

تقييم فعالية رأس المال المستثمر في خلق قيمة اقتصادية مضافة للمؤسسة دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة من 2010 الى 2019

Evaluating the effectiveness of the invested capital in creating the economic value added for the institution, a standard study of a sample of companies listed on the Algiers Stock Exchange in the period from 2010 to 2019

ط. د. بوحفصي عبد الله¹ ، د. لخديمي عبد الحميد²

¹ مخبر التكامل الإقتصادي الجزائري الإفريقي ، جامعة أحمد دراية أدرار (الجزائر) ، abdbouhafsi@univ-adrar.edu.dz

² مخبر التكامل الإقتصادي الجزائري الإفريقي ، جامعة أحمد دراية أدرار (الجزائر) ، lakhdimia1@univ-adrar.edu.dz

تاريخ النشر: 2021/08/04

تاريخ القبول: 2021/07/17

تاريخ الاستلام: 2021/04/23

الملخص:	Abstract :
تعتبر هذه الدراسة محاولة لتقييم فعالية رأس المال المستثمر في خلق القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة، أجريت على عينة من ثلاث مؤسسات مدرجة في بورصة الجزائر من عام 2010 - 2019 ، واعتمدت الدراسة في اختبار الفرضيات على التحليل القياسي من خلال استخدام أساليب تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data)، وكننتيجة للبحث يمكن القول أنه أن علاقة الارتباط السالبة المثبتة بين حجم رأس المال المستثمر والقيمة الاقتصادية المضافة تؤكد أن الزيادة في رأس المال المستثمر لم تكن لها فعالية في تحسين EVA بمعنى أن مردودية هذه الزيادة كانت أقل من التكلفة المقابلة لها، وهذا رغم النتائج المالية الإيجابية المحققة من قبل المؤسسات الثلاث في معظم فترات الدراسة.	This study is an attempt to evaluate the effectiveness of invested capital in creating the EVA, It was conducted on a sample of three companies listed on the Algiers Stock Exchange from 2010 to 2019, in which it relied on standard analysis as a tool for testing hypotheses, by using cross-sectional time-series data analysis (Panel Data), as a conclusion, we can say that despite the positive financial results achieved by the three companies throughout or most of the study periods, the proved negative correlation between the size of the invested capital and the EVA, confirms that the increase in the invested capital was not effective in improving the EVA what means that its yield was less than its cost, and in view of this result, we recommend paying attention to the evaluation of EVA as an indicator to assess the effectiveness of the corporate investment and operating policy.
الكلمات الدالة : رأس المال المستثمر، تكلفة رأس المال، القيمة الاقتصادية المضافة، تحليل لوحة البيانات.	Keywords : Invested Capital, Cost Of Capital, Economic Value Added, Panel Data Analysis.
تصنيفات JEL: E22 ؛ O16 ؛ D46 ؛ C23	JEL Classification Codes : E22; O16; D46; C2

مقدمة :

يعد من الأهداف الأساسية لإنشاء أى مؤسسة هو تعظيم قيمتها وذلك لا يتأتى إلا من خلال أحسن الفرص الإستثمارية التى تمكنها من تحقيق أقصى حجم من الأرباح لملاكها من خلال الأنشطة التى تقوم بها، فإذا كانت هذه الإستثمارات والأنشطة لا تساهم في خلق أرباح كافية للملاك فذلك يدل على أن المؤسسة لا تحقق مردودية من أموالها المستثمرة. بل أنها تهدر أموال المساهمين أو بالأحرى تفوت عليهم فرص إستثمارية مربحة بديلة.

إن التحدث عن فعالية رأس المال المستثمر موضوع هام حيث من خلاله نستطيع أن نحكم على قدرة المؤسسة في السيطرة على الأموال الإنتاجية والاستغلال العقلاني لكافة مواردها البشرية والمالية والمادية، وتعتبر القيمة الإقتصادية المضافة مؤشر مهم من مؤشرات تقييم الأداء، فهي تعطي إجابات نهائية عن مدى كفاءة الأداء وما يهمننا في هذا المقال هو الوصول الى امكانية تقييم فعالية رأس المال المستثمر في خلق قيمة اقتصادية مضافة لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر في الفترة من 2010 الى 2019.

إشكالية الدراسة : تحاول هذه الدراسة الإجابة على التساؤل الرئيسي التالي :

ما فعالية رأس المال المستثمر في خلق قيمة إقتصادية مضافة للمؤسسات محل الدراسة ؟

فرضيات الدراسة : انطلاقا من الاشكالية يمكن صياغة الفرضيات التالية :

حجم رأس المال المستثمر له فعالية كبيرة في تحسين القيمة الإقتصادية المضافة

العائد على رأس المال المستثمر له فعالية كبيرة في تحسين القيمة الإقتصادية المضافة

مستوى تكلفة رأس المال المستثمر له فعالية كبيرة في تحسين القيمة الإقتصادية المضافة

أهمية الموضوع : تكمن أهمية الموضوع في أن النتائج المتحصل عليها يمكن أن تسهم في مساعدة المؤسسات على مراجعة سياساتها الإستثمارية لتعزيز من نجاعتها بما يمكن من تحقيق أهداف الملاك والمودعين والمساهمين

منهجية الدراسة : تم الإعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي ، حيث في الجانب الوصفي تم التعرف على الإطار المفاهيمي لعناصر الموضوع أما في الجانب التحليلي فتتم الإستعانة بأدوات التحليل القياسي للمعالجة والتحليل والاختبار والمتمثلة في نماذج السلاسل الزمنية (Panal Data)

حيث تم تقسيم الدراسة الى خمس محاور كالتالي :

أولا : أدبيات القيمة الإقتصادية المضافة

ثانيا : التحليل الإقتصادي للمتغيرات ذات الأثر على القيمة الإقتصادية المضافة للمؤسسات عينة الدراسة

ثالثا : التعريف بالمؤسسات عينة الدراسة

رابعا : منهج وأدوات الدراسة

خامسا : النتائج واختبارها

الدراسات السابقة :

دراسة (علي، 2010، سوريا) رسالة دكتوراه بعنوان " نموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقويم المؤسسات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها."

هدفت الدراسة الى تحليل وتوضيح الميزة الاقتصادية لمفهوم القيمة الاقتصادية المضافة على المعايير المحاسبية التقليدية في المشاريع والمؤسسات الصناعية المساهمة وتحديد العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات المحاسبية التقليدية من جهة وبين أسعار الاسهم من جهة اخرى ,وذلك بالتطبيق على بيانات احدى المؤسسات الصناعية الالكترونية في سوريا للفترة من 2007 إلى 2008.

كان من أهم نتائج الدراسة ان القيمة الاقتصادية المضافة تشكل المدخل الأساسي للقياس المالي ,وان هناك علاقة طردية بين القيمة الاقتصادية المضافة العالية وارتفاع أسعار الاسهم ,بحيث ان حدوث أي تغير في قيمة الوحدة يرجع إلى تغير القيمة الاقتصادية المضافة وانه بالإمكان استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير تغيرات قيمة الوحدة وعوائد أسهمها بصورة أفضل من المؤشرات المحاسبية التقليدية.

كان من أهم توصيات الدراسة ضرورة اتجاه وحدات الأعمال نحو استخدام أساليب ومؤشرات تعتمد على القيمة ومنها القيمة الاقتصادية المضافة ,والتأكيد على فهم الأفراد العاملين وتدريبهم على كيفية تطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في جميع مستويات الإدارة داخل الوحدة للحصول على أفضل النتائج وربط نظام الحوافز به.

دراسة(Ray، 2014، الهند) مقال بعنوان " القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس مالي ، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وأداء سوق الأسهم.

EVA as a Financial Metric: the relationship between EVA and Stock Market Performance

هدفت الدراسة الى التحقق من العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وأداء سوق الأسهم لـ (36) شركة من مؤسسات المساهمة المتاحة للتداول العام في الهند خلال الفترة من عام 2006 إلى عام 2012 وحاولت التحقق من قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تحقيق المكاسب الإضافية في سوق الأسهم, مع إجراء مقارنة بين مقياس القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشرات الأداء المحاسبية مثل ROE و ROA وكان من أهم

النتائج التي توصلت إليها الدراسة عدم صحة القول بأن المؤسسات ذات قيمة اقتصادية مضافة عالية تكون دائماً أعلى أداء في سوق الأسهم وخلق قيمة للمساهمين، وأن أسعار الأسهم تكون أكثر حساسية لتوقعات النمو وأن هذه التوقعات تنعكس في شكل عوائد أسهم مرتفعة وفقاً لرغبات وميول المستثمرين بدلاً من إستراتيجيات ومعلومات القيمة الاقتصادية المضافة.

كان من أهم توصيات الدراسة عدم الاعتماد على مقياس القيمة الاقتصادية المضافة بمفرده في تقييم الأداء وتحقيق القيمة لحملة الاسهم، وكذلك عدم الاعتماد عليه في تفسير عوائد الاسهم، مع ضرورة إجراء دراسات أخرى تشمل مؤسسات أكثر للتحقق من اسباب فشل العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة واسعار الاسهم. دراسة (Abdulmouhsin، 2017، كندا) : مقال بعنوان أثر القيمة الاقتصادية المضافة و العائد على الإستثمار على التغير في القيم السوقية للأسهم.

The Impact of Economic Value Added & Return on Investment on the Changes in Stock Market's Value (Analytical Study: ASE: 2006-2015).

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد تأثير مؤشري القيمة الاقتصادية المضافة EVA و العائد على الإستثمار ROI وأيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في قيمة سوق الأوراق المالية في المؤسسات المدرجة في بورصة عمان (2006 2015) ، وتناول الباحث عينة عشوائية مكونة من (46) شركة، حيث أظهرت نتائج الدراسة بعد التحليل باستخدام نموذج الانحدار أن العائد على الإستثمار (ROI) أفضل من (EVA) في تفسير التغيرات في قيمة سوق الأوراق المالية وأوصت هذه الدراسة أيضاً بضرورة البحث عن عوامل إضافية من شأنها أن تفسر التغيرات في قيمة سوق الأوراق المالية مثل: درجة الرافعة المالية ، والمخاطر النظامية ، ومؤشرات الاقتصاد الكلي مثل (أسعار الفائدة والتضخم).

المحور الأول : أدبيات القيمة الاقتصادية المضافة

اتجهت جهود الباحثين في الآونة الأخيرة إلى التركيز على إيجاد حلقة الوصل بين علم الاقتصاد من جهة والممارسات المحاسبية المهنية من جهة أخرى ، وقد جاء هذا الاهتمام بعد تزايد وتيرة الإنتقادات الموجهة إلى البيانات المحاسبية بسبب ما قد تتضمنه من أخطاء أو تحريف مقصود أو غير مقصود ويعد (Souganen) أول من دعا إلى ضرورة إعادة الروح إلى استخدام المفاهيم الاقتصادية في الممارسات المحاسبية المهنية وذلك في إطار وضعه لأسس نظرية الوحدة ، والتي سعى من خلالها إلى نقض الأسس التي تقوم عليها نظرية الشخصية المعنوية. (محمد، 2004، صفحة 2)

الفرع الأول : مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة :

إن زيادة الإهتمام بعملية تحقيق القيمة لحملة الأسهم من خلال النظرة الاقتصادية للدخل المحاسبي هو ما دفع بالباحث Alfred Rapport عام 1986 إلى تقديم كتاب بعنوان (تحقيق القيمة لحملة الأسهم) ، حيث استعرض فيه التغيرات التي حدثت في الأداء من وجهة نظر الإدارة وحملة الأسهم ، وكانت هذه هي البداية التي شجعت الباحثين في الماضي قُدماً في أبحاثهم المتعلقة بهذا المجال وذلك لتطوير مقاييس الحكم على الأداء في ظل التطورات الحديثة ، وبدأت المجالات والدوريات العلمية في نشر المقالات العديدة عن مقاييس الأداء المعتمدة على القيمة وهو ما زاد من إهتمام الوحدات الاقتصادية بهذه المقاييس ويطلق بعض الباحثين على النموذج الاقتصادي الجديد المتمثل في المقاييس المعتمدة على القيمة مصطلح الإدارة على أساس القيمة Value Based Management

كما تجلت الحاجة الى اعادة هيكلة نظم الإدارة المالية باعتبارها الأساس في مضمون إعادة الهندسة المالية كما يشير الى ذلك الكثير من المختصين والمهتمين (الخولي، 2000، صفحة 100) ويعد مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) أحد هذه المقاييس الحديثة الذي طور من قبل شركة ستيرن وستيوارت Stewart&Stern * (علي مقبل، 2010، صفحة 4)

ويرجع الفضل في ظهور مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) Economic Value Added للباحثين جول سترن Joel Stern وزميله جى بنيت ستوارتس G.Bennett Stewart ، حيث كانا يعملان لحساب شركة سترن ستوارت Stewart Stern للاستشارات المالية التي أسسها سنة 1982، ويقوم هذا المفهوم على أن كفاءة الإدارة تقاس بمدى قدرتها على تحقيق الأرباح تزيد عن تكلفة الأموال المستثمرة، بغض النظر عن مصدرها أي سواء كان مصدرها الملاك أو المقرضون، وعندما تكون الربحية تفوق تكلفة الأموال نكون أمام خلق أو إضافة لثروة الملاك، أما لو كانت تكلفة الأموال أكبر من الأرباح، فإننا نكون أمام تبديد للثروة، وإذا كان الأساس في مكافأة الإدارة هو مدى قدرتها على تحقيق إضافة إلى ثروة الملاك، فإننا بذلك نكون قد وضعنا الإدارة والعاملين في زورق واحد مع حملة الأسهم، لكي يصبح تحقيق مصلحة الملاك، هو في ذاته تحقيق لمصلحة إدارة المؤسسة، وفي ذلك تفعيل للأساسيات حوكمة المؤسسات (هندي، 2009، صفحة 346) وحضي مقياس القيمة الاقتصادية المضافة بقبول وانتشار واسع وأصبح يعد منهجا شاملا لنظم الإدارة المالية بسبب قدرته على ربط ارباح التشغيل بالمعدل المرجح لتكلفة رأس المال وقدرته في توجيه إدارة مؤسسات الأعمال نحو الاستعمال الفعال لرأس المال المستثمر، ولذلك يرجع له السبب المباشر في الموجة السائدة فيما

* Stewart&Stern هما العالمان الأمريكيان جول سترن Joel Stern وزميله جى بنيت ستوارتس G.Bennett Stewart ، أسسا شركة سترن ستوارت Stewart Stern للاستشارات المالية سنة 1982 ويرجع لهما الفضل في تأسيس مدخل القيمة الاقتصادية المضافة من خلال تطوير مفهوم الدخل المتبقي باقتراح مجموعة من التعديلات على حساب النتيجة المحاسبية.

يسمى بإعادة هندسة نظم الأعمال التي ميزت المؤسسات الأمريكية منذ منتصف التسعينات (Yourg, 1999, pp. 7-20)

ويعد مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) من أكثر المقاييس انتشاراً برغم من شيوع مفهوم القيمة المضافة في الفكر الاقتصادي، حيث عرفه سترن ستيوارت Stern – Stewart بأنه "مقياس للأداء المالي يرتكز على تقدير الربح الحقيقي ويرتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت ويقدر بالفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب وتكلفة رأس المال الممول والمقترض" (Jiambalov, 2007, p. 470)، فهو يعبر عن الفرق بين ما يستثمره أصحاب رأس المال في الوحدة وما يحصلون عليه من عملية البيع بالأسعار الحالية السائدة في سوق الأوراق المالية (Joing, Avril 2001, p. 02)

كما عرفت القيمة الاقتصادية المضافة على أنها الفرق بين العائد المحقق خلال الدورة والعائد المنتظر أخذاً في الحساب الخطر المصاحب له، وهي تعتبر أحد المقاييس المستعملة لمعرفة مدى قدرة الشركة على إنشاء القيمة (رشيد، 2014، صفحة 26)

الفرع الثاني: الانتقادات الموجهة لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة

لم يسلم مقياس القيمة الاقتصادية المضافة من بعض الانتقادات التي وجهت إليه كأحد المقاييس المالية لتقييم الأداء ، والتي تتمثل أهمها في الآتي: (عبدالله، 2000، الصفحات 142-143)

* مقياس القيمة الاقتصادية المضافة يعتمد على فرض أن المسؤولية الأساسية للإدارة هي تعظيم ثروة حملة الأسهم، الأمر الذي يترتب عليه تجاهل الإدارة للجوانب الأخرى الهامة مثل رضا العملاء والإنتاجية ورضا العاملين والمسؤولية الاجتماعية للمنشأة.

وتمثل رد المؤيدين لهذا المقياس على هذا الانتقاد في كون تعظيم ثروة الملاك هو أفضل طريق – إن لم يكن الطريق الوحيد – الذي يخدم بفاعلية المصالح طويلة الأجل لكل الأطراف، وأن خلق الثروة للملاك سيؤدي إلي خلق مزيد من الثروة لكل أفراد المجتمع.

* أن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة يركز على الأداء لسنة مالية واحدة أي الأداء قصير الأجل، ولذلك فإن تعظيم قيمتها الحالية قد يتم على حساب الأجل الطويل.

هذا ويرد المدافعون عن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة على ذلك الانتقاد بالقول أن معظم التعديلات المقترحة على المبادئ المحاسبية المتعارف عليها لأغراض حساب القيمة الاقتصادية المضافة تهدف بصورة أساسية إلي تشجيع المديرين على الأخذ في الاعتبار التكاليف والمنافع طويلة وقصيرة الأجل ، هذا بالإضافة إلي أن هذا المقياس لا يستخدم فقط في قياس الأداء السنوي بل يستخدم أيضاً في أغراض اتخاذ القرارات الإستثمارية وتنقيح الإستراتيجيات وخطط الحوافز التي تكافئ المديرين على الزيادة الحالية والمستقبلية للقيمة المضافة ، الأمر الذي يشجع المديرين على الاتجاه نحو بناء القيمة في الأجل الطويل.

* أن مقياس القيمة المضافة يتم حسابه من البيانات المالية في نهاية الفترة وهو بالتالي لا يساعد المديرين على تحديد الأسباب الحقيقية لعدم الكفاءة في النواحي التشغيلية ، كما أنه يوفر معلومات قد تكون محدودة لأولئك الذين يتحملون مسؤولية إدارة عمليات المنشأة

ورد Stewart على هذا الانتقاد بالتأكيد على أن الفائدة الكاملة من استخدام مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لتقييم الأداء لن تتأتي إلا من خلال ربطه بمقاييس التشغيل الرئيسية والأهداف الإستراتيجية ولذلك قامت شركة Stern & Stewart Co. بتطوير أسلوب إداري ، أطلق عليه مسمى " محركات القيمة الاقتصادية المضافة لمساعدة الإدارة في تتبع المحركات الأساسية والتشغيلية والإستراتيجية للقيمة الاقتصادية المضافة والتي يستطيع المديرون التحكم فيها .

وقد أثبت هذا الإطار فائدته في توجيهه أو تركيز إنتباه الإدارة وتشخيص المشكلات الإدارية وتحقيق مستويات معيارية من الأداء وتحسين وتطوير التخطيط ومساعدة العاملين على كافة المستويات التنظيمية في المنشأة في تقييم الدور الذي يمكنهم القيام به لتحسين وزيادة القيمة.

الفرع الثالث: قياس وتقدير القيمة الاقتصادية المضافة

لقد قامت شركة Stewart Stern بتحديد القيمة الاقتصادية المضافة على أنها :

الربح التشغيلي بعد الضرائب NOPAT مطروح منه تكلفة رأس المال (WACC) (Shil, 2009, p. 171) ، وذلك وفق المعادلة التالية:

القيمة الاقتصادية المضافة = النتيجة التشغيلية بعد الضرائب - (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال $\times$ رأس المال المستثمر)

$$EVA = NOPAT - (WACC \times Capital Invested)$$

وتقدير القيمة الاقتصادية المضافة يكون وفق الخطوات التالية :

أ-تقدير صافي ربح العمليات بعد الضرائب NOPAT :

لحساب صافي ربح العمليات بعد الضرائب NOPAT ، يجب تحديد الدخل التشغيلي والمعروف أيضاً باسم الربح التشغيلي، ويشار إلى الدخل التشغيلي أيضاً بالأرباح قبل الفوائد والضرائب (EBIT) وهي تشمل إجمالي الأرباح ناقصاً مصروفات التشغيل والتي تتكون من مصروفات البيع، والمصروفات العامة والإدارية (مثل اللوازم المكتبية)، وصيغة NOPAT هي:

$NOPAT = \text{الدخل التشغيلي} \times (\text{معدل الضريبة} - 1)$

أ-1. تحديد رأس المال المستثمر :

يعبر رأس المال المستثمر عن مجموع حقوق الملكية و الديون طويلة الأجل او مجموع الأصول ناقص الخصوم المتداولة

أ-2. تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال WACC

لتقدير التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال تقوم المؤسسة بتقدير تكلفة كل عنصر من العناصر المشكلة لرأس المال المستثمر، وبعدها تلجأ الى تقدير المتوسط المرجح او الموزون لهذه العناصر أخذا في الاعتبار للأهمية أو الوزن النسبي لكل عنصر من عناصر المزيج التمويلي، ويتم تقدير هذا المتوسط إما على أساس الأوزان التاريخية (الفعلية) لعناصر هيكل رأس المال أو على أساس الأوزان المستهدفة لكل عنصر أو على أساس الأوزان المتاحة والمراد استخدامها لتمويل الاقتراح أو المشروع الإستثماري محل البحث، ويختلف تقدير هذا المتوسط المرجح وفقا للمدخل أو الأساس الذي يتم اعتماده، ولكل مدخل من المدخل الثلاث مزاياه وعيوبه رغم أن الشائع في الاستخدام هو مدخل الأوزان التاريخية (الفعلية) (الزبيدي، 2008، الصفحات 512-513) ويتم تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال من خلال العلاقة التالية : (الهندي، 1999، صفحة 131)

$$WACC = \sum_{t=1}^n CPt \cdot Kt$$

حيث :

CPt : تعبر عن وزن مصدر التمويل (معامل الترجيح) والذي يساوي نسبة قيمة المصدر التمويلي الى القيمة الكلية للأموال المستخدمة ، Kt : تعبر عن تكلفة مصدر التمويل

المحور الثاني : التعريف بالمؤسسات عينة الدراسة

أجريت هذه الدراسة على عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر والمتمثلة في مجمع صيدال ، مؤسسة التسيير الفندقية الأورسي ومؤسسة اليانس للتأمينات

الفرع الأول : مجمع صيدال

تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية في عام 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري. وفي إطار مهامها الإنتاجية، أنشأت الصيدلية في عام 1971 وحدة إنتاج الحراش، واشترت على مرحلتين (في سنة 1971 ثم 1975) وحدتي "بيوتيك (BIOTIC) " و "فارمال. (PHARMAL) " وفي أعقاب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية، أصبح رفعها للإنتاج يَسمى الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني بموجب المرسوم 161/82 الصادر في أبريل 1982. وكانت مهمة الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني هي ضمان احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الشبيهة والتفاعلية، وهدفها تزويد السوق الجزائرية على نحو كاف ومنظم.

ثم إن هذه الشركة غوّت اسمها في سنة 1985 لتصبح صيدال. وفي أعقاب تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية لعام 1989، صارت صيدال مؤسسة اقتصادية عامة تملك استقلالية الإدارة واختيرت لتكون من بين الشركات الوطنية الأولى التي تحصل على وضع الشركة ذات الأسهم.

وفي عام 1993، تم إجراء تغييرات على النظام الأساسي للشركة ما مكّنها من المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية ذات الصلة بأغراض الشركات من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع تابعة. في فبراير 1999: قام مجمع صيدال بفتح رأس ماله عن طريق العرض العلني للبيع. وحدد مبلغ العرض بـ 20

% من رأس مال المجمع، أي ما يعادل 500 مليون دينار جزائري موزعة على 2 مليون سهم. في سبتمبر 1999 : وبعد استيفاء شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمجمع صيدال في جدول التسعيرة الرسمية . (وُقدّر مبلغ الإدراج ب 800 دينار جزائري)

الفرع الثاني : مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي

تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة 5 نجوم بتاريخ 2 مايو 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة. وقد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة (SONATOUR) حتى عام 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة (ALTOUR) حتى عام 1979، وأخيراً من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات (NCCB) حتى عام 1983.

في ذلك العام، وضمن إطار عملية لإعادة الهيكلة التنظيمية، تم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وأنشئت مؤسسة التسيير الفندقية (EGH) بموجب المرسوم رقم 83-226 المؤرخ في 2 ابريل 1983.

وعُمل الفندق ، في 12 فبراير عام 1991، من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار. وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقية "الأوراسي".

وفي عام 1995، وُضع الفندق تحت وصاية المؤسسة القابضة العامة للخدمات بموجب القانون 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية التابعة للدولة، وأصبحت المساهم الوحيد فيه.

لكن، وتماشياً مع توجهات السلطات العمومية التي تهدف إلى فك الارتباط الكلي بالدولة، من خلال مختلف القوانين التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالخصوصية الكلية أو الجزئية، اختيرت مؤسسة الأوراسي بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في فبراير 1998 لإدراجها في البورصة وطرح ما لا يتجاوز عن 20 % من رأس مالها للاكتتاب العام.

وفي يونيو 1999، فتحت مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع. ومثل مبلغ العرض 480 مليون دينار جزائري، أو ما يعادل 20 % من رأس المال الاجتماعي.

في 14 فبراير 2000 : وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي في جدول التسعيرة الرسمية. (وُقدّر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري)

الفرع الثالث : مؤسسة اليانس للتأمينات

إليانس للتأمينات هي شركة ذات أسهم برأسمال مبدئي قدره 500 مليون دينار جزائري، أنشئت في يوليو 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين. وتم رفع رأس مالها إلى 800 مليون دينار جزائري خلال العام 2009. وشهد العام 2010 زيادة أخرى في رأسمالها ليبلغ 2.2 مليار دينار جزائري بالنسبة لنشاط التأمين على الأضرار. وتحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للإدخار ومكّنت الشركة من الإمتثال

لأحكام المرسوم التنفيذي 375-09 المؤرخ في 16/11/2009 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي 95-344 المؤرخ في 30/10/1995 المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال شركات التأمين.

في نوفمبر 2010: شرعت أليانس للتأمينات في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للاكتتاب. وانصبّ مبلغ العرض على 31 ٪ من رأس المال الاجتماعي، أي ما نسبته 1.44 مليار دينار مقسمة إلى 1804511 سهم. في مارس 2011 : بعدما استوفى شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامة لبورصة الجزائر، تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة اليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 7 مارس 2011. وقدر سعر الإدراج ب 830 دينار جزائري.

الفرع الرابع : التحفيزات الجبائية الممنوحة للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر

في إطار تعزيز تعبئة وتحفيز رؤوس الأموال للإستثمار في بورصة الجزائر خصص المشرع الجزائري مجموعة التحفيزات الجبائية يمكن اجمالها في التشريعات التالية :

وفقاً للقانون رقم 09 - 09 المؤرخ في 13 محرم عام 1431 الموافق 30 ديسمبر سنة 2009 المتضمن قانون المالية لسنة: 2010

المادة 32 «: تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات الحواصل وفوائض القيمة الناتجة عن التنازل عن الأسهم والأوراق الماثلة المحققة في إطار عملية الدخول للبورصة. تعفى من حقوق التسجيل العمليات المتعلقة بالدخول للبورصة» .

وفقاً للقانون رقم 13 - 08 المؤرخ في 27 سفر عام 1435 الموافق 30 ديسمبر سنة 2013 المتضمن قانون المالية لسنة: 2014

المادة «: 66 تستفيد الشركات التي تسعر أسهمها العادية في البورصة من تخفيض على الضريبة على أرباح الشركات يساوي معدل فتح رأسمالها في البورصة لمدة خمس (5) سنوات ، وذلك ابتداء من أول يناير سنة 2014».

وفقاً للقانون رقم 14 - 10 المؤرخ في 08 ربيع الأول عام 1436 الموافق 30 ديسمبر سنة 2014 المتضمن قانون المالية لسنة: 2015

المادة 73:

" تعدل أحكام المادة 63 من القانون رقم 11-02 المؤرخ في 24 ديسمبر سنة 2002 والمتضمن قانون المالية لسنة المعدلة بموجب المادة 67 من القانون رقم 13-08 المؤرخ في 30 ديسمبر سنة 2013 و المتضمن قانون المالية لسنة 2014 وتحرر كما يأتي :

المادة 63 :

تعفى من الضريبة على الدخل الاجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات نواتج و فوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن الالتزامات والسندات الماثلة والأوراق الماثلة للخرينة المسعرة في البورصة أو

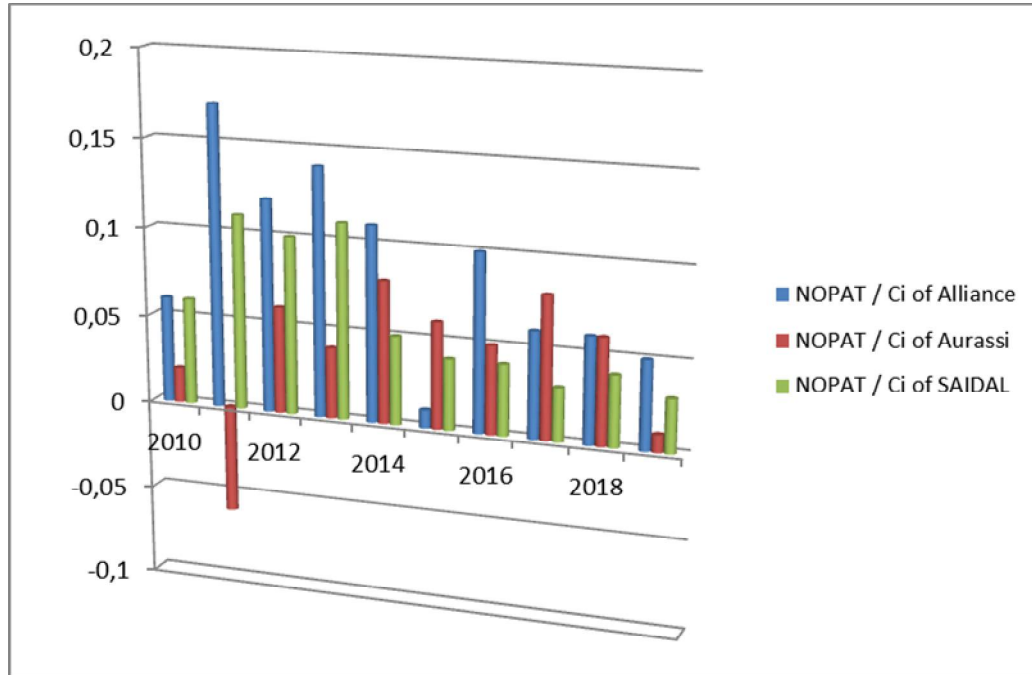
المتداولة في سوق منظمة لأجل أدنى يقدر بخمس (5) سنوات والصادرة خلال فترة خمس (5) سنوات والصادرة خلال فترة خمس (5) سنوات ابتداء من أول يناير سنة 2013

المحور الثالث : التحليل الإقتصادي للمتغيرات ذات الأثر على القيمة الإقتصادية المضافة للمؤسسات عينة الدراسة

إعتقادا على بيانات وقيم التقارير والقوائم المالية للمؤسسات الثلاث المستقاة من موقع بورصة الجزائر تمكنا من الحصول على النتائج التالية :

الفرع الأول: تقييم معدلات العائد على رأس المال المستثمر RONIC للمؤسسات الثلاث

يقيس معدل العائد على رأس المال المستثمر نسبة صافي ربح العمليات بعد الضريبة الى رأس المال المستثمر شكل رقم (01): نسب صافي ربح العمليات بعد الضريبة الى رأس المال المستثمر (العائد على رأس المال المستثمر ROIC) للمؤسسات الثلاث



المصدر : من إعداد الباحثين اعتمادا على بيانات المؤسسات (SGBV بورصة الجزائر، 2020)

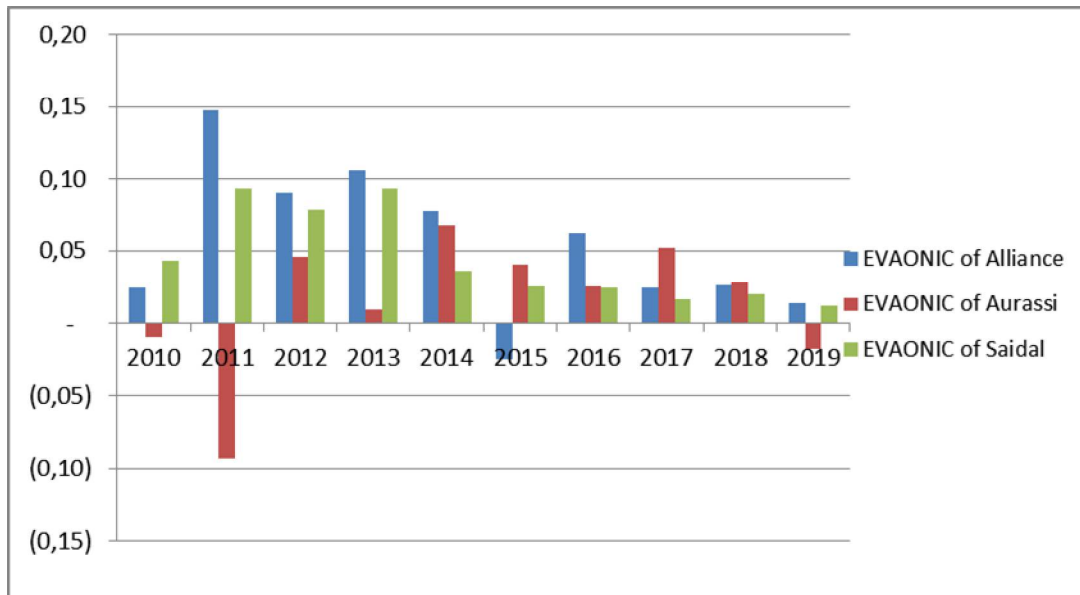
يلاحظ من خلال الشكل البياني أن :

مؤسسة اليانس تفوقت على مؤسسة الاوراسي ومجمع صيدال في معظم الفترات في مستوى صافي ربح العمليات بعد الضريبة الى رأس المال المستثمر او العائد على رأس المال المستثمر ROIC وذلك في السنوات 2010، 2011، 2012، 2013، 2014، 2016، 2019 ، أما في سنة 2017 فحققت مستوى ROIC يقل عن مستوى مؤسسة الاوراسي ويفوق مستوى مجمع صيدال، وفي سنة 2018 سجلت مستوى ROIC يساوي مستوى شركة الأوراسي ويفوق مستوى مجمع صيدال وكانت 2015 السنة الوحيدة التي سجلت فيها المؤسسة المستوى الأضعف مقارنة بشركتي الاوراسي وصيدال.

أما مؤسسة الاوراسي فتفوقت في مستوى ROIC في سنتي 2015 و 2017 وكذا في سنة 2018 بمستوى يتساوى مع مؤسسة اليانس وسجلت مستوى أقل من مؤسسة اليانس ويفوق مجمع صيدال في سنتي 2014 و 2016 وسجلت المستوى الأضعف في باقي السنوات مع معدل سلبي في سنة 2011، في حين أن مجمع صيدال سجلت مستوى ROIC أقل من مستوى مؤسسة اليانس ويفوق مستوى مؤسسة الاوراسي في سنوات 2010، 2011، 2012، 2013، 2015، و 2019، كما سجلت المستوى الأضعف من حيث مستوى ROIC في باقي السنوات.

الفرع الثاني: تقييم معدلات القيمة الإقتصادية المضافة الى رأس المال المستثمر EVAONIC للمؤسسات الثلاث

الشكل 02 : نسب القيمة الإقتصادية المضافة الى رأس المال المستثمر للمؤسسات الثلاث



المصدر : من إعداد الباحثين اعتمادا على بيانات المؤسسات (SGBV بورصة الجزائر، 2020)

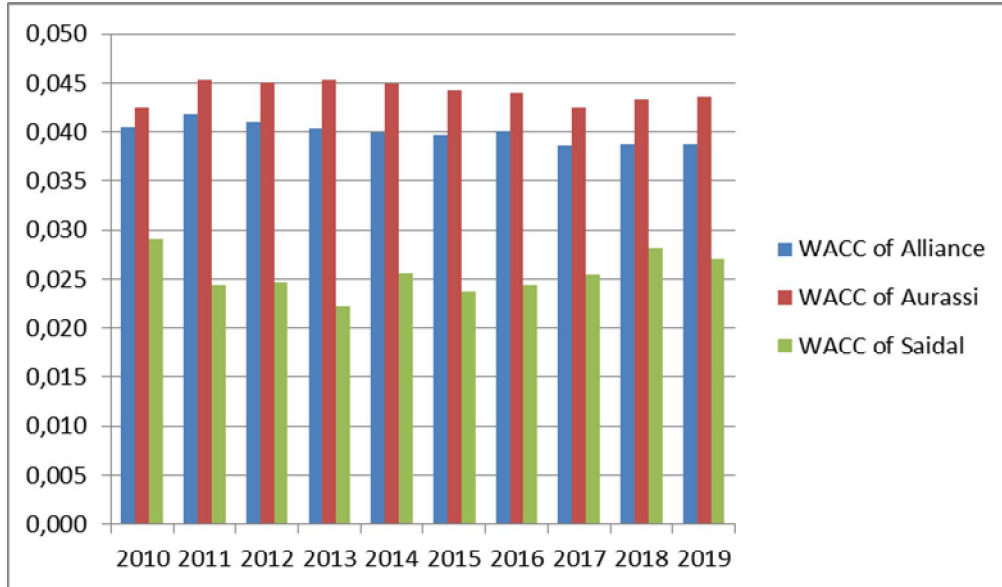
يلاحظ من خلال الشكل البياني أعلاه :

أن مؤسسة اليانس للتأمينات على غرار تفوقها في مستوى صافي ربح العمليات بعد الضريبة الى رأس المال المستثمر ROIC تفوقت كذلك على شركتي الاوراسي وصيدال في معظم الفترات في مستوى نسبة القيمة الإقتصادية المضافة الى رأس المال المستثمر (EVAOIC) وذلك في السنوات 2011، 2012، 2013، 2014، 2016، و 2019، وفي سنة 2010 حققت مستوى EVAOIC يقل عن مستوى مجمع صيدال ويفوق مستوى مؤسسة الاوراسي والعكس في سنتي 2017 و 2018 حيث حققت مستوى يفوق مستوى مجمع صيدال ويقل عن مستوى مؤسسة الاوراسي كما سجلت مستوى سلبي في نسبة EVAOIC في سنة 2015 متخلفة عن المؤسستين ،

أما مؤسسة الاوراسي فتفوقت على المؤسستين في مستوى EVAOIC في سنوات 2015، 2017 و 2018، وفي سنتي 2014 و 2016 وحقت مستوى يفوق مجمع صيدال ويقل عن مستوى مؤسسة الاوراسي، وسجلت المستوى الأضعف في باقي السنوات مع معدل سلبي في سنوات 2010، 2011 و 2019 . وفي ذات الإطار تفوقت مجمع صيدال في مستوى EVAOIC في سنة 2010 كما سجلت مستوى أقل من مستوى مؤسسة اليانس ويفوق مستوى مؤسسة الاوراسي في سنوات 2011، 2012، 2013، و 2019 ، في حين حققت مستوى أقل من مستوى مؤسسة الاوراسي ويفوق مؤسسة اليانس في سنة 2015، وسجلت المستوى الأضعف من حيث مستوى EVAOIC في سنوات 2014، 2016، 2017 و 2018.

الفرع الثالث: تقييم معدلات تكلفة رأس المال للمؤسسات الثلاث

الشكل 03 : لمعدلات تكلفة رأس المال للمؤسسات الثلاث



المصدر : من إعداد الباحثين اعتمادا على بيانات المؤسسات (SGBV بورصة الجزائر، 2020)

يلاحظ من خلال الشكل البياني أعلاه تفوق مجمع صيدال في مستوى التحكم في تكلفة رأس المال المستثمر مقارنة بمؤسستي اليانس و الاوراسي ، وهو ما يؤثر الى فعالية أكثر لدى الشركة في القرارات المالية والاستثمارية ، أما التفوق الذي لوحظ في مستوى صافي ربح العمليات لمؤسسة اليانس فهو يعزى الى فعالية الاداء العملياتي لديها

المحور الرابع: منهج وأدوات الدراسة

إن المنهج الحديث يقترح الصيغة الأساسية لانحدار بيانات اللوحة التي قدمها (Greene, 2002, p. 285) وهي على النحو التالي:

$$y_{it} = x'_{it}\beta + z'_i\alpha + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

يوجد عدد k من الانحدارات في x'_{it} ، دون احتساب الحد الثابت.

$z_i'\alpha$ تعبر عن عدم التجانس، أو التأثير الفردي، حيث يحتوي z_i على متغير ثابت ومجموعة من المتغيرات الفردية أو الجماعية، والتي يمكن ملاحظتها، مثل العرق والجنس والموقع وما إلى ذلك أو التي قد لا يمكن ملاحظتها، مثل الخصائص الخاصة بالعائلة، وعدم التجانس الفردي في المهارة أو التفضيلات، وما إلى ذلك، وكلها تعتبر ثابتة بمرور الوقت.

إذا تم ملاحظة z_i لجميع الأفراد، فيمكن حينها التعامل مع النموذج بأكمله كنموذج خطي عادي وملائم للمربعات الصغرى.

فيما يأتي نعرض الحالات المختلفة لبيانات للوحة هي :

الفرع الأول: نموذج الانحدار التجميعي:

إذا احتوت z_i على مدى ثابت فقط، فإن طريقة المربعات الصغرى العادية توفر تقديرات متسقة وفعالة لـ α المشترك ومتجه الانحدار β (Baltagi, 2013, p. 53).

الفرع الثاني: نموذج التأثيرات الثابتة: إذا كانت z_i متغير وهمي، لكنه مرتبط بـ x'_{it} ، فإن تقديرات المربعات الصغرى لـ α متحيز وغير متسق كنتيجة لمتغير وهمي. ومع ذلك، (Baltagi, 2013, p. 13) في هذه الحالة يكون النموذج كالتالي:

$$y_{it} = x'_{it}\beta + \alpha_i + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2)$$

حيث $\alpha_i = z_i'\alpha$ ، يجسد جميع التأثيرات الملحوظة ويحدد متوسطاً شرطياً يمكن تقديره. نهج التأثيرات الثابتة هذا يأخذ α_i ليكون مدى ثابتاً خاصاً بالمجموعة في نموذج الانحدار. وتجدر الإشارة إلى أن الأجل "ثابت" كما هو مستخدم هنا يشير إلى أن الفترة لا تتغير بمرور الوقت، هذا لا يعني أنه غير عشوائي، وهو الأمر الذي لا يجب أن يكون كذلك.

الفرع الثالث: نموذج التأثيرات العشوائية:

إذا كان من الممكن افتراض أن عدم التجانس الفردي غير ملحوظ، مهما تمت صياغته، فإنه غير مرتبط بالمتغيرات المضمنة في النموذج، فيمكن عندئذ صياغة النموذج على النحو التالي:

$$y_{it} = x'_{it}\beta + E[z_i'\alpha] + \{z_i'\alpha - E[z_i'\alpha]\} + \varepsilon_{it} = x'_{it}\beta + \alpha + u_i + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (3)$$

أي كنموذج انحدار خطي مع اضطراب مركب قد يتم تقديره باستمرار، وإن كان غير فعال، بواسطة استخدام المربعات الصغرى (Erik, 2017, p. 67) يحدد منهج التأثيرات العشوائية، والواجهة المستخدمة عبارة ما هي إلا عبارة عن متغير عشوائي خاص بالمجموعة، مشابه لـ ε_{it} فيما عدا ذلك بالنسبة لكل مجموعة، لا يوجد سوى رسم واحد يدخل الانحدار بشكل متماثل في كل فترة.

وبحسب (Cheng, 2014, p. 470) فإن تحليل بيانات اللوحة يتميز بكفاءة عالية وعدد كبير من درجات الحرية بالإضافة إلى تحكمه في التباين الفردي الذي قد يظهر في حالة المقطع العرضي أو الزمني للبيانات، التي تؤدي إلى نتائج متحيزة، ولديها أيضاً إمكانية أفضل لتعديل الدراسة الديناميكي، والذي قد تخفيه بيانات المقطع العرضي، والربط بين سلوكيات مفردات العينة من وقت إلى آخر.

المحور الخامس : النتائج ومناقشتها

لتقدير النموذج القياسي للدراسة تمت الاستعانة بأساليب تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، أو ما يعرف بالبنابل داتا (Panel Data) والتي تقوم على دمج بيانات السلاسل الزمنية مع البيانات المقطعية لعينة المؤسسات المدروسة.

الفرع الأول: البيانات وتقدير النموذج المستخدم:

تتمثل العينة المدروسة في ثلاث مؤسسات مدرجة في بورصة الجزائر، أما فترة الدراسة فتغطي عشر سنوات ابتداء من سنة 2010 الى سنة 2019، وبالتالي فإن مجموع المشاهدات في التحليل يقدر ب 30 مشاهدة. وبالنسبة لهذه الفترة فقد تم اختيارها بناء على المعلومات المتوفرة لدينا، والتي تم الحصول عليها من خلال التقارير السنوية للمؤسسات من موقع بورصة الجزائر

أ. متغيرات الدراسة والنموذج المستخدم:

تم اختيار مجموعة من المتغيرات والتي يقدر أن لها أثر فاعل في التغير في القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات، حيث تتكون متغيرات نموذج القيمة الاقتصادية المضافة من متغير تابع وخمس متغيرات مستقلة، وهي كما يلي:

أ-1. المتغير التابع:

القيمة الاقتصادية المضافة EVA : وتقدر بحاصل طرح التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال المستثمر من صافي ربح العمليات بعد الضريبة

أ-2. المتغيرات المستقلة:

رأس المال المستثمر IC : ويعبر عن مجموع الخصوم غير المتداولة والمتمثلة في الأموال المملوكة و الديون طويلة ومتوسطة الاجل

القيمة السوقية المضافة MVA : وتقدر بحاصل طرح القيمة الدفترية للمؤسسة من قيمتها السوقية

صافي ربح العمليات بعد الضريبة NOPAT: ويعبر عن نتيجة الإستغلال بعد خصم الضريبة السنوية المستحقة على الأرباح

التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال المستثمر WACC: ويعبر عن المعدل المرجح لأوزان العناصر المشكلة لهيكل رأس المال المستثمر من أموال مملوكة وديون

قيمة التداول VAT : تعبر عن المجموع السنوي لأحجام الأسهم المتداولة مضروبة في أسعار المعاملات

ب. تقدير النموذج وتحليل النتائج: تعتمد عملية تقدير النموذج على اختيار النموذج الملائم للقياس مع ادخال اللوغاريتم على متغيرات الدراسة وذلك بناء على النموذج التالي:

$$LEVA_{it} = \alpha_i + \beta_1 LNOPAT_{it} + \beta_2 LIC_{it} + \beta_3 LWACC_{it} + \beta_4 LMVA_{it} + \beta_5 LVAT_{it} + \varepsilon_{it} \dots (4)$$

الفرع الثاني : تقدير النماذج (العشوائي والثابت):

بعد إدخال المعطيات في برنامج Eviews9 وتقدير الانحدار باستخدام نموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية تحصلنا على النتائج المدونة في الجدولين أدناه ، الأول يخص نتائج تقدير نموذجي البائل للتأثيرات الثابتة والعشوائية والجدول الثاني يخص نتائج اختبار هوسمان.

الجدول 01 : نتائج التقدير نماذج البائل لمتغير القيمة الاقتصادية المضافة Y(EVA)

المتغيرات	النموذج الثابت	النموذج العشوائي
C	*-4.266214	*-4.886180
LIC	*-0.271168	*-0.219455
LMVA	-0.003946	** -0.037922
LNOPAT	*1.450608	1.468996
LVAT	0.002355	0.003516
LWACC	** -0.214328	** -0.144567
الاحصائيات		
R-squared	0.995010	0.985934
Adjusted R-squared	0.990020	0.982876
S.E. of regression	0.054235	0.070242
Sum squared resid	0.041180	0.113479
F-statistic	199.4082	322.4287
Prob(F-statistic)	0.000000	0.000000
Durbin-Watson stat	2.193049	1.873135

(*) معنوية عند مستوى 1 % ، (**) معنوية عند مستوى 5 % .

المصدر : من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 9

الفرع الثالث: اختيار النموذج الملائم (اختبار هوسمان):

يحظى اختبار هوسمان بأهمية كبيرة في المفاضلة بين نموذجي البائل للتأثيرات الثابتة والعشوائية، والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار:

الجدول 02: نتائج اختبار هوسمان (Hausman test)

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: EQ01			
Test period random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Period random	20.580515	5	0.0010

المصدر : من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 9

من خلال نتائج المحصل عليها نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (value-P) لاختبار هوسمان هي 0.0010 وهي أقل من 0.05 .

كما نلاحظ أن إحصائية فيشر المحسوبة ($F = 199.4082$) باحتمال يقدر ب 0.00000 عند مستوى معنوية 5 % ودرجات حرية 3 و 30 على التوالي أكبر من قيمة F المجدولة عند نفس مستوى الدلالة ونفس درجات الحرية $F(0.05,3,30)=2.92$

كما أن قيمة كاي مربع ($X^2 = 20.58$) تفوق القيمة المجدولة لها عند نفس درجة الحرية ونفس مستوى الدلالة $(X^2(0.05,3)=7.81)$.

وعليه نرفض الفرضية الصفرية التي تنص على أن النموذج العشوائي هو النموذج الملائم ونقبل الفرضية البديلة التي تعني أن النموذج الملائم لهذه الدراسة هو نموذج التأثيرات الثابتة.

نلاحظ من خلال الجدول رقم 3 أن قيمة معامل التحديد المعدل ($R^2=0.995010$) تقابله قيمة احتمالية لإحصائية فيشر $\text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0.00000$ ، وهذا يؤشر الى أن هناك ارتباط قوي بين المتغير التابع (القيمة الاقتصادية المضافة) والمتغيرات المستقلة المدروسة، ما يعني أن لهذه المتغيرات المستقلة جودة وتأثير قويين في تفسير مستوى التغير في القيمة الاقتصادية المضافة ، حيث يشير إلى أن 99.5 % من التغير في القيمة الاقتصادية المضافة يفسره التغير في المتغيرات المستقلة المستخدمة ، والباقي 0.005 % يفسره حد الخطأ العشوائي، وهو ما يؤكد أيضا القوة التفسيرية لنموذج الانحدار الخطي المتعدد من الناحية الإحصائية. وهذا الاستنتاج يؤكد كذلك مستوى معامل التحديد المصحح الذي قدرته قيمته $0.990020 = \text{Adjusted R-squared}$ وهذا العامل المصحح يتميز بأنه يأخذ في الاعتبار عدد المتغيرات المستقلة المستخدمة في التحليل في حين أن المعامل العادي له سلبية أنه يرتفع بإضافة أى متغير جديد.

وللتأكد من وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء نستخدم اختبار Durbin-watson الذي قدرته قيمته ب 2.19 و هي تقع بين أدنى قيمة 1.5 وأعلى قيمة 2.5 وهذا يعني عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء العشوائية وأن مستوى أهميتها الإحصائية ضعيف .

الفرع الرابع: اختبار الفرضيات:

جاءت نتائج البيانات التي تم تقديرها وفق النموذج الثابت باعتباره النموذج الأمثل للدراسة كما هو موضح في الجدول التالي :

الجدول 03 : نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة

Dependent Variable: LEVA				
Method: Panel Least Squares				
Date: 01/09/21 Time: 11:31				
Sample: 2010 2019				
Periods included: 10				
Cross-sections included: 3				
Total panel (unbalanced) observations: 29				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.266214	0.774877	-5.505665	0.0001

LIC	-0.271168	0.034621	-7.832506	0.0000
LMVA	-0.003946	0.019479	-0.202604	0.8424
LNOPAT	1.450608	0.038387	37.78871	0.0000
LVAT	0.002355	0.007418	0.317528	0.7555
LWACC	-0.214328	0.082255	-2.605642	0.0207
Effects Specification				
Period fixed (dummy variables)				
R-squared	0.995010	S.D. dependent var		0.542904
Adjusted R-squared	0.990020	Durbin-Watson stat		2.193049
F-statistic	199.4082	Prob(F-statistic)		0.000000

المصدر : من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 9

أ- التفسير الإحصائي :

من خلال الجدول أعلاه نستنتج أن:

- وجود علاقة ارتباط سالبة دالة إحصائيا بين حجم رأس المال المستثمر (LIC) والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) عند مستوى معنوية 1 % بقيمة احتمال تقدر ب 0.0000 وبمعامل سالب قدرت قيمته ب - 0.271168

- وجود علاقة ارتباط سالبة ضعيفة غير دالة إحصائيا بين القيمة السوقية المضافة (MVA) والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) بقيمة احتمال تقدر ب 0.8424 وبمعامل سالب قدرت قيمته ب -0.003946

- وجود علاقة ارتباط موجبة قوية دالة إحصائيا بين صافي ربح العمليات بعد الضريبة (NOPAT) والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) بمستوى معنوية 1 % بقيمة احتمال تقدر ب 0.0000 وبمعامل موجب قدرت قيمته ب 1.450608

- وجود علاقة ارتباط سالبة ضعيفة غير دالة إحصائيا بين قيمة المبادلات (Valeur transigée VAT) والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) بقيمة احتمال تقدر ب 0.7555 وبمعامل موجب قدرت قيمته ب 0.002355

- وجود علاقة ارتباط سالبة دالة إحصائيا بين التكلفة المرجحة المتوسطة لرأس المال المستثمر (WACC) والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) بمستوى معنوية 5 % بقيمة احتمال تقدر ب 0.0207 وبمعامل سالب قدرت قيمته ب -0.214328

ب- التفسير الاقتصادي:

عند تحليل نتائج المتغيرات التي لها علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية نستنتج أن :

- علاقة الارتباط السالبة بين حجم رأس المال المستثمر والقيمة الاقتصادية المضافة تثبت أن الزيادة في رأس المال المستثمر اثرت سلبا على القيم الاقتصادية المضافة لمؤسسات الدراسة

- توجد علاقة الارتباط طردية بين صافي ربح العمليات بعد الضريبة والقيمة الاقتصادية المضافة تعتبر منطقية من الناحية الاقتصادية باعتبار أن القيمة الاقتصادية المضافة تعبر عن حاصل طرح تكلفة رأس المال المستثمر من صافي ربح العمليات بعد الضريبة
- توجد علاقة ارتباط عكسية بين التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال المستثمر والقيمة الاقتصادية المضافة تعتبر منطقية كذلك من الناحية الاقتصادية

خاتمة :

تعتبر هذه الدراسة محاولة لتقييم فعالية رأس المال المستثمر في خلق القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة، أجريت الدراسة على بيانات عينة من ثلاث مؤسسات مدرجة في بورصة الجزائر من عام 2010 - 2019، واعتمدت الدراسة في اختبار الفرضيات على تحليل الأشكال البيانية والمعلومات المستقاة من البورصة وعلى التحليل القياسي من خلال استخدام أساليب تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) ، ومن خلال التحليلين الاقتصادي والاحصائي لمتغيرات الدراسة يمكن استخلاص ما يلي :

- أظهرت النتائج أن لمؤسسة اليانس قدرة إستثمارية جيدة على توليد قيمة إقتصادية مضافة.
- سجلت مجمع صيدال نتائج أقل من مؤسسة اليانس، فرغم أنها حققت نتائج ايجابية في مستوى القيمة الإقتصادية المضافة غير أن هذه القيم بدت متدنية بشكل ملحوظ في السنوات الأخيرة.
- سجلت مؤسسة الاوراسي المستوى الأضعف من النتائج، حيث رغم أنها حققت نتائج ايجابية في مستوى العائد على رأس المال المستثمر في السنتين الأولى والأخيرة 2010 و 2019 إلا أن القيمة الإقتصادية المضافة المسجلة كانت سلبية حيث فاقت تكلفة رأس المال خلال هذين السنتين قيمة صافي ربح العمليات بعد الضريبة.
- رغم النتائج الإيجابية الملاحظة في صافي ربح العمليات بعد الضريبة للمؤسسات الثلاث خلال كل او معظم فترات الدراسة إلا أن علاقة الارتباط السالبة بين حجم رأس المال المستثمر والقيمة الإقتصادية المضافة التي أظهرها التحليل الإحصائي تؤكد أن الزيادة في رأس المال المستثمر لم تكن لها فعالية في تحسين القيمة الإقتصادية المضافة بمعنى أن مردودية هذه الزيادة كانت أقل من التكلفة المقابلة لها.

بناء على النتائج السابقة يمكن صياغة التوصيات والاقتراحات التالية :

- يجب على مؤسسة اليانس تدارك التدني في نتيجة ال EVA المحققة في السنة الأخيرة مقارنة بالسابق.
- يجب على مجمع صيدال ضرورة مراجعة سياساتها الإستثمارية وكذا أدائها العملياتي لتدارك التدني في القيمة الإقتصادية المضافة الذي قد يقود الى خسائر مستقبلية غير محسوبة.
- يجب على مؤسسة الاوراسي ضرورة مراجعة الخيارات الإستثمارية المتاحة والوقوف عند أوجه القصور في الأداء العملياتي لتعويض النتائج السلبية المحققة خلال فترة الدراسة.
- تؤكد الدراسة أنه رغم الزيادة في رأس المال المستثمر إلا أنه لم تكن له فعالية في تحسين القيمة الإقتصادية المضافة بمعنى أن مردودية هذه الزيادة كانت أقل من التكلفة المقابلة لها، وهو ما يحتم على المؤسسات الثلاث ضرورة مراجعة سياستها الإستثمارية والتشغيلية.
- تؤكد الدراسة على أن زيادة القيمة الإقتصادية المضافة يتم تعزيزه بالطلب الفعال والرسمة داخل البورصة وهنا يأتي دور الدولة ممثلة في وزارة المالية في فتح رأسمال عدة مؤسسات اقتصادية عمومية لزيادة عدد المؤسسات المدرجة في البورصة وتحسين القيمة الإقتصادية المضافة من خلال زيادة حجم وقيمة التداول.

المراجع:

1. Abdulmouhsin. (2017). The Impact of Economic Value Added & Return on Investment on the Changes in Stock Market's Value (Analytical Study: ASE: 2006-2015). International Journal of Business and Management, Canadian Center of Science and Education, 12(10), 132-142.
2. Baltagi, B. (2013). Econometric Analysis of Panel Data. Chichester, West Sussex, England: John Wiley & Sons LTD.
3. Cheng, H. (2014). Analysis of panel data. New York, United States of America: Econometric society monographs.
4. Erik, p. (2017). Econometrics of panel data: methods and applications (Vol. first edition). Great Clarendon Street, united kingdom: OXFORD university press.
5. Greene, w. (2002). ECONOMETRIC ANALYSIS. New Jersey. USA: Upper Saddle River.
6. Jiambalov, J. (2007). Managerial Accounting. New York: Jhon wiley & sons .
7. Joing, M. S. (Avril 2001). Financial Management. CIMA.
8. Ray. (2014). EVA as a Financial Metric: the relationship between EVA and Stock Market Performance. European Journal of business and mangement, 06(11), 105-114.
9. Shil, N. C. (2009). Performance Measures : An Application of Economis Value Added. International Journal of Business And Management , 4(3), 169-177.
10. Yourg, S. (1999). some reflections accounting adjustments and EVA. Journal of Financial statement Analysis, 4.
11. الخولي, هـ. (2000). هالة الخولي ,دراسة تحليلية إنتقادية لمقياس القيمة الإقتصادية المضافة كأحد الاتجاهات الحديثة في مجال قياس وتقييم الأداء في منشآت الأعمال . مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة.(56)
12. الزبيدي, ح. م. (2008). الإدارة المالية المتقدمة .عمان :الوراق للنشر والتوزيع.
13. الهندي, م. ا. (1999). الفكر الحديث في مجال الإستثمار .الإسكندرية.
14. رشيد, د. ع. (2014). تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية خلال الفترة 2006-2011 باستخدام طريقة التحليل العاملي التمييزي (AFD).مجلة الواحات للبحوث والدراسات.(7)
15. عبدالله, ا. (2000). دراسة تحليلية إنتقادية لمقياس القيمة الإقتصادية المضافة كأحد الاتجاهات الحديثة في مجال قياس وتقييم الأداء في منشآت الأعمال .مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين جامعة القاهرة كلية التجارة.(26)
16. علي, م. (2010). نموذج القيمة الإقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقييم المؤسسات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها . Journal of Accounting and Financial Stadies , 5(11), 118-136.
17. مجّد, م. (2004). القيمة الإقتصادية المضافة (EVA) ودورها في التنبؤ بالقيمة السوقية المضافة .مجلة آفاق الإقتصادية.(106)27 ,
18. مقبل, ع. (2010). دراسة لنموذج القيمة الإقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقويم أداء المؤسسات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها .رسالة دكتوراه , جامعة حلب .
19. هندي, ا. (2009). الفكر الحديث في التحليل المالي وتقييم الأداء "مدخل حوكمة المؤسسات .مطبعة الدلتا الاسكندرية.

: http://www.sgbv.dz/ar/ بورصة الجزائر. Récupéré sur SGBV نوفمبر(2020),