



مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية



www.asjp.cerist.dz/en/PresentationRevue/313/

موقع المجلة:

مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» في تحديد القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة
«دراسة حالة مجمع صيدال»

The Extent Of The Contribution Of The Economic Value Added Index In Determining The Market Value Of The Economic Institutions Priced In The Stock Market «Case Study Of Saidal Group»

عبد الكريم خيري، *KHEIRI ABDELKARIM¹، kheiri.abdelkarim@univ-djelfa.dz

¹ أستاذ محاضر «ب»، مخبر بحث الطرق الكمية في العلوم الاقتصادية وعلوم إدارة الأعمال وتطبيقاتها من أجل التنمية المستدامة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجلفة (الجزائر).

تاريخ النشر: 2021/06/07

تاريخ القبول: 2020/05/22

تاريخ الإرسال: 2020/02/20

الكلمات المفتاحية

ملخص

يعتبر موضوع قيمة المؤسسة من بين الميادين الرئيسية لمالية المؤسسة، حيث يعتبر محل اهتمام أطراف عديدة تربطها مصالح مشتركة، كما يطرأ إشكال تقدير قيمة المؤسسة في مناسبات عديدة كالاندماج، التنازل عن المؤسسة، الخصخصة أو حتى التصفية، لذا توجب الاهتمام بمؤشرات الأداء المالي التي يمكن من خلالها الحكم القيمة السوقية للمؤسسة، ولعل من أهم المؤشرات الحديثة التي نالت اهتمام الباحثين في المجال المالي القيمة الاقتصادية المضافة «EVA»، من هنا جاءت إشكالية هذه الدراسة في البحث في مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» في تحديد القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة. وقد خلصت إلى أنه بالرغم من أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» قدم نتائج جيدة عن الأداء المالي لمجمع صيدال، إلا أن الدراسة الإحصائية بينت وجود علاقة ضعيفة جداً بين متغيري الدراسة، لذلك لا يمكن اعتبار مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» كمحدد للقيمة السوقية لمجمع صيدال.

تصنيف JEL: O16؛ G32؛ D46.

Abstract

The subject of the value of the institution is one of the main fields of the enterprise value, It is considered to be of interest to many parties with common interests, The issue of valuing the value of the institution is also raised on many occasions, such as integration, Ceding the enterprise, privatization or even liquidation, Therefore, attention must be paid to the financial performance indicators through which the market value of the institution can be judged Perhaps one of the most important recent indicators that attracted the attention of researchers in the financial field is economic added value, Hence the problem of this study in the research on the extent to which the Index of Economic value added (EVA) contributes to determining the market value of the economic institutions priced on the stock exchange.

It concluded that although the Economic value added Index (EVA) provided good results on the financial performance of the Saidal Group, However, statistical studies have shown that there is a very weak relationship between the study's variables, Therefore, the economic value added index cannot be considered as a determinant of the market value of Saidal Group.

Keywords

Value;
Market value;
Economic value added;
Saidal Group

JEL Classification Codes : O16; G32; D46.

* البريد الإلكتروني للباحث المرسل: kheiri.abdelkarim@univ-djelfa.dz

1. مقدمة:

يعتبر موضوع قيمة المؤسسة من أكثر المواضيع جدلاً بين مختلف المفكرين والمدارس في الفكر الاقتصادي، حيث كانت محل اهتمام كبير، الأمر الذي جعلها تحوز على حجم كبير من الدراسة ضمن النظريات الاقتصادية ولنظرية المالية على حد سواء، ولقد جاءت الدراسات لتبحث في مجالات قياس قيمة المؤسسة في ظل إجراءات التفاوض، الناتجة أساساً عن عمليات الخصخصة، التصفية، الاندماج أو الشراكة، أو أي عملية تستدعي وجود طرفي تفاوض بشأن المؤسسة. إن جميع النظريات المالية توضح أن نجاح المؤسسة في تعظيم قيمتها السوقية يعتمد على مدى فعالية الدمج بين مصلحة الأطراف ذات العلاقة بالمؤسسة وبين إدارتها من خلال تصميم برنامج تحفيزي يركز على تحسين إنتاجية الموارد المتاحة في ظل ظروف عدم التأكد، وبناء شبكة اتصال مع المؤسسات المختلفة والمجتمع، ففي الوقت الحاضر يقع ضغط كبير على المدراء التنفيذيين في شركات الأعمال لجميع القطاعات الاقتصادية في خلق القيمة وتحقيق نمو في ثروة الملاك، وهذه المهمة أمر لا مفر منه ويجب تحقيقه من خلال الاستثمار في مشاريع تعمل على تحقيق تدفقات نقدية تفوق تكلفة رأس المال لمشروع معين.

ولعل من أهم المؤشرات الحديثة لقياس خلق القيمة نجد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» والذي يمكن استخدامه في تقييم الاستراتيجيات وتقييم المشاريع الاستثمارية وكذا في وضع أهداف للأداء المالي وقياسه، وقد نجح مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» الذي تم تسويقه وتطويره من قبل شركة «Stern Stewart & Co» الأمريكية سنة 1989، حيث طبقت إلى غاية سنة 2000 على أكثر من 300 شركة في الولايات المتحدة الأمريكية وأمريكا الجنوبية ونيوزلندا، ومن أهم الشركات الأمريكية التي طبقت مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» نجد: «Coca Cola, Qalter Oats, Briggs & Staratton»، وقد وصف «S.Tully» مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» في مجلة «Fortune» شهر سبتمبر 1993 بإذائها: «المفتاح الحقيقي للثروة» وأذائها: «من الأفكار المالية التي سوف تزداد أهميتها».

على ضوء ما سبق تتمحور إشكالية البحث فيما يلي:

ما مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» في تحديد القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية
المسعرة في البورصة؟

للإمام بمختلف جوانب البحث تم تجزئة إشكالية الدراسة إلى الأسئلة الفرعية التالية:

1. ما المقصود بقيمة وتقييم المؤسسات الاقتصادية في ظل الفكر الاقتصادي، المالي والمحاسبي؟
2. ما المقصود بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA»؟
3. ما مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» في تحديد القيمة السوقية لـ «مجمع صيدال»؟
رغبتي الإجابة عن الأسئلة سابقة الذكر، فإنّه يتعين إعطاء إجابة احتمالية من خلال تبني الفرضيات الموالية:
بالنسبة للجانب النظري سيتم الاعتماد على الفرضيات البحثية التالية:

1. يقصد بقيمة المؤسسة صافي مركزها المالي أو ما يسمى بثروة المساهمين، وتقييم المؤسسات يتمثل في حصر وتقدير قيمة أصولها وخصومها بهدف الوصول إلى صافي قيمة تلك الأصول، والهدف من ورائها هو إعطاء قيمة مرجعية

للمؤسسة على أساسها يتم التوصل إلى قيمتها الحقيقية ومعرفة قيمة التفاوض من أجل القيام بمختلف العمليات الاقتصادية؛

2. يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» من أهم المؤشرات الحديثة لقياس القيمة والذي يمكن استخدامه في تقييم الاستراتيجيات وتقييم المشاريع الاستثمارية وكذا في وضع أهداف للأداء المالي وقياسه.

أما بالنسبة للجانب التطبيقي فسيتم الاعتماد على الفرضيات الإحصائية التالية:

3. الفرضية الصفرية (H0): لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» والقيمة السوقية لمجمّع صيدال؛

4. الفرضية البديلة (H1): توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية لمجمّع صيدال.

أهمية الدراسة:

يستمد البحث أهميته من أهمية الدور الذي تؤديه المؤسسات الاقتصادية، والذي يفرض عليها المحافظة على قيمتها السوقية في ظل بيئة الأعمال الدولية من جهة، ومن جهة أخرى من أهمية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» كاتجاه حديث لتقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية.

أهداف الدراسة: تهدف هذه الدراسة إلى:

- التعرف على مختلف المفاهيم المرتبطة بقيمة المؤسسة؛
- دراسة وتحليل مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA»؛
- البحث في مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» في تحديد قيمة المؤسسات المسعرة في البورصة.

منهج الدراسة: نظراً لطبيعة الموضوع وبغية الإحاطة بمختلف جوانبه، ومن أجل تحليل أبعاده والإجابة على التساؤلات واختبار صحة الفرضيات المطروحة، سيتم الاعتماد على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي في معظم أجزاء الدراسة، بالإضافة إلى منهج دراسة الحالة في الجانب التطبيقي والذي يسمح بالقراءة المالية للأداء المالي للمؤسسة محل الدراسة باعتبارها مؤسسة اقتصادية مسعرة في بورصة الجزائر وهذا من أجل قياس وتحليل مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» وأثرها على الأداء المالي وبالتالي تأثيرها على قيمتها السوقية.

II. الإطار النظري والدراسات السابقة:

أولاً. الإطار النظري:

1. مفاهيم عامة حولة قيمة المؤسسة: سنحاول في هذا الجزء التطرق لمفهوم القيمة حسب الفكر الاقتصادي والفكر المحاسبي والمالي.

أ. مفهوم القيمة: يعتبر موضوع القيمة من أهم المواضيع التي لقيت اهتمام الدارسين في مختلف العلوم لاسيما علم الفلسفة، علم الاجتماع، حيث في مجال علم الاقتصاد احتلّ نطاقاً واسعاً نظراً لكونه يجمع بين العديد من المفاهيم الأساسية، كما يسمح للإمام به فهم الكثير من مواضيع النظرية المالية.

لقد نظريات الاقتصادية عبر فترات متتالية اختلفت في تحديد مفهوم القيمة بشكل دقيق، فقد تتحدد القيمة بالعرض والطلب أو بالمنفعة أو تكلفة الإنتاج أو العمل، حيث تظهر القيمة في الوقت الراهن كمفهوم شامل في علوم التسيير.

حيث يمكن تعريف القيمة لغةً كما يلي: «قيمة الشيء: قدره، وقيمة المتاع: ثمنه، أي المقابل الذي يقوم مقامه، سواءً اتخذ هذا الثمن حجماً معيناً من البضائع أو عدداً معيناً من وحدات النقود التي يمكن مبادلتها بها».

ومفهوم القيمة يختلف عن مفهوم السعر، فالقيمة هي نتيجة التحليل والتقييم، أما السعر فهو نتاج السيولة والتفاعل بين آليات العرض والطلب، ولعلّ المقولة التالية كفيلة بتوضيح الخطوط الرفيعة بين المفهومين: «إنّ السعر هو ما تدفعه، بينما القيمة هي ما تحصل عليه» (A.Vautraves, 2011: 05).

كما يمكن القول أنّ القيمة عبارة عن مبلغ يُدفع مقابل أصل، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من جراء استخدام ذلك الأصل، والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما، بمعنى أنّ القيمة موجودة في جوهر الشيء وبحوث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر (طارق عبد العال حماد، 2000: 05-06).

وإن كذا نتكلم عن قيمة المؤسسة فهي: «القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة والتي يتم تحيينها بمعدل المرادوية المطلوب، وهي مقارنة مالية بالدرجة الأولى» (رجم نصيب وآخرون، 2018: 13).

ب. مفهوم القيمة في الفكر الاقتصادي: يؤكد الفكر الاقتصادي عند معالجته لموضوع القيمة على ضرورة التمييز بين نوعين من القيمة وهما: قيمة المبادلة «Value Exchange» والقيمة الاستعمالية «Value in Use»، قيمة المبادلة تستخدم كوسيلة للتعبير عن مبادلة السلع والخدمات ببعضها البعض، بحيث تحدد قيمة السلعة بمقدرتها على اقتناء سلعة أو سلع أخرى عند مبادلتها بوحدة واحدة منها، فهي إذن تعبير عن العلاقة الكمية بين السلع محل المبادلة، في حين تستخدم القيمة الاستعمالية كوسيلة للتعبير عن مدى نفعية السلعة أو الخدمة عندما يتم استخدامها من قبل المستهلكين، وبذلك تتحدد قيمة الشيء بمقدار المنافع الشخصية التي يتم إشباعها من استخدامه (موسى بن منصور، 2009: 114).

وفي هذا الإطار قام «آدم سميث» عند معالجته لكيفية تحديد قيمة المبادلة بناءً على فكرة تقسيم العمل بالتفريق بين استعمالين لتكلفة القيمة، حيث أوضح أنّ إحداهما تدعى بالقيمة الاستعمالية ويقصد بها منفعة الشيء، أما الأخرى فتدعى قيمة المبادلة والتي يقصد بها ما للشيء من قدرة على شراء سلع أخرى، وقد قدّم مثال عن التناقض الذي يمكن أن يفسر عن وجود هذين المفهومين للقيمة، فالواقع أثبت أنه يمكن أن نجد شيئاً يتمتع بقيمة استعمال كبيرة في حين أنّ قيمته التبادلية ضئيلة جداً أو منعدمة، والعكس صحيح ومثال ذلك الماء والماس (عادل أحمد حشيش، 2009: 174).

وعلى الرغم من هذا التمييز إلا أنّ الفكر الاقتصادي عند تفسيره لمفهوم القيمة يركز على قيمة المبادلة، لسهولة الإلمام بقواعدها وأسسها مقارنة بقيمة الاستعمال، إذ يؤكد أنّها ظاهرة تنتمي إلى إنتاج المبادلة فقط، حيث تتميز السلع من الناحية الكيفية بخاصية مشتركة تجعلها قابلة للتبادل فيما بينها رغم اختلاف قيم استعمالها، وتتمثل هذه الخاصية في أنّ كل السلع نتاج العمل الاجتماعي المجرد، وبذلك فإنّ القيمة تعدّ ر عن نفسها في شكل قيمة المبادلة التي هي علاقة بين قيمتين.

ت. مفهوم القيمة في الفكر المحاسبي والمالي: أدى الفكر المحاسبي دوراً بارزاً في تفسير مفهوم القيمة وقياسها، وذلك من خلال استخدام الأرقام في التعبير عن الجانب الاقتصادي للأنشطة التي تمارسها الوحدات الاقتصادية المختلفة، بهدف تحديد مركزها المالي، وذلك من خلال تسجيل العمليات المالية والتجارية في الدفاتر والسجلات واستخراج نتائج الأعمال، وتصوير المراكز المالية للشركات في فترات محددة من الزمن، وهذا في ظل الاختيار السليم للأسس التي يتم الاعتماد عليها عند استخراج نتائج الأعمال وتحديد مصادر حصول الشركة على الأموال المستثمرة ومجالات استثمارها المختلفة (موسى بن منصور، 2009: 116).

ويعتمد الفكر المحاسبي في قياس القيمة على مدخلين أساسيين هما:

ت.1. مدخل التكلفة: يعتمد هذا المدخل على مفهوم النفقة أو التكلفة في عملية القياس والتقييم المحاسبي، وذلك من خلال طريقتين أساسيتين هما (محمد سمير الصبان وآخرون، 2000: 42-48):

- طريقة التكلفة التاريخية: والتي تقوم على تقييم الأصول بما يعادل الثمن النقدي المستخدم في حيازتها، وعدم الاعتماد بتقلبات القيم السوقية التي تلحق بعد تاريخ الحيازة؛

- طريقة التكلفة التاريخية المعدلة: والتي تقوم على فكرة أن التكلفة التاريخية توفر معلومات موضوعية ولكنها أقل ملاءمة لاتخاذ القرارات المالية بسبب إهمالها للتغير في الأسعار، وهذا ما يجعلها تعبر عن أحداث ماضية ولا تعكس الأحداث الاقتصادية الجارية، وبذلك فهي تعمل على تعديل وحدة القياس بالأسعار الجارية مع وجود أساس التكلفة التاريخية.

ت.2. مدخل القيمة: يعتمد هذا المدخل في قياسه وتحديد نتائج الأعمال وتصوير المراكز المالية للشركات على أساس مفهوم القيمة، وذلك من خلال استعمال طرق القياس التالية (إبراهيم الدسوقي وآخرون، 1995: 08-11):

- طريقة التكلفة الاستبدالية الجارية: توفر هذه الطريقة قدراً كبيراً من الدقة في تحديد نتائج الأعمال مما يحقق واقعية القياس، وبالتالي حفاظها على رأس المال المادي للشركة، الأمر الذي ينعكس أثره في الحفاظ على أسعار أسهمها في سوق الأوراق المالية.

وعلى الرغم من ذلك فقد وُجّهت لها عدّة انتقادات، من أهمها صعوبة تحديد ماهية تكلفة الاستبدال الواجب الاعتماد عليها، كما أن الحفاظ على مستوى الأسعار السوقية للأسهم لا يتوقف على الحفاظ على رأس المال المادي فحسب، بل هناك العديد من العوامل الأخرى التي لها أثرها في ذلك، منها مقدار العوائد المتوقع الحصول عليها في المستقبل ومعدل الخصم المستخدم ودرجة المخاطرة.

- طريقة محاسبة التحديث المستمر: تقوم هذه الطريقة على افتراض أساسي مفاده أن مشاركة الشركة في الأعمال أو النشاط الاقتصادي يتطلب منها القيام بالاختيار بين بدائل التشغيل المختلفة، نظراً لندرة الموارد المتاحة لديها، ويمكن قياس تلك المشاركة باستخدام مفهوم تكلفة الفرصة البديلة للأصول التي تحوزها الشركة بصورتها الحالية، والتي تعبر عنها بالمكفي النقدي الجاري لهذه الأصول، والذي يعادل قيمتها البيعية الجارية التي تعكس السعر القابل للتحقق فوراً.

وقد وُجّهت لهذه الطريقة أيضاً مجموعة من الانتقادات، منها اختلاف الأسلوب المستخدم في تقييم عناصر المركز المالي للشركة، وكذلك اختلاف الأساس المالي المستخدم في تقييم البند الواحد، حيث يتم مثلاً تقييم فروض السندات بالمبلغ الأصلي التعاقد له، في حين يتم الاستثمار في السندات بالمكافئ النقدي الجاري عند تغير معدل الفائدة السائد في السوق.

- **طريقة الدخل المتوقع:** تركز هذه الطريقة على مفهوم القيمة الاقتصادية، حيث تعمل على قياس المنافع الاقتصادية المتوقع الحصول عليها مستقبلاً كنتيجة لقيامها باستغلال الموارد الاقتصادية المتاحة لديها، ومن ثم توفر هذه الطريقة معلومات تساعد على قياس القيمة الحقيقية للشركة معبراً عنها في صورة القيمة الحالية للمنافع الاقتصادية المتوقعة، الأمر الذي يترتب عليه الحفاظ على القدرة الإيرادية المستقبلية لرأس المال، ومن ثم زيادة درجة الرشد في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة، هذا وقد وُجّهت بعض الانتقادات لهذه الطريقة تتمحور أساساً حول عدم موضوعية القياس في ظل عدم التأكد المستقبلي.

ث. **مفهوم التقييم:** يمكن تعريف تقييم المؤسسة بصفة عامة على أنه: «إعطاء قيمة لعناصر ذمتها المادية وغير المادية التي تمتلكها، حيث نستعمل لتحقيق ذلك منهجية ووسائل وأدوات من أجل تحديد مجال للقيم، يتم التفاوض حوله فيما بعد لتحديد السعر النهائي للمؤسسة والسهم» (F.de la chaplle, 2007: 25).

فتقييم المؤسسة هو حصر وتقدير قيمة أصولها وخصومها بهدف الوصول إلى صافي قيمة تلك الأصول بغض النظر عن الطريقة التي يمكن اتباعها لتقدير تلك القيمة، وبذلك فإن تقييم المؤسسة هو تقيّم أموالها الخاصة والتي تساوي الفرق بين الأصول الاقتصادية وقيمة المديونية الصافية (يكاري بلخير، 2010: 14).

2. **ماهية القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» Economic Value Added:** تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» من بين المؤشرات التي تعتمد على مفهوم خلق القيمة في قياس الأداء وهي لا تعتبر اكتشافاً جديداً بل تعتبر امتداداً لمفهوم الدخل المتبقي أو الربح الاقتصادي الذي يمثل الفرق بين الربح التشغيلي وتكلفة رأس المال، إلا أنها تختلف عنه بإجراء بعض التعديلات عند حساب الربح ورأس المال، وارتبط ظهور هذا المؤشر بمفهوم القيمة السوقية المضافة «MVA» سنة 1991 من طرف شركة «Stern Stewart» (أشرف الشرفاوي، 2006: 04)، كما يمكن الإشارة أن خلق القيمة مرادف لمفهوم ابتكار القيمة والذي يعتبر طريقة حديثة في التفكير الاستراتيجي (ضيف أحمد، صدوق فتيحة، 2018: 57).

أ. **تعريف القيمة الاقتصادية المضافة «EVA»:** عرفت الشركة الاستشارية الأمريكية «Stern Stewart» القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» على أنها: «مقياس للإنجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي الذي يرتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت والفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب وتكلفة رأس المال المملوك والمقترض» (مقبل علي أحمد علي، 2010: 04)، كما عُوّث على أنّها: «القيمة المضافة من قبل الشركة أثناء ممارسة النشاط برأس مالها، أي أنها الربح الاقتصادي بعد سداد تكلفة رأس المال» (Jéromecaby et Gérard hirigoyen, 2000: 27).

كما يمكن أن تُعرف القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» بأدّها: «الفرق بين العائد المحقق خلال الدورة والعائد المنتظر الذي يأخذ في الحسبان الخطر، ويقابل العائد المحقق النتيجة قبل الفوائد وبعد الضريبة، أما العائد المنتظر فيتمثل في المكافأة التي من المفروض أن تقدم لأصحاب الأموال وتتمثل هذه المكافأة في ناتج الرأسمال الاقتصادي وتكلفة رأس المال» (Michel Gervais, 2000: 252-254).

من جهة أخرى فالقيمة الاقتصادية المضافة «EVA» فضلاً على أنّها وسيلة لقياس وتقييم أداء المسيرين، فهي نموذج لتسيير المؤسسة التي تنتهج نماذج تسيير القيمة، فهي تهدف إلى قياس الربح الاقتصادي الذي يمكن أن تحققه المؤسسة من ممارسة أنشطة الاستغلال وهذا على خلاف الربح المحاسبي، والربح الاقتصادي أو القيمة الاقتصادية المضافة ليست بالمفهوم الجديد، لأنّه في عام 1890 قد عرفه الاقتصادي «Alfred Marshal» وحدّده كما يلي: «الربح الاقتصادي هو الربح الذي يبقى متوفراً للمساهمين بعد خفض مكافأة رأس المال المستخدم» (Farid Latreche, 2002: 56).

ب. طريقة حساب مؤشّر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA»: يعتبر مؤشّر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» وسيلة لقياس القيمة الاقتصادية من الأعمال المنجزة بعد النظر في تكلفة رأس المال بما في ذلك تكلفة الدين وتكلفة حقوق الملكية، ويُعتمد عادةً في حساب المعايير المحاسبية على تكلفة الديون فقط، بينما في حساب القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» فبالإضافة إلى تكلفة الديون يتم خصم كذلك تكلفة رأس المال، فالنقطة المفتاحية في القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» هي أن يتم إنشاء قيمة عندما يكون معدل عائد الاستثمار أكثر من إجمالي تكلفة رأس المال (Habibollah Nakhaei and other, 2013: 1591).

وبذلك فإنّ القيمة الاقتصادية المضافة تُعرف على أنّها العائد الذي يزيد على مستوى الأداء المتوقع والتمتص برأس المال المستخدم، فالقيمة الاقتصادية المضافة «EVA» لفترة زمنية معينة (t) يمكن تعريفها كما يلي (ثائر عدنان قديمي وآخرون، 2011: 09-10):

$$EVA_t = Et - r(TA_{t-1}) \quad \dots\dots\dots (01)$$

حيث أنّ:

Et: الربح المحاسبي قبل الضريبة للفترة t؛

r: تكلفة رأس المال؛

TA_{t-1}: إجمالي الأصول المستخدمة في بداية الفترة.

هناك عدّة نقاط فيما يتعلق بالمعادلة سابقة الذكر مثيرة للتساؤل خاصة لقيمة TA_{t-1} فهل المقصود بها القيمة الدفترية أو القيمة السوقية للأصول، وأيضا لحساب قيمة r (تكلفة رأس المال) التي تعتمد على نموذج «CAMP» الذي بدوره يركز على عدّة افتراضات.

ومن الطرق الرئيسية المستخدمة لقياس القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» نجدها من خلال المعادلة التالية:

$$EVA_t = NOPAT_t - C_t \times WACC_t \quad \dots\dots\dots (02)$$

حيث أنّ:

EVA_t: القيمة الاقتصادية المضافة؛

NOPAT: صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب؛

C_t: رأس المال طويل الأجل؛

WACC_t: التكلفة المرجحة لرأس المال.

فإذا كانت $EVA < 0$ ففي هذه الحالة يمكن القول أن المؤسسة ناجحة ويكون هناك زيادة في ثروة الملاك، وبالتالي يكسبون أكثر من أصل الاستثمار، أما إذا كانت $EVA = 0$ فهذا يعني أن المؤسسة قد أنتجت بقدر ما استثمرت من أموال، وعندما تكون $EVA < 0$ هذا يعني نأكل في ثروة الملاك.

من خلال ما سبق ذكره فإننا نستنتج أن القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» تركز على جميع الجوانب المهمة لأعمال المؤسسة، كحجم رأس المستثمر وتقسيمه ما بين الدين ورأس المال الممتلك «D/C and E/C»، وتكلفة رأس المال (الأسهم والقروض).

يمكن تحقيق القيمة الاقتصادية من خلال الربح الاقتصادي «Economic profit-EP» (والتي يطلق عليها القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» ويرجع الفضل فيها كعلامة تجارية إلى «Stern and Stewart»، والتي تشبه صافي القيمة الحالية «NPV» في احتسابها، إلا أن الفرق بين «EP» وبين «NPV» هو أن «EP» يمكن حسابها لفترة زمنية واحدة (شهرياً أو ربع سنوية أو نصف سنوية أو سنوية) إلا أن «NPV» فتحسب لعدة سنوات، كما أن تكلفة رأس المال التي تستخدم كمعدل الخصم في احتساب الـ «NPV» تطبق على المؤسسة ككل.

يمكن التعبير عن الربح الاقتصادي «EP» على النحو التالي:

$$EP = Invested Capital * (ROIC - WACC) \dots\dots\dots (03)$$

حيث أن:

ROIC: العائد على رأس المال المستثمر؛

WACC: الوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

وبهدف تحقيق قيمة اقتصادية لا بد أن تكون قيمة «ROIC» أكبر من قيمة «WACC».

ويمكن القول أنه عند تحقيق قيمة اقتصادية مضافة موجبة فإن الربحية على رأس المال المستثمر تكون أكبر من تكلفة رأس المال، وهنا المؤسسة يكون لها القدرة على خلق ثروة للمساهمين، وهو ما يعني من وجهة نظر المساهمين تحقيق أداء يفوق توقعات السوق. وفي الحالة العكسية أي أن القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» سالبة فهذا يدل على أن المؤسسة قامت باهلاك ثروة المساهمين، وبالتالي تحقق أداء أدنى من التوقعات، وفي بعض الحالات الاستثنائية جداً تكون القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» معدومة تماماً فهنا الربحية تسمح بتلبية مطالب المقرضين فقط (Denglos Grégory, 2005: 44).

ت. أهمية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA»: تبرز أهمية القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» فيما يلي (أرشد فؤاد التميمي، عدنان تايه النعيمي، 2008: 140-141):

- يوضح التحسن المستمر والفعلي لثروة المساهمين؛
- يعتبر كمقياس حقيقي للأداء المالي، التشغيلي والإداري؛
- يعتبر كمعيار لنظم الحوافز والتعويضات لمدرء المؤسسات؛
- يعتبر كمقياس للنمو الحقيقي لربحية المؤسسة في الأجل الطويل؛
- يعتبر كمؤشر حقيقي لتعظيم سعر السهم في السوق؛

- يمثل وسيلة للحد من مشكلة الوكالة من خلال تقريب اهتمامات المدراء وحملة الأسهم؛
- يعتبر كأداة للمفاضلة بين الفرص الاستثمارية المتوقعة.
- ث. الانتقادات الموجهة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA»: بالعم من المزايا والمنافع التي تقدمها القيمة المضافة الاقتصادية «EVA» إلا أنها واجهت العديد من المحددات والانتقادات وقد نوقشت هذه الانتقادات والمحددات ولا تزال تناقش من قبل الكتاب والمنظمات والمعاهد المحاسبية، وتتلخص هذه الانتقادات من قبل «Gyan & Brewen» ومن قبل «Sandoval» وأيضاً من قبل «بهاء محمد منصور» إذ اتفقت آراؤهم على أن الانتقادات تتلخص فيما يلي (عبد الحسين توفيق شبلي، 2009: 154-155):
- أن القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» تقيس الربحية فقط بالأجل القصير وبالتالي فإنه يجب تدعيمها بمؤشرات أخرى إضافية تقيس مستوى الجودة، درجة مرونة العمليات الإنتاجية، كفاءة عمليات التشغيل والتصنيع، سرعة الاستجابة لرغبات العملاء ودرجة رضا العاملين؛
- أن مدخل القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» يتركز (مثلته مثل باقي المقاييس المالية الأخرى) على البيانات التاريخية والمعطيات الماضية في قياس كفاءة أداء الإدارة دون أن يكون له دور بارز في رصد النتائج المتوقعة لاستراتيجيات الإدارة الحالية ولعل ذلك يفسر إحجام الشركات الناشئة عن اكتساب القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» خوفاً من النتائج السلبية نظراً لكبر حجم التدفقات النقدية الخارجية وضآلة صافي الربح في بداية نشاطها؛
- أن القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» تقيس الأداء في الأجل القصير كما أسلفنا، إذ تقيس رأس المال على أساس التكلفة التاريخية للأصول المشتراة منذ سنوات طويلة، وتعد تكلفة الشراء في هذه الحالة تكلفة غارقة وغير ملائمة لاتخاذ أي قرار؛
- يتطلب الوصول إلى القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» إجراء عدد كبير من التسويات الضرورية على صافي الدخل المحاسبي من العمليات، وأن بعض هذه التسويات قد تخضع للتقديرات الشخصية المتباينة أو قد يتم تكيفها لتنسجم مع أهداف معينة ولا شك أن ذلك سيقبل من مصداقيتها ويضعف فاعليتها؛
- أن القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» لا تعد مناسبة لاتخاذ القرارات المتعلقة بالموازنة الرأسمالية في حالة استخدامها كمقياس وحيد، وأنه يجب أن تفتتن بها أساليب أخرى مكملة مثل صافي القيمة الحالية «NPV» ومعدل العائد الداخلي «IRR»، وذلك بهدف تقييم مشاريع الموازنة الرأسمالية المقترحة بطريقة أكثر دقة وموضوعية؛
- يوصي مجمع المحاسبين القانونيين في إنجلترا وويلز بقياس القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» استناداً إلى معيار البيع على أساس المبيعات مطروحا منها تكلفة السلع والخدمات الوسيطة المستخدمة في الإنتاج المباع، وبالتالي فهناك إغفال لأثر التغيير في المخزون سواء بالزيادة أو النقصان في قياس التدفق المضاف لمخزون الثروة في بداية الفترة محل القياس؛
- في حال الأخذ بمعيار الإنتاج وفي حالة التغير بالمخزون بالزيادة يؤدي ذلك إلى المغالاة بالقيمة المضافة ولهذا تمثل أرباحاً غير محققة عن كميات غير مباع، مما يؤدي إلى ظهور النصيب النسبي للعاملين في القيمة المضافة بأقل من حقيقته مما يؤثر بشكل سلبي في أداء العاملين.

ثانياً. الدراسات السابقة: من بين أهم الدراسات التي تم الاطلاع عليها والتي تدخل في إطار مالية المؤسسة والقريبة من موضوع بحثنا نجد ما يلي:

1. دراسة نايت عطية مريم بعنوان: قياس مدى قدرة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية على خلق القيمة -دراسة حالة مجمع صيدال-، مجلة الرماح للبحوث والدراسات، الأردن، جوان 2016.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى قدرة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية - مجمع صيدال - على خلق القيمة للمساهمين وكافة الأطراف ذات العلاقة وذلك من خلال قياس ومتابعة وتحليل القيمة المحققة من قبل مجمع صيدال خلال الفترة 2010-2014 وهذا اعتماداً على مؤشرات قياس خلق القيمة (القيمة الاقتصادية المضافة، مردودية الاموال الخاصة، الأداء البورصي، ...إلخ)، ومن أهم النتائج المتوصل إليها أن المجمع رغم تحقيقه للأرباح إلا أنه لم يستطع أن يخلق قيمة مضافة انطلاقاً من نشاطه الرئيسي خلال جل سنوات الدراسة باستثناء السنة المالية 2012.

2. دراسة «Maryam Zarat Dakhely Parast» وآخرون بعنوان:

The Study of the Effect of Relationship between Value Added Economic, Operating Cash Flow, and the Stock Market Value of Pharmaceutical Companies, European, Online Journal of Natural and Social Sciences 2013 Vol.2, No.3 Special Issue on Accounting and Management.

هدفت هذه الدراسة إلى إثبات العلاقة الارتباطية بين كل من مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» والقيمة السوقية المضافة «MVA» من جهة والقيمة السوقية لأسهم شركات القطاع الصيدلاني المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية، حيث تم دراسة 30 مؤسسة من خلال جمع بياناتهم من تقارير وقوائم مالية لسوق الأوراق المالية، حيث تم دراسة العلاقة الارتباطية بمعامل بيرسون للارتباط للتحقق من وجود أو عدم وجود ارتباط خطي بين المتغيرات، حيث خلصت الدراسة إلى أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» مؤشر أساسي للتنبؤ بالقيمة السوقية لأسهم المؤسسات الصيدلانية لبورصة طهران.

3. دراسة ثائر عدنان قديمي، قيس أديب الكيلاني، أسماء إبراهيم العمارنة بعنوان: أيهما أكثر قدرة على تفسير التغيير في القيم السوقية للأسهم أي القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» أم معايير الأداء التقليدية، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان، الأردن، 2011.

يكمّن الهدف من هذه الدراسة في دراسة ومعرفة أيهما أكثر قدرة (استخدام القيمة الاقتصادية المضافة أو الطرق التقليدية لتقييم الأداء) في تفسير التغيير 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 40 شركة مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، نتج أن طرق تقييم الأداء التقليدية لها قدرة تفسيرية أعلى من القيمة الاقتصادية المضافة للتغيير في القيم السوقية للأسهم حيث بلغت (R²) لها 82,6%، بينما بلغت (R²) للقيمة الاقتصادية المضافة 17,1%.

4. دراسة السعيد بن بريكة، سمير مسعي بعنوان: تقييم المنشآت الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة، الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة المسيلة، الجزائر، أبريل 2009.

حاول الباحثان من خلال هذه الورقة البحثية التعرض إلى أحد أهم نماذج تقييم المنشآت الاقتصادية والمتمثل في نموذج القيمة الاقتصادية المضافة «EVA»، حيث خلصت هذه الدراسة إلى نتيجة مفادها أن توليد عوائد مستقبلية كافية أو على الأقل مساوية لما تقدمه الاستثمارات أو المشاريع البديلة في نفس مستوى الخطر، والتي يمكن أن يلجأ إليها المساهم أصبحت ضرورة تأخذ بها المؤسسة عند اتخاذ القرارات، وهذا ما كرس فعلاً بإقحام المساهم في الإدارة، فالمسيرون اليوم يبحثون عن مردودية ملائمة تجعل من المستثمر كمساهم يَحْجَم عن التَّحَوُّل، بالإضافة إلى أن التقارير التي تعدها المنشآت المالية الكبرى في العالم تبيِّن توجه آخر مَتَمَّ يتجلى في إدماج كافة المتعاملين والشركاء في إدارة المؤسسة وتقديم نصيب للمسيرين حسب تطور نشاطها.

III. الطريقة والإجراءات: نظراً لطبيعة الموضوع وبغية الإحاطة بمختلف جوانبه، ومن أجل تحليل أبعاده والإجابة على التساؤلات واختبار صحة الفرضيات المطروحة، تم الاعتماد في هذا الجزء على المنهج التحليلي وكذا منهج دراسة الحالة والذي يسمح بالقراءة المالية للأداء المالي للمؤسسة محل الدراسة باعتبارها مؤسسة اقتصادية مسعرة في بورصة الجزائر وهذا من أجل قياس وتحليل مؤشور القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» وأثرها على هذا الأداء المالي وبالتالي تأثيرها على القيمة السوقية لها.

يمكن تلخيص أهم المعطيات المالية المساعدة في إجراء الدراسة التطبيقية من خلال الجداول المالية للمؤسسة محل الدراسة «مجمع صيدال» وذلك وفقاً لما تتطلبه الدراسة من عناصر، وهذا بالتركيز على البيانات المالية المرتبطة بكل من القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» والقيمة السوقية للمؤسسة «VE»، حيث تمت هذه العملية بعد جمع البيانات المالية وتصنيفها*.

من خلال ما تم التطرق إليه سابقاً فإن مؤشور القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» يحسب وفق العلاقة رقم (02) سابقة الذكر والموضحة كما يلي:

$$EVA_t = NOPAT_t - Ct \times WACC_t \quad \dots\dots\dots (02)$$

حيث أن: EVA_t : القيمة الاقتصادية المضافة؛ و $NOPAT$: صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب والمعبر عنه بالنتيجة الصافية للسنة المالية؛ Ct : رأس المال طويل الأجل والمتمثل في كل من رؤوس الأموال الخاصة والديون المالية طويلة الأجل أي الخصوم غير الجارية؛ و $WACC_t$: التكلفة المرجحة لرأس المال.

إن حساب مؤشور القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» يتطلب منذاً حسابات أولية وضرورية، والتي يمكن إيجادها تتابعاً من خلال القوائم المالية والبيانات والمعلومات الداخلية للمجمع، ويمكن توضيح طريقة الحساب كما يلي:

1. تحديد رأس المال طويل الأجل «Ct»: والذي يتكون من رؤوس الأموال الخاصة، والتي تحتل حيزاً كبيراً ضمن الهيكل المالي لمجمع صيدال، كما يشهد تطوراً واضحاً من سنة لأخرى خلال فترة الدراسة 2010 إلى 2018، بالإضافة إلى الديون طويلة الأجل التي يسعى المجمع من خلالها إلى تنويع مصادر التمويل، أو يلجأ إليها في حالة عدم قدرة رؤوس

الأموال الخاصة على تلبية الاحتياجات المالية طويلة الأجل، ومن خلال الجدول التالي سنوضح التركيبة الإجمالية لرأس المال طويل الأجل وتطوره خلال فترة الدراسة:

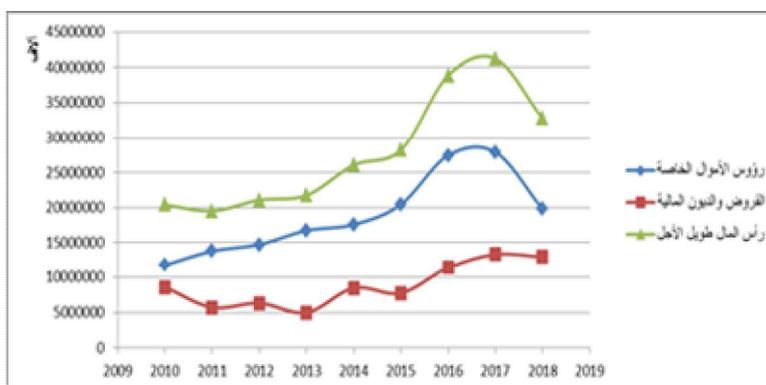
الجدول رقم (01): تطور رأس المال طويل الأجل (رؤوس الأموال الخاصة والديون المالية) لمجمع صيدال

السنوات	رؤوس الأموال الخاصة	القروض والديون المالية	رأس المال طويل الأجل
2010	11785525448,05	8620504681,47	20406030129,52
2011	13795482542,62	5741800974,06	19537283516,68
2012	14746506012,32	6341404296,71	21087910309,03
2013	16748436102,49	5008200602,57	21756636705,06
2014	17590664386,45	8488726950,90	26079391337,35
2015	20465934577,15	7773819493,64	28239754070,79
2016	27464009197,27	11397228495,69	38861237692,96
2017	27931531057,74	13318697612,35	41250228670,09
2018	19796410396,61	12971323611,56	32767734008,17

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مختلف ميزانيات المؤسسة خلال فترة الدراسة (2010-2018).

والشكل البياني الموالي يبين بوضوح تطور مكونات رأس المال طويل الأجل:

الشكل رقم (01): تطور رأس المال طويل الأجل (رؤوس الأموال الخاصة والديون المالية) لمجمع صيدال



المصدر: من إعداد الباحث بناءً على معطيات الجدول رقم (01).

من خلال القراءة المالية للجدول رقم (01) والملاحظة البيانية للشكل رقم (01) نستنتج أن رؤوس الأموال الخاصة لمجمع صيدال لفترة الدراسة تتميز بنمو متزايد باستثناء سنة 2018 والذي يرجع أساساً لاستهلاك جزء كبير من المرحل من جديد (الأرباح المحتجزة)، من جهة أخرى نجد عدم استقرار في الديون المالية طويلة الأجل، أي في تغير دائم بين الانخفاض والارتفاع لكن هذا التغير طفيف في السنوات الأولى من 2010 إلى 2015، إلا أنها تشهد ارتفاع معتبر خلال السنوات الأخيرة 2016، 2017 و 2018.

2. تحديد تكلفة الهيكل المالي لمجمّع صيدال «WACC» تعرف تكلفة الهيكل المالي على أنّها: «المتوسط المرجح

لمختلف مصادر التمويل طويلة الأجل التي تلجأ إليها المؤسسة الاقتصادية»، ومن خلال هذا الجزء سنقوم بتحديد تكلفة الهيكل المالي لمجمّع صيدال، وهذا انطلاقاً من تحديد تكلفة رأس المال الخاص وتكلفة الاستدانة كلّ على حدى.

أ. تحديد تكلفة رأس المال الخاص «Ke»: تتمثل تكلفة رأس المال في: «معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين»، ولتحديد تكلفة رأس المال الخاص يمكن الاعتماد على إحدى نماذج التدفقات النقدية المخصومة كنموذج «Gordan&Shapiro» سنة 1959**، والذي سيتم الاعتماد عليه في دراستنا هذه.

يعتمد مجمّع صيدال عادة في توزيع أرباحه على نسبة تتراوح ما بين 30% و80% من النتيجة الصافية على المساهمين، إلا أنّ هذه النسب غير ثابتة إذ تتغير حسب قرار الجمعية العامة، وكذا مستوى نشاط المؤسسة.

من خلال الجدول رقم: (02) سنحاول تحديد تكلفة رأس المال الخاص لمجمّع صيدال خلال فترة الدراسة وهذا بالاعتماد المعلومات المتضمنة في القوائم المالية للمجمّع، ويمكن توضيح ذلك فيما يلي:

الجدول رقم (02): تكلفة رؤوس الأموال الخاصة لمجمّع صيدال

السنوات	D_t : التوزيعات من الأرباح على السهم الواحد	P_0 : السعر السوق للسهم***	g: معدل نمو الأرباح	K_e : تكلفة رأس المال الخاص $K_e = \frac{D_1}{P_0} + g$
2010	35	520	-61,62%	6,11%
2011	35	715	86,94%	5,76%
2012	40	620	-4,63%	6,4%
2013	40	450	35,26%	9,24%
2014	40	560	-44,41%	6,70%
2015	40	640	-22,60%	6,02%
2016	40	600	31,94%	6,99%
2017	40	660	811,52%	14,18%
2018	40	635	-91,46%	5,38%

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مختلف ميزانيات المؤسسة، والمعلومات المقدمة والمستخرجة من قرارات الجمعية العامة لمختلف سنوات الدراسة (2010-2018).

ب. تحديد تكلفة الديون المالية طويلة الأجل «K'd»: تتمثل تكلفة الديون في: «أسعار الفائدة على مختلف القروض

طويلة الأجل»، فهي عبارة عن حقوق أصحاب الأموال الخارجية وهذا بعد استبعاد الوفورات الضريبية.

وبذلك يمكن حساب تكلفة الديون (سعر الفائدة الفعلي) من خلال العلاقة التالية:

$$K'_d = K_d (1 - t) \quad \dots\dots\dots (04)$$

وقبل تحديد معدل الفائدة الفعلي وجب تحديد معدل الفائدة الاسمي والذي يمكن تحديده انطلاقاً من جانب الخصوم للميزانية وذلك باستخراج الديون المالية طويلة الأجل من جهة، ومن جهة أخرى استخراج المصاريف المالية من جدول حساب النتائج، حيث أن معدل الفائدة الاسمي هو حاصل قسمة المصاريف المالية على الديون المالية طويلة الأجل، ويمكن حساب معدل الفائدة الاسمي خلال سنوات الدراسة كما يلي:

الجدول رقم (03): تحديد سعر الفائدة الاسمي لمجمع صيدال

السنوات	الديون المالية	المصاريف المالية	سعر الفائدة الاسمي
2010	8620504681,47	261601048,77	%3,03
2011	5741800974,06	201298040,78	%3,51
2012	6341404296,71	225135653,69	%3,55
2013	5008200602,57	221326017,88	%4,42
2014	8488726950,90	157001457,30	%1,85
2015	7773819493,64	132453560,20	%1,70
2016	11397228495,69	177710456,40	%1,56
2017	13318697612,35	164840374,12	%1,24
2018	12971323611,56	254951764,57	%1,97

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مختلف ميزانيات المؤسسة وحسابات النتائج لمختلف سنوات الدراسة 2010-2018.

وبتطبيق المعادلة رقم (04) نجد سعر الفائدة الفعلي كما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (04): حساب تكلفة الديون لمجمع صيدال

السنوات	K_d : سعر الفائدة الاسمي	K'_d : تكلفة الديون والمتمثلة في سعر الفائدة الفعلي $K'_d = K_d(1 - 0,19)$
2010	%3,03	%2,46
2011	%3,51	%2,84
2012	%3,55	%2,88
2013	%4,42	%3,58
2014	%1,85	%1,50
2015	%1,70	%1,38
2016	%1,56	%1,26
2017	%1,24	%1,00
2018	%1,97	%1,59

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على الجدول رقم (03).

ت. تحديد تكلفة هيكل رأس المال (التكلفة الإجمالية) لمجمّع صيدال «WACC»: تتمثل تكلفة الهيكل المالي في المتوسط المرجح (الموزون) لمختلف مصادر التمويل، وبذلك يمكن تحديد تكلفة هيكل رأس المال وفق العلاقة التالية:

$$K_{WACC} = K_e \frac{CP}{(CP + D)} + K'_d \frac{D}{(CP + D)} \dots\dots\dots (05)$$

ويمكن حساب مختلف عناصر المعادلة السابقة وفق الجدول التالي:

جدول رقم (05): تكلفة هيكل رأس المال (التكلفة الإجمالية لرأس المال) لمجمّع صيدال

السنوات	CP : رؤوس الأموال الخاصة	Ke : تكلفة رأس المال الخاص	D: القروض والديون المالية	K'd : تكلفة الديون	Kwacc : التكلفة المرجحة لهيكل ر.م
2010	1178525448,05	6,11%	8620504681,47	2,46%	4,57%
2011	13795482542,62	5,76%	5741800974,06	2,84%	4,91%
2012	14746506012,32	6,4%	6341404296,71	2,88%	5,35%
2013	16748436102,49	9,24%	5008200602,57	3,58%	7,94%
2014	17590664386,45	6,70%	8488726950,90	1,50%	5,01%
2015	20465934577,15	6,02%	7773819493,64	1,38%	4,75%
2016	27464009197,27	6,99%	11397228495,69	1,26%	5,31%
2017	27931531057,74	14,18%	13318697612,35	1,00%	9,92%
2018	19796410396,61	5,38%	12971323611,56	1,59%	3,88%

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مختلف ميزانيات المؤسسة، والجدولين رقم (02) و(04).

بعد حساب مختلف العناصر المكونة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» آن الأوان لحساب هذا المؤشر، وهذا انطلاقاً من المعادلة رقم (05) المتعلقة بحساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA»، ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

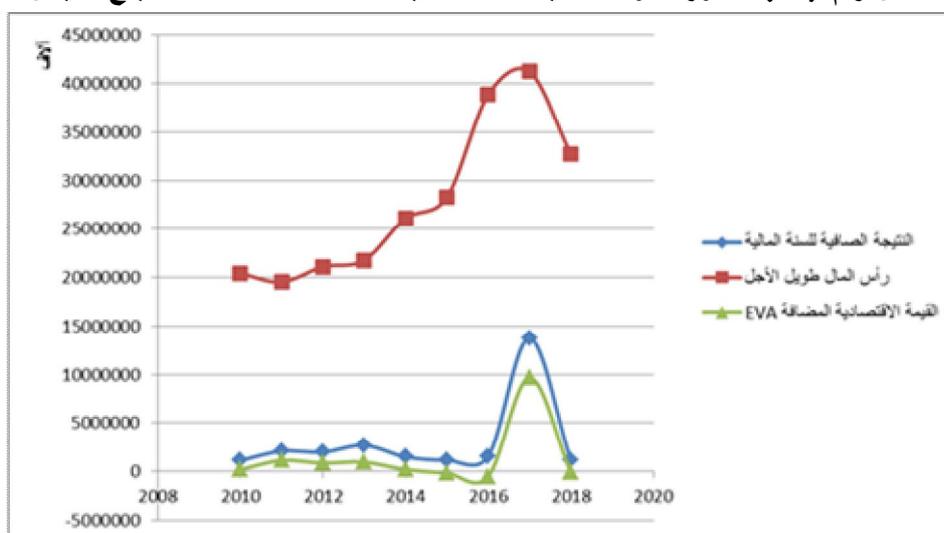
الجدول رقم (06): حساب القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» لمجمع صيدال

البيان	النتيجة الصافية للسنة المالية	رأس المال طويل الأجل	$KWACC$: التكلفة المتوسطة لرأس المال	القيمة الاقتصادية المضافة «EVA»
2010	1102191923,00	20406030129,52	4,57%	169493395,1
2011	2060480315,80	19537283516,68	4,91%	1102171902
2012	1965160951,44	21087910309,03	5,35%	837968655,3
2013	2658147326,76	21756636705,06	7,94%	931048883,7
2014	1477751553,22	26079391337,35	5,01%	172064761,9
2015	1143817990,89	28239754070,79	4,75%	-196328617
2016	1509161605,06	38861237692,96	5,31%	-553097465,8
2017	13756295647,88	41250228670,09	9,92%	9663588999
2018	1174214390,98	32767734008,17	3,88%	-97989662,7

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مختلف ميزانيات المؤسسة، ومختلف الجداول المبينة للعناصر المكونة لمؤشر «EVA».

والشكل البياني الموالي يوضح تطور مكونات مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة:

الشكل رقم (02): تطور مكونات القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» لمجمع صيدال



المصدر: من إعداد الباحث بناءً على الجدول رقم (06).

إلى هنا يمكن أن نقوم بدراسة العلاقة الارتباطية بين متغيرات الدراسة حيث أن القيمة السوقية للمؤسسة «VE» تمثل المتغير التابع، القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» تمثل المتغير المستقل، والجدول الموالي يوضح قيم هذين المتغيرين:

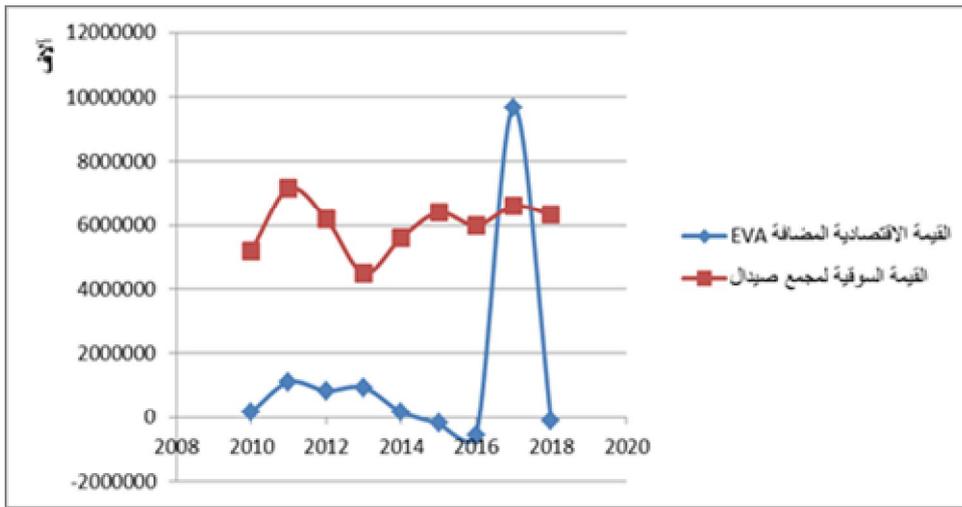
الجدول رقم (07): علاقة القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» بالقيمة السوقية «VE» لمجمع صيدال

البيان	القيمة الاقتصادية المضافة «EVA»	القيمة السوقية للمؤسسة «VE»
2010	169493395,1	5200000000
2011	1102171902	7150000000
2012	837968655,3	6200000000
2013	931048883,7	4500000000
2014	172064761,9	5600000000
2015	-196328617	6400000000
2016	-553097465,8	6000000000
2017	9663588999	6600000000
2018	-97989662,7	6350000000

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على الجدول رقم (07) وموقع بورصة الجزائر (www.sgbv.dz).

ويمكن توضيح العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» بالقيمة السوقية «VE» لمجمع صيدال فيما يلي:

الشكل رقم (03): علاقة القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» بالقيمة السوقية «VE» لمجمع صيدال



المصدر: من إعداد الباحث بناءً على الجدول رقم (07).

باستخدام الطرق الإحصائية وبالخصوص برنامج «XL-STAT2016» نقوم بحساب معامل بيرسون للارتباط «r» بين كل القيمة السوقية للمؤسسة «VE» والقيمة الاقتصادية المضافة «EVA»، حيث بعد إيجاد معامل الارتباط بين المتغيرين والمساوي إلى: « $r=27,36\%$ » وهي نسبة ضعيفة جداً، أي أن العلاقة بين القيمة السوقية للمؤسسة والقيمة الاقتصادية المضافة «EVA» موجبة وضعيفة جداً، وبحساب معامل التحديد « R^2 » والمساوي إلى « $R^2=7,49\%$ »، نجد أنه ضعيف جداً، أي أن القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» تفسر ما نسبته 7,79% فقط من القيمة السوقية لمجمع صيدال.

IV. نتائج الدراسة (التحليل والمناقشة): خلصت الدراسة إلى نتائج نظرية وأخرى تطبيقية وهي كالتالي:

1. النتائج النظرية للدراسة: من خلال الجانب النظري للدراسة توصلنا إلى إعطاء حكم نهائي للفرضيات البحثية الأولى والثانية كما يلي:

- نتيجة اختبار الفرضية الأولى: تنص هذه الفرضية على ما يلي: «يقصد بقيمة المؤسسة صافي مركزها المالي أو ما يسمى بثروة المساهمين، وتقييم المؤسسات يتمثل في حصر وتقدير قيمة أصولها وخصومها بهدف الوصول إلى صافي قيمة تلك الأصول، والهدف من ورائها هو إعطاء قيمة مرجعية للمؤسسة على أساسها يتم التوصل إلى قيمتها الحقيقية ومعرفة قيمة التفاوض من أجل القيام بمختلف العمليات الاقتصادية»، انطلاقاً من عرضنا للجانب النظري يتبين لنا أن الهدف الأسمى من وراء عملية التقييم هو إعطاء قيمة مرجعية للمؤسسة على أساسها يتم التوصل إلى قيمتها الحقيقية ومعرفة القيمة التي يتم التفاوض في شأنها من أجل القيام بعمليات الشراكة، الاندماج والخصوصة، هذه النتيجة المتوصل إليها تؤكد لنا صحة الفرضية الأولى؛

- نتيجة اختبار الفرضية الثانية: تنص هذه الفرضية على ما يلي: «يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» من أهم المؤشرات الحديثة لقياس القيمة والذي يمكن استخدامه في تقييم الاستراتيجيات وتقييم المشاريع الاستثمارية وكذا في وضع أهداف للأداء المالي وقياسه»، انطلاقاً من عرضنا للجانب النظري يتبين لنا أن القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» فضلاً عن أنها وسيلة لقياس وتقييم أداء المسيرين، فهي نموذج لتسيير المؤسسة التي تنتهج نماذج تسيير القيمة كما أنها وسيلة لقياس القيمة الاقتصادية من الأعمال المنجزة بعد النظر في تكلفة رأس المال بما في ذلك تكلفة الدين وتكلفة حقوق الملكية، كما تعتبر كمقياس حقيقي للأداء المالي، التشغيلي والإداري، هذه النتيجة المتوصل إليها تؤكد لنا صحة الفرضية الثانية.

2. النتائج التطبيقية للدراسة: من خلال الجانب التطبيقي للدراسة توصلنا إلى إعطاء حكم نهائي للفرضيات الاحصائية الثالثة والرابعة، حيث من خلال تحليلنا للجدول رقم (06) والمتضمن حساب القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» لمجمع صيدال نجد أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» موجب في أغلب سنوات الدراسة من 2010 إلى 2014 وسنة 2017، في هذه الحالة يمكن القول أن المؤسسة ناجحة ويكون هناك زيادة في ثروة الملاك وبالتالي يكسبون أكثر من أصل الاستثمار، أي أن الوضع المالي طمئن بالنسبة للمساهمين، فمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» الموجب يدل على الأداء المالي الجيد، في حين نجد أن مجمع صيدال حقق قيمة اقتصادية مضافة «EVA» سالبة خلال السنوات 2015، 2016 و2018 وهذا ما يعني تآكل في ثروة الملاك، وهذا ما سيكون له أثر سلبي على قيمة المؤسسة مستقبلاً، فالمساهمين سيقومون بالتنازل عن الأسهم التي يمتلكونها مخافة تآكل كل ثروتهم، وهذا ما يؤدي إلى زيادة عرض الأسهم مما قد يؤدي إلى انخفاض قيمتها السوقية وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة ككل.

من جهة أخرى وبالنظر للعلاقة بين القيمة السوقية للمؤسسة «VE» والقيمة الاقتصادية المضافة «EVA» والتي أثبت التحليل السابق أنها ضعيفة جداً بينهما، لذلك لا يمكن الاعتماد على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» في تفسير القيمة السوقية لمجمع صيدال ، وهذا على الرغم من أن القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» موجبة في أغلب سنوات الدراسة وتعبر عن وجود أداء مالي جيد لمجمع صيدال إلا أنه لا يمكن اعتبار أن مؤشر القيمة الاقتصادية

المضافة «EVA» يفسر القيمة السوقية «VE» لمجمع صيدالي وبذلك فإننا نقبل الفرضية الصفرية (H0) والتي تنص على أنه: «لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» والقيمة السوقية لمجمع صيدال»، ونرفض الفرضية البديلة (H1): والتي تنص على أنه: «توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» والقيمة السوقية «VE» لمجمع صيدال».

V.الخلاصة: خلصت هذه الدراسة إلى اعتبار أن الهدف الأسمى من وراء عملية التقييم هو إعطاء قيمة مرجعية للمؤسسة على أساسها يتم التوصل إلى قيمتها الحقيقية ومعرفة القيمة التي يتم التفاوض في شأنها من أجل القيام بعمليات الشراكة، الاندماج والخصوصية ... إلخ، كما تبرز أهمية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» في كونه يوضح التحسن المستمر والفعلي لثروة المساهمين، ويعتبر كمقياس حقيقي للأداء المالي، التشغيلي والإداري. كما خلصت هذه الدراسة إلى نتيجة مفادها أنه بالرغم من أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» قدم نتائج جيدة على الأداء المالي لمجمع صيدال إلا أن الدراسة الاحصائية بينت وجود علاقة ضعيفة جداً بين متغيري الدراسة، لذلك لا يمكن اعتبار أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» محدد للقيمة السوقية لمجمع صيدال.

الإقتراحات أو التوصيات: من خلال تطرقنا لهذا الموضوع يمكن القول أن من أهم ما يمكن أن يوصى به هو عدم المبالغة في الاعتماد على مؤشر للأداء المالي دون مؤشر آخر باعتبار أن مؤشرات الأداء المالي سواء التقليدية أو الحديثة تعتبر مكملة لبعضها البعض، كما يوصى عند الاعتماد على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA» بالخصوص، أن يراعى لمحددات استخدامه التي سلف ذكرها.

الهوامش والإحالات:

1. A.Vautraves. (2011). Apprches et enjeux de l'évaluation financière. Genève: Deloutte.
2. رجم نصيب، لمياء عماني، سمية بن علي. (2018). تقييم المؤسسات-دروس وتطبيقات محلولة- (الطبعة الأولى). الجزائر: الدار الجزائرية.
3. طارق عبد العال حماد. (2000). التقييم-تقدير قيمة البنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة-. الإسكندرية، مصر: الدار الجامعية.
4. عادل أحمد حشيش. (2009). تاريخ الفكر الاقتصادي. بيروت، لبنان: دار النهضة العربية.
5. محمد سمير الصبان وآخرون. (2000). المشاكل المحاسبية المعاصرة. مصر: دار المعرفة الجامعية.
6. موسى بن منصور. (2009). آثار الانضمام على الشركات المنضمة (رسالة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، سطيف/الجزائر: جامعة فرحات عباس.
7. chaplle, F. I. (2007). l'évaluation financière. Paris: Economica.
8. Gervais, M. (2000). contrôle de gestion (Vol. 7éd). Paris: Economica.
9. Grégory, D. (2005). Le modèle de création de valeur (EVA-MVA) Présentation -ajustements et reformulations-. Revue des Sciences de Gestion.
10. hirigoyen, J. e. (2005). Création de valeur et gouvernance de entreprise (Vol. 3ed). Paris.
11. Latreche, F. (2002, 10 19). La création de valeur comme mesure de la performance financière (journée d'étude sur la productivité et rationalisation des ressources humaines). Biskera.

12. إبراهيم الدسوقي محمد عبد المنعم. (1995). المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية وأثره على قياس قيمة المنشأة (رسالة دكتوراه). القاهرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير: جامعة القاهرة.
13. أرشد فؤاد التميمي، عدنان تايه النعيمي. (2008). التحليل والتخطيط المالي - اتجاهات معاصرة-. الأردن: دار اليازوري العلمية.
14. أشرف الشرقاوي. (2006). العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم (المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات -آفاق وتحديات-). الإمارات العربية المتحدة: جامعة الإمارات العربية المتحدة.
15. ثائر عدنان قدومي، قيس أديب الكيلاني، أسماء إبراهيم العمارنة. (2011). أيهما أكثر قدرة على تفسير التغيير في القيم السوقية للأسهم أم هي القيمة الاقتصادية المضافة EVA أم معايير الأداء التقليدية. عمان، الأردن: جامعة العلوم التطبيقية الخاصة.
16. ضيف أحمد، صدوق فتيحة. (06، 2018). علاقة سمات المفكر الاستراتيجي بتحقيق ابتكار القيمة في منظمات الأعمال. مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد 04، العدد 07.
17. عبد الحسين توفيق شبلي. (2009). استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي والتشغيلي في الوحدات الاقتصادية. مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 23، المجلد 06.
18. كاري بلخير. (2010). أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر -دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار ENSP (رسالة دكتوراه). الجزائر: جامعة الجزائر 3.
19. مقل علي أحمد علي. (2010). دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكتملة لأدوات تقييم أداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها" -دراسة تطبيقية-. مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 05، العدد 11.

* تم جمع المعلومات المالية ومختلف البيانات من خلال موقع كل من: - بورصة الجزائر: (www.sgbv.dz)؛

- مجمع صيدال: (www.saidalgroup.dz)؛ - لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB): (www.cosob.dz).

** يسمى أيضاً نموذج تقييم الحصة الذي طور من قبل «Gordan Shapiro, 1959»، ويعتمد هذا النموذج على الوعد بأن المعدل المتوقع هو المعدل الذي يجعل سلسلة التوزيعات المتوقعة بشكل غير محدد في المستقبل مساويةً للسعر الجاري للسهم، لذلك فإن قيمة نصيب السهم المتوقع لمالك الأسهم هو القيمة الحالية للربح المستقبلي المتوقع كما في المعادلة الآتية: $k_e = \frac{D_1}{P_0} + g$ حيث أن: k_e : تكلفة السهم العادي؛ D_1 : حصة توزيع الأرباح للسهم في الفترة الأولى؛ P_0 : السعر الحالي للسهم في السوق؛ g : معدل النمو المتوقع لتوزيع الأرباح.

*** تم حساب القيمة السوقية للسهم بقسمة القيمة السوقية لمجمع صيدال والمستخرجة من بورصة الجزائر للفترة بين 2010 و 2018 في نهاية كل سنة على عدد أسهم المجمع والبالغ 10000000 سهم.