميزات التي تحوله لأن يكون المقياس الأفضل الذي يعكس مدى قدرة المؤسسة على خلق القيمة لمساهميها، فهو يحسب القيمة الاقتصادية المحققة بعد حذف تكلفة رأس المال و هذا ما يميزه عن المقاييس التقليدية، و في سنة 1997 انتقدت شركة Bacidore استخدام القيمة الدفترية لأصول الشركة في حساب القيمة الاقتصادية المضافة و قامت بإدخال القيمة السوقية للأصول بدلا من القيمة الدفترية و ذلك لأن تكلفة رأس المال للشركة تحسب على أساس أسعار السوق. نسعى من خلال هذه الدراسة لاختبار مدى قدرة مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي و مجمع صيدال على اتخاذ قرارات مالية تساهم في خلق القيمة للمساهمين التي تم قياسها بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة ، و عليه تم صياغة الإشكالية على النحو التالي :

ما مدى مساهمة القرارات المالية في خلق القيمة للمساهم في مؤسسة الأوراسي و مجمع صيدال خلال الفترة (2002-2017) ؟

- و للإجابة على هذه الإشكالية تم وضع الفرضيتين التاليتين :
- الفرضية الأولى : يعد قرار الاستثمار ذو أهمية بالغة من خلال مساهمته في خلق القيمة للمساهم في مؤسسة الأوراسي خلال الفترة (2002-2017) ؛
- الفرضية الثانية : يساهم قرار التمويل بشكل كبير في خلق القيمة مقارنة بقرار الاستثمار و قرار توزيع الأرباح في مجمع صيدال خلال الفترة (2002-2017).

أهداف البحث : نسعى من خلال بحثنا إلى محاولة البحث في مدى تأثير القرارات المالية الإستراتيجية المتخذة من قبل المؤسسة في القطاعين الصناعي و الخدمي على تعظيم قيمة المؤسسات التي تنشط في السوق المالي الجزائري.

الدراسات السابقة:

لقد تناولت العديد من الدراسات إشكالية تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة باستخدام أساليب وطرق مختلفة، و على عينات متباينة، و فيما يلي سنستعرض بعض هذه الدراسات :

دراسة علي بن الضب (2009) : هدفت الدراسة إلى قياس تأثير قرار اختيار الهيكل المالي و قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة، حيث شملت الدراسة 60 شركة مدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2008-2009، و تم الاعتماد على نماذج الانحدار الخطي المتعدد و البسيط، و خلصت الدراسة إلى وجود تأثير ذو معنوية إحصائية للهيكل المالي و قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة قدر ب 40 %، كما توجد متغيرات لها تأثير على قيمة المؤسسة و هي حجم المؤسسة، المردوديات، حجم السيولة و المخاطر النظامية.

دراسة Famil samiloglu و آخرون (2014) : هدف الباحث من خلال هذه الدراسة لاختبار مدى تأثير اختيار الهيكل المالي على ربحية المؤسسة التي تم التعبير عنها بالقيمة الاقتصادية المضافة، حيث تمثلت عينة الدراسة في 120 مؤسسة مدرجة في السوق المالي باسطنبول و ذلك خلال الفترة 2003-2012، و قد تم استخدام نماذج البائل لاختبار العلاقة، و أظهرت النتائج المتوصل إليها أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة و نسبة الديون قصيرة الأجل على إجمالي الأصول حيث بلغت قوة التفسير 24 %، و علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة و نسبة الديون طويلة الأجل على إجمالي الأصول حيث بلغت قوة التفسير 42 % .

دراسة Nasima Assous (2015): هدفت الدراسة إلى اختبار مدى تأثير كل من قرار التمويل و قرار الاستثمار على خلق القيمة في المؤسسة حيث تم قياسها بمؤشرين هما القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة، و تمثلت عينة الدراسة في مجمع صيدال و مؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي خلال الفترة (1998-2012)، حيث تم استخدام معامل الارتباط لاختبار العلاقة، و قد تم التوصل إلى أن قرار الاستثمار له تأثير عكسي على القيمة الاقتصادية المضافة إذ يفسر ما مقداره 29 % من التغير الحاصل بها في مؤسسة الاوراسي و 47 % في مجمع صيدال، في حين أن له تأثير موجب و لكن ضعيف على القيمة السوقية المضافة قدر ب 5 % و 2 %، أما بالنسبة لقرار التمويل فكانت العلاقة عكسية مع القيمة الاقتصادية المضافة قدرت ب 34 % في مؤسسة الاوراسي و علاقة طردية ضعيفة قدرت ب 3 % في مجمع صيدال، كما أشارت النتائج إلى وجود علاقة طردية ذات تأثير ضعيف قدر ب 1 % بين قرار التمويل و القيمة السوقية المضافة في مؤسسة الأوراسي و علاقة عكسية قدرت ب 18 % في مجمع صيدال.

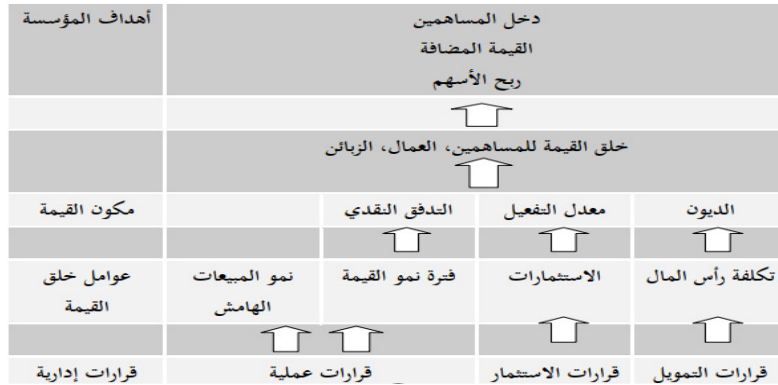
دراسة Hechmi Soumaya (2015) : هدفت الدراسة لتحليل العلاقة بين قرار الاستثمار و مدى القدرة على خلق القيمة و المعبر عنها بالقيمة السوقية للأموال الخاصة، شملت عينة الدراسة 82 مؤسسة فرنسية مدرجة في مؤشر SBF 250 خلال الفترة (1999-2005)،

حيث تم استخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد، و تم التوصل إلى أن هناك أثر موجب لقرار الاستثمار ذو دلالة إحصائية على القيمة السوقية حيث يفسر 52 % من التغير في القيمة السوقية. دراسة عبد الكريم خيري (2019) : سعت هذه الدراسة إلى تحليل القرارات المالية و علاقتها بالقيمة السوقية للمؤسسة، و لتحقيق هدف الدراسة تم اختيار عينة تضم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية المسجلة في بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة بين سنة 2013 و 2016، وقد استخدم الباحث أسلوب تحليل المركبات الأساسية (ACP). و تم التوصل إلى أن هناك علاقة ارتباط قوية بين القيمة السوقية و نسبة الرفع المالي بلغت 78 % إلا أن المتغيرات الممثلة للقرارات المالية لا تعتبر محددات لقيمة المؤسسة.

2. مفاهيم أساسية حول دور القرارات المالية في خلق القيمة

إن تعارض المصالح بين المساهمين و المسيرين و سعي كل منهم لتحقيق مصالحه أدى إلى البحث عن وسيلة تساعد في تقييم أداء المسيرين و تقييم مدى قدرتهم على خلق قيمة للمساهمين كهدف رئيسي للمؤسسة. و هذا ما نلمسه بوضوح في قول G B.Stewart (1994) : " ... إن الهدف المالي الأول هو تعظيم ثروة المساهمين، و فائدة ذلك لا تعود على المساهمين فحسب بل تعود على المؤسسة ككل...." (هاشمي عبايسة، 2008، ص 105). و نعني بمفهوم خلق القيمة خلق قيمة للسهم، و انطلاقاً من ذلك فهذا المفهوم يكرس وضع المساهم كأولوية في إستراتيجية المؤسسة (السعيد بريكة، سمير مسعي، 2009، ص 6). و بالتالي فإن جميع القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة تسعى من خلالها لتحقيق هدف تعظيم الثروة، و الشكل رقم (01) يوضح كيفية مساهمة القرارات المالية في خلق القيمة.

الشكل (01): عوامل خلق القيمة



المصدر : (بن حمودة، 2015، ص 102).

يعود الفضل في بروز مقاييس خلق القيمة للمساهم إلى الأعمال القيمة للأمريكي ألفريد رابابورت (1986) Alfred Rappaport الذي استطاع تقديم مقارنة لخلق القيمة للمساهم حدد من خلالها الوسائل الضرورية التي تمكن إدارة المنشأة من الوصول إلى تحقيق هدف تعظيم القيمة

للمساهمين. ومع مطلع التسعينات من القرن الماضي، سارعت العديد من مكاتب الاستشارات المتخصصة إلى تبني أفكار رابابورت واستطاعت تطوير نماذج لقياس خلق القيمة فقامت بالترويج لها من أجل استقطاب أكبر عدد ممكن من المنشآت لاستغلال نماذجها في القياس. تكتسي مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة للمساهم أهمية بالغة في الإدارة المالية الحديثة، حيث يمثل مقياس الأداء الذي من خلاله يتحدد مقدار خلق القيمة المحقق من طرف المؤسسة الركيزة الأساسية لنظام الإدارة على أساس القيمة Value Based Management (VBM)، فاستخدام مقياس الأداء من منظور خلق القيمة يسمح للمنشآت بتحسين عملية الاتصال الداخلي أو الخارجي بالمستثمرين، كما يساعد على اتخاذ القرارات التشغيلية و الإستراتيجية، وإعداد نظام المكافآت الذي يجعل سلوك المديرين يتماشى مع أهداف المساهمين (هشام بحري، 2014، ص 90).

في مطلع التسعينات قامت شركة Stern & Stewart بإصدار مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة الذي يعرف على أنه مقياس للتقييم المالي لتقدير الربح الحقيقي المرتبط بتعظيم ثروة المساهمين خلال فترة زمنية محددة و هو الفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب و تكلفة رأس المال المملوك و المقترض (مقبل علي أحمد علي 2010، ص 4).

ثم قامت شركة Bacidore (1997) بتقديم نموذج القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة (REVA) حيث انتقد استخدام القيمة الدفترية لأصول الشركة في حساب القيمة الاقتصادية المضافة و قام بإدخال القيمة السوقية للأصول بدلا من القيمة الدفترية و ذلك لأن تكلفة رأس المال للشركة تحسب انطلاقا من التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال التي تحسب على أساس أسعار السوق (Mansour Garkaz et al، 2012، ص 110). ويمكن حسابها وفق العلاقة التالية :

$$REVA = (ROE - re) * ME$$

حيث :

ROE : العائد على حقوق الملكية ؛

r_e : تكلفة حقوق الملكية ؛

ME : القيمة السوقية لحقوق الملكية.

3. دراسة دور القرارات المالية في خلق القيمة للمساهمين

سنقوم في هذا الجزء بنمذجة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة كمقياس للثروة المنشأة للمساهمين مع المتغيرات الممثلة لقرار التمويل، قرار الاستثمار و قرار توزيع الأرباح خلال فترة الدراسة.

يتمثل مجتمع الدراسة في المؤسسات المدرجة في السوق المالي الجزائري، و في ظل المعطيات المتاحة كانت الدراسة منصبة على أهم مؤسستين هما مجمع صيدال و مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي و ذلك للأسباب التالية :

- توافق فترة الدراسة ؛

- كلاهما عبارة عن سند رأس مال .

تم تجميع معطيات الدراسة من موقع الخاص بالسوق المالي الجزائري، حيث خلال الفترة (2002-2017)، كما تم حساب متغيرات الدراسة عن طريق برنامج EXCEL 7 ، تم صياغة نماذج الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS).

1.3 متغيرات الدراسة :

للإجابة على الإشكالية المطروحة و اختبار مدى صحة الفرضيات، سنقوم باختبار مدى تأثير القرارات المالية على القيمة المنشأة للمساهمين المعبر عنها بالقيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، و سيتم دراسة تأثير كل قرار بشكل مستقل عن بقية القرارات نظرا للتأثير المتبادل بينها، و ذلك من خلال ثلاث متغيرات ألا و هي نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول (DEB)، نسبة إجمالي الاستثمارات (التثبيات) على إجمالي الأصول (INV) و عائد توزيعات الأسهم (DIV). و الجدول رقم (01) يوضح كيفية حساب متغيرات الدراسة.

الجدول (01) : طريقة حساب متغيرات الدراسة

الرموز	طريقة حسابه	الرمز	المتغير
Rcp : مردودية الأموال الخاصة ؛ rcp : تكلفة الأموال الخاصة ؛ تكلفة الأموال الخاصة فتحسب بالعلاقة : توزيعات السهم / أسعار الأسهم cpA : الأموال الخاصة المعدلة (أسعار الأسهم * عدد الأسهم).	$(Rcp - rcp) * cpA$	REVA	القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة
	إجمالي الديون / إجمالي الأصول	DEB	نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول

	نسبة إجمالي الاستثمارات على إجمالي الأصول	INV	إجمالي الاستثمارات / إجمالي الأصول
	عائد توزيعات الأسهم	DIV	توزيعات الأرباح / أسعار الأسهم

المصدر : من إعداد الباحثين.

2.3 تحليل نماذج الانحدار:

لاختبار فرضيات الدراسة سيتم تقدير نماذج الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى، إذ تقوم على ثلاثة افتراضات أساسية، في حالة عدم توافرها فإنها تصبح غير ملائمة لتقدير معالم النموذج، و عدم تحقق هذه الافتراضات ينشأ عنه ثلاثة مشاكل هي :

1 - الارتباط الذاتي للأخطاء : و ينتج من حذف أحد متغيرات نموذج الانحدار و الذي يترتب عنه خطأ الحذف، كما أن سوء تعيين النموذج الرياضي و سوء معالجة البيانات قد يؤديان إلى هذا الخطأ.

و من أهم الاختبارات التي تستخدم للكشف عن الارتباط الذاتي هو اختبار دارين واتسون إلا أنه يصبح غير فعال عند وقوع إحصائية دارين واتسون في منطقة الاحتمال و هي المنطقة التي لا يمكن معرفة ما إذا كان هناك ارتباط ذاتي أم لا، لهذا نلجأ إلى اختبار Breusch-Godfrey LM Test للتأكد من وجود ارتباط ذاتي من عدمه.

2- عدم ثبات التباين: أي أن الخطأ العشوائي يتباين له قيمة ثابتة.

3- التوزيع غير الطبيعي للخطأ العشوائي.

و عند التأكد من وجود هذه المشاكل، لابد من معالجتها، ثم إعادة تقدير النموذج من جديد. و عليه ستكون معادلات الانحدار البسيط على النحو التالي :

$$REVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DEB_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$REVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 INV_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$REVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{it} + \varepsilon_{it}$$

1.2.3 تقدير النماذج لمؤسسة الأوراسي:

قبل التطرق لتقدير نماذج الانحدار و اختبار مدى تحقق الفرضيات الثلاث السابقة لا بد من دراسة مدى استقرارية متغيرات الدراسة حيث تم الاستعانة باختبار Phillips-Perron لصغر حجم العينة، كانت نتائج دراسة الاستقرارية للمتغيرات الخاصة بمؤسسة الأوراسي كالتالي :

نلاحظ أن كلا من القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول مستقرة بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى، فالاحتمال المرفق بإحصائية اختبار فيليبس بيرون أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05)، أما بالنسبة للمتغيرين إجمالي الاستثمار على إجمالي الأصول و عائد توزيعات الأسهم فهما مستقران بعد إجراء الفروقات من الدرجة الثانية كون الاحتمال المرفق بإحصائية اختبار فيليبس بيرون أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05).

1.1.2.3 تقدير نموذج الانحدار البسيط للعلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و قرار التمويل

$$REVA_{it} = 615.78 - 33396.96 DEB_{it}$$

$$R\text{-squared} = 0.50$$

$$\text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0.00$$

$$\text{Adjusted } R\text{-squared} = 0.46$$

$$\text{Durbin-Watson stat} = 1.47$$

اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء :

نلاحظ من خلال نتائج اختبار Breusch-Godfrey أن الاحتمال المرفق بإحصائية Breusch-Godfrey LM يساوي 0.45 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نرفض فرضية العدم (H_0) و نقبل (H_1) و عليه لا وجود لارتباط ذاتي بين الأخطاء. اختبار فرضية ثبات التباين :

نلاحظ من خلال نتائج اختبار Heteroskedasticity أن الاحتمال المرفق بإحصائية Heteroskedasticity يساوي 0.39 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نرفض فرضية العدم (H_0) و نقبل (H_1) و منه تحقق فرضية ثبات التباين.

اختبار التوزيع الطبيعي للخطأ العشوائي :

بما أن الاحتمال المرفق بإحصائية Jarque-Bera يقدر ب 0.61 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) بالتالي تحقق فرضية التوزيع الطبيعي للأخطاء.

2.1.2.3 تقدير نموذج الانحدار البسيط للعلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و قرار الاستثمار

$$REVA_{it} = 257.06 - 13577.76 INV_{it}$$

$$R\text{-squared} = 0.07$$

$$\text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0.34$$

$$\text{Adjusted } R\text{-squared} = 0.00$$

$$\text{Durbin-Watson stat} = 2.72$$

اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء :

نلاحظ من خلال نتائج اختبار Breusch-Godfrey أن الاحتمال المرفق بإحصائية Breusch-Godfrey LM يساوي 0.43 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نرفض فرضية العدم (H_0) و نقبل (H_1) و عليه لا وجود لارتباط ذاتي بين الأخطاء. اختبار فرضية ثبات التباين :

نلاحظ من خلال نتائج اختبار Heteroskedasticity أن الاحتمال المرفق بإحصائية Heteroskedasticity يساوي 0.09 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نرفض فرضية العدم (H_0) و نقبل (H_1) و منه تحقق فرضية ثبات التباين. اختبار التوزيع الطبيعي للخطأ العشوائي :

بما أن الاحتمال المرفق بإحصائية Jarque-Bera يقدر ب 0.75 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) بالتالي تحقق فرضية التوزيع الطبيعي للأخطاء.

3.1.2.3 تقدير نموذج الانحدار البسيط للعلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و قرار توزيع الأرباح

$$REVA_{it} = 139.94 - 32659.89 DIV_{it}$$

$$R\text{-squared} = 0.03$$

$$\text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0.52$$

$$\text{Adjusted } R\text{-squared} = -0.04$$

$$\text{Durbin-Watson stat} = 2.56$$

اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء :

نلاحظ من خلال نتائج اختبار Breusch-Godfrey أن الاحتمال المرفق بإحصائية Breusch-Godfrey LM يساوي 0.63 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نرفض فرضية العدم (H_0) و نقبل (H_1) و عليه لا وجود لارتباط ذاتي بين الأخطاء.

اختبار فرضية ثبات التباين :

نلاحظ من خلال نتائج اختبار Heteroskedasticity أن الاحتمال المرفق بإحصائية Heteroskedasticity يساوي 0.10 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نرفض فرضية العدم (H_0) و نقبل (H_1) و منه تحقق فرضية ثبات التباين.

اختبار التوزيع الطبيعي للخطأ العشوائي :

بما أن الاحتمال المرفق بإحصائية Jarque-Bera يقدر ب 0.93 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) بالتالي تحقق فرضية التوزيع الطبيعي للأخطاء.

2.2.3 تقدير النماذج لمجمع صيدال:

من خلال نتائج دراسة الاستقرارية للمتغيرات الخاصة بمجمع صيدال نلاحظ أن كلا من القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و نسبة إجمالي الاستثمارات على إجمالي الأصول مستقرة بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى، فالاحتمال المرفق بإحصائية اختبار فيليبس بيرون أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05)، أما بالنسبة للمتغيرين إجمالي الديون على إجمالي الأصول و عائد توزيعات الأسهم فهما مستقران كون الاحتمال المرفق بإحصائية اختبار فيليبس بيرون أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05).

1.2.2.3 تقدير نموذج الانحدار البسيط للعلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و قرار التمويل

$$REVA_{it} = 9211.348 - 17717.36 DEB_{it}$$

$$R\text{-squared} = 0.21$$

$$\text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0.08$$

$$\text{Adjusted } R\text{-squared} = 0.14$$

$$\text{Durbin-Watson stat} = 1.88$$

اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء :

نلاحظ من خلال نتائج اختبار Breusch-Godfrey أن الاحتمال المرفق بإحصائية Breusch-Godfrey LM يساوي 0.44 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نرفض فرضية العدم (H_0) و نقبل (H_1) و عليه لا وجود لارتباط ذاتي بين الأخطاء.

اختبار فرضية ثبات التباين :

نلاحظ من خلال نتائج اختبار Heteroskedasticity أن الاحتمال المرفق بإحصائية Heteroskedasticity يساوي 0.57 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نرفض فرضية العدم (H_0) و نقبل (H_1) و منه تحقق فرضية ثبات التباين.

اختبار التوزيع الطبيعي للخطأ العشوائي :

بما أن الاحتمال المرفق بإحصائية Jarque-Bera يقدر ب 0.72 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) بالتالي تحقق فرضية التوزيع الطبيعي للأخطاء.

2.2.2.3 تقدير نموذج الانحدار البسيط للعلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و قرار الاستثمار

قمنا بتقدير هذا النموذج بعد إدخال اللوغاريتم على كل القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و نسبة إجمالي الاستثمارات على إجمالي الأصول.

$$REVA_{it} = 0.11 - 1.09 INV_{it}$$

$$R\text{-squared} = 0.29$$

$$\text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0.02$$

$$\text{Adjusted } R\text{-squared} = 0.40$$

$$\text{Durbin-Watson stat} = 1.97$$

اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء :

نلاحظ من خلال نتائج اختبار Breusch-Godfrey أن الاحتمال المرفق بإحصائية Breusch-Godfrey LM يساوي 0.80 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نرفض فرضية عدم (H_0) و نقبل (H_1) و عليه لا وجود لارتباط ذاتي بين الأخطاء.

اختبار فرضية ثبات التباين :

نلاحظ من خلال نتائج اختبار Heteroskedasticity أن الاحتمال المرفق بإحصائية Heteroskedasticity يساوي 0.86 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نرفض فرضية عدم (H_0) و نقبل (H_1) و منه تحقق فرضية ثبات التباين.

اختبار التوزيع الطبيعي للخطأ العشوائي :

بما أن الاحتمال المرفق بإحصائية Jarque-Bera يقدر ب 0.50 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) بالتالي تحقق فرضية التوزيع الطبيعي للأخطاء.

3.2.2.3 تقدير نموذج الانحدار البسيط للعلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و قرار

توزيع الأرباح

اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء :

نلاحظ من خلال نتائج اختبار Breusch-Godfrey أن الاحتمال المرفق بإحصائية Breusch-Godfrey LM يساوي 0.14 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نرفض فرضية عدم (H_0) و نقبل (H_1) و عليه لا وجود لارتباط ذاتي بين الأخطاء.

اختبار فرضية ثبات التباين :

نلاحظ من خلال نتائج اختبار Heteroskedasticity أن الاحتمال المرفق بإحصائية Heteroskedasticity يساوي 0.61 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نرفض فرضية العدم (H_0) و نقبل (H_1) و منه تحقق فرضية ثبات التباين.

اختبار التوزيع الطبيعي للخطأ العشوائي :

بما أن الاحتمال المرفق بإحصائية Jarque-Bera يقدر ب 0.90 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) بالتالي تحقق فرضية التوزيع الطبيعي للأخطاء.

4. تحليل النتائج:

بعد التأكد من تحقق الفرضيات الثلاث، سنقوم بتفسير النتائج المتوصل إليها :

1.4 مؤسسة الأوراسي

الجدول رقم (06) : تقدير العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و نسبة إجمالي الديون

على إجمالي الأصول

Dependent Variable: D(REVA)				
Method: Least Squares				
Included observations: 16				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	615.7847	1083.763	0.568191	0.5796
D(DEBT)	-33396.96	9190.456	-3.633874	0.0030
R-squared	0.503912	Mean dependent var		156.6871
Adjusted R-squared	0.465752	S.D. dependent var		5703.447
S.E. of regression	4168.780	Akaike info criterion		19.63220
Sum squared resid	2.26E+08	Schwarz criterion		19.72661
Log likelihood	-145.2415	Hannan-Quinn criter.		19.63119
F-statistic	13.20504	Durbin-Watson stat		1.473230
Prob(F-statistic)	0.003029			

المصدر : من إعداد الباحثين بناء على مخرجات Eviwes9.

من النتائج بناء على معطيات الجدول رقم (06) نلاحظ أن نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول و الممثلة لقرار التمويل لها القدرة على تفسير 50 % من التغيرات الحاصلة

في القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، كما أن للنموذج دلالة إحصائية كلية، إذ نلاحظ أن الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر للنموذج كان أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05). كما نلاحظ أن معامل المتغير المستقل غير معدوم أي أنه نظريا يفسر التغير في القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نقبل الفرضية الصفرية التي مفادها أن هناك علاقة بين المتغير التابع و المتغير المستقل، فعندما تزيد قيمة نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول بوحدة واحدة يؤدي ذلك إلى انخفاض في القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة بـ 33396.96، أما بالنسبة للقيمة الثابتة C نلاحظ انه يختلف عن الصفر أي أن هناك متغيرات أخرى تؤثر على القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة لم يتضمنها النموذج، إلا أن الدلالة الإحصائية أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي لا يمكن تفسيرها اقتصاديا.

الجدول رقم (07) : تقدير العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و نسبة إجمالي

الاستثمارات على إجمالي الأصول

Dependent Variable: D(REVA)				
Method: Least Squares				
Included observations: 16				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	257.0610	1589.406	0.161734	0.8742
D(INV,2)	-13577.76	13757.58	-0.986929	0.3432
R-squared	0.075075	Mean dependent var		113.7795
Adjusted R-squared	-0.002002	S.D. dependent var		5916.234
S.E. of regression	5922.152	Akaike info criterion		20.34235
Sum squared resid	4.21E+08	Schwarz criterion		20.43364
Log likelihood	-140.3965	Hannan-Quinn criter.		20.33390
F-statistic	0.974030	Durbin-Watson stat		2.726901
Prob(F-statistic)	0.343160			

المصدر : من إعداد الباحثين بناء على مخرجات Eviwes9.

من خلال النتائج الموضحة في الجدول رقم (07) نلاحظ أن نسبة إجمالي الاستثمارات على إجمالي الأصول و الممثلة لقرار الاستثمار لها القدرة على تفسير 7 % من التغيرات الحاصلة في القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، إلا أن النموذج ليس له دلالة إحصائية كلية، إذ نلاحظ أن الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر للنموذج كان أكبر من مستوى المعنوية (0.05).

كما أن الاحتمال المرفق بإحصائية t أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي عدم وجود تأثير لقرار الاستثمار على القيمة المنشأة للمساهمين، أما بالنسبة للقيمة الثابتة C نلاحظ يختلف عن الصفر أي أن هناك متغيرات أخرى تؤثر على القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة لم يتضمنها النموذج، إلا أن الدلالة الإحصائية أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي لا يمكن تفسيرها اقتصاديا.

الجدول رقم (08) : تقدير العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و عائد توزيعات الأسهم

Dependent Variable: D(REVA)				
Method: Least Squares				
Included observations: 16				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	139.9493	1618.174	0.086486	0.9325
D(DIV,2)	32659.89	50387.53	0.648174	0.5291
R-squared	0.033827	Mean dependent var		113.7795
Adjusted R-squared	-0.046688	S.D. dependent var		5916.234
S.E. of regression	6052.767	Akaike info criterion		20.38598
Sum squared resid	4.40E+08	Schwarz criterion		20.47728
Log likelihood	-140.7019	Hannan-Quinn criter.		20.37753
F-statistic	0.420130	Durbin-Watson stat		2.560563
Prob(F-statistic)	0.529080			

المصدر : من إعداد الباحثين بناء على مخرجات Eviwes9.

بناء على معطيات الجدول رقم (08) نلاحظ أن عائد توزيعات الأسهم و الممثل لقرار توزيع الأرباح لها القدرة على تفسير 3 % من التغيرات الحاصلة في القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، إلا أن النموذج ليس له دلالة إحصائية كلية، إذ نلاحظ أن الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر للنموذج كان أكبر من مستوى المعنوية (0.05).

كما أن الاحتمال المرفق بإحصائية t أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي عدم وجود تأثير لقرار توزيع الأرباح على القيمة المنشأة للمساهمين، أما بالنسبة للقيمة الثابتة C نلاحظ يختلف عن الصفر أي أن هناك متغيرات أخرى تؤثر على القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة لم يتضمنها النموذج، إلا أن الدلالة الإحصائية أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي لا يمكن تفسيرها اقتصاديا.

و بالتالي فان القرار الوحيد الذي يؤثر على إنشاء القيمة يتمثل في قرار التمويل حيث يؤثر بشكل سالب على إنشاء القيمة في المؤسسة، لذا على المسيرين التقليل من استخدام الديون و الاعتماد أكثر على التمويل الذاتي.

2.4 مجمع صيدال

الجدول رقم (09) : تقدير العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و نسبة إجمالي الديون

على إجمالي الأصول

Dependent Variable: D(REVA)				
Method: Least Squares				
Included observations: 16				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9211.348	4924.508	1.870511	0.0841
DEBT	-17717.36	9516.785	-1.861696	0.0854
R-squared	0.210490	Mean dependent var		135.3282
Adjusted R-squared	0.149759	S.D. dependent var		2921.640
S.E. of regression	2694.002	Akaike info criterion		18.75901
Sum squared resid	94349389	Schwarz criterion		18.85342
Log likelihood	-138.6926	Hannan-Quinn criter.		18.75800
F-statistic	3.465913	Durbin-Watson stat		1.882342
Prob(F-statistic)	0.085403			

المصدر : من إعداد الباحثين بناء على مخرجات Eviwes9.

من خلال النتائج الموضحة في الجدول رقم (09) نلاحظ أن نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول و الممثلة لقرار التمويل لها القدرة على تفسير 21 % من التغيرات الحاصلة في القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، إلا أن النموذج ليس له دلالة إحصائية كلية، إذ نلاحظ أن الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر للنموذج كان أكبر من مستوى المعنوية (0.05). كما أن الاحتمال المرفق بإحصائية t أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي عدم وجود تأثير لقرار التمويل على القيمة المنشأة للمساهمين، أما بالنسبة للقيمة الثابتة C نلاحظ يختلف عن الصفر أي أن هناك متغيرات أخرى تؤثر على القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة لم يتضمنها النموذج، إلا أن الدلالة الإحصائية أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي لا يمكن تفسيرها اقتصادياً.

الجدول رقم (10) : تقدير العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و نسبة إجمالي

الاستثمارات على إجمالي الأصول

Dependent Variable: D(REVA)				
Method: Least Squares				
Included observations: 16				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.119411	0.107487	1.110937	0.2867
D(LINV)	-1.092243	0.418434	-2.610312	0.0216
R-squared	0.293419	Mean dependent var		0.066817
Adjusted R-squared	0.408914	S.D. dependent var		0.486465
S.E. of regression	2.173744	Akaike info criterion		1.172944
Sum squared resid	-6.797084	Schwarz criterion		1.267351
Log likelihood	6.813731	Hannan-Quinn criter.		1.171939
F-statistic	0.021579	Durbin-Watson stat		1.977059
Prob(F-statistic)	0.293419			

المصدر : من إعداد الباحثين بناء على مخرجات Eviwes9.

بناء على معطيات الجدول رقم (10) نلاحظ أن نسبة إجمالي الاستثمارات على إجمالي الأصول و الممثلة لقرار الاستثمار لها القدرة على تفسير 50 % من التغيرات الحاصلة في القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، كما أن للنموذج دلالة إحصائية كلية، إذ نلاحظ أن الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر للنموذج كان أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05).

كما نلاحظ أن معامل المتغير المستقل غير معنوي أي أنه نظريا يفسر التغير في القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نقبل الفرضية الصفرية التي مفادها أن هناك علاقة بين المتغير التابع و المتغير المستقل، فعندما تزيد قيمة نسبة إجمالي الاستثمارات على إجمالي الأصول بوحدة واحدة يؤدي ذلك إلى انخفاض في القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة بـ 1.09، أما بالنسبة للقيمة الثابتة C نلاحظ أنه يختلف عن الصفر أي أن هناك متغيرات أخرى تؤثر على القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة لم يتضمنها النموذج، إلا أن الدلالة الإحصائية أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي لا يمكن تفسيرها اقتصاديا.

الجدول رقم (11) : نموذج تقدير العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و عائد توزيعات الأسهم

Dependent Variable: D(REVA)				
Method: Least Squares				
Included observations: 16				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1406.452	3197.550	0.439853	0.6673
DIV	-19497.50	47573.28	-0.409841	0.6886
R-squared	0.012756	Mean dependent var		135.3282
Adjusted R-squared	-0.063186	S.D. dependent var		2921.640
S.E. of regression	3012.530	Akaike info criterion		18.98251
Sum squared resid	1.18E+08	Schwarz criterion		19.07692
Log likelihood	-140.3689	Hannan-Quinn criter.		18.98151
F-statistic	0.167970	Durbin-Watson stat		3.050685
Prob(F-statistic)	0.688596			

المصدر : من إعداد الباحثين بناء على مخرجات Eviwes9.

اعتمادا على معطيات الجدول رقم (11) نلاحظ أن عائد توزيعات الأسهم و الممثل لقرار توزيع الأرباح لها القدرة على تفسير 1 % من التغيرات الحاصلة في القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، إلا أن النموذج ليس له دلالة إحصائية كلية، إذ نلاحظ أن الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر للنموذج كان أكبر من مستوى المعنوية (0.05).

كما أن الاحتمال المرفق بإحصائية t أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي عدم وجود تأثير لقرار توزيع الأرباح على القيمة المنشأة للمساهمين، أما بالنسبة للقيمة الثابتة C نلاحظ يختلف عن الصفر أي أن هناك متغيرات أخرى تؤثر على القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة لم يتضمنها النموذج، إلا أن الدلالة الإحصائية أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي لا يمكن تفسيرها اقتصاديا.

من خلال ما سبق يمكن القول بأن قرار الاستثمار يساهم في انخفاض القيمة المنشأة للمساهمين، في حين نجد أنه ليس هناك تأثير لكل من الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على إنشاء القيمة في مجمع صيدال.

5. خاتمة:

لقد ناقشت العديد من الدراسات تأثير القرارات المالية على خلق القيمة في المؤسسة التي تم قياسها إما بالقيمة السوقية أو القيمة الاقتصادية المضافة، و ذلك من خلال دراسة تأثير كل قرار على مدى أو تأثيرها مجتمعة حيث أن المؤسسة تقوم بوضع إستراتيجية مالية تسعى من خلالها لتعظيم قيمة المؤسسة و ذلك بتعظيم قيمة أسهمها و بالتالي تعظيم القيمة للمساهم، و ذلك نظرا للتوجه الحديث في التسعينات و الذي يقوم على التسيير بالقيمة ، قمنا في هذه الدراسة بقياس تأثير القرارات المالية على الثروة المنشأة للمساهمين في القطاعين الصناعي و الخدمي في ظل السياسات المالية المنتهجة حيث استفادا من مجموعة من الامتيازات و ذلك سعيا لتشجيع القطاع الصناعي و النهوض بقطاع السياحة و الرفع من مستوى المؤسسات الفندقية حيث استفادت المؤسسات الفندقية سنة 2014 من معدل مخفض للحقوق الجمركية على التأتينات و التجهيزات غير المنتجة محليا بالإضافة إلى حساب التخصيص 302-057 الذي عنوانه صندوق دعم الاستثمار و ترقية الأنشطة السياحية، كما استفاد قطاع صناعة الأدوية للمعدل المخفض 7 % من الرسم على القيمة المضافة سنة 2002 و كذا قامت الدولة سنة 2015 بمنع استيراد المواد الصيدلانية و المستلزمات الطبية الموجهة للطب البشري المصنعة في الجزائر. وقد تم التوصل إلى النتائج التالية :

1- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول (DEB) في مؤسسة الأوراسي حيث لها القدرة على تفسير 50 % من التغيرات الحاصلة في القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، و عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و المتغيرات الممثلة لقرار الاستثمار و قرار توزيع الأرباح و بالتالي رفض الفرضية الأولى التي تنص على أن قرار الاستثمار يساهم في إنشاء القيمة في مؤسسة الأوراسي.

2- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و نسبة إجمالي الاستثمارات على إجمالي الأصول (INV) في مجمع صيدال إذ يفسر ما مقداره 21 % من التغيرات الحاصلة في القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، كما أشارت النتائج إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و المتغيرات الممثلة للهيكل و قرار توزيع الأرباح و بالتالي عدم قبول الفرضية الثانية المقترحة التي تنص على أن قرار التمويل يساهم بشكل كبير في خلق القيمة مقارنة بقرار الاستثمار و قرار توزيع الأرباح في مجمع صيدال.

أكدت بعض الدراسات السابقة وجود تأثير للقرارات المالية على قيمة المؤسسة، في حين أن الدراسات التي كانت عينة الدراسة متمثلة في المؤسسات المدرجة في السوق المالي الجزائري أكدت أن القرارات المالية لا تعتبر كمحددات لقيمة المؤسسة و هذا راجع لمحدودية و ضعف نشاط السوق المالي الجزائري الذي له الأثر الكبير على النتائج المتوصل إليها، كما أن مستوى كفاءة السوق له دور في هذا الاختلاف. و من الممكن إجراء دراسة مماثلة و ذلك في أسواق مالية مختلفة من حيث

الحجم و مستوى الكفاءة، و تعزيز الدراسة بإدراج متغيرات أخرى كالحجم، طبيعة النشاط و أثر الاندماج و الاستحواذ مع محاولة إدراج مفاهيم النظرية المالية السلوكية و هذا من خلال دراسة أثر العوامل السلوكية على قيمة المؤسسة بالإضافة إلى القرارات المالية.

التوصيات

- تفعيل وتنشيط دور السوق المالي الجزائري للمساهمة في تمويل المؤسسات بدل اللجوء إلى الاقتراض.

- تمويل المشاريع الاستثمارية من خلال التمويل الذاتي.

_ اتخاذ القرارات المالية على أساس تحقيق هدف تعظيم القيمة للمساهم و كذا نظام المكافآت.

6. قائمة المراجع:

- 1- بن الضب، علي.(2009). دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة دراسة حالة عينة من الشركات الدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008. جامعة ورقلة: مذكرة ماجستير.
- 2- Famil, Samiloglu et al.(2014). The Effect of Capital Structure on Economic Value Added: Evidence from Turkey, International Research Journal of Finance and Economics, Issues119, p 66-76.
- 3- Assous, Nassima. (2015). l'impact des décisions financières sur la creation de valeur au sien des entreprises publiques Algeriennes cotees a la bourse d'alger: cat de Saidal et l'E.G.H-aurassi, thèse de doctorat, université de Tizi-ouzou, Algérie.
- 4- Hechmi, Soumaya .(2015). Investment Decision and Value Creation, Corporate Ownership & Control, Volume 12, Issue 2, Winter 2015, P.P 303-307.
- 5- خيرى، عبد الكريم.(2019). أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية. جامعة المسيلة: أطروحة دكتوراه.
- 6- عبابسة، هاشمي.(2008). الدور المحوري لتسيير الموارد البشرية في خلق القيمة لجميع الأطراف الآخذة. مجلة أبحاث اقتصادية و إدارية. العدد 03.
- 7- بريكة، السعيد، ومسعي، سمير.(2009). تقييم المنشأة الاقتصادية : مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA، الملتقى الدولي : صنع القرار في المؤسسات الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف- المسيلة، الجزائر، موقع التحميل : <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/03/بريكة-السعيد.pdf> بتاريخ 2019/09/14.

8- بحري، هشام.(2014). تقييم مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة للمساهم، مجلة العلوم الانسانية، المجلد ب(العدد 42). 90.

9- مقبل، علي أحمد علي .(2010). دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقييم أداء الشركات الصناعية و التعديلات المقترحة لاحتسابها "دراسة تطبيقية"، مجلة دراسات محاسبية و مالية، المعهد العالي للدراسات المالية و المحاسبية، جامعة بغداد: العراق، المجلد 05، العدد 11.

10- Garkaz ,Mansour et al .(2012). Studying the Relationship between the Refined Economical Value Added and Earning Per Share and Price /Earning Ratio in Tehran Stock Exchange, International Research Journal of Applied and Basic Sciences. Vol 3(N 5).