

دور مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في ترشيد سياسة توزيع الأرباح

دراسة حالة مجمع أليانس للفترة 2012-2021

The Role of the Value Added Index in Rationalizing the Dividend Policy - Alliance Complex Case Study 2012-2021

بن وارث حجيلة مخبر الاستراتيجيات والسياسات الاقتصادية في الجزائر: جامعة المسيلة (الجزائر) hadjila.benouaret@univ-msila.dz	لمين عفاف* مخبر الاستراتيجيات والسياسات الاقتصادية في الجزائر: جامعة المسيلة (الجزائر) afaf.lamine@univ-msila.dz
---	--

تاريخ النشر: 2023/06/30

تاريخ القبول: 2023/06/11

تاريخ الاستلام: 2023/04/02

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى معالجة دور مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في ترشيد سياسة توزيع الأرباح، وذلك بدراسة حالة مؤسسة أليانس للفترة 2012-2021، من خلال تحليل معطيات قوائمها المالية بالاعتماد على برنامج spss.

وقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة وسياسة توزيع الأرباح، المعبر عنها بنسبة الأرباح الموزعة ونسبة الأرباح المحتجزة، أي أن تغيرات سياسة توزيع الأرباح تخضع لمتغيرات أخرى لم يتم إيرادها في نموذج الدراسة.

الكلمات المفتاحية: القيمة الاقتصادية المضافة، سياسة توزيع الأرباح، الأرباح الموزعة، الأرباح المحتجزة.

تصنيف JEL: L25 ;G32;G35

Abstract :

This study aims to address the role of the economic value-added index in rationalizing the profit distribution policy, by studying the status of Alliance complex 2012-2021, by analyzing the data of its financial statements, using the SPSS software. The study found that there was no statistically significant correlation between the added economic value and the dividend policy, expressed using the ratio of dividends distributed and the ratio of retained profits, meaning that the changes in the profit distribution policy were subject to other variables not reflected in the study's model.

Keywords: economic value added, dividend policy, dividends distributed, retained profits.

JEL classification codes: L25 ;G32;G35

يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من أهم المؤشرات الحديثة المعتمدة لقياس وتقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، حيث يتميز بمراعاته لتكلفة رأس المال، وتكلفة الفرصة البديلة، وقد لاقى قبولا وانتشارا واسعا، لدى الكثير من المؤسسات الدولية، وأصبح من أبرز المؤشرات القادرة على إبراز قدرة المؤسسة في خلق القيمة، وتعظيم ثروة المساهمين، إلا أن قدرته على ترشيد القرارات المالية الاستراتيجية لا تزال محل جدل، خاصة فيما يتعلق بقرارات توزيع الأرباح، إذ تعتبر عملية ترشيد سياسة توزيع الأرباح مهمة صعبة ومعقدة، ما جعل عدة من الباحثين يتفقون على تسميتها باللغز.

1- إشكالية الدراسة:

بناء على ما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية:

هل تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة على سياسة توزيع الأرباح؟

يندرج تحت هذه الإشكالية الأسئلة الفرعية التالية:

- هل تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة على نسبة الأرباح الموزعة؟
- هل تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة على نسبة الأرباح المحتجزة؟

2- فرضيات الدراسة:

انطلاقا من إشكالية الدراسة يمكن صياغة الفرضية الرئيسية التالية:

- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للقيمة الاقتصادية المضافة على سياسة توزيع الأرباح. يندرج تحت هذه الفرضية الرئيسية فرضيتين فرعيتين:

- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للقيمة الاقتصادية المضافة على نسبة الأرباح الموزعة.
- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للقيمة الاقتصادية المضافة على نسبة الأرباح المحتجزة.

3- أهداف الدراسة:

يتمثل الهدف الرئيسي في اختبار أثر القيمة الاقتصادية المضافة على سياسة توزيع الأرباح، ومدى قدرتها على ترشيدها، إضافة إلى مجموعة من الأهداف الثانوية أهمها:

- التعرف على المفاهيم المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح.
- دراسة وتحليل مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والتركيز على طريقة حسابه.

4- المنهج المتبع

نظرا لطبيعة الموضوع وبغية الإحاطة بمختلف جوانبه، ومن أجل الإجابة عن الإشكالية الرئيسية والتساؤلات الفرعية، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري للدراسة، بالإضافة إلى منهج دراسة الحالة في الجانب التطبيقي، من خلال جمع البيانات المالية للمؤسسة محل الدراسة،

وتجهيزها بما يتلائم مع فروض وأهداف الدراسة، ليتم بعدها تحليلها باستخدام برنامج SPSS26،
لاختبار صحة الفرضيات، والإجابة عن الإشكالية المطروحة.

5- تقسيمات الدراسة

تم تقسيم الدراسة إلى ثلاث أجزاء، يتناول الجزء الأول مفاهيم مرتبطة بمؤشر القيمة
الاقتصادية المضافة، في حين خصص الجزء الثاني لسياسة توزيع الأرباح، أما الجزء التطبيقي
للدراسة فتم من خلاله دراسة أثر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على سياسة توزيع الأرباح لمجمع
أليانس خلال الفترة 2021-2012.

6- الدراسات السابقة:

يمكن عرض بعض الدراسات التي سعت إلى تحليل العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة
وسياسة توزيع الأرباح كما يلي:

• دراسة (Michael, 2019) بعنوان:

Decision and economic value added of Quoted Nigeria manufacturing firms.

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة بين قرارات توزيع الأرباح والقيمة الاقتصادية المضافة،
من خلال الاعتماد على البيانات المالية لـ 15 مؤسسة تصنيع نيجيرية، وقد توصلت الدراسة إلى وجود
علاقة قوية وموجبة بين القيمة الاقتصادية المضافة وكل من الأرباح المحتجزة والأرباح الموزعة، وقد
أوصت الدراسة بضرورة ترشيد قرارات توزيع الأرباح، واستثمار نماذج الاحتفاظ بالأرباح بشكل
صحيح، لزيادة القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة الاقتصادية.

• دراسة (لعقون، 2022/2021) بعنوان:

دور مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في دعم الاستراتيجية المالية للمؤسسات
الاقتصادية -دراسة حالة-

هدفت هذه الدراسة إلى معالجة دور مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في دعم الاستراتيجية
المالية للمؤسسات الاقتصادية، من خلال دراسة حالة مؤسسة صيدال خلال الفترة الممتدة من
2022-2000، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية
المضافة وكل من قرار التمويل وقرار الاستثمار، وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة
الاقتصادية المضافة وقرار توزيع الأرباح.

• دراسة (موصو ومحرز، 2021) بعنوان:

أثر السلوك التمويلي على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة الاقتصادية: دراسة
قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر S&P 500

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم أثر السلوك التمويلي على القيمة الاقتصادية المضافة، لعينة
مكونة من 168 مؤسسة مدرجة في مؤشر S&P 500 ، خلال الفترة 2010-2019، وقد توصلت الدراسة
إلى وجود أثر سلبي و ذو دلالة إحصائية للديون طويلة الأجل على القيمة الاقتصادية المضافة.

I- القيمة الاقتصادية المضافة:

يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة أحد مقاييس الأداء الرئيسية القائمة على القيمة، والتي
حظيت باهتمام كبير لقياس أداء الشركة وتعظيم ثروة المساهمين، فهو مقياس مالي يستند إلى الربح
بعد الضريبة، والاستثمار في الأصول لتوليد الربح، مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الاستثمار في هذه
الأصول (Choong & Muthaiyah, 2021, p. 6046)، ولا يعتبر هذا المفهوم اكتشافا جديدا بل هو
امتداد لمفهوم الدخل المتبقي أو الربح الاقتصادي، إلا أن الاهتمام الحالي بالقيمة الاقتصادية المضافة
ظهر في بداية التسعينات كعلامة مسجلة لشركة الاستشارات الأمريكية Stern Stewart&Co ، وتستند
إلى "البحث عن القيمة" الذي نشره ستيوارت سنة 1991 (Hammer & Siegfried, 2022, p. 44).

1. مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة

يعرف مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على أنه "الفرق بين صافي الربح بعد الضريبة مطروحا
منه تكلفة رأس المال" (Geng, Suyu, & Liao, 2021, p. 2)

كما يمكن اعتباره "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
استثمار أموالهم في المؤسسة" (الزبيدي وحسين، 2021، صفحة 171).

ويعرف أيضا على أنه "مؤشر للأداء وطريقة للتسيير، كما أنه طريقة للتحفيز، بحيث نجده يقوم
بقياس أداء مسيري المؤسسات أمام المساهمين، فبذلك تصبح وسيلة تدفع المسيرين لبذل جهود نحو
تحسن أداء مؤسساتهم وفق منطلق النتائج، من خلال العلاقة التي تربط النتائج بالأموال التي تحت
تصرف كل مسير من جهة، و وفق تكلفة رأس المال التي تمثل التعويض الذي يحصل عليه أصحاب
الأموال، ممثلين بالمساهمين بالدرجة الأولى من جهة ثانية" (موصو ومحرز، 2021، صفحة 243).

2. حساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

من خلال التعاريف السابقة يمكننا توضيح المعادلة المحاسبية لحساب القيمة الاقتصادية المضافة وفق الخطوات التالية:

1.2 حساب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

وهي المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، والتي يمكن الحصول عليها من خلال مجموع تكلفة كل عنصر من مصادر التمويل، مضروباً في الوزن النسبي لكل مصدر من الهيكل المالي للمؤسسة، وتعرف تكلفة رأس المال على أنها المردودية الأدنى الواجب تحقيقها من مشروع استثماري، والذي يسمح بتغطية معدل المردودية المفروض من قبل ممالي المؤسسة المساهمين والدائنين، وتحسب وفق العلاقة التالية (شعشوع، بوسالم، وأودينة، 2021، صفحة 255):

$$WACC_t = R_d(1 - tax_t) * \frac{D}{D + E} + R_e * \frac{E}{D + E}$$

حيث (Dobrowolski , Drozdowski , Panait , & Babczuk , 2022, p. 7) :

R_d : التكلفة الاجمالية للديون.

tax_t : معدل الضريبة.

D : قيمة إجمالي الدين.

R_e : التكلفة الاجمالية لحقوق الملكية.

E : قيمة إجمالي حقوق الملكية.

2.2 حساب القيمة الاقتصادية المضافة

ويتم ذلك وفق العلاقة التالية (جبر الزبيدي و حسن، 2021، صفحة 171):

$$EVA_t = (ROC_t - WACC_t) * C_t$$

حيث:

C_t : رأس المال طويل الأجل: وهو حاصل ضرب تكلفة رأس المال المستخرجة بموجب نموذج تسعير

الموجودات الرأسمالية في مجموع الاستثمار

ROC_t : هو العائد على رأس المال المستثمر، وهو حاصل قسمة نتيجة الاستغلال الصافية على

رأس المال المستثمر.

تجدربنا الإشارة إلى أنه يتم قبول القيمة الاقتصادية الموجبة ولو كانت ضئيلة، في حين يتم رفض القيمة الاقتصادية المضافة السلبية (Kanti & Saleh, 2018, p. 381)، حيث ينتج عن تحليل نتائج القيمة الاقتصادية المضافة ثلاث حالات كالتالي (Putri, 2019, p. 143) و (بربوشة ورجم، 2021، صفحة 906):

- إذا كان $EVA > 0$ يدل ذلك على أن المؤسسة تحقق عوائد أكبر من القيمة المتوسطة لتكلفة رأس المال، وبالتالي سيكون هنالك خلق للقيمة وتعظيم لثروة المساهمين.

- إذا كان $EVA = 0$ فإن المعنى هو أن الشركة تحقق تعادلاً اقتصادياً، لأن جميع الأرباح تستخدم لدفع الالتزامات للممولين، الدائنين والمساهمين على حد سواء، أي أنها لا تلبي توقعات المساهمين.

- إذا كانت $EVA < 0$ يدل على أن المؤسسة لا تحقق عوائد كافية لتغطية التكلفة المتوسطة لرأس المال، مما يعني بأن المساهم كان بإمكانه الحصول على أرباح أفضل من استثمارات أخرى بنفس درجة المخاطرة، حيث أن القيمة الاقتصادية المضافة السالبة تظهر عدم كفاءة المؤسسة في استخدام الموارد المالية المتاحة لها، وتشير إلى تدهور قيمة هذه المؤسسة.

3. مزايا استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

يوفر استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في المؤسسات الاقتصادية المزايا التالية (بن سنة وقاشي، 2021، صفحة 215):

- تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة من أكثر المقاييس المالية قدرة على التعبير عن الربح

الاقتصادي لمنشآت الأعمال، وأكثرها ارتباطاً بتحقيق الثروة للملاك خلال الفترات المختلفة.

- أشارت بعض الدراسات التطبيقية إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة تتفوق على غيرها من

مقاييس الأداء المحاسبية، مثل ربحية السهم والعائد على حقوق الملكية، في قدرتها على تفسير التغيرات الحاصلة 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.

- تحقيق الهدف الأساسي لحوكمة الشركات المتمثل في تعظيم ثروة الملاك من خلال تحسين

الأداء لتحقيق هذا الهدف.

4. الانتقادات الموجبة للقيمة الاقتصادية المضافة

رغم الإيجابيات التي يقدمها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، وجهت له العديد من الانتقادات يمكن حصر أهمها فيما يلي:

- فروقات حجم المؤسسة: إذ أن بعض المؤسسات يصعب عليها التعامل مع هذا المعيار لاسيما المؤسسات المالية وحديثة التأسيس، فالمؤسسات الناشئة مثلا تحجم عن حساب واستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لتخوفها من النتائج السلبية، نظرا لكبر حجم التدفقات النقدية الخارجية، وقلة صافي الربح في بداية نشاطها.

- يعتمد مؤشر القيمة الاقتصادية على المداخل المحاسبية المالية، للمداخل والإيرادات والنفقات، وفي هذه الحالة يستطيع المسيرون معالجة هذه الأرقام المحاسبية بشكل يؤثر على عملية اتخاذ القرارات، إذ بالإمكان المناقشة لهذه القرارات بين الفترات المحاسبية، وعلى شكل سيناريوهات تولد الثقة والقناعة لدى المستثمرين وحملة الأسهم بأداء المؤسسة (معاليم و بوحفص، 2017، صفحة 406).

- يركز مدخل القيمة الاقتصادية المضافة على البيانات التاريخية، والمعطيات الماضية في قياس كفاءة أداء الإدارة، دون أن يكون له دور بارز في رصد النتائج المتوقعة لاستراتيجيات الإدارة الحالية.

- يقيس مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة الأداء في الأجل القصير، 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 إجراء العديد من التسويات الضرورية على صافي الربح التشغيلي، وبعض هذه التسويات قد تخضع لتقديرات شخصية متباينة، أو قد يتم تكييفها لتنسجم مع أهداف معينة وذلك ما يقلل من مصداقيتها ويضعف فعاليتها.

- لا يعد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مناسبا لاتخاذ القرارات المتعلقة بالموازنات الرأسمالية في حالة استخدامه كمقياس وحيد، ويجب أن تقترن به أساليب أخرى مكملتها مثل صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي، وذلك بهدف تقييم المشاريع الرأسمالية المقترحة بطريقة أكثر دقة وموضوعية (خيري ع.، 2021، صفحة 311).

II- سياسة توزيع الأرباح

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم العوامل التي تؤثر على السياسة التمويلية للمؤسسة، حيث تقوم على مبدأ تحديد مقدار الأرباح التي يتم توزيعها على المساهمين، والأرباح التي يتم احتجازها

لتمويل استثمارات المؤسسة، وتكمن أهمية سياسة توزيع الأرباح في كونها تؤثر على قيمة المؤسسة، من خلال التأثير على حجم استثماراتها، بتحديد مكونات هيكل التمويل، وكذا علاقتها بالمساهمين بالتأثير على سعر السهم السوقي وعائده.

1. مفهوم سياسة توزيع الأرباح

تعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها " الحلقة المفقودة بين التوزيعات والنمو باعتبارها تؤثر على مستوى كل من التوزيعات ومعدل النمو وبذلك ينظر إلى مسألة التوزيعات على أساس أنها اختياريين توزيعات نقدية حالية ومعدل نمو مستقبلي، وتعني سياسة التوزيعات الربح الذي يتم توزيعه على المساهمين" (بلعشي ومزيان، 2021، صفحة 241).

ويمكن تفسيرها بأنها " جزء من الأرباح التي يقوم المسير بتوزيعها على المساهمين في شكل نقدي أو عيني، هذه الأرباح ناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو السابقة، لتلبية احتياجات المساهمين أو إرسال إشارة للسوق عن وظيفية معينة، وتكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الخارجية للمؤسسة" (سايب و سلاي، 2022، صفحة 235).

كما يمكن تعريف سياسة توزيع الأرباح بأنها " المقايضة بين دفع توزيعات الأرباح للمساهمين والأرباح المحتفظ بها لفرص الاستثمار المربحة، حيث أن دفع أرباح الأسهم يمثل التدفقات النقدية من الشركة إلى المساهمين، أما الأرباح المحتفظ بها فهي المصدر الداخلي لتمويل نمو المؤسسة" (Oyedekoa & Zubairub, 2021, p. 55)

من خلال التعاريف السابقة يمكن تقديم تعريف شامل لسياسة توزيع الأرباح كما يلي:
سياسة توزيع الأرباح هي مجموعة من القرارات، التي يتخذها المسيرون بشأن الأرباح التي حققها المؤسسة، نتيجة نشاط الدورة الحالية والدورات السابقة، من خلال تحديد نسبة ما يتم توزيعه لتلبية احتياجات المساهمين، في شكل توزيعات نقدية حالية، وما يتم احتجازه لاستثماره في المؤسسة لتحقيق معدل نمو مستقبلي.

2. أنواع سياسات توزيع الأرباح

توجد العديد من السياسات التي تتبعها المؤسسات في توزيع أرباحها، يمكن ذكر أهمها كما يلي:

❖ نسبة توزيع أرباح ثابتة: تقوم هذه السياسة على دفع المؤسسة مبلغا ثابتا من أرباحها بعد خصم الضرائب في شكل توزيعات أرباح، حيث تحتفظ المؤسسة بنسبة دفع ثابتة ما يتيح للمساهمين الفرصة لمعرفة مقدار الأرباح المتوقعة من استثماراتهم بوضوح (Agilebu, 2019, p. 44)، ويكمن إشكال هذه السياسة في أنه إذا انخفضت الأرباح فذلك سيؤدي إلى انخفاض التوزيعات أو عدم

التوزيع، ونظرا لكون التوزيعات مؤشرا على أحوال المؤسسة، فإن هذا سيؤثر بشكل سلبي على سعر سهمها في السوق (بوهالي ، 2018/2017، صفحة 86).

❖ سياسة توزيع أرباح مستقرة: وتتمثل هذه السياسة بأن تقوم المؤسسة بدفع أرباح موزعة ذات قيمة مستقرة وتسمح لمعدل توزيع الأرباح بالتقلب تبعا لتغير أرباح المؤسسة، وهي تعني أن المؤسسة لا تعتمد إلى زيادة الأرباح الموزعة على المساهمين كلما زادت أرباحها، لأن هذا يعني التزاما ضمينا من إدارة المؤسسة بالحفاظ على هذا المستوى من الأرباح الموزعة، الذي قد لاتبرره احتمالات انخفاض أرباح المؤسسة مستقبلا، وقد تخفض المؤسسة أرباحها في سنة ما ولكنها تستمر فيما بعد بتوزيع الأرباح على المساهمين بالقيمة المعتادة، إلا إذا اعتقدت الإدارة أن الانخفاض ناتج عن أسباب جوهرية، تتعلق بالوضع الاقتصادي العام، ونجد في الواقع أن كثير من المؤسسات تتبع سياسة توزيع أرباح مستقرة، وذلك للاعتقاد بأن المساهمين عادة يفضلون ذلك وبالتالي يكون لهذه السياسة تأثير إيجابي على سعر سهم المؤسسة في السوق (جهاد غ.، 2015، صفحة 188).

❖ سياسة الفائض في توزيع الأرباح: تقوم المؤسسة وفقا لهذه السياسة بتوزيع المبلغ المتبقي من أرباحها، بعد أن تقوم بتمويل استثماراتها التي لها عائد أكبر من تكلفة الأموال الذاتية، فتبعا لهذه السياسة فإن النسبة المحددة للتوزيع تكون غامضة للمساهمين، باعتبار أن معظم المؤسسات تقوم بتوزيع جزء صغير من الأرباح، وذلك ناتج عن حاجتها لتمويل استثماراتها (وهابي و براق، 2019، صفحة 03).

3. النظريات المفسرة لسياسات توزيع الأرباح

لا تزال السياسة المثلى لتوزيع الأرباح محل خلاف بين الباحثين، ما دفع الكثير منهم إلى السعي

لتقديم العديد من النظريات التي ناقشت سياسات توزيع الأرباح، من أهمها ما يلي:

❖ نظرية الإشارة: طبقا لهذه النظرية فإن القيمة السوقية للمؤسسة مرتبطة بقيمة التوزيعات المدفوعة، وكذلك توقعات المستثمرين، حيث أن ارتفاع القيمة الحقيقية للأرباح الموزعة عن القيمة المتوقعة عند المستثمرين يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية لهذه المؤسسة، وفي المقابل لو انخفضت القيمة الحقيقية للأرباح الموزعة عن القيمة المتوقعة للمستثمرين فإن القيمة السوقية للسهم سوف تنخفض (يوسفي و بوغنامة، 2022، صفحة 244)، حيث تحمل قيمة التوزيعات معلومات مهمة حول الاستحقاقات المستقبلية، التي تعكسها القيمة السوقية للأسهم، فارتفاع قيمة التوزيعات يفسر على أنه إشارة مالية جيدة واستحقاقات مستقبلية مباشرة والعكس صحيح (جهاد أ.، 2015، صفحة 23).

❖ نظرية عدم أهمية العائد: وتقوم هذه النظرية على افتراض عدم وجود أي علاقة بين مقدار العائد الموزع وبين سعر السهم أو معدل العائد المطلوب على الاستثمار في ذلك السهم، حيث يصر Miller&Modigliani على أن قيمة المؤسسة تتحدد على ضوء القدرة الإيرادية للمؤسسة من جهة ومخاطرها التشغيلية من جهة أخرى، ما يعني أن مقدار الأرباح التي تحققها الشركة نتيجة استخدامها لمواردها المختلفة هي التي تؤثر على سعر السهم وليست الكيفية التي يتم بها تقسيم تلك الأرباح بين أرباح موزعة وأخرى محتجزة (جهاد، 2015، صفحة 186)، وعليه يمكن للمستثمر تشكيل سياسة التوزيع التي تناسبه دون التقييد بالسياسة التي تنتهجها المؤسسة وهذا وفقاً لاحتياجاته من الدخل (خيري، 2022، صفحة 45).

❖ نظرية الوكالة: تنشأ تكلفة الوكالة بين إدارة المؤسسة ومساهميها، عندما تعمل هذه الأخيرة على خدمة مصالحها الشخصية بدلاً من تعظيم ثروة مساهميها، كما يمكن أن تنشأ تكلفة الوكالة بين حملة الأسهم والسندات، فالمساهمون عادة يطالبون بتوزيعات أكبر للأرباح (Al-Nsour, 2020, p. 30) في حين يطالب حملة السندات بتوزيعات أقل، للمحافظة على السيولة الكافية لتسديد التزامات الديون، وهذا بوضع قيود في عقد القرض تضمن تحقيق ذلك، حيث أن توزيع الأرباح في المؤسسات التي تعاني من مشاكل مالية يمكن أن يؤدي إلى تحويل ثروة الدائنين إلى المساهمين (قدام و ترفاس، 2019، صفحة 51).

❖ نظرية تكاليف الصفقات: تنص على أنه يمكن أن تتحمل المؤسسة تكاليف عند توزيعها لأرباح السهم، كما أن المساهم يمكن أن يتحمل تكاليف عن استثمار أمواله التي يحصل عليها في شكل توزيعات لأرباح الأسهم، ومع ذلك تلجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي لتغطية احتياجات استثماراتها، فالمسيرون يمكن أن يضيعوا فرصة الحصول على قيمة موجبة لاستثمار ما نتيجة توزيع الأرباح واللجوء إلى التمويل الخارجي، الذي بطبيعة الحال يترتب عليه تكاليف صفقات إضافية مقارنة لو أنهم مولوا هذا الاستثمار عن طريق حجز الأرباح، وهذا ما يؤثر على الأرباح المتوقعة ومن ثم على سعر السهم ومنه القيمة السوقية للمؤسسة (بدروني وبريش، 2013، صفحة 15).

❖ نظرية عصفور في اليد: تنص هذه النظرية على أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على القيمة السوقية للسهم، الأساس لهذه النظرية هو كمثل عصفور باليد، والتي تقترح بأن المستثمرين يرون توزيعات الأرباح الحالية أقل مخاطرة من توزيعات الأرباح المستقبلية أو الأرباح الرأسمالية، فتوزيعات الأرباح الحالية تخفض درجة عدم التأكد عند المستثمرين، مما يجعلهم يخصصون أرباح المؤسسة بمعدل خصم أقل، وبالتالي زيادة سعر سهم المؤسسة في السوق (شروقي، 2020، صفحة 156).

❖ **نظرية التأثير الضريبي:** خلاصة هذه النظرية أنه إذا كانت الأرباح الرأسمالية المتعلقة ببيع الأسهم لا تخضع للضريبة، أو كانت نسبة الضرائب تفرض على الأرباح النقدية الموزعة، فإن المستثمرين يفضلون الشركات التي لا توزع أرباحاً نقدية، والتي تقوم بالاحتفاظ بالأرباح، وكلما انخفضت نسبة التوزيعات النقدية على حساب الأرباح غير الموزعة عظمت ثروة أصحاب المؤسسة، مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، وعليه فإن المستثمرين سوف يطالبون المؤسسات التي تقوم بتوزيع أرباح نقدية كبيرة بعائد أكبر مما يقبلون به من الشركات التي لا توزع أرباحاً، وذلك لتعويض قيمة الضرائب التي يدفعونها على أرباحهم النقدية (سعدي، 2015، صفحة 406).

❖ **نظرية تأثير الزبائن:** تقوم هذه النظرية على أن المستثمرين يتأثرون بشكل مختلف من خلال قرارات توزيعات الأرباح التي تعتمد من قبل المؤسسة، فالبعض من المستثمرين يفضلون المؤسسات التي تدفع مبالغ كبيرة من أرباحها على شكل توزيعات، بينما البعض الآخر يفضل الشركات التي تحتفظ بنسب عالية من الأرباح ضمن حساب الأرباح (مشكور و صادق، 2019، صفحة 379)، حيث يحفز أثر الزبون المؤسسات على تبني سياسة مستقرة للتوزيعات، ويرجع ذلك إلى أن الاختلاف الجوهري في دفع التوزيعات التي يصعب التكهّن بها قد يؤدي إلى تحول بعض المساهمين من مجال استثماري إلى آخر، وينتج عن هذا التغيير تحمل نفقات السمسرة وربما أيضاً الضريبة على الأرباح الرأسمالية (شروقي، 2020، صفحة 155).

III- الدراسة الميدانية

بعد التطرق للجانب النظري، سنقوم في الجانب التطبيقي بحساب مختلف متغيرات الدراسة، وذلك بالاعتماد على القوائم المالية لمجمع أليانس، خلال الفترة 2012-2021، للتعرف على قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في ترشيد سياسة توزيع الأرباح لمؤسسة أليانس للتأمينات، والمعبر عنها بنسبة الأرباح الموزعة ونسبة الأرباح المحتجزة.

1. حساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

يتم حساب القيمة الاقتصادية المضافة لمجمع أليانس خلال فترة الدراسة، بالاعتماد على القوائم

المالية للمؤسسة، المنشورة على الموقع التالي: <http://www.cosob.org/rapports-annuels>

ويتم ذلك وفق عدة مراحل كما يلي:

❖ **حساب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال ويتم ذلك وفق العلاقة التالية:**

$$WACC_t = R_d(1 - tax_t) * \frac{D}{D + E} + R_e * \frac{E}{D + E}$$

حيث يتم حساب قيم تكلفة الأموال الخاصة وفق العلاقة التالية:

تكلفة الأموال الخاصة = Re = النتيجة الصافية/الأموال الخاصة

أما تكلفة الاستدانة فتحسب وفق العلاقة التالية:

تكلفة الاستدانة = Rd = النتيجة المالية/ الاستدانة الصافية.

حيث: الاستدانة الصافية = (الخصوم غير الجارية + خزينة الخصوم) - (التوظيفات المالية + خزينة الأصول)

جدول رقم(01): حساب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال لمجمع أليانس للفترة 2012-2021

السنة	Re	E	Rd	D	WACCt
2012	10.58%	2201384804.15	-3.11%	1181172643.87	21.90%
2013	14.30%	2568710604.97	-4.46%	1635313967.67	24.52%
2014	12.98%	2737079268.83	-5.64%	1823375281.35	21.78%
2015	12.60%	2881705827.03	-8.80%	1866511984.98	23.33%
2016	13.67%	3085479620.09	-120.34%	2967472171.71	18.09%
2017	13.33%	3241417617.04	-26.47%	2411098952.95	25.31%
2018	13.49%	3427570432.00	-29.52%	2645590286.00	24.54%
2019	10.96%	4397291909.00	-35.74%	3732442903.69	18.07%
2020	9.44%	6517841133.22	4.88%	10514547794.03	7.35%
2021	9.47%	5306881351.67	-40.13%	4814257562.64	13.77%

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة للفترة 2012-2021

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال لمجمع أليانس كانت مستقرة طيلة فترة الدراسة، كما أن تكلفة الأموال الخاصة كانت أكبر من تكلفة الديون خلال كل سنوات الدراسة، ما يعني أن المؤسسة تعتمد على التمويل الذاتي في هيكلها المالي أكثر من الديون.

❖ حساب رأس المال المستثمر Ct

يتم حساب قيم رأس المال المستثمر خلال سنوات الدراسة وفق العلاقة التالية:

رأس المال المستثمر = الاستثمارات العينية + الاحتياج في رأس المال العامل.

حيث: احتياجات رأس المال العامل BFR = (الأصول الجارية - خزينة الأصول) - (الخصوم الجارية - المساهمات البنكية الجارية).

جدول رقم (02): حساب رأس المال المستثمر لمجمع أليانس للفترة 2012-2021

السنة	الأصول الجارية - خزينة الأصول	الخصوم الجارية - المساهمات البنكية الجارية	احتياج رأس المال العامل	الاستثمارات العينية	رأس المال المستثمر Ct
2012	3849894519	3524138390	325756129.6	1023126879.86	1348883009.46
2013	4292735986	3826708866	466027119.7	1033477174.14	1499504293.85
2014	4046631342	3954915620	91715722.84	926733446.06	1018449168.90
2015	3690153542	4402804308	-712650765.8	1274306305.40	561655539.62
2016	3287326954	4198177268	-910850314.2	1470182513.97	559332199.76
2017	4232469900	4642016301	-409546400.5	1629754067.00	1220207666.48
2018	3499482961	4637771252	-1138288291	1914260871.00	775972580.00
2019	3707280401	5035982189	-1328701789	2731862300.00	1403160511.31
2020	4076212670	5986875044	-1910662374	3310299601.36	1399637227.31
2021	4317750418	6168899234	-1851148816	3626305304.45	1775156488.02

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة للفترة 2012-2021

من خلال الجدول يمكن القول أن رأس المال المستثمر يشهد تذبذباً ملحوظاً، ويتميز بمعدلات نمو سالبة خلال فترة الدراسة، وذلك نتيجة التغيرات المعتبرة في قيمة احتياجات رأس المال العامل، حيث بلغ أدنى قيمة خلال السنوات 2015-2016-2018، بسبب معدلات النمو السالبة لاحتياج رأس المال العامل.

❖ حساب العائد على رأس المال

يمثل العائد على رأس المال العائد الذي تحققه المؤسسة من أنشطتها، حيث يجب أن يتخطى تكلفة رأس المال، ويتم حسابه من خلال العلاقة التالية:

العائد على رأس المال المستثمر = النتيجة التشغيلية / رأس المال المستثمر

جدول رقم (03): حساب العائد على رأس المال ROCT لمجمع أليانس للفترة 2012-2021

السنة	رأس المال المستثمر Ct	النتيجة التشغيلية	معدل العائد على رأس المال ROCT
2012	1348883009.46	373434092.9	27.68%
2013	1499504293.85	458910664.7	30.60%
2014	1018449168.90	380563237.1	37.37%
2015	561655539.62	355056906.4	63.22%
2016	559332199.76	372177005.5	66.54%
2017	1220207666.48	302291814	24.77%
2018	775972580.00	322953228	41.62%
2019	1403160511.31	341253956.7	24.32%
2020	1399637227.31	382782697.6	27.35%
2021	1775156488.02	414727451.8	23.36%

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة للفترة 2012-2021

نلاحظ من خلال الجدول أن العائد على رأس المال شهد قيماً متقاربة خلال أغلب سنوات الدراسة، باستثناء السنوات 2015-2018-2016 التي ارتفع خلالها بشكل ملحوظ، وذلك نتيجة انخفاض قيم رأس المال المستثمر.

❖ حساب القيمة الاقتصادية المضافة

يتم حساب القيمة الاقتصادية المضافة لمجمع أليانس خلال مختلف سنوات الدراسة، من خلال الجدول التالي، حيث:

$$EVA_t = (ROC_t - WACC_t) * C_t$$

جدول رقم (04): حساب القيمة الاقتصادية المضافة لمجمع أليانس للفترة 2012-2021

السنة	ROCT	WACCt	Ct	EVA
2012	27.68%	21.90%	1348883009.46	78030548.0
2013	30.60%	24.52%	1499504293.85	91190008.2
2014	37.37%	21.78%	1018449168.90	158772854.8
2015	63.22%	23.33%	561655539.62	224040634.3
2016	66.54%	18.09%	559332199.76	270965965.5
2017	-9.53%	25.31%	-3171792333.52	1104956650
2018	41.62%	24.54%	775972580.00	132506901.7
2019	24.32%	18.07%	1403160511.31	87660779.95
2020	27.35%	7.35%	1399637227.31	279868028.7
2021	23.36%	13.77%	1775156488.02	170355768.8

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة للفترة 2012-2021

من خلال الجدول نلاحظ أن مجمع أليانس قد تمكن من تحقيق قيمة اقتصادية مضافة موجبة خلال كل سنوات الدراسة، ما يعبر عن قدرة نشاط المؤسسة على تغطية تكلفة رأس المال المستثمر، وتحقيق فائض يفوق توقعات السوق، ويعبر من وجهة نظر المساهمين على قدرة المؤسسة على خلق الثروة.

2. عرض معطيات سياسة توزيع الأرباح

يوضح الجدول التالي قيم كل من الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة لمجمع أليانس خلال فترة الدراسة:

جدول رقم(05): الأرباح المحققة والموزعة لمجمع أليانس للفترة 2012-2021

السنة	النتيجة الصافية	الأرباح الموزعة	الأرباح المحتجزة
2012	232934936.7	0	232934936.7
2013	367325800.8	174135330	193190470.8
2014	355369919.3	203157885	152212034.3
2015	363021284.6	203157885	159863399.6
2016	421931678.1	261202995	160728683.1
2017	432140992	261202995	170937997
2018	462355811	261202995	201152816
2019	482089559.9	290225550	191864009.9
2020	481034583.5	297190944	183843639.5
2021	502603803.4	325052595	177551208.4

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة للفترة 2012-2021

من خلال الجدول نلاحظ أن أرباح المؤسسة تشهد تزييدا مستمرا خلال فترة الدراسة، حيث بلغت أدنى قيمة لها في بداية فترة الدراسة (سنة 2012)، في حين بلغت أعلى قيمة لها سنة 2021 وهي آخر سنة في فترة الدراسة، مع الحفاظ على معدل نمو موجب خلال كل السنوات، باستثناء سنة 2014 التي انخفضت فيها بمعدل 3.25% وهي نسبة ضئيلة جدا، لتتدارك الأمر خلال باقي السنوات.

ولدراسة سياسة توزيع الأرباح للمؤسسة، سيتم إعداد الجدول رقم (06) الذي يوضح نسبة الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة للمؤسسة، وذلك بناء على المعطيات التالية:

سياسة توزيع الأرباح هي السياسة المتبعة بالمؤسسة لتوزيع صافي الأرباح بعد تحديد قيمة الأرباح المحتجزة، ويتم قياسها بالأرباح الموزعة منسوبة إلى ربحية السهم، حيث:

الربح المحقق للسهم الواحد BPA = النتيجة الصافية / عدد الأسهم.

الربح الموزع للسهم الواحد DPA = الأرباح الموزعة للسهم الواحد / الربح المحقق للسهم الواحد.

الربح المحتجز للسهم الواحد RRC = الأرباح المحتجزة للسهم الواحد / الربح المحقق للسهم الواحد.

الجدول رقم(06): نسبة الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة لمجمع أليانس للفترة 2012-2021

السنوات	الربح المحقق للسهم الواحد BPA	الربح الموزع للسهم الواحد DPA		الربح المحتجز للسهم الواحد RRC	
		النسبة	القيمة	النسبة	القيمة
2012	40.13	%0.00	0	%100.00	40.13
2013	63.28	%47.41	30	%52.59	33.28
2014	61.22	%57.17	35	%42.83	26.22
2015	62.54	%55.96	35	%44.04	27.54
2016	72.69	%61.91	45	%38.09	27.69
2017	74.45	%60.44	45	%39.56	29.45
2018	79.65	%56.50	45	%43.50	34.65
2019	83.05	%60.20	50	%39.80	33.05
2020	51.80	%61.78	32	%38.22	19.80
2021	54.12	%64.67	35	%35.33	19.12

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة للفترة 2012-2021

من خلال الجدول نلاحظ أن ربحية السهم لمجمع أليانس في تزايد مستمر خلال أغلب سنوات الدراسة، وقد بلغت أعلى قيمة لها سنة 2019 بقيمة 83.5 دج/للسهم، هذا ما أثر بدوره على سياسة توزيع الأرباح المنتهجة من خلال المجمع، حيث شهدت نسبة الأرباح الموزعة للسهم الواحد معدلات نمو موجبة خلال أغلب سنوات الدراسة، هذا ما يظهر رؤية المؤسسة المستقبلية إذ تسعى للحصول على أكبر عدد من المساهمين المحتملين، نتيجة توزيع الأرباح بنسب متزايدة.

3. التحليل الإحصائي واختبار صحة الفرضيات

من أجل اختبار صحة الفرضيات وتحليل البيانات، يتم استعمال البرنامج الإحصائي SPSS26 لدراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة، وبمطالعة قيمة معامل الارتباط R وقيمة الدلالة Sig بالإضافة إلى معامل التحديد R²، و من خلال الاحتكام إلى قاعدة القرار الخاصة بتحليل الانحدار، يمكن قراءة نتائج اختبار فرضيات الدراسة كما يلي:

3.1 اختبار صحة الفرضية الفرعية الأولى:

الجدول رقم (07): نتائج اختبار تحليل الانحدار البسيط للقيمة الاقتصادية المضافة كمتغير مستقل

ونسبة توزيع الأرباح كمتغير تابع

معامل Sig	معامل التحديد R ²	معامل الارتباط R
0.549	0.054	0.231

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج spss

من خلال الجدول رقم (05) يتضح أن:

متغير القيمة الاقتصادية المضافة لا يتمتع بالقدرة الكافية لتفسير التباين في نسبة الأرباح الموزعة لمؤسسة أليانس، حيث أظهرت النتائج أن قيمة معامل الارتباط ضعيفة جدا ($R=0.231$)، كما يؤكد معامل التحديد ($R^2=0.054$) ضعف العلاقة، حيث القيمة الاقتصادية المضافة قادرة على تفسير ما نسبته 5.4 % من التغير الحاصل في نسبة الأرباح الموزعة لمؤسسة أليانس، أما النسبة المتبقية 94.6 % فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، عند مستوى دلالة إحصائية ($Sig=0.549$) وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05.

ما يعني قبول الفرضية الفرعية الأولى والتي تنص على أنه " لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للقيمة الاقتصادية المضافة على نسبة الأرباح الموزعة ".

3.2 اختبار صحة الفرضية الفرعية الثانية:

الجدول رقم(08):نتائج اختبار تحليل الانحدار البسيط للقيمة الاقتصادية المضافة كمتغير مستقل

ونسبة الأرباح المحتجزة كمتغير تابع

معامل الارتباط R	معامل التحديد R2	معامل Sig
-0.260	0.068	0.468

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج spss

من خلال الجدول رقم (05) يتضح أن:

متغير القيمة الاقتصادية المضافة لا يتمتع بالقدرة الكافية لتفسير التباين في نسبة الأرباح المحتجزة لمؤسسة أليانس، حيث أظهرت النتائج أن قيمة معامل الارتباط ضعيفة جدا ($R=-0.260$)، كما يؤكد معامل التحديد ($R^2=0.068$) ضعف العلاقة، حيث القيمة الاقتصادية المضافة قادرة على تفسير ما نسبته 6.8 % من التغير الحاصل في نسبة الأرباح المحتجزة لمؤسسة أليانس، أما النسبة المتبقية 93.2 % فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، عند مستوى دلالة إحصائية ($Sig=0.468$) وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05.

ما يعني قبول الفرضية الفرعية الثانية والتي تنص على أنه " لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للقيمة الاقتصادية المضافة على نسبة الأرباح المحتجزة "

3.3 اختبار صحة الفرضية الرئيسية:

الجدول رقم(09):نتائج اختبار تحليل الانحدار البسيط للقيمة الاقتصادية المضافة كمتغير مستقل

وسياسة توزيع الأرباح كمتغير تابع

سياسة توزيع الأرباح				القيمة الاقتصادية المضافة EVA
معامل الارتباط R	معامل التحديد R2	قيمة F	معامل Sig	
0.231	0.054	0.396	0.549	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج spss

من خلال الجدول رقم (07) يتضح أن:

متغير القيمة الاقتصادية المضافة لا يتمتع بالقدرة الكافية لتفسير التباين في سياسة توزيع الأرباح لمؤسسة أليانس، حيث أظهرت النتائج أن قيمة معامل الارتباط ضعيفة جدا ($R=0.231$)، كما يؤكد معامل التحديد ($R^2=0.054$) ضعف العلاقة، حيث أن القيمة الاقتصادية المضافة قادرة على تفسير ما نسبته 5.4 % من التغير الحاصل في نسبة الأرباح الموزعة لمؤسسة أليانس، أما النسبة المتبقية 94.6 % فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، عند مستوى دلالة إحصائية ($Sig=0.549$) وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05.

ما يعني قبول الفرضية الفرعية الثانية والتي تنص على أنه " لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للقيمة الاقتصادية المضافة على سياسة توزيع الأرباح "

IV- الخاتمة

حاولنا من خلال هذه الورقة البحثية تحديد العلاقة الموجودة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وسياسة توزيع الأرباح لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة الممتدة من 2012-2021، وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج والتوصيات أهمها:

نتائج الجانب النظري للدراسة:

من خلال الجانب النظري للدراسة، تم التوصل إلى النتائج التالية:

❖ تبرز أهمية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في كونه يوضح التحسن الفعلي والمستمر لثروة المساهمين.

❖ بالرغم من أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يقدم نتائج جيدة على الأداء المالي لا يمكن الاعتماد عليه في ترشيد السياسة المالية للمؤسسة، وذلك لكونه يعكس الأداء المالي لدورة واحدة، عكس السياسة المالية التي تكون مرتبطة باستمرارية المؤسسة.

❖ يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة واحدا من أهم مؤشرات الأداء المالي لقياس القيمة، وذلك لأخذه لتكلفة رأس المال المستثمر بالاعتبار عند حسابه، والذي يعبر بدوره عن تكلفة الفرصة البديلة للمساهمين، وهذا ما تجاهلته المؤشرات التقليدية.

❖ لا يمكن الاعتماد على المؤشرات الحديثة في ترشيد القرارات المالية، دون الأخذ بالاعتبار للمؤشرات التقليدية، حيث تعتبر مكملة لبعضها.

❖ يعتبر ترشيد سياسة توزيع الأرباح هدفا صعبا ومعقدا، حيث تتأثر بعدة متغيرات، وتخضع لعدة نظريات.

نتائج الجانب التطبيقي للدراسة:

من خلال الدراسة الميدانية التي تم القيام بها في مجمع أليانس توصلنا إلى النتائج التالية:

❖ أداء المؤسسة خلال فترة الدراسة كان مرضيا إلى حد ما، حيث عرف مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة تذبذبا ملحوظا، إلا أنه سجل قيما موجبة، ما يعني قدرة المؤسسة على خلق قيمة للمساهمين.

❖ من خلال الدراسة تبين أن المؤسسة كانت قادرة على تحقيق عائد على الأموال المستثمرة أكبر من التكلفة المرجحة لرأس المال، ما أدى إلى تحقيق فائض مالي إضافي للمساهمين.

❖ لا تعتمد مؤسسة أليانس بشكل كبير على سياسة التمويل الذاتي، حيث تتزايد نسبة الأرباح الموزعة بشكل مستمر خلال سنوات الدراسة.

❖ تتبع مؤسسة أليانس سياسة تشجيعية للمساهمين، من خلال زيادة نسبة أرباحها الموزعة بشكل مستمر.

التوصيات والإقتراحات: من خلال تطرقنا لهذا الموضوع يمكن القول أن أهم ما يوصى به:

❖ عدم المبالغة في الاعتماد على مؤشر للأداء المالي دون مؤشر آخر، فجميع مؤشرات تقييم الأداء المالي تعتبر مكتملة لبعضها، وقد لا يكون لاستخدام أحدها منفردا القدرة الكافية على التفسير.

❖ توفير البيانات المالية اللازمة لحساب المؤشرات الحديثة للأداء المالي، كمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، من أجل إعطاء نتائج أكثر دقة.

❖ القيام بدراسة عوامل أخرى لم تتم دراستها لبيان أثرها على سياسة توزيع الأرباح.

V- المراجع

1. باللغة العربية

❖ أحمد شعشوع، أبو بكر بوسالم و عبد الخالق أودينة: 2021، دور الأساليب الحديثة للأداء المالي في تقييم الأداء والرفع من القيمة السوقية للمؤسسة -دراسة تحليلية مقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات المالية التقليدية. مجلة التكامل الاقتصادي، (01)09.

❖ أسعد غني جهاد: 2015، الإفصاح عن الأرباح المحتجزة وأثر سياسة توزيع الأرباح في قرارات مستخدمي المعلومات المحاسبية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، 17(04).

❖ أمال لعقون: 2022/2021، دور مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في دعم الاستراتيجية المالية للمؤسسات الاقتصادية - دراسة حالة-(أطروحة دكتوراه غير منشورة)، قسم العلوم المالية والمحاسبة، جامعة فرحات عباس سطيف1، الجزائر.

❖ جمال قدام، و جمال الدين ترفاس: 2019، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز، مجلة البشائر الاقتصادية، 05(02).

❖ رفيق يوسف، أحمد لمين بوغنامة: 2022، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية -دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، 05(02).

❖ زين الدين شروقي: 2020، محددات سياسة توزيع الأرباح -دراسة تطبيقية على البنوك الجزائرية العمومية خلال الفترة 2009-2015، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، 05(02).

❖ سراح موصو، و نور الدين محرز: 2021، أثر السلوك التمويلي على سياسة توزيع الأرباح للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي، مجلة العلوم الإنسانية لجامعة أم البواقي، 08(02).

❖ سعاد معاليم ، و سميحة بوحفص: 2017، إنشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية(30).

❖ سعود جايد مشكور، و زهور عبد السلام صادق: 2019، العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرهما على حجم التداول -دراسة عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية-، مجلة الدنانير(05).

- ❖ شذى جبر الزبيدي، و شيماء صلاح حسين: 2021، التنبؤ بعوائد الأسهم باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة لتفسير قيمتها الحقيقية. مجلة كلية مدينة العلم، 13(02).
- ❖ طارق وهابي، و محمد براق: 2019، إسهامات حوكمة الشركات في ترشيد سياسة توزيع الأرباح -دراسة عينة من شركات المساهمة الجزائرية. *Revue des Reforme Economiques et Integration En Economie Mondiale*. 13(02).
- ❖ عبد الكريم خيري: 2021، مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تحديد القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة -دراسة حالة مجمع صيدال-، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية-، 07(01).
- ❖ عبد الله سايب، و بوبكر سلالي: 2022، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وقرار المستثمر دراسة ميدانية للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر. مجلة البشائر الاقتصادية، 08(01).
- ❖ عبد المالك بلعشي، و سعيد مزبان: 2021، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية مقارنة لمجمعي بيوفارم وصيدال لصناعة المواد الصيدلانية خلال الفترة 2015-2018، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، 08(02).
- ❖ عمار خيري: 2022، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات الاقتصادية -دراسة تحليلية لنماذج توزيع الأرباح-، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية المتقدمة، 06(02).
- ❖ عيسى بدروني، و عبد القادر بريش: 2013، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية. الأكاديمية للدراسات الإنسانية والاجتماعية (10).
- ❖ محمد بوهالي: 2018/2017، أثر القرارات المالية على الأداء المالي للمؤسسة -دراسة مجموعة من المؤسسات الجزائرية- (أطروحة دكتوراه غير منشورة)، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر.
- ❖ مريم بريوشة، و نصيب رجم: 2021، أثر تطبيق نظام إدارة الجودة على خلق قيمة اقتصادية مضافة بالمؤسسات الاقتصادية الجزائرية -دراسة عينة من المؤسسات الاقتصادية الحاصلة على شهادة الإيزو، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، 24(01).
- ❖ ناصر بن سنة ، و يوسف قاشي: 2021، دراسة قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم المؤسسة الاقتصادية، مجلة أبعاد اقتصادية، 11(01).

2. باللغة الأجنبية

- ❖ Al-Nsour Osama: 2020, Ownership structure and dividend policy in Jordan, *Finance and Business Economics Review*, 04(03).
- ❖ Dobrowolski Zbysław, Drozdowski Grzegorz, Panait Mirela & Babczuk Arkadius: 2022, Can the Economic Value Added Be Used as the Universal Financial Metric ?. *Sustainability*, 14(1).
- ❖ Hammer Thomas, & Siegfried Patrick: 2022, Value-Based Controlling & International Accounting of Economic Value Added (EVA) – An Overview. *Accounting and Finance*, 96(02).
- ❖ Geng Songtao, Liu Suyu, Liao Xuelin; 2021, Operating Performance of Tourism Listed Companies in China: The Perspective of Economic Value Added, *SAGE Open*, 10(01).
- ❖ Ogechi Michael Agilebu: 2019, Dividend Decision and Economic Value Added of Quoted Nigeria Manufacturing Firms, *American Economic & Social Review*, 05(02).
- ❖ Sutra, Putri: 2019, Analysis of the effect of economic value added and other fundamental factors of share returns, *EPRA International Journal of Multidisciplinary Research*, 05(09).
- ❖ Surtikanti Surtikanti, & Dean Subhan, Saleh: 2018, Economic Value Added. *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, 25.
- ❖ Zubairub Mohammed , Oyedeko Yusuf, & Mamidu Aruna: 2021, Board inclusion in financial reporting and dividend policy: evidence from static and dynamic panel var models, *JOURNAL OF FINANCE & CORPORATE GOVERNANCE*, 05(02).
- ❖ Choong Yap Voon & Muthaiyah Muthaiyah: 2021, Economic Value Added (EVA) And Market Value Added (MVA) Towards Value Creation, *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education*, 12(10).