

دراسة قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) على تفسير التغيرات الحاصلة

في القيمة السوقية لأسهم المؤسسة الاقتصادية

دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة (2014-2018)

Study of the Ability of the EVA Index to Explain Changes in the
Market Value of Shares of the Economic Institution - Alliance
Insurance Foundation Case Study Over a Period (2014-2018)

يوسف قاشي

جامعة البويرة، الجزائر

y.gachi@univ-bouira.dz

ناصر بن سنة*

جامعة البويرة، الجزائر

n.bencenna@univ-bouira.dz

تاريخ النشر: 2021/06/30

تاريخ القبول: 2021/06/27

تاريخ الاستلام: 2021/05/10

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد مدى قدرة القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأسهم، وذلك بدراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات، ولتحقيق ذلك تم حساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من خلال الإعتماد على القوائم المالية للمؤسسة خلال فترة (2014-2018)، ولدراسة مدى إنعكاس هذا المؤشر على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة تم استخدام التحليل الإحصائي عن طريق أسلوب الإنحدار الخطي البسيط بالإعتماد على طريقة المربعات الصغرى، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أنه ليس للقيمة الاقتصادية المضافة تأثير أو قدرة على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم مؤسسة أليانس للتأمينات المدرجة في بورصة الجزائر.

الكلمات المفتاحية: القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية، مؤسسة أليانس للتأمينات.

Abstract:

The aim of this study is to determine the extent to which EVA can explain changes in the market value of equities by studying the case of Allianz Insurance Corporation, and to that end the EVI was calculated by relying on the Foundation's balance sheets during the period of the period. (2014-2018), to examine the extent to which this indicator reflected the market value of the enterprise's shares, statistical analysis was used by simple linear regression based on the small squares method. The results of the study found that the economic value added had no effect or capacity to explain changes in the market value of Alliance Insurance's shares listed on the Algiers Stock Exchange.

Keywords:

Economic value added, market value, Alliance Insurance Corporation

مقدمة:

تشير النظرية المالية الحديثة إلى أن الهدف الأساسي للمؤسسة يتمثل في تعظيم ثروة الملاك والقيمة الحقيقية للمؤسسة، من خلال قيامها بالأنشطة التي تستطيع من ورائها أن تحقق قيمة إضافية. وقد تم استخدام العديد من المؤشرات المالية التقليدية لتحليل القرارات المالية ودراسة أثرها على القيمة السوقية للأسهم، إلا أنه وبسبب التطورات المتلاحقة في بيئة الأعمال، وفي ظل تزايد الإنتقادات الموجهة إلى البيانات المحاسبية وطرق قياسها وأدوات التقييم المبنية عليها إتجه الباحثون إلى تركيز اهتمامهم نحو ترميم حلقة الوصل بينها، وأن تعالج الضعف والقصور في هذه المؤشرات التي يمكن أن تخفي الصورة الحقيقية للمؤسسة، ظهرت مؤشرات حديثة من الممكن أن تعطي صورة حقيقية للأداء، هنا يمكن الحديث عن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كأحد مقاييس الإنجاز المالي الحديثة، والذي يعد الأقرب من أي مقياس آخر لتقدير الربح الحقيقي، حيث انتشر استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة بشكل كبير حول العالم كمعيار شامل لتقويم الأداء وكذلك كمؤشر يمكن استخدامه في تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأسهم. وهذا ما نحاول إثباته من خلال دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات للفترة (2014-2018)، بالإعتماد على القوائم المالية لفترة الدراسة. من خلال ما سبق تتضح ملامح إشكالية هذا البحث والتي يمكن صياغتها في السؤال الرئيسي الموالي:

ما مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير التغيرات الحاصلة في

القيمة السوقية لأسهم مؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة (2014-2018) ؟

فرضية الدراسة: هناك تأثير وقدرة للقيمة الاقتصادية المضافة في تفسير التغير الحاصل في القيمة السوقية لأسهم مؤسسة أليانس للتأمينات.

أهمية الدراسة: تكتسب الدراسة أهميتها في كون الموضوع يتناول البحث في مؤشر أداء حديث وهو القيمة الاقتصادية المضافة والذي يعد مؤشرا متكاملًا لقياس الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية إذ يعد معيار جيداً لربط الأداء بخلق القيمة وتعظيم ثروة المساهمين. إلى جانب دراسة قدرة هذا المؤشر في تفسير تقلبات أسعار الأسهم.

أهداف الدراسة: تهدف إلى دراسة وتوضيح مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم مؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة 2014-2018.

المنهج المتبع: وفقا لطبيعة الدراسة تم إتباع المنهج الوصفي القائم على تجميع المادة العلمية المتعلقة بموضوع الدراسة من مصادرها المختلفة، مع الإعتماد على دراسة حالة المؤسسة أليانس للتأمينات لإستغلال مختلف المعلومات المالية المتعلقة بها بناءا على قوائم مالية المؤسسة، أما المنهج التحليلي فتم إستخدامه في تحليل البيانات المالية للمؤسسة وتفسير النتائج المتولدة، بالإضافة إلى إستخدام تحليل الإنحدار البسيط لربط العلاقة بين المتغيرين لتأكيد العلاقة أو نفيها.

تقسيمات الدراسة: سعيا منا لإنجاز الدراسة والإجابة على الإشكالية، تم تقسيم الدراسة إلى مايلي:

أولا. الإطار المفاهيمي للقيمة الاقتصادية المضافة بحيث تم إستعراض مفهوم القيمة التعريف، وأشكال القيمة بالإضافة إلى مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة: متضمنا التعرف، التعديلات المقترحة لحسابها مع المزايا،

ثانيا. دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة (2014-2018) ذلك من خلال تقديم متغيرات الدراسة مع تفسير طريقة الدراسة بإستخدام نموذج تحليل الإنحدار البسيط، بالإضافة إلى دراسة صلاحية النموذج، مع عرض نتائج الدراسة

أولا. الإطار المفاهيمي للقيمة الاقتصادية المضافة:

بحيث تم التطرق في هذا القسم مفهوم القيمة التعريف، وأشكال القيمة بالإضافة إلى مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة: متضمنا التعرف، التعديلات المقترحة لحسابها مع المزايا،

1. مفهوم القيمة: تم إدراج في هذا الفرع ما يلي:

1.1. تعريف القيمة:

- القيمة عبارة عن رأي وليس حدث، فالسعر هو الحدث والمقصود هنا هو سعر الدفع

الذي على أساسه تتم عملية المبادلة في البورصة. (Brilman & Maire, 1990, p. 19)

- القيمة من الممكن أن تكون موجودة من دون تبادل فهي تتركز عن التقدير النظري المعتمد على مفهوم المنفعة والذي قام المستثمر أو المقيم المقارنة مع مختلف السلع المتاحة وتحويل القيمة إلى سعر يتحقق بوجود مطابقة بين العرض والطلب الحقيقيين. (Raffegaue & Fernand, pp. 5-6)

- تتمثل قيمة المؤسسة في ذلك المبلغ النقدي العادل الذي خلص إليه خبير متخصص حيث أن ذلك المبلغ يحظى بالقبول العام لدى مختلف الأطراف المعنية بها عند كل مرحلة من طلب

قياسها الذي يعكس القيمة المعادلة لكافة موارد وإمكانية المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم وذلك في ظل مفهوم إستمرارية النشاط. (سويبي، 2008، صفحة 37)

2.1. أشكال القيمة: في هذا الصدد يمكن أن نشير إلى النماذج التالية للقيمة: (حماد، التقييم تقدير قيمة البنك لاغراض الاندماج أو الخصومة، 2011، الصفحات 5-6) (حماد، 2008، الصفحات 12-13) (بكري، 2010، الصفحات 14-16)

- قيمة الحياة: وتعني تكلفة الحياة لإستثمار معين التي من خلالها يسجل ضمن ميزانية المؤسسة ومن ثم يدخل ملكيتها، ويعبر عنها في المحاسبة بالتكلفة التاريخية، أو بتكلفة الاقتناء، كما أنه أحيانا نجد أنها لا تعكس الواقع، ذلك أنه في حالة البيع مثلا نجد أن السعر المدفوع يكون أقل أو أعلى من القيمة المسجل بها الإستثمار المعني،

- القيمة الإجمالية: وهي القيمة التي يظهر بها الأصل في الميزانية قبل تخصيص الإهلاك، أو قبل تشكيل المؤونة،

- القيمة الصافية (الدفترية): محاسبيا تسمى بالقيمة المحاسبية الصافية، وهي باقي القيمة التي تظهر في الميزانية وذلك بعد طرح حصص الإهلاكات ومختلف التخفيضات من القيمة الإجمالية لعنصر الأصل، القيمة الدفترية تعتبر هذه القيمة من مفهوم محاسبي ضريبي، وليس مفهوم اقتصادي أو تقييمي، وهي أكثر تضليلا في الإستخدام كونها عبارة عن التكلفة التاريخية منقوص منها الإهلاك المتراكم،

- القيمة المتبقية: تمثل المبلغ الصافي الذي يرتقب كيان ما الحصول عليه في مقابل أصول عند نهاية مدة منفعتها بعد خصم التكاليف الممكن تحملها عند خروجه،

- القيمة الحقيقية (القيمة العادلة): المبلغ الذي يمكن أن يتم من أجله تبادل الأصل أو خصوم منتهية بين أطراف على دراية كافية وموافقة وعاملة ضمن شروط المنافسة الاعتيادية،

- القيمة الإستعمالية: تمثل النفقات الواجب دفعها لحياة سلع لها نفس النوعية ونفس الأداء فهي تتعلق خصوصا بمعدات الإستغلال، والأساس الذي تتركز عليه هذه القيمة هو المنفعة،

- قيمة المنفعة: تمثل القيمة المحينة لتدفقات أموال الخزينة المقبلة المنتظرة من الإستعمال المستمر للأصول وخروجها عند نهاية مدة منفعتها،

- القيمة القابلة للتحويل: وتمثل القيمة العليا بين سعر البيع الصافي لأصول وقيمتها النفعية

- قيمة التصفية: هي القيمة التي سيتم على أساسها بيع أصول المؤسسة كلا على حدا وبالحالة التي هي عليها وهذه القيمة لا يمكن إستخدامها كأساس للتقييم إلا إذا كانت المؤسسة غير قادرة على الإستمرار في مزاوله نشاطها لإعتبارات فنية أو تسويقية أو غيرها من الأسباب، أيضا من دواعي إستخدام قيمة التصفية هو وقوع خسائر متكررة تتخطب فيها المؤسسة، و /أو الإعلان عن وضعية مالية مشكوك فيها....

إذا قيمة التصفية تنطلق من فكرة توقف جزئي أو كلي لنشاط المؤسسة، ويمكننا إعتبارها أقل قيمة ممكنة للمؤسسة،

- القيمة المضافة: تظهر هذه القيمة عندما تمر المؤسسة بصعوبات في أدائها فتقوم بتصفية بعض أصولها حتى تتمكن من متابعة نشاطها على الأقل لفترة معينة، بالرغم من انه ينتج عن هذا تكاليف مرتفعة من تسريح للعمال، فسخ للعقود وكل ما ينجر عنها من عواقب وخيمة إلا أن المؤسسة كما قلنا تجد نفسها مضطرة لبيع هذه الأصول، القيمة في هذه الحالة تكون منخفضة لكن بدرجة أقل، فهي بمثابة بيع الأصول بمفهوم تصفية متزايدة،

- قيمة الكسر: وهي المبلغ الممكن تحقيقه عند بيع الأصل بعد أن أصبح عدم الفائدة للمالك الحالي ويتقرر إخراجها من الخدمة، علما أن هذه القيمة تختلف عن قيمة الخردة التي تفترض أن الأصل أصبح عديم النفع لأي مالك جديد وفي أي غرض حيث أنه في حالة تقييم مؤسسة لغرض الخوصصة-الجزئية أو الكلية-أو الاندماج يكون من المفيد بالنسبة للمشتري أن يعرف قيمة نفاية تلك المعدات،

- قيمة التأمين: وهي القيمة التي يتم تحديدها عن طريق تقرير خبرة، وتتجلى هذه القيمة عند تقييم المؤسسات وذلك من خلال عملية مراجعة التغطية التأمينية للمباني والمعدات،

- قيمة السوق: تعني سعر التنازل في الشروط العادية، حيث أن السعر ناتج عن العرض والطلب، وبعد هذا المعيار الأكثر موضوعية عند تقييم المؤسسات. كما يمكن تعريفها بأنها المبلغ الذي يمكن الحصول عليه من أجل بيع أصل معين في سوق نشطة، أو المبلغ الواجب دفعه لإقتناء ذلك الأصل.

يمكن التعبير عن القيمة السوقية للمؤسسة بالقيمة السوقية لأسهمها المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويتم تحديد القيمة السوقية للمؤسسة من خلال تحديد قيمة حملة أسهمها، وجرت العادة على إستخدام سعر السوق للأسهم العادية كمقياس للثروة. (سهايلية و بوكثير، 2017، صفحة 245)

- القيمة الاستثمارية: هي قيمة المنافع المستقبلية الناتجة عن إمتلاك أصل ما بالنسبة لمشتري معين، وهذه القيمة يمكن أن تختلف من مشتري لأخر حسب تقدير كل مشتري للقدرة الإيرادية للمؤسسة وبالتالي على تقدير ذلك المشتري للقيمة

- قيمة شهرة المحل: تعتبر شهرة المحل نوعا خاصا من الأصول غير المادية، وهي مجموعة الصفات غير القابلة للوزن أو القياس بدقة التي تجذب الزبائن إلى المؤسسة، وهي في جوهرها تتوقع إستمرار تفضيل العملاء وتشجيعهم لأي سبب من الأسباب. (حمو، 2015-2016، الصفحات 3-4)

2. مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة: تم التطرق إلى ما يلي:

1.2 - تعريف القيمة الاقتصادية المضافة: يعود أصل تعريف القيمة الاقتصادية المضافة إلى (Marshall, 1890 & Hamilton, 1777) واللدان قدما شرحا للشركات لتعظيم الثروة التي يجب أن تعود عليهم بشكل أكبر من كلفة الدين والملكية، (Medeiros Otavio, 2002)

- عرف القيمة الاقتصادية (EVA Stern, Stewart (James, 2007, p. 470) بأنها: "مقياس للإنجاز الربح الحقيقي حيث مرتبط بتعظيم ثروة الملاك على مدى الزمن وهو الفرق بين صافي الربح المعدل بعد الضرائب وتكلفة رأس المال المملوك والمقترض"؛

- وعرفت أيضا على أنها: "مقياس محاسبي لأداء التشغيل الجاري وهو يمثل الدخل المتبقي بعد حصول المستثمرين على الحد الأدنى من العائد المطلوب الذي يعوضهم عن المخاطر التي يواجهونها نتيجة إستثمار أموالهم في الوحدة. (Sepero, 1997, p. 3)

- أنها: "الربح الإقتصادي الكلي"، بمعنى أنها ليست النتيجة المحاسبية الصافية التقليدية، ولكنها الفائض الناتج بعد طرح تكلفة الأموال الإجمالية بما فيها الأموال الخاصة،

2.2 التعديلات والتسويات المقترحة لحساب القيمة الاقتصادية المضافة: يتميز مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في حسابه عن غيره، حيث يعيد النظر في محددات تكلفة التشغيل، إذ يتعامل مع التكاليف من منظور الربح الإقتصادي الذي يركز على مفهوم التدفقات النقدية، ليس كربح المحاسبي الذي يركز على مفهوم الإستحقاق، فالديون المشكوك فيها مثلا وفقا للمفهوم المحاسبي يتم خصم قيمتها عن السنة من الإيرادات التشغيل في نفس السنة، أم مفهوم الربح الإقتصادي ينص على أن لا تخصم من الإيرادات طالما لم يتم إعدام تلك الديون بالفعل، كذلك الربح الاقتصادي يرفض خصم نفقات الحملة الإعلانية بالكامل من إيرادات السنة، إذ يخصم ما

يخص تلك السنة فقط. هناك عدة تعديلات تتطلبها القيمة الاقتصادية المضافة والتي إقترحها سترن ستيوارت نذكر منها:

- محخص ضرائب الدخل المؤجلة؛
 - محخص تقادم المخزون؛
 - إهلاك شهرة المحل؛
 - رسملة الموجودات غير الملموسة؛
 - نفقات إعادة الهيكلة؛
 - المنح الحكومية ومكافآت نهاية الخدمة وتقييم الالتزامات الطارئة؛
- يوجد تعديلات أخرى تخص التضخم والمشروعات المشتركة وترجمة العملة ونماذج السداد المؤجلة والتأجير التشغيلي ومخصصات الضمان. (زبيدي، 2017، الصفحات 192-193)

3.2. مزايا استخدام مقياس القيمة الاقتصادية المضافة: من أهم مزايا القيمة الاقتصادية المضافة ما يلي:

- القيمة الاقتصادية المضافة تعتبر من أكثر المقاييس المالية قدرة على التعبير عن الربح الإقتصادي لمنشآت الأعمال وأكثرها ارتباطا بتحقيق الثروة للملاك خلال الفترات المختلفة؛
- أشارت بعض الدراسات التطبيقية أن القيمة الاقتصادية المضافة تتفوق على غيرها من مقاييس الأداء المحاسبية مثل: ربحية السهم، والعائد على حقوق الملكية والعائد على الإستثمار بأكثر من 50% في قدرتها على تفسير التغيرات في ثروة الملاك؛
- تعمل القيمة الاقتصادية المضافة على زيادة ثروة الملاك من خلال تحفيز الإدارة على اتخاذ القرارات التي تؤدي إلى زيادة القيمة المحققة لحملة الأسهم؛
- تطبيق نظام القيمة الاقتصادية المضافة في منشآت الأعمال يعتبر تطبيقا لمفهوم حوكمة الشركات، حيث أن هذا النظام يشجع الإدارة على التوجه نحو الأنشطة والإستثمارات التي من المتوقع أن تعظم القيمة المحققة لحملة الأسهم، ويرى البعض بأن الهدف الأساسي لحوكمة الشركات يتمثل في تعظم ثروة الملاك من خلال تحسين الأداء لتحقيق هذا الهدف. (وادي و سقف الحيط، 2016، صفحة 2504)

4.2. قياس القيمة الاقتصادية المضافة: إن القيمة الاقتصادية المضافة تركز على جميع الجوانب المهمة لأعمال المنشأة، حجم رأس المستثمر وتقسيمه ما بين الدين ورأس المال الممتلك K تكلفة رأس المال (الأسهم والقروض)، حيث يمكن تحقيق القيمة الاقتصادية من خلال الربح الاقتصادي والتي يطلق عليها القيمة الاقتصادية المضافة EVA والتي تشابه صافي القيمة الحالية NPV في احتسابها، إلا أن NPV فتحسب لعدة سنوات، كما أن تكلفة رأس المال التي تستخدم كمعدل الخصم في احتساب NPV تطبق على المنشأة ككل. ووفقا ل (Panahietal) فإنه لقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA يتم ذلك خلال المعادلة الآتية: (Panahi, Christopher, & Wan Normeza, 2014)

$$EVA = (ROIC - WACC) * IC$$

حيث أن:

: القيمة الاقتصادية المضافة EVA

: العائد على رأس المال المستثمر ويتم حسابه من خلال قسمة NOPAT على ROIC

: صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب. NOPAT

: رأس المال المستثمر. IC

= التكلفة المرجحة لرأس المال. WACC

<0 ففي هذه الحالة يمكن القول أن المنشأة ناجحة ويكون هناك زيادة في ثروة EVA فإذا كانت الملاك وبالتالي يكسبون أكثر من أصل الاستثمار.

فهذا يعني أن المنشأة قد أتجت بقدر ما استثمرت من أموال. $EVA = 0$ أما إذا كانت عندما تكون $EVA < 0$ هذا يعني تآكل في ثروة الملاك.

فان ذلك يتم من خلال المعادلة التالية WACC أما لحساب تكلفة رأس المال:

$$WACC = Ke * W Equity + Kd * W Debt$$

حيث أن:

: معدل كلفة الأسهم للشركات Ke

: الوزن النسبي للأسهم في هيكل التمويل. W Equity

: معدل كلفة الديون في الشركات (متوسط سعر الإئتمان والخصم بالبنك المركزي). Kd.

: W Debt: الوزن النسبي للديون في هيكل التمويل.

ثانيا. دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة (2014-2018)

بعد التطرق للجانب النظري سنقوم في الجانب التطبيقي بحساب مختلف متغيرات الدراسة بالإعتماد على القوائم المالية للمؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة (2014-2018) للتعرف على ما مدى قدرة وتأثير القيمة الاقتصادية المضافة على القيمة الحقيقية لمؤسسة أليانس للتأمينات المعبر عنها بسعر السهم الواحد في البورصة.

1. متغيرات الدراسة: لدراسة مدى قدرة وتأثير القيمة الاقتصادية المضافة على القيمة الحقيقية لمؤسسة أليانس للتأمينات المعبر عنها بسعر السهم الواحد في البورصة يتم تقسيم متغيرات الدراسة إلى ما يلي:

1.1. المتغيرات المستقلة: وتمثل في مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA وتم حسابها من خلال القوائم المالية السنوية للمؤسسة خلال فترة (2014-2018)، بالاستعانة بموقع الإلكتروني بالإضافة إلى الإستفادة من تقارير www.allianceassurances.com.dz للمؤسسة ومنشورات البنك المركزي الجزائري لتقدير سعر الفائدة المعمول به في الجزائر، من خلال الموقع www.Bank-of-algeria.dz الرسمي للبنك المركزي أيضا الإعتماد على الأبحاث والدراسات التي تناولت نفس الموضوع البحث بشكل مباشر أو غير مباشر، بإتباع الخطوات التالية:

يتم حساب القيمة الاقتصادية المضافة وفق العلاقة التالية:

$$EVA = (ROIC - WACC) * IC$$

حيث أن:

القيمة الاقتصادية المضافة EVA :

: العائد على رأس المال المستثمر ويتم حسابه من خلال قسمة NOPAT على ROIC

: صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب. NOPAT

: رأس المال المستثمر. IC

= التكلفة المرجحة لرأس المال. WACC

- حساب التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال مؤسسة أليانس للتأمينات: يتم حساب

التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال من خلال العلاقة التالية:

$$WACC = Ke * W Equity + Kd * W Debt$$

حيث أن:

: معدل كلفة الأسهم للشركات Ke

: الوزن النسبي للأسهم في هيكل التمويل. $W Equity$

: معدل كلفة الديون في الشركات (متوسط سعر الإئتمان والخصم بالبنك المركزي). Kd .

$W Debt$: الوزن النسبي للديون في هيكل التمويل.

- حساب العائد على رأس المال المستثمر: يتم حساب العائد على رأس المال من خلال الإعتماد على العلاقة التالية

$$ROIC = NOPAT/IC$$

$NOPAT$ صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب من خلال هذه العلاقة يتوجب حساب

- حساب صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب:

: النتيجة العملياتية قبل الفوائد $(T-1) NOPAT$

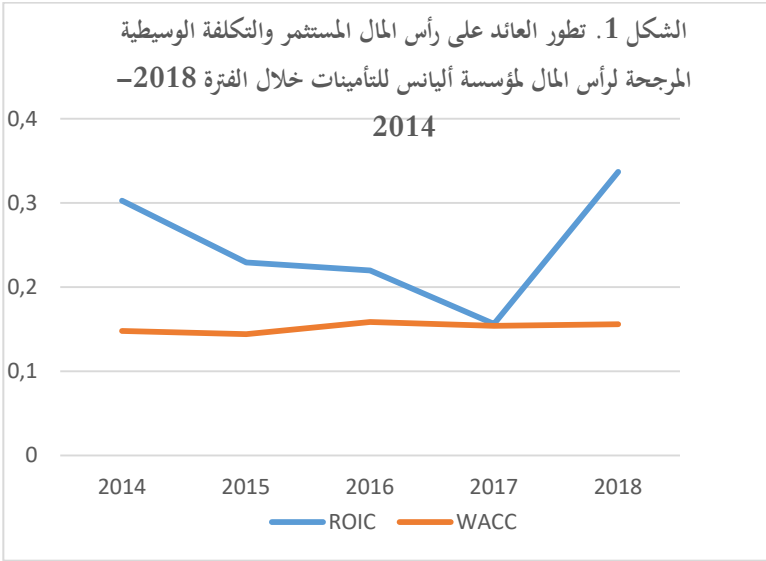
- حساب رأس المال المستثمر IC : يتم حساب رأس المال المستثمر بالعلاقة التالية:

رأس المال المستثمر = الإستثمارات العينية + الإحتياج في رأس المال العامل (BFR)

BFR = (الأصول الجارية - خزينة الأصول) - (خصوم الجارية - خزينة الخصوم)

2.1. المتغير التابع: يتمثل في القيمة الحقيقية لمؤسسة أليانس للتأمينات المعبر عنها بالقيمة

السوقية للسهم الواحد للمؤسسة حيث تم قياسه بالإعتماد على متوسط سعر الإغلاق للسهم خلال فترة الدراسة (2014-2018)، مما سبق يعرض الملحق (1) البيانات الخاصة بمؤشر الأداء المالي بإستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة (2014-2018). من خلال الملحق (1): يمكن التمثيل البياني لتطور العائد على الإستثمار والتكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة الدراسة كما هو موضح في الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الملحق (1).

من خلال الملحق (1) والشكل (1) نلاحظ ما يلي:

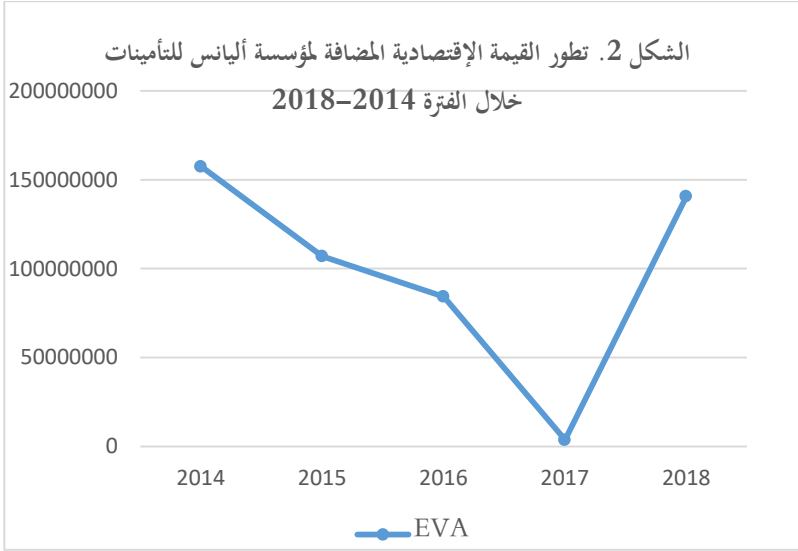
- أن العائد على رأس المال المستثمر خلال فترة الدراسة في تناقص بداية من سنة 2014 الذي كان ب(0.302672) إلى أدنى مستوى له في سنة 2017 وبلغ (0.156193)، بحيث كانت فوارق الإنخفاض على التوالي: (0.073245)، (0.009579)، (0.063655)، أما في سنة 2018 عاد إلى الإرتفاع في حدود (0.337115) وذلك بمقدار (0.180922) الذي كان في أعلى نسبة في فترة الدراسة؛

- التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال كانت تقريبا مستقرة خلال فترة الدراسة بالإرتفاع والإخفاض وكانت ين أعلى قيمة لها في سنة 2016 المقدر ب(0.158409) وأدنى قيمة لها في سنة 2015 بمقدار (0.144082)؛

- كان العائد على رأس المال أكبر من التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال خلال فترة الدراسة لذلك كان الفارق موجبة على التوالي: (0.154609)، (0.085345)، (0.061439)، (0.002367)، (0.181189)؛

- في هذه الحالة يمكن الإعتماد على العائد والتكلفة كأساس لإتخاذ القرارات المالية لوجود الفارق الموجب أي هنا خلق قيمة للمؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة (2018-2014). خلال ما

سبق يمكن التمثيل البياني لتطور القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة (2014-2018) كما يلي:



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الملحق (1)

من خلال الملحق (1) والشكل (2) نلاحظ أن:

- القيمة الاقتصادية المضافة خلال فترة الدراسة موجبة وبالتالي نقول أن هناك خلق للقيمة وتعظيم للقيمة الحقيقية للمؤسسة وزيادة لثروة الملاك؛

- القيمة الاقتصادية المضافة في إنخفاض مستمر حيث كانت أعلى قيمة لها في سنة 2014 التي بلغت (157461407.55 دج)، وإنخفضت بمقدار (50478316.06 دج) في سنة 2015 لتكون ب (106983091.49)، وتواصل الإنخفاض في سنة 2016 لتصل إلى (84247219.25 دج) أي بإنخفاض عن 2015 بمقدار (22735872.24 دج)، أما في سنة 2017 وصلت إلى أدنى مستوى لها في حدود (3710630.42 دج) بإنخفاض مقدر ب (80536588.83 دج)، في السنة الأخيرة 2018 عاودت القيمة الاقتصادية في الارتفاع لتبلغ (140597695.79 دج) بارتفاع مقدر ب (136887065.37 دج).

2. تفسير طريقة الدراسة

خلال هذا المرحلة نقوم بربط العلاقة ومدى قدرة وتأثير القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة أليانس للتأمينات على القيمة السوقية لها المعبر عنها بالقيمة السوقية للسهم الواحد المسعر في البورصة خلال فترة الدراسة وذلك بالإعتماد واستخدام الإنحدار الخطي البسيط وباعتبار القيمة والقيمة السوقية متغير تابع، يتم تقدير معادلة الإنحدار X_t و Y_t الاقتصادية المضافة متغير مستقل ودراسة مدى صلاحية النموذج بقياس القوة التفسيرية والقوة الإرتباطية للنموذج مع إختبار المعنوية الكلية له. للتوصل إلى نتائج الدراسة سوف يتم إتباع الخطوات التالية:

1.2. إستخدام تحليل الإنحدار الخطي البسيط لربط و نمذجة العلاقة بين القيمة

الإقتصادية المضافة للسهم الواحد والقيمة السوقية للسهم:

والقيمة السوقية X_t بحيث أن القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد متغير مستقل يرمز له خلال فترة الدراسة (2014-2018)، يتم تحديد النموذج Y_t للسهم الواحد متغير تابع ويرمز له التالي: (شيخي، 2011، صفحة 11)

$$Y_t = \alpha + \beta X_t + \varepsilon_t$$

حيث:

: القيمة السوقية لسهم مؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة الدراسة وهو متغير تابع Y_t

: القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة الدراسة وهو X_t متغير مستقل.

: عدد ثابت بحيث أن عندما يكون المتغير المستقل معدوما، فالمتغير التابع يكون مساويا للعدد α

α الثابت

: الخطأ في تفسير Y ε_t

- لتقدير النموذج نستعمل طريقة المربعات الصغرى OLS مع الأخذ بعين الإعتبار فرضياتها الستة الأساسية، ويصبح النموذج كما يلي: (جليط، 2016/2017، الصفحات 61-63)

$$\hat{Y}_t = \hat{\alpha} + \hat{\beta} X_t$$

بناءا على البيانات المالية المتحصل عليها من موقع بورصة الجزائر www.dz.SgbV ومعطيات المحصلة من القوائم المالية للمؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة (2014-2018) تم التوصل إلى مايلي:

للمؤسسة خلال فترة (2014-2018) تم الإعتماد على Y_t - القيمة السوقية للسهم الواحد

متوسط القيمة السوقية للسهم الواحد المنشورة في موقع بورصة الجزائر:

- القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد X_t للمؤسسة خلال فترة (2014-2018) تم تقسيم

القيمة الاقتصادية المضافة EVA لكل سنة على عدد أسهم المؤسسة:

$$= \text{القيمة الاقتصادية المضافة EVA} / \text{عدد أسهم المؤسسة}$$

تم تلخيص معطيات الدراسة من خلال الجدول التالي:

الجدول (1): القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد والقيمة السوقية للسهم لمؤسسة أليانس للتأمينات

الوحدة: دج

خلال فترة (2014-2018)

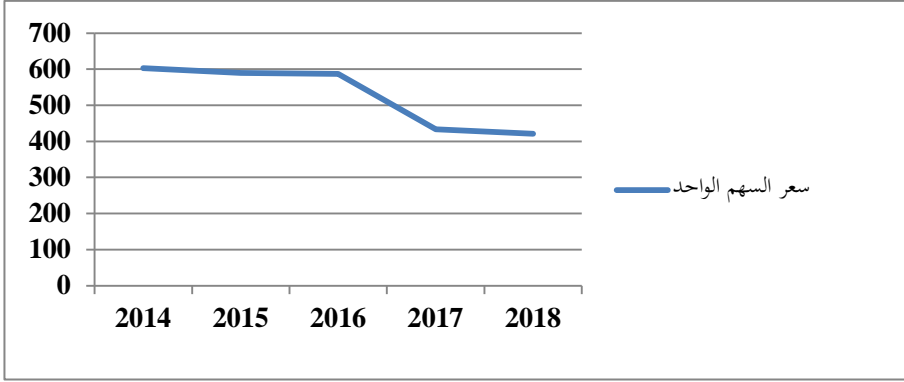
2018	2017	2016	2015	2014	البيان
24.22	0.63	14.51	18.43	27.12	القيمة الاقتصادية المضافة للسهم X_t
421.17	433.49	487.3	589.7	602.76	القيمة السوقية للسهم Y_t

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على معطيات الملحق (1) وموقع بورصة الجزائر www.dz.SgbV

- من خلال الجدول (1) يمكن التمثيل البياني لتطور القيمة السوقية للسهم الواحد لمؤسسة فندق

الأوراسي خلال فترة (2014-2018) حسب الشكل التالي:

الشكل (3): تطور القيمة السوقية للسهم الواحد لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة (2014-2018)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول (1)

من خلال الشكل (3) نلاحظ أن:

- القيمة السوقية للسهم الواحد لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة الدراسة في إنخفاض مستمر من سنة 2014 إلى 2018 بحيث بلغت أعلى قيمة للسهم في سنة 2014 الذي بلغ 602.76
- أن متوسط القيمة السوقية للسهم الواحد تراوحت بين أعلى قيمة لها في سنة 2014 ب (602.76 دج) وأدنى قيمة له في سنة 2018 ب (421.17 دج)، وعند مقارنة القيمة السوقية للسهم الواحد كل سنة مع متوسطها خلال فترة الدراسة والبالغ (506.88) نجد أن سنوات 2014 و 2015 حققت قيم تفوق قيمة هذا المتوسط.

2.2. تقدير معاملات نموذج معادلة الإنحدار الخطي البسيط:

يتم تقدير معاملات نموذج معادلة الإنحدار الخطي البسيط

$$\hat{Y}_t = \hat{\alpha} + \hat{\beta}X_t$$

من خلال استخدام المربعات الصغرى OLS مع الأخذ بعين الاعتبار فرضياتها الستة الأساسية، تم التوصل وتقدير معاملات النموذج كما يلي:

- المتوسط الحسابي للقيمة السوقية للسهم الواحد Y_t لمؤسسة أليانس للتأمينات هو 506.88 دج

- المتوسط الحسابي لقيمة المضافة الاقتصادية للسهم الواحد X_t للمؤسسة هو 17.06 دج

- معاملات النموذج مقدرة حسب المعادلة التالية:

$$\hat{Y}_t = 437.78 + 4.05X_t -$$

3. دراسة صلاحية النموذج

دراسة صلاحية النموذج يجب إتباع الخطوات التالية:

1.3. قياس القوة التفسيرية والقوة الارتباطية للنموذج:

- لقياس القوة التفسيرية يتم حساب معامل التحديد الذي يقيس ويشرح نسبة الإنحرافات القيمة السوقية للسهم الواحد، والمشروحة Y_t الكلية أو التغيرات التي تحدث في المتغير التابع القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد لمؤسسة فندق X_t بواسطة تغيرات المتغير المستقل الأوراسي، فهي نسبة تأثير المتغير المستقل عن المتغير التابع ويمكن حساب R^2 معامل التحديد كالتالي: (شيخي، 2011، صفحة 39)

$$R^2 = \frac{\sum (Y_i - \bar{Y})^2}{\sum (\hat{Y}_i - \bar{Y})^2}$$

$$R^2 = 1 - \frac{\sum \hat{\epsilon}_i^2}{\sum (Y_i - \bar{Y})^2}$$

- حساب معامل التحديد R^2 :

$$R^2 = 1 - \left[\frac{\sum (Y_i - \hat{Y}_i)^2}{\sum (Y_i - \bar{Y})^2} \right] =$$

$$R^2 = 0.25$$

من خلال معامل التحديد نلاحظ أن المتغير المستقل X_t وهي القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد يفسر ويشرح نسبة 25% من التغير في القيمة السوقية للسهم الواحد لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة الدراسة (2014-2018)، أما الباقي 75% تفسره عوامل أخرى غير مدرجة في هذه الدراسة.

- حساب معامل الارتباط r :

$$\sqrt{R^2} = r = \sqrt{0.25} = 0.5$$

من خلال معامل الارتباط $r = 0.5$: يعني وجود علاقة نسبية بين المتغير التابع القيمة السوقية للسهم الواحد لمؤسسة أليانس للتأمينات والمتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد خلال فترة (2014-2018).

2.3. إختبار معنوية المعلمات المقدرة: لإختبار معنوية المعلمات المقدرة بالنسبة لنموذج الإنحدار البسيط نستعمل إختبار ستودنت ويمكن توضيح خطوات تطبيق هذا الإختبار لدراسة معنوية المعلمات المقدرة كما يلي:

1.2.3. \hat{B} : إختبار معنوية

$$B = 0 : H_0$$

$$B \neq 0 : H_1$$

$$T_{cal} = \frac{\hat{B}-B}{\sqrt{v(\hat{B})}} \frac{\hat{B}}{\sqrt{\frac{(Y_i-\bar{Y})^2}{n-2}} \sqrt{\frac{\sum(X_i-\bar{X})^2}{3}}} = \frac{4.05}{\sqrt{\frac{29167.78}{3}}} = \frac{4.05}{\sqrt{430.77}}$$

$$T_{cal}=0.85$$

$T_{Tab(5-2)}^{\frac{\alpha}{2}}=3.182$ قيمة ستودنت الجدولة تساوي 3.182 أكبر من قيمة ستودنت المحسوبة عند درجة حرية 3 ومستوى معنوية 5% وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية أي أن B غير معنوي.

2.2.3. $\hat{\alpha}$: إختبار معنوية

$$=0 \alpha H_0 :$$

$$0 \neq H_1 : \alpha$$

$$\frac{437.78}{\sqrt{\frac{22054.19}{3} + (291.04)(22.57)}} = \frac{\hat{\alpha}}{\sqrt{\frac{(Y_i-\bar{Y})^2}{n-2} + \bar{X}^2 * v(\hat{B})}} = T_{ca}$$

$$2.88=T_{cal}$$

قيمة ستودنت الجدولة تساوي 3.182 أكبر من قيمة ستودنت المحسوبة 2.88 عند درجة حرية غير معنوي. $\alpha=3$ ومستوى معنوية 5% وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية أي أن

3.3. إختبار المعنوية الكلية لنموذج: يمكن إختبار المعنوية الكلية لنموذج الإنحدار الخطي البسيط من خلال تشكيل جدول تحليل التباين، وهو تحليل مجموع المربعات الصغرى SST إلى مجموع مربعات البواقي SS ومجموع مربعات الانحدار SSR الغرض من هذا التحليل لإختبار معنوية مجموع مربعات الإنحدار وهذا أيضا يدخل في إختبار معنوية المعلمات، ويتمثل هذا التحليل في الجدول تحليل التباين.

الجدول (2): جدول تحليل التباين وحساب إحصائية فيشر

مصدر التغير	التغير	درجة الحرية	المتوسط التربيعي
الإنحدار	$SSR = \sum (\hat{Y}_i - \bar{Y})^2$ $RSS = 5445.323$	1	7086.42
البواقي	$SSE = \sum (Y_i - \hat{Y}_i)^2$ $SSE = 22054.19$	3	7351.39
المجموع	$SST = \sum (Y_i - \bar{Y})^2$ $SST = 29167.78$	4	$F_C = \frac{SSR}{\frac{SSE}{n-k}} = \frac{7086.42}{7351.39}$ $F_C = 0.963$

المصدر: من إعداد الباحثين

من خلال إختبار F فيشر لجودة النموذج تم الوصول إلى أن فيشر المحسوبة $F_C = 0.963$ أقل من فيشر الجدولة $F_T(5,1,3) = 10.13$ بدرجة حرية للبسط 1 ودرجة حرية المقام 3 عند مستوى معنوية 5%، أن النموذج غير معنوي في مجمله وبالتالي نقول أن النموذج ليس له القدرة وليس له الجودة اللازمة لتفسير التغيرات التي تحدث للمتغير التابع للقيمة السوقية للسهم الواحد جراء التغيرات التي تحدث في القيمة الاقتصادية للسهم الواحد لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة الدراسة (2014-2018) - من خلال ما سبق، وبالإعتماد على نتائج نموذج الإنحدار الخطي البسيط من خلال معادلة

$$\hat{Y}_t = 437.78 + 4.05X_t$$

بين المتغير المستقل القيمة الاقتصادية للسهم الواحد والقيمة السوقية للسهم الواحد لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة 2014-2018 خلصت الدراسة إلى ما يلي:
 - دراسة القوة التفسيرية للنموذج من خلال معامل التحديد R^2 تبين أن المتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد يفسر ويشرح ما يقارب 25% من التغير في القيمة السوقية للسهم الواحد والباقي 75 % تفسره عوامل أخرى لم تتم إدراجها في هذه الدراسة.

- دراسة القوة الإرتباطية من خلال معامل الإرتباط تبين بوجود علاقة طردية قوية بين المتغير التابع القيمة السوقية للسهم الواحد والمتغير المستقل القيمة الإقتصادية المضافة للسهم.
- إختبار المعنوية الكلية للنموذج من خلال اختبار فيشر F لجودة النموذج ثم التوصل إلى أن فيشر المحسوبة أقل من فيشر الجدولة أي :

$$F_{Tab}(5\%, 1, 3) = 10.33 < F_c = 0.963$$

بدرجة حرية 1 للسط ودرجة حرية المقام 3 عند مستوى معنوية 5% أي أن النموذج بمجمله غير معنوي وبالتالي النموذج ليس له القدرة ولا يؤثر لا يصلح ولا يفسر ويفقد الجودة لتفسير التغيرات التي تحدث في المتغير التابع القيمة السوقية للسهم الواحد لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة الدراسة جراء تغيرات في المتغير المستقل القيمة الإقتصادية المضافة.

خاتمة:

من خلال دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة (2014-2018) والإطلاع على مختلف القوائم المالية المساعدة خلال فترة الدراسة، والقيام بمختلف المراحل لقياس وحساب مختلف متغيرات الدراسة، وإستخدام تحليل الإنحدار الخطي البسيط لربط و نمذجة العلاقة بين القيمة الإقتصادية المضافة للسهم الواحد والقيمة السوقية للسهم وتحليل النتائج المتوصل إليها إتضح لنا:

- أنه ليس للقيمة الإقتصادية المضافة تأثير وقدرة في تفسير التغير الحاصل في القيمة الحقيقية لمؤسسة أليانس للتأمينات المعبر عنها بالقيمة السوقية للسهم الواحد في بورصة الجزائر، حيث يعد مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة مؤشرا إقتصاديا يساهم في تقييم الأداء وتفسير التغيرات الأسعار السوقية بشكل فعال في ظل الأسواق المالية الكفوءة،
- أن مدى صلاحية مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة وإمكانية إستخدامه بشكل فعلي في تفسير حركة الأسعار في السوق المالي مازال محدود، وذلك بسبب الصعوبة والتعقد في عملية حساب هذا المؤشر وإختلاف التعديلات والأسس المطبقة لإحتسابه، إلى جانب عدم توفر المعلومات اللازمة بشكل واضح والتي تلزم لتحديده.

التوصيات:

- توفير المعلومات اللازمة في مجال حساب القيمة الاقتصادية المضافة والتي تلزم لتحديدتها مثل بيتا في البورصة.
- إجراء المزيد من الدراسات لإكتشاف دور القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم جوانب الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية وقدرتها على تفسير التغيرات الحاصلة على القيمة السوقية للأسهم في ظل ظروف أسواق مالية مثالية.
- لا ينصح بالإعتماد على القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر وحيد في تقييم الإستثمار في الأسهم.
- العمل على دراسة متغيرات أخرى غير المتغيرات المالية كالتغيرات الاقتصادية مثل : معدلات التضخم في الدولة أو معدل دخل الفرد أو الناتج القومي، والتي قد يكون لها أثر قرار الإستثمار في الأوراق المالية (الأسهم).

قائمة المراجع

Brilman, J., & Maire, C. (1990). *Manuel d'évaluation des entreprises*. les édition d'organisation. paris.

James, J. (2007). *Managerial Accounting* (éd. ed3). Jhon Wiley: New York.

Medeiros Otavio, R. (2002). Empirical Evidence on the relationship between EVA and stock returns in Brazilian firms. *university of Brazilian* , 6 (7), 124-136.

Panahi, B., Christopher, N., & Wan Normeza, W. (2014). The Correlation of EVA and MVA with stock price of companies in Trhran stock market. *Interdisciplinary Journal of contemporary reasearch in business* , 2 (6).

Raffegau, J., & Fernand, D. *l'évaluation financière de l'entreprise* (éd. 1iére edition). presse universitaires de france. paris, France.

Sepero, T. (1997). Getting EVA Right. *TMA Journal* , 17 (6).

بشير زيدي. (2017). تحليل الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة-دراسة حالة مجمع صيدال 2012-2015. مجلة الدراسات الاقتصادية والعالمية ، 10 (03)، 189-198.

بلخير بكاري. (2010). أثر التقييم المالي على مسار الشركة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر-دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الابار *ensp*. أطروحة الدكتوراه، قسم علوم التسيير جامعة الجزائر.

رامي أبو وادي، و نجيل سقف الحيط. (2016). القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لتقييم أداء المصارف التجارية الأردنية. مجلة جامعة النجاح للأبحاث العلوم الانسانية، 12 (30)، 2493-2520.

طارق عبد العال حماد. (2011). التقييم تقدير قيمة البنك لاغراض الاندماج أو الخصصة: الدار الجامعية. الإسكندرية.

طارق عبد العال حماد. (2008). التقييم و إعادة هيكلة الشركات -تحديد قيم المنشأة: الدار الجامعية. مصر.

طاهر جليط. (2017/2016). محاضرات في الاقتصاد القياسي 1. جامعة جيجل.

مُجدّ شيخي. (2011). طرق الاقتصاد القياسي-محاضرات وتطبيقات (الإصدار الطبعة الاولى). دار الحامد للنشر.

مُجدّ عصمت بن حمو. (2015-2016). طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل استراتيجيات الخصصة- دراسة حالة مستتي صيدال والاوراسي. أطروحة دكتوراه، علوم التسيير جامعة تلمسان، تلمسان/الجزائر.

نبيلة سهايلية، و جبار بوكثير. (2017). عناصر الهيكل المالي وأثرها على قيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية-دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري 1999-2014. مجلة ميلاف للبحوث والدراسات العدد (الخامس).

هوارى سويسي. (2008). تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر. أطروحة الدكتوراه ، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر. الجزائر.

الملاحق:

الملحق(1): خطوات حساب القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة (2014-

2018).

0.15592659	0.15382642	0.15840964	0.14413130	0.14920792	Ke
0.054675	0.054675	0.05265	0.0567	0.0567	Kd
0.15592659	0.15382642	0.15840964	0.14408254	0.14806392	WACC
261592114	244856369	301463374	287596094	308256222	NOPAT
775972580	1567651216	1371233569	1253536721	1018449168	IC
0.337115	0.156193	0.219848	0.229427	0.302672	ROIC
140597695	3710630	84247219	106983091	157461407	EVA