



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 8 ماي 1945 قالمة



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

مذكرة تخرج لإستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم المالية والمحاسبة

تخصص: مالية المؤسسة

الموضوع:

القرارات الإستثمارية ومساهمتها في خلق القيمة بالمؤسسة الإقتصادية

دراسة حالة-المجمع الصناعي بيوفارم خلال الفترة (2018-2023)

تحت إشراف الأستاذة:

أ. د عمر عبدة سامية

من إعداد الطالبين:

- بكوش أكرم
- ربيعي سامي

السنة الجامعية: 2025/2024

شكر و عرفان

مصدقاً لقوله صلى الله عليه وسلم

"من لم يشكر الناس لم يشكر الله"

قال الله تعالى: ﴿وَلَمَّا شَكَرْتُمْ لَأَزِيدَنَّكُمْ﴾

الحمد لله السميع العليم، ذي العزة والفضل والنعمة، نحمده سبحانه وتعالى على ما أنعم به علينا من توفيق حتى وصلنا إلى هذه المرحلة من إنجاز هذا العمل العلمي المتواضع، بعد جهد وسهر وسعي.

إنطلاقاً من هذا الصدى النبوي الكريم، نرفع نحن الطالبان " ربيع سامي " و " بكوش أكرو " أسمى عبارات الشكر والعرفان إلى كل من كان له يد في إنجاز هذه المذكرة، وكان نوراً في دربنا، وداعماً في رحلتنا.

نتقدم بجزيل الشكر والعرفان للأستاذة المشرفة الدكتورة " عمر عبدة سامية " على المجهودات المبذولة في سبيل إنارة دربنا وتوجيهنا لأداء هذا البحث العلمي فنسأل الله أن يوفقها في حياتها العملية والعلمية، وأن يجعل كل ما قدمته لنا من نصح وتوجيه في ميزان حسناتها.

كما نتوجه بجزيل الشكر والعرفان إلى كافة أساتذتنا الأجلاء الذين علمونا ووجهونا وتركوا فينا بصمات لا ننسى في مسيرتنا الجامعية.

ولا ننسى أن نشكر أهلنا وأسرتنا الكريمة، الذين كانوا لنا السند الحقيقي، والدعامة النفسية والمعنوية في كل خطوة، فلولا دعمهم لما وصلنا إلى ما نحن عليه اليوم.

كما نشكر كل صديق، وكل من قدّم لنا كلمة طيبة أو مساعدة صادقة، فلکم جميعاً منّا دعاء بظهر الغيب، وإمتنان لا يوفيه الكلام.

وفي الختام، نسأل الله أن يجعل هذا العمل خالصاً لوجهه الكريم، وأن يكون خطوة مباركة في طريق النجاح والعطاء.

والحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات.

الإهداء

حين تصل إلى محطة النجاح، لا بد أن تلتفت خلفك لتتذكر من كانوا سببًا في وصولك،
من زرعوا فيك الأمل، وسقواك بدعائهم، وشجعوك حين ضعفت، وصدقوا بك حين شككت في
نفسك.

هذا الإنجاز ليس لي وحدي، بل هو حصاد تعب، ووجد، وتضحيات عظيمة...
ومن القلب، أكتب:

إلى من كانت حزنًا دافئًا، وسندًا لا يميل، إلى من ربّنتني بحبٍ لا يُقاس، وعمرتني بدعائها حتى
بعد رحيلها،

إلى من علمني أولى الخطى، وسار معي طريق الحياة بخطواته الثابتة،
إلى من نادرا الحياة، لكن لم يغادرا قلبي يومًا...

إلى أمي وأبي، اللذين زرعوا فيّ الحلم، وربّاني على القيم،
رغم رحيلكما، كنتما حاضرين في كل خطوة، في كل تعب، في كل نجاح،
أنبني أمامكما فخرا، وأهديكما هذا الإنجاز، فأنتم أول من يستحقه.

رحمكما الله وجعل هذا العمل نورًا يصل إليكما.

إلى أختي الغالية، السند في وقت الإنكسار، واليد التي إمتدت لتسندني حين تعبته

لم تكوني فقط أختًا، بل أما ثانية، ورفيقة في كل مراحل الطريق.

كل الشكر لا يكفيك، وهذا التخرج ثمرة تعبك كما هو تعب قلبي.

وإلى صديقتي " برداي أحمد أمين " صاحبة القلب النقي والضحكة التي لا تُنسى...

رغم الغياب، بقي حضورك في ذاكرتي محفرا، هذا الإنجاز لك، ولذكراك النقية التي ما زالت

تعيش بداخلي. رحمك الله.

إلى كل من كان سببًا في أن أقف اليوم شامخًا، أرفع هذه المذكرة بيدي

وأرفع معها فخرا لا يوصف، أني وصلت، رغم كل الظروف.

ربعي سامي

الإهداء

ما سلكنا البدايات إلا بتسييره وما بلغنا النهايات إلا بتوفيقه وما حققنا الغايات إلا بفضل فالحمد لله الذي وفقني لتتميم هذه الخطوة في مسيرتنا الدراسية والطلاقة والسلام على الحبيب المصطفى قدوتنا محمد صلى الله عليه وسلم.

فأما بعد فإن طلبنا العلم لوجه الله تعالى ولم يرد بذلك إلا بوجهه وذلك فضل الله يؤتيه من يشاء، وقد قال تعالى: "يَرْفَعُ اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ أُوتُوا الْعِلْمَ دَرَجَاتٍ"

وبكل حبه أهدي ثمرة نجاحي أولا الى نفسي الطموحة التي لم تخذلني والى كل من كان لهم الفضل بعد الله في كل ما وصلت اليه

الى من لا يتفضل اسمه عن اسمي، ذلك الرجل العظيم من دعمني بلا حدود وأعطاني بلا مقابل الذي تغرب عننا من أجل راحتنا وتعبت من أجل بسمتنا، أرجو من الله أن يجعلها في ميزان حسناتك والدي العزيز

الى من جعل الله الجنة تحفة أقدامها، تلك المرأة العظيمة بألفه رجل صاحبة أمن روح وأجمل قلب، التي ضحكت من أجلي، التي لطلما تمننت أن تقر عينها برويتي في يوم كهذا الى جنتي امي الحبيبة

الى الام الثانية التي كانت سندا لا يتزعزع ورفيقة دربي في كل لحظة ضعفه كانت دائما في ظهري وسندي في مساري الدراسي فلما مني كل الامتنان والحبه خالتي نجاة

الى الشموع التي تنير لي الطريق الذين كانوا لي عوناً في كل خطوة أشاركهم فرح النجاح لما شاركوني صعوبات الطريق وافخر بهم وبوجودهم.... الى اخوتي الأعماء

والى من وقفوا جنبي طيلة مسيرتي أهديكم هذا العمل المتواضع راجيا من الله تعالى ان يمننا بعونه وتوفيقه.

بكوش أكرم



قائمة المحتويات



الصفحة	المحتوى
-	الشكر والإهداء
IV-II	فهرس المحتويات
VI	قائمة الجداول
VIII	قائمة الأشكال
X	قائمة المختصرات
XII	قائمة الملاحق
أ-ح	المقدمة
الفصل الأول: الإطار الفكري لخلق القيمة	
2	تمهيد
3	 المبحث الأول: أساسيات حول القيمة
3	• المطلب الأول: القيمة بين الفكر المالي والمحاسبي
4	• المطلب الثاني: مفهوم القيمة
6	• المطلب الثالث: معايير تصنيف القيمة وأنواعها
6	▪ أولاً: معايير تصنيف أنواع القيمة
7	▪ ثانياً: أنواع القيمة
8	 المبحث الثاني: خلق القيمة
8	• المطلب الأول: ماهية خلق القيمة
8	▪ أولاً: مفهوم خلق القيمة
10	▪ ثانياً: أهداف خلق القيمة
11	▪ ثالثاً: أهمية خلق القيمة
12	• المطلب الثاني: آليات ومبادئ خلق القيمة
12	▪ أولاً: آليات خلق القيمة
14	▪ ثانياً: مبادئ خلق القيمة
16	• المطلب الثالث: عمليات خلق القيمة
20	 المبحث الثالث: مؤشرات قياس خلق القيمة
20	• المطلب الأول: القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)
20	▪ أولاً: مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)
21	▪ ثانياً: أهمية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

22	▪ ثالثا: أنواع القيمة الإقتصادية المضافة (EVA)
23	▪ رابعا: خطوات حساب القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)
25	▪ خامسا: مزايا وعيوب القيمة الاقتصادية المضافة
26	• المطلب الثاني: القيمة السوقية المضافة (MVA)
26	▪ أولا: مفهوم القيمة السوقية المضافة MVA
27	▪ ثانيا: طرق القياس القيمة السوقية المضافة MVA
28	▪ ثالثا: إيجابيات وسلبيات القيمة السوقية المضافة MVA
29	• المطلب الثالث: مؤشرات أخرى
29	▪ أولا: مقياس عائد الأعمال الإجمالي
30	▪ ثانيا: عائد التدفق النقدي على الإستثمار
31	▪ ثالثا: القيمة السوقية
32	خلاصة الفصل الأول
الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي للقرارات الإستثمارية	
34	تمهيد
35	🚩 المبحث الأول: أساسيات حول الإستثمار
35	• المطلب الأول: ماهية الإستثمار
35	▪ أولا: مفهوم الإستثمار وخصائصه
37	▪ ثانيا: أهمية الإستثمار وأهدافه
38	• المطلب الثاني: أدوات الإستثمار
40	• المطلب الثالث: محددات الإستثمار ومجالاته
40	▪ أولا: محددات الإستثمار
42	▪ ثانيا: مجالات الإستثمار
44	🚩 المبحث الثاني: القرارات الإستثمارية
44	• المطلب الأول: مفهوم القرارات الإستثمارية
45	• المطلب الثاني: أهداف القرارات الإستثمارية وخصائصها
45	▪ أولا: أهداف القرارات الإستثمارية
45	▪ ثانيا: خصائص القرارات الإستثمارية
46	• المطلب الثالث: أنواع القرارات الإستثمارية
48	🚩 المبحث الثالث: إتخاذ القرارات الإستثمارية

48	• المطلب الأول: مبادئ ومراحل إتخاذ القرار الإستثماري
48	▪ أولاً: مبادئ إتخاذ القرار الإستثماري
49	▪ ثانياً: مراحل إتخاذ القرار الإستثماري
50	• المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على قرار الإستثمار
52	• المطلب الثالث: قرار الإستثمار كمحدد لخلق القيمة
52	▪ أولاً: القرارات المالية
54	▪ ثانياً: علاقة قرار الإستثمار بخلق القيمة
56	خلاصة الفصل الثاني
الفصل الثالث: دراسة حالة المجمع الصناعي بيوفارم خلال الفترة (2018-2023)	
58	تمهيد
59	المبحث الأول: تقديم المؤسسة محل الدراسة
59	• المطلب الأول: التعريف بالمجمع الصناعي بيوفارم
59	• أولاً: التعريف بالمجمع الصناعي بيوفارم
59	• ثانياً: مراحل تطور المجمع الصناعي بيوفارم
60	• ثالثاً: أهداف المجمع الصناعي بيوفارم
62	• المطلب الثاني: خصائص المجمع الصناعي بيوفارم وإستراتيجيته
62	• أولاً: خصائص المجمع الصناعي بيوفارم
63	• ثانياً: إستراتيجية المجمع الصناعي بيوفارم
63	• المطلب الثالث: الهيكل القانوني والتنظيمي للمجمع الصناعي بيوفارم
63	• أولاً: الهيكل القانوني للمجمع الصناعي بيوفارم
66	• ثانياً: الهيكل التنظيمي للمجمع الصناعي بيوفارم
69	المبحث الثاني: تطور نشاط المجمع الصناعي بيوفارم
69	• المطلب الأول: تطور رقم الأعمال لمجمع بيوفارم
70	• المطلب الثاني: تطور النتيجة التشغيلية لمجمع بيوفارم
71	• المطلب الثالث: تطور النتيجة الصافية لمجمع بيوفارم
73	المبحث الثالث: قرار الإستثمار بالمجمع الصناعي بيوفارم ومساهمته في خلق القيمة
73	• المطلب الأول: قياس قرار الإستثمار في المؤسسة
74	• المطلب الثاني: القيمة الإقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة

قائمة المحتويات

74	• أولاً: مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة
81	• ثانياً: مؤشر القيمة السوقية المضافة
83	• المطلب الثالث: مساهمة قرار الإستثمار في خلق القيمة بالمجمع الصناعي بيوفارم
83	• أولاً: تمثيل متغيرات الدراسة
84	• ثانياً: حساب معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة
86	خلاصة الفصل الثالث
88	خاتمة
93	قائمة المصادر والمراجع
101	الملاحق
-	ملخص الدراسة



قائمة الجداول



الصفحة	العنوان	رقم الجدول
18	يوضح كيفية خلق القيمة من طرف أصحاب المصلحة	1-1
61	بطاقة فنية لمجمع الصناعي ببيوفارم	1-3
69	تطور رقم الأعمال لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2018-2023)	2-3
70	تطور النتيجة التشغيلية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2018-2023)	3-3
71	تطور النتيجة الصافية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2018-2023)	4-3
73	قرار الإستثمار	5-3
75	الإحتياج في رأس مال العامل خلال الفترة (2018-2023)	6-3
76	الأموال المستثمرة خلال الفترة (2018-2023)	7-3
77	العائد على رأس المال المستثمر خلال الفترة (2018-2023)	8-3
78	تكلفة الأموال الخاصة خلال الفترة (2018-2023)	9-3
79	تكلفة الإستدانة خلال الفترة (2018-2023)	10-3
80	التكلفة الوسطية المرجحة خلال الفترة (2018-2023)	11-3
80	القيمة الاقتصادية المضافة خلال الفترة (2018-2023)	12-3
82	القيمة السوقية المضافة خلال الفترة (2018-2023)	13-3
85	معامل الإرتباط بين قرار الإستثمار والقيمة الاقتصادية المضافة	14-3
85	معامل الإرتباط بين قرار الإستثمار والقيمة السوقية المضافة	15-3



قائمة الأشكال



الصفحة	العنوان	رقم الشكل
8	ثلاثية القيمة الشاملة في المؤسسة الاقتصادية	1-1
16	يوضح طريقة تحديد خلق القيمة داخل المؤسسة	2-1
53	عوامل خلق القيمة	1-2
64	الهيكل القانوني للمجمع الصناعي بيوفارم خلال الفترة (2023-2018)	1-3
66	الهيكل التنظيمي للمجمع الصناعي بيوفارم خلال الفترة (2023-2018)	2-3
70	أعمدة بيانية لتطور رقم الأعمال لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2023-2018)	3-3
71	أعمدة بيانية لتطور نتيجة العمليات لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2023-2018)	4-3
72	أعمدة بيانية لتطور النتيجة الصافية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2023-2018)	5-3
76	منحنى بياني لتطور حجم الإحتياج في رأسمال العامل لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2023-2018)	6-3
83	منحنى بياني لتطور متغيرات الدراسة لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2023-2018)	7-3



قائمة المختصرات



المعنى باللغة العربية	المختصر
القيمة الاقتصادية المضافة	EVA
القيمة السوقية المضافة	MVA
مردودية الأموال المستثمرة	ROCI
التكلفة الوسطية المرجحة	WACC
الأموال المستثمرة	CI
قرار الإستثمار	INVEST
تكلفة الأموال الخاصة	KCP
تكلفة الإستدانة	KD
الديون	D
خزينة الخصوم	TP
خزينة الأصول	TA
الأصول الجارية	TAC
الخصوم الجارية	TPC
معامل الإرتباط	R
إحتياج في رأس مال العامل	BFR



قائمة الملاحق



الصفحة	العنوان	رقم الملحق
101	القوائم المالية للمجمع الصناعي بيوفارم للسنة 2018	الملحق رقم 01
105	القوائم المالية للمجمع الصناعي بيوفارم للسنة 2019	الملحق رقم 02
108	القوائم المالية للمجمع الصناعي بيوفارم للسنة 2020	الملحق رقم 03
112	القوائم المالية للمجمع الصناعي بيوفارم للسنة 2021	الملحق رقم 04
116	القوائم المالية للمجمع الصناعي بيوفارم للسنة 2022	الملحق رقم 05
120	القوائم المالية للمجمع الصناعي بيوفارم للسنة 2023	الملحق رقم 06



حقائق



في ظل بيئة الأعمال المعقدة والمنافسة الشرسة، شهدت المؤسسات الإقتصادية توسعاً في حجم ونطاق نشاطاتها، مما جعلها تواجه تحديات مستمرة تهدد ليس فقط تطورها وإزدهارها، بل أحياناً حتى قدرتها على البقاء. وأصبحت هذه المؤسسات، سواء كانت مدرجة أو غير مدرجة في البورصة، تسعى إلى تعظيم قيمتها لتحقيق مصالح ملاكها (المساهمين) وضمان إستمراريتها ونموها، لذلك تهدف الطرق الحديثة لقياس أداء المؤسسة إلى تقييم كفاءة استخدام الموارد وقياس القيمة السوقية والإقتصادية التي أضافتها المؤسسة، ويعتبر مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة (EVA) ومؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA) من المؤشرات التي لاقت إستعمالاً واسعاً في هذا المجال بإعتبارها مؤشرات لقياس الأداء وفي نفس الوقت طريقة للتسيير.

ولتحقيق هدف تعظيم القيمة تسعى المؤسسات إلى البحث عن إستراتيجيات إستثمارية فعّالة تخلق قيمة مضافة، غير أن القرار الإستثماري يعتبر من أكثر القرارات تعقيداً وأكثر حساسية داخل المؤسسة نظراً لتأثيره المباشر على المؤسسة وقدرتها على النمو والتوسع وتعظيم قيمتها. فهو عبارة عن عملية تخصيص الموارد المالية نحو مشاريع أو أصول جديدة بغية تحقيق عوائد مستقبلية تفوق التكاليف مع مراعاة العوائد المتوقعة والمخاطر المرتبطة بالإستثمار، مما يساهم في تعزيز قيمة المؤسسة. وبما أن هذا القرار الإستثماري يتسم بالطابع الإستراتيجي طويل الأمد، فإنه يتطلب تحليلاً دقيقاً ودراسة شاملة لمختلف الفرص والمخاطر المحتملة. ويُعد نجاح المؤسسة في إتخاذ قرارات إستثمارية فعّالة مؤشراً على كفاءتها في تحقيق أهدافها المالية والتشغيلية، كما يعطي صورة إيجابية على أدائها المالي ويعزز ثقة المستثمرين فيها. لذلك، فإن الإلمام بالعوامل المؤثرة في القرار الإستثماري، مثل الظروف الإقتصادية والسياسية، والتشريعات الضريبية، والتوقعات المستقبلية، وأسعار الفائدة، والإمكانيات المتاحة يعد أمراً أساسياً لضمان تحقيق خلق قيمة للمؤسسة.

إشكالية الدراسة:

مما سبق يمكن القول إن الهدف الأساسي لأي مؤسسة إقتصادية ليس فقط تحقيق الأرباح وإنما خلق قيمة للمساهمين وأصحاب المصلحة، وبإعتبار القرارات الإستثمارية الركيزة الأساسية في توجيه الموارد نحو الأنشطة الأكثر ربحية، ومن هنا يمكن طرح الإشكالية التالية:

هل تساهم القرارات الإستثمارية في خلق القيمة بالمجمع الصناعي بيوفارم خلال الفترة (2018-2023)؟

وللإجابة عن هذه الإشكالية تطرح مجموعة من الأسئلة الفرعية:

✓ فيما تتمثل أهم مؤشرات خلق القيمة المستخدمة لقياس قيمة المؤسسة الإقتصادية؟

✓ ما هي العوامل المؤثرة في إتخاذ القرارات الإستثمارية داخل المؤسسة الإقتصادية؟

✓ ما طبيعة العلاقة بين القرارات الإستثمارية والقيمة الاقتصادية المضافة بالمجمع الصناعي بيوفارم خلال الفترة (2018-2023)؟

✓ ما طبيعة العلاقة بين القرارات الإستثمارية والقيمة السوقية المضافة بالمجمع الصناعي بيوفارم خلال الفترة (2018-2023)؟

فرضيات الدراسة:

يمكن صياغة فرضيات الدراسة على النحو التالي:

الفرضية الأولى: إن استخدام مؤشرات خلق القيمة كالقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة يسمح بقياس أدق لقيمة المؤسسة الاقتصادية وقدرتها على خلق ثروة للمساهمين.

الفرضية الثانية: إن القرارات الإستثمارية تتأثر بمجموعة من العوامل كالظروف الاقتصادية، الظروف السياسية، الموارد المتاحة، أسعار الفائدة، التوقعات، الأرباح، الإدارة، التشريعات الضريبية.

الفرضية الثالثة: هناك إرتباط طردي قوي بين القرارات الإستثمارية والقيمة الاقتصادية المضافة بالمجمع الصناعي بيوفارم خلال الفترة (2018-2023).

الفرضية الرابعة: هناك إرتباط طردي قوي بين القرارات الإستثمارية والقيمة السوقية المضافة بالمجمع الصناعي بيوفارم خلال الفترة (2018-2023).

أهمية الدراسة:

يكتسي الموضوع أهمية بالغة، حيث تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على أحد أهم أنواع القرارات المالية وهي القرارات الإستثمارية، والمبادئ التي ترتكز عليها، إضافة إلى العوامل المؤثرة في إتخاذها، كما تبرز أهمية الدراسة في تعرف على أهم الطرق ومؤشرات خلق القيمة، لما لها من دور محوري في تقييم مدى فعالية القرارات الإستثمارية وقياس قدرة المؤسسة على تعظيم ثروة المساهمين.

أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة الى مجموعة من الأهداف وتمثل فيما يلي:

❖ التعرف على مؤشرات خلق القيمة المستخدمة لمعرفة ما إن كانت المؤسسة تخلق قيمة للملاك أم لا؛

❖ التعرف على أنواع القرارات الإستثمارية داخل المؤسسة الاقتصادية ومراحل إتخاذها والعوامل المؤثر فيها؛

❖ التعرف على طريقة حساب قرار الإستثمار في المؤسسة الإقتصادية وحساب معامل الإرتباط بين المتغيرات؛

❖ تطبيق طرق ومؤشرات المعتمدة في دراسة حالة للمجمع الصناعي بيوفارم للفترة (2018-2023).

❖ معرفة ما إذا كانت القرارات الإستثمارية تساهم في خلق القيمة بالمؤسسة الإقتصادية.

حدود الدراسة:

وتنقسم الى حدود مكانية وحدود زمانية:

الحدود المكانية: دراسة حالة المجمع الصناعي بيوفارم، وهو أحد المؤسسات الوطنية الناشطة في القطاع الصيدلاني والمدرجة بالبورصة.

الحدود الزمانية: إعتمدت الدراسة على القوائم المالية للمجمع خلال الفترة 2018 – 2023.

منهج وأدوات الدراسة:

تماشياً مع طبيعة الموضوع والإشكالية المطروحة تم المزج بين المنهجين الوصفي والتحليلي ومنهج دراسة الحالة والإستعانة بمجموعة من الأدوات، وسيتم بيان ذلك فيما يلي:

❖ **المنهج الوصفي والتحليلي:** تم الإعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي والتحليلي، حيث قمنا بجمع المعلومات المتعلقة بموضوع البحث وتنظيمها بطريقة منهجية، ثم تحليلها بشكل يساعد على فهم الموضوع بشكل أفضل وتحقيق أهداف الدراسة. ويهدف هذا المنهج إلى وصف المتغيرات الأساسية مثل القرارات الإستثمارية، والتعرف على طرق ومؤشرات خلق القيمة.

❖ **منهج دراسة الحالة:** من خلال هذه الدراسة تم حساب وتحليل قرار الإستثمار وبعض مؤشرات خلق القيمة والمتمثلة في القيمة الإقتصادية المضافة، والقيمة السوقية المضافة للمجمع الصناعي بيوفارم للفترة (2018-2023).

❖ **أدوات الدراسة:** تم الإعتماد على مجموعة من الأدوات لإعداد هذه الدراسة وذلك من خلال:

- الأدوات المكتبية: وتتمثل في الكتب والمراجع باللغة العربية والأجنبية بالإضافة الى مختلف الأطروحات والمقالات.... الخ؛

- إستخدام المعطيات والبيانات المسجلة في القوائم المالية للمجمع الصناعي بيوفارم المستخرجة من الموقع <http://www.cosob.org/etas-financiers-des-émetteurs>

- إستخدام برنامج EXCEL لحساب متغيرات الدراسة؛

- استخدام برنامج SPSS لتمثيل المتغيرات بيانياً.

الدراسات السابقة

في إطار البحث عن الدراسات السابقة التي تناولت موضوع مساهمة القرارات الإستثمارية في خلق القيمة داخل المؤسسة الإقتصادية، وجدنا أن الدراسات المتوفرة ركزت غالباً إما على القرارات الإستثمارية فقط، أو على مؤشرات خلق القيمة فقط دون الربط الكامل بين المتغيرين. ومن بين هذه الدراسات نجد:

الدراسات باللغة العربية:

- ❖ دراسة الباحث أحمد سليم محمد، سنة 2021 بعنوان "قياس تأثير الكفاءة الإستثمارية على تأخر توقيت إصدار تقرير المراجعة (دراسة تطبيقية على شركات المصرية غير المالية المقيدة بالبورصة)". مقال منشور بمجلة الدوريات المصرية.

سعت هذه الدراسة إلى الوصول إلى دليل تطبيقي يوضح مستوى الكفاءة الإستثمارية في الشركات غير المالية المقيدة في البورصة المصرية، وقياس أثر هذه الكفاءة على تأخر توقيت إصدار تقرير المراجعة. ولتحقيق أهداف الدراسة، تم بناء نموذج يتضمن متغيراً مستقلاً يمثل الكفاءة الإستثمارية، وقد تم قياسها باستخدام مقياسين بديلين. كما تم إدراج عدد من المتغيرات الرقابية لدعم النموذج. وتم اختبار الفروض باستخدام بيانات مأخوذة من عينة عشوائية شملت 896 مشاهدة تعود إلى 110 شركات غير مالية مقيدة في البورصة المصرية، وذلك خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2019.

توصلت الدراسة إلى أن جميع الشركات المدرجة في البورصة المصرية غير مالية التي شملتها العينة تعاني بدرجات متفاوتة من ضعف الكفاءة الإستثمارية، سواء باستخدام المقياس الأول أو الثاني. وتشير نتائج التحليل الإحصائي إلى وجود دليل تطبيقي لوجود تأثير معنوي إيجابي بين الكفاءة الإستثمارية وتوقيت إصدار تقرير المراجعة، خصوصاً عند استخدام المقياس الثاني. فقد تبين أنه كلما كانت الشركات تعاني من درجة عالية من عدم الكفاءة الإستثمارية، كلما زاد تأخر إصدار تقرير المراجعة، مقارنة بالشركات التي تعاني من درجة منخفضة من عدم الكفاءة.

- ❖ دراسة الباحثين خالد سيف الإسلام بوخلخال، علال بن ثابت، 2021، بعنوان "قياس وتقييم الأداء المالي باستخدام المؤشرات الحديثة والتقليدية ودراسة فعاليتها في خلق القيمة دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة (2009-2019)"، مقال علمي منشور بمجلة دراسات العدد الإقتصادي.

سعت هذه الدراسة إلى تقييم الأداء المالي لمجمع صيدال خلال الفترة من 2009 إلى 2019 بالإعتماد على مجموعة من المؤشرات المالية التقليدية مثل ROE، ROA، ROI، EPS، ROS وBFR، إلى جانب مؤشرين من

مؤشرات خلق القيمة هما القيمة الإقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA). كما هدفت الدراسة للوصول لنتيجة إيجابية والتأكد من أن المؤسسة تخلق قيمة لملاكها أم لا، من خلال دراسة إحصائية لقياس العلاقة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة.

وقد أظهرت النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين بعض المؤشرات التقليدية والقيمة الإقتصادية المضافة، مما يعكس أهمية هذه المؤشرات في فهم وتقييم الأداء المالي للمؤسسة.

❖ دراسة الباحث حسن نميسي، 2021-2022، مذكرة ماستر بعنوان "تحليل مؤشرات قياس الأداء المالي للمؤسسة من منظور خلق القيمة دراسة حالة مجمع صيدال (2011-2020).

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم وقياس الأداء المالي من منظور خلق القيمة، وذلك من خلال تناول المؤشرات التقليدية مثل ربحية السهم EPS، العائد على حقوق الملكية ROE، العائد على الأصول ROA، العائد على الاستثمار ROI والمؤشرات الحديثة مثل نسبة توبين Q، الأرباح الإقتصادية EP القيمة السوقية المضافة MVA، القيمة الإقتصادية المضافة EVA حيث سعت الدراسة إلى تحديد قدرة وكفاءة هذه المؤشرات في تفسير خلق القيمة، وإقتراح مقاييس أداء أكثر تعبيراً عن هذا الهدف بالإضافة إلى تحديد مجالات إستخدامها وكيفية تطبيقها عملياً، سواء داخلياً في عملية إتخاذ القرار أو خارجياً في تحسين التواصل المالي مع مجتمع المستثمرين.

توصلت الدراسة إلى إمكانية تطبيق هذه المؤشرات على الواقع العملي لمجمع صيدال خلال الفترة 2011-2020، بالإعتماد على الميزانية المالية وجدول حسابات النتائج للمجمع. وأثبتت قدرة المجمع على خلق قيمة إيجابية لجميع الأطراف، مما يعطي نظرة إيجابية حول الإستثمار في مجمع صيدال.

الدراسات باللغة الأجنبية:

❖ Etude de la chercheuse Assous Nassima, juin 2015, thèse de doctorat intitulée :

« L'impact des décisions financières sur la création de valeur au sein des entreprises publiques algériennes cotées à la Bourse d'Alger : étude de cas du Groupe Saïdal et de l'hôtel El Aurassi ».

هدفت هذه الدراسة لتحليل أثر القرارات المالية وخاصة قرارات الإستثمار والتمويل، على خلق القيمة داخل المؤسسات العمومية الجزائرية المدرجة في بورصة الجزائر. كما ركزت الدراسة على كيفية مساهمة الحوكمة الجيدة في تعزيز فعالية القرارات المالية، من خلال إستخدام مجموعة من المؤشرات المالية والمحاسبية، مثل القيمة الإقتصادية المضافة (EVA)، والقيمة السوقية المضافة (MVA)، ومؤشر القيمة السوقية إلى الدفترية (MTB)، بالإضافة إلى العائد الإجمالي للمساهمين (TSR). وقد تم تطبيق هذه

الدراسة على حالي مجمّع صيدال وفندق الأوراسي كنموذجين يمثلان المؤسسات الإقتصادية العمومية، من أجل تقييم مدى تأثير القرارات المالية في خلق القيمة داخل البيئة الجزائرية.

توضح نتائج هذه الدراسة التأثير المباشر للقرارات المالية على خلق القيمة داخل المؤسسات العمومية الجزائرية. فقد أظهرت الدراسة أن مجمع صيدال كان أكثر فعالية في إدارة قراراته الإستثمارية والتمويلية مقارنة بفندق الأوراسي. كما كشفت عن ضعف في الاعتماد على مصادر التمويل الذاتية في كلتا المؤسستين، مع ميل واضح نحو التمويل الخارجي، وهو ما يشير إلى تحدي مشترك في استقلالية التمويل. إضافة إلى ذلك، تبين وجود ضعف في التكامل بين القرارات المالية والاستراتيجية العامة للمؤسسة، مما يؤثر سلباً على القيمة السوقية. وقد سجل العائد على حقوق الملكية نسباً متباينة، حيث كان أعلى في مجمع صيدال، مما يدل على كفاءته الأكبر في استخدام حقوق الملكية لتحقيق الأرباح. أما بالنسبة لمؤشرات خلق القيمة مثل EVA وMVA، فقد كانت متقلبة، مما يوحي بأن السوق لا يقيم هذه المؤسسات بأعلى من القيمة الدفترية لرأس المال ومؤشر TSR كان منخفضاً جداً في المجمع الصناعي صيدال على مدار فترة الدراسة، وذلك بسبب ضعف حركة تداول الأسهم في بورصة الجزائر، قلة التوزيعات النقدية (dividends) أو إنعدامها في بعض السنوات أما في فندق الأوراسي كانت نتائج TSR أضعف من مجمع صيدال بسبب، جمود شبه كامل في تداول السهم، إنعدام التوزيعات لعدة سنوات.

- ❖ Etude de chercheur, Palak Sahah, décembre 2024, article intitulée " EVA-MVA Relationship a critical Analysis of indien pharmaceutical industry s financial efficiency" a global journal of social science.

تعرضت هذه الدراسة إلى تحليل وقياس خلق القيمة للشركات من خلال التقنيات الحديثة، وتحديداً القيمة الإقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA)، لفهم الأداء المالي وخلق قيمة المساهمين. من خلال التركيز على 51 شركة أدوية مدرجة في بورصة بومباي (BSE)، حيث قام الباحث بحساب خلق القيمة عبر EVA وMVA، ودرس إحصائياً العلاقة بين EVA وMVA. كشفت النتائج عن وجود ارتباط إيجابي كبير بين EVA وMVA عبر جميع الشركات المختارة، مما يشير إلى أن الشركات ذات EVA المرتفعة تميل إلى أن تكون لها MVA مرتفعة، وبالتالي يؤكد فعالية هذه التقنيات الحديثة في تقييم الأداء المالي وخلق قيمة المساهمين.

محتويات الدراسة:

من أجل الإجابة عن الإشكالية المطروحة فقد تم تقسيم هذا البحث إلى ثلاثة فصول. خصص الفصلين الأول والثاني للجانب النظري، أما الفصل الثالث فكان للجانب التطبيقي قبل هذه الفصول،

توجد مقدمة توضح موضوع البحث وتعرض عناصره الأساسية كما ذكرنا من قبل. وقد جاءت الفصول كما يلي:

فيما يخص الفصل الأول للدراسة كان بعنوان الإطار الفكري لخلق القيمة و تم تقسيمه الى ثلاث مباحث، المبحث الأول جاء بعنوان أساسيات حول خلق القيمة حيث قسم المبحث الى ثلاث مطالب تم التحدث فيها عن مفاهيم القيمة في الفكر المالي و المحاسبي و مفاهيم خاصة بالقيمة و معايير تصنيف القيمة و أنواعها، بينما المبحث الثاني فقد كان عنوانه خلق القيمة و مطالبه كانت بعنوان ماهية خلق القيمة للمطلب الأول و المطلب الثاني تضمن أليات و المبادئ التي تقوم عليها عملية خلق القيمة أما المطلب الثالث كان خاص بعمليات خلق القيمة، و المبحث الثالث و الأخير فقد خصص لمؤشرات قياس خلق القيمة فقد قسم الى ثلاث مطالب بالنسبة للمطلب الأول بعنوان القيمة الإقتصادية المضافة تضمن مفهوم و أهمية و مزايا و عيوب هذا المؤشر و طرق قياسه أما المطلب الثاني كان بعنوان القيمة السوقية المضافة و المطلب الثالث تم التطرق الى مؤشرات أخرى كمؤشر عائد التدفق النقدي على الإستثمار و مؤشر القيمة السوقية و مقياس عائد الأعمال الإجمالي.

جاء الفصل الثاني من هذه الدراسة بعنوان الإطار المفاهيمي للقرارات الإستثمارية، و تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث رئيسية. تناول المبحث الأول موضوع الإستثمار من حيث أساسياته، و تم تقسيمه إلى ثلاث مطالب. تناول المطلب الأول مفاهيم الإستثمار و بين خصائصه وأهميته وأهدافه، في حين ركز المطلب الثاني على أدوات الإستثمار المختلفة. أما المطلب الثالث، فتناول محددات الإستثمار ومجالاته، أما المبحث الثاني فكان مخصصاً لموضوع القرارات الإستثمارية، و تم تقسيمه إلى ثلاث مطالب أيضاً ركز المطلب الأول على تقديم تعريف ومفاهيم القرارات الإستثمارية، ثم تناول المطلب الثاني أهداف وخصائص هذه القرارات، موضحاً دورها في توجهات المؤسسة أما المطلب الثالث، فتناول أنواع القرارات الإستثمارية، مثل قرارات تحديد أولويات الإستثمار وقرارات قبول أو رفض الإستثمار و قرارات مانعة تبادليا فيما تناول المبحث الثالث موضوع إتخاذ القرارات الإستثمارية، و تم تقسيمه إلى ثلاث مطالب تحدث المطلب الأول عن مبادئ ومراحل إتخاذ القرار الإستثماري، موضحاً خطوات هذه العملية. أما المطلب الثاني، فشرح العوامل المؤثرة على القرارات الإستثمارية، مثل البيئة الإقتصادية والسياسية... إلخ و إنتهى هذا المبحث بالمطلب الثالث، الذي تناول قرار الإستثمار بإعتباره عاملاً مهماً في خلق القيمة داخل المؤسسة، حيث يؤثر بشكل مباشر في تحسين الأداء العام وتحقيق الأهداف المالية.

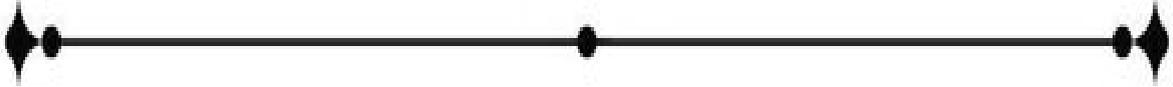
في الفصل الثالث من الدراسة قمنا بدراسة حالة حول المجمع الصناعي بيوفارم خلال الفترة ما بين 2018 و 2023. تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث. المبحث الأول كان عبارة عن تقديم عام للمجمع الصناعي بيوفارم، وإحتوى على ثلاثة مطالب، المطلب الأول قدّم تعريفاً بالمجمع ومراحل تطوره، والمطلب الثاني شرح خصائص المجمع وإستراتيجيته، أما المطلب الثالث فتناول الهيكل القانوني والتنظيمي

للمؤسسة مع شرح فروعها. أما المبحث الثاني، فقد ركّز على تطور نشاط المجمع، وتضمن ثلاثة مطالب أيضاً، المطلب الأول درس تطور رقم الأعمال، والمطلب الثاني ركّز على تطور النتيجة التشغيلية، والمطلب الثالث تناول تطور النتيجة الصافية.

وأخيراً، المبحث الثالث خصص لتحليل متغيرات الدراسة، حيث تم في المطلب الأول حساب قرار الإستثمار في المجمع وفي المطلب الثاني حساب مؤشرات خلق القيمة، أما المطلب الثالث فقد تضمن حساب معامل الارتباط لبيرسون بين متغيرات الدراسة.

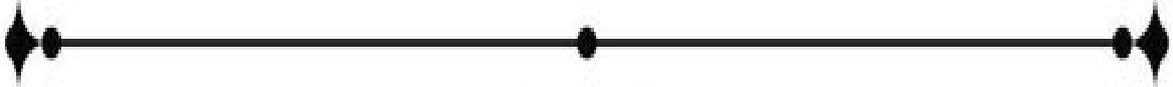
صعوبات الدراسة

- ✓ عدم وجود مراجع تربط بين متغيرات الدراسة؛
- ✓ صعوبة جمع كم كاف من البيانات والمعطيات المتعلقة بنشاط المؤسسة.



الفصل الأول:

الإطار الفكري لخلق القيمة



تمهيد:

تسعى مختلف المؤسسات، بمختلف أنواعها وأشكالها، إلى تعظيم قيمتها بإعتباره هدفاً إستراتيجياً محورياً. وفي هذا السياق، يحتل موضوع "خلق القيمة" مكانة بارزة ضمن إهتمامات مراكز التسيير واتخاذ القرار داخل المؤسسات الإقتصادية، إذ يعكس قدرتها على إستخدام مواردها بكفاءة لتحقيق عوائد تفوق تكاليفها. ولا يقتصر مفهوم خلق القيمة على تحقيق الأرباح فقط، بل يشمل أيضاً تعظيم ثروة المساهمين وضمان إستدامة النمو على المدى الطويل، مما يجعل منه مؤشراً جوهرياً لنجاح المؤسسة وتنافسيتهما في بيئة الأعمال.

وقد برزت مؤشرات خلق القيمة، مثل القيمة الإقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) وبعض المؤشرات الأخرى، كأدوات فعالة في قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة. وتُعد هذه المؤشرات من الأسس الجوهرية التي تقوم عليها عملية التقييم المالي، خاصة في ظل سعي المؤسسات إلى تعظيم أرباحها وتكوين ثروة حقيقية للمساهمين، مما يجعل من موضوع خلق القيمة محورياً أساسياً ضمن إهتماماتها الإستراتيجية.

وفي هذا الفصل سوف نتطرق إلى 3 مباحث:

- المبحث الأول: أساسيات حول القيمة
- المبحث الثاني: خلق القيمة
- المبحث الثالث: مؤشرات خلق القيمة

المبحث الأول: أساسيات حول القيمة

تسعى أي مؤسسة إقتصادية، بغض النظر عن نوعها الى تعظيم قيمتها، حيث أن تحقيق القيمة هدف رئيسي تسعى المؤسسات الى بلوغه، فهي تلعب دورا حاسما في تحديد نجاحها وإستمراريتها وفي هذا المبحث سنتناول أساسيات حول القيمة في المؤسسة الإقتصادية والقيمة في الفكر المالي والمحاسبي، بما في ذلك تعريف القيمة ومعايير تصنيفها وأنواع القيمة.

المطلب الأول: القيمة بين الفكر المالي والمحاسبي

تعتبر القيمة أحد أهم المصطلحات في مجال المؤسسات الإقتصادية، فهي الأساس الذي يبني عليه نمو المؤسسة وإستدامتها، وقبل التطرق لخلق القيمة يتم من خلال هذا المطلب التطرق لتطور مفهوم القيمة في الفكر المحاسبي والمالي.

أولا: القيمة في الفكر المحاسبي

لقد عالج الفكر المحاسبي مفهوم القيمة من خلال أدوات القياس المحاسبي التي يتم إعتماؤها لحساب تكلفة الأصول وفق مدخل زمني، إذ يمكن التمييز في هذا الصدد بين طرق التقييم التالية:

1_ طريقة التكلفة التاريخية :

تعتبر طريقة التكلفة التاريخية النموذج التقليدي للقياس المحاسبي، الذي يقوم على تسجيل عناصر الأصول والخصوم وفق السعر النقدي الفعلي لتلك الموارد والإلتزامات في تاريخ إقتناء الأصل أو تاريخ نشوء الإلتزام وهذا بإفتراض ثبات وحدة قياس النقدية وتجاهل تغيرات الأسعار والتضخم في الميزانية.¹

2_ طريقة التكلفة التاريخية المعدلة :

تقوم طريقة التكلفة التاريخية المعدلة على تقييم عناصر القوائم المالية على أساس تكلفتها تاريخية بعد الأخذ بعين الإعتبار التقلبات السعرية الحاصلة في تاريخ التقييم ذلك قصد تثبيت قيمتها الحقيقية لإلغاء التغير الناتج في هذه القيمة بسبب إعتما التكلفة التاريخية.²

¹ رانيا كوثر رابي، تطور نظرية القيمة في الفكر الإقتصادي والمالي، مجلة التحليل والإستشراف الإقتصادي، جامعة باجي مختار -عنابة، المجلد 02، العدد 01، 2021، ص161.

² المرجع نفسه، ص161-162.

3_ طريقة القيمة الجارية :

تقوم هذه الطريقة على إعادة تقييم الأموال والأصول في الوقت الحاضر، وهنا يتطلب الأمر إما وجود سوق لهذه السلعة أو الأصل بحالته التي هو عليها، أو وجود خبير مقيم لإعادة التقييم في ضوء ما حدث من تغيير في القوة الشرائية للنقود وأحوال الأسواق توجد عدة طرق فرعية لتحديد هذه القيمة الجارية من أهمها القيمة البيعية، القيمة الإستبدالية، وطريقة الأرقام القياسية.

4_ طريقة القيمة الحالية :

تقوم هذه الطريقة على الربط بين قيمة الأصل وصافي المنافع المتوقع الحصول عليها منه في المستقبل وذلك طبقا لما يلي:

- يتم تقدير المنافع المتوقعة من الأصل في صورة الإيرادات التي يمكن الحصول عليها من إستخدام الأصل طوال باقي عمره الإنتاجي؛
- يتم تقدير المصروفات اللازمة للحصول على هذه الإيرادات.¹

ثانيا: القيمة في الفكر المالي:

في بدايات الفكر المالي لم يكن هناك إهتمام خاص بمفهوم القيمة، فقد كانت قيمة المؤسسة تقدر إنطلاقا من الوثائق المحاسبية، ثم تم الإنتباه أنه في موضوع "القيمة" تحديدا يجب التمييز بين المحاسبة والمالية، فالمحاسبة ترى أن قيمة المؤسسة تركز على ماضيها، وهي تبني مقارنة في التقييم تعتمد على التكاليف مع مراجعة قيمة التكاليف، أما "المالية" فقد بدأت بإعطاء أفق أوسع للقيمة من خلال رؤية مستقبلية للمؤسسة، وتحديد التدفقات النقدية المتوقعة بناء على تقدير المخاطرة، والمردودية المتوقعة عند ذلك المستوى المحدد من المخاطرة. وبناء عليه فإن قيمة المؤسسة في الفكر المالي هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة والتي يتم تحيينها بمعدل المردودية المطلوب، وهي مقارنة مالية بالدرجة الأولى، ولكنها ذات جذور بعيدة في النظرية الإقتصادية. ومع بداية الخمسينيات بدأ التركيز في النظرية المالية على مفهوم "القيمة" من خلال دراسة أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة، وتطور هذا الإهتمام بالقيمة أكثر في السبعينيات من خلال نظرية الوكالة.²

¹ بحرية مواعي، عبد القادر براينيس، جدلية القيمة بين الفكر الإقتصادي والفكر المالي، مجلة البشائر الإقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، العدد 03، 2016، ص91.

² لمياء عماني، عائشة سلمى كيجلي، خلق القيمة وإقتصاد الأصول غير المادية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرياح - ورقلة، العدد 12، 2017، ص319.

المطلب الثاني: مفهوم القيمة:

تعتبر القيمة من بين المفاهيم التي يركز عليها علم الاقتصاد، حيث تتخذ القيمة عدة مفاهيم ومن عدة جوانب وهذا ما سنتطرق له في هذا المطلب.

يمكن تعريف القيمة على أنها: "مبلغ يدفع مقابل أصل، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام ذلك الأصل، والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما بمعنى أن القيمة موجودة في جوهر الشيء وبحدوث عملية التبادل يتم ترجمتها الى السعر".¹

وتعرف القيمة في الفكر الإقتصادي على أنها: "تقسم الى نوعين من القيمة، قيمة المبادلة والقيمة الإستعمالية فقيمة المبادلة تستخدم كوسيلة للتعبير عن مبادلة السلع والخدمات ببعضها البعض، أما القيمة الإستعمالية تستخدم كوسيلة للتعبير عن مدى نفعية السلعة أو الخدمة عندما يتم استخدامها من قبل المستهلكين".²

وأيضاً القيمة: "يمكن أن تكون موجودة من دون تبادل فهي تتركز على التقدير النظري المعتمد على مفهوم المنفعة، والذي قام المستثمر أو المقيم بالمقارنة مع مختلف السلع المتاحة وتحول القيمة الى السعر يتحقق بوجود مطابقة بين العرض والطلب الحقيقيين".³

كما يمكن أن تكون القيمة: "تلك الثروة الحقيقية التي أضافتها المؤسسة، وهي تبين مدى نجاح المؤسسة في عملية المزج بين عناصر الإنتاج، حيث أنه إذا كانت القيمة المضافة كبيرة، فذلك يعني أن المؤسسة قد تحصلت على قيمة إنتاج كبيرة من استخدامات وسيطية محدودة، أو قيمة إنتاج محدودة إستلزمت استخدامات وسيطية قليلة وهو دليل على جودة أداء المؤسسة، وحسن إستغلالها لعناصر الإنتاج".⁴

يتضح مما سبق أن القيمة هي: "مقدار ما يمكن إستبدال به سلعة أو خدمة معينة في السوق، أو مقدار ما يمكن الحصول عليه مقابلها، ويمكن أن تكون إستبدالية أو إستخدامية أو مالية".

¹ بكاري بلخير، الداوي الشيخ، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2009-2010، ص13.

² عبد الكريم خيري، مدى مساهمة مؤشر القيمة الإقتصادية في تحديد القيمة السوقية للمؤسسات الإقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الإقتصادية، جامعة الجلفة، المجلد 07، العدد 01، 2021، ص306.

³ حميدة رمضاني، دراسة تقييمية لإستراتيجية النمو الخارجي للمؤسسة الإقتصادية من منظور خلق القيمة: دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2010-2015، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبية، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، 2017-2018، ص84.

⁴ علال بن ثابت، خالد سيف الإسلام بوخلخال، قياس وتقييم الأداء المالي بإستخدام المؤشرات التقليدية والحديثة ودراسة فعاليتها في خلق القيمة: دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة 2009-2019، مجلة دراسات العدد الإقتصادي، جامعة الأغواط، المجلد 12، العدد 01، 2021، ص146.

المطلب الثالث: معايير تصنيف القيمة وأنواعها:

تتنوع القيمة في المؤسسات الإقتصادية وتتعدد أنواعها، حيث يمكن تصنيفها حسب معايير مختلفة سيتم التعرف في هذا المطلب على معايير تصنيف أنواع القيمة وأنواع القيمة.

أولاً: معايير تصنيف أنواع القيمة

يمكن تصنيف أنواع القيمة وفق أربعة معايير أساسية وهي:¹

1_ حسب الزمن :

وفقا لمعيار الزمن، تعبر تكلفة الإنتاج أو الإقتناء عن الماضي، وتعبر صافي القيمة البيعية عن الحاضر أما القيمة الحالية المخصوصة فتعبر عن المستقبل.

2_ حسب نوع العمليات :

تمثل هذه العمليات في أهم الوقائع التي يمكن أن يشهدها الأصل كعملية شراء، إنتاج، بيع والإستغناء عن خدمات الأصل، فمثلا تعبر قيمة الإقتناء عن عملية الشراء، تعبر التكلفة الإستبدالية عن عملية الإنتاج، تعبر صافي القيمة القابلة للتحقق عن عملية البيع، أما قيمة الخردة فتعبر عن عملية الإستغناء عن خدمات الأصل.

3_ حسب طبيعة الحدث :

يمكن أن نميز بين الحدث الفعلي، الحدث المتوقع والحدث الافتراضي، فقيمة الإقتناء تبنى على أساس حدث فعلي، وتبنى القيمة الحالية على أساس حدث متوقع أما القيمة العادلة فتبنى على أساس حدث افتراضي.

4_ حسب نوع القيمة :

يمكن التمييز بين القيمة التاريخية والقيمة الجارية، فمثلا تعتبر قيمة الإقتناء قيمة تاريخية أما تكلفة الإستبدال فتعتبر قيمة جارية.

¹ بلال كيموش، التقييم الدوري للعناصر المادية ودوره في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل النظام المحاسبي المالي-دراسة حالة المؤسسة الوطنية لأجهزة القياس والمراقبة AMC، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس-سطيف، 2010-2011، ص 41.

ثانيا: أنواع القيمة

للقيمة عدة أشكال تتمثل فيما يلي:¹

أ_قيمة التبادل: وهي القيمة التي يستعد المستهلك لدفعها من أجل حصوله على منتج أو خدمة ما مقدمة وهو ما يستدعي نقطة التعادل بين البائع والمشتري.

ب_قيمة الإستعمال: وهي قيمة المنفعة التي يحققها المستهلك من المنتج، ولو كان المنتج قديما وعديم قيمة التبادل وهو النموذج الأكثر شيوعا وتحتوي على:

✓ قيمة السوق: تتمثل في سعر البيع لسلعة (أصل) أو مؤسسة في السوق طبقا لقانون العرض والطلب؛

✓ القيمة الجديدة: وتعتمد على معرفة جميع التكاليف الضرورية الواجب إنفاقها لحيازة أو تكوين أصل جديد مماثل للأصل محل التقييم؛

✓ قيمة الحيازة: وتسمى أيضا بالقيمة الدفترية وهي تعبر عن مفهوم محاسبي وضريبي فقط وليس تقويبي أو إقتصادي؛

✓ قيمة الإستغلال: يتم من خلال تحديد تكاليف إقتناء إستثمار يضاهي الإستثمار محل التقييم، من حيث الخصائص التقنية؛

ج_القيمة المقدرة: يوجد فيها نوعين:²

✓ قيمة التصفية: هي القيمة التي سيتم على أساسها بيع أصول المؤسسة كلا على حدي وبالحالة التي هي عليها وهذه القيمة لا يمكن إستخدامها كأساس للتقييم إلا إذا كانت المؤسسة غير قادرة على الإستمرار في مزاولة نشاطها لإعتبارات فنية أو تسويقية أو غيرها من الأسباب، أيضا من الدواعي إستخدام قيمة التصفية هو وقوع خسائر متكررة تتخبط فيها المؤسسة.

✓ القيمة المصفاة: تظهر هذه القيمة عندما تمر المؤسسة بصعوبات في أداءها فتقوم بتصفية بعض أصولها حتى تتمكن من متابعة نشاطها على الأقل لفترة معينة، بالرغم من أنه ينتج عن هذا تكاليف مرتفعة من تسريح للعمال، فسخ للعقود وكل ما ينجر عنها من عواقب وخيمة إلا أن المؤسسة تجد نفسها مضطرة لبيع هذه الأصول، القيمة في هذه الحالة تكون منخفضة لكن بدرجة أقل.

¹ حميدة رمضاني، مرجع سبق ذكره، ص85

² ناصر بن سنة، يوسف قاشي، دراسة قدرة EVA على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم مؤسسة إقتصادية دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة (2014-2018)، مجلة أبعاد إقتصادية، جامعة البويرة الجزائر، المجلد 11، العدد 01، 2021، ص213.

المبحث الثاني: خلق القيمة:

تعتبر عملية خلق القيمة الهدف الإستراتيجي والمالي والرئيسي للشركات الإقتصادية، ولتحقيق هذا الهدف تتطلب المؤسسات الإقتصادية مجموعة من الآليات والنماذج الفعالة، في هذا المبحث سيتم التعرف على مفاهيم الأساسية لخلق القيمة والمبادئ الأساسية التي تقوم عليها عملية خلق القيمة.

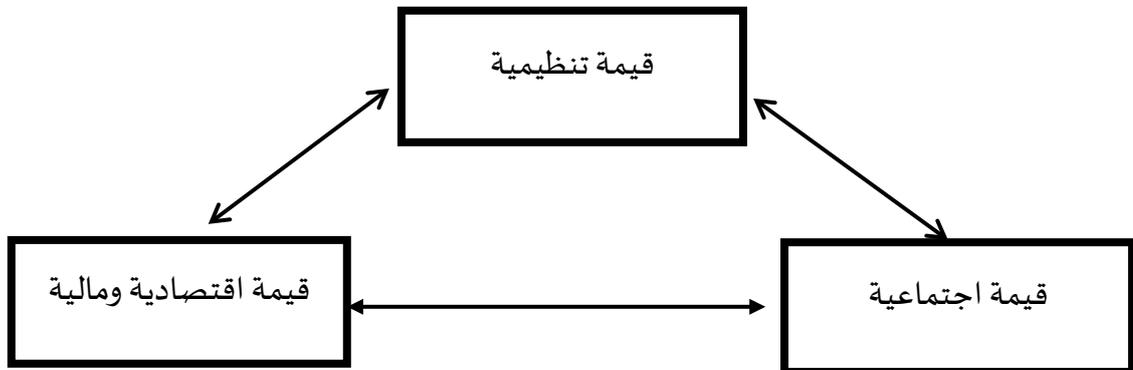
المطلب الأول: ماهية خلق القيمة:

تعتبر عملية خلق القيمة في المؤسسة الإقتصادية حجر الأساس لتحقيق الميزة التنافسية والإستدامة المالية، وفي هذا المطلب سيتم التعرف على مفهوم خلق القيمة وأهداف وأهمية خلق القيمة في المؤسسة الإقتصادية.

أولاً: مفهوم خلق القيمة

لا يوجد مفهوم موحد للقيمة حيث اختلفت بشأنه آراء الباحثين ورواد الإدارة والإقتصاد، إلا أن إختلاف هذه الآراء يؤدي بها إلى التكامل، حيث نجد أن القيمة لها توجه كلاسيكي ترتبط بالوحدة الواحدة وفقاً للعرض والطلب والمنفعة الحدية، ومن الوحدة الواحدة إلى المؤسسة ككل فقد أصبحت القيمة في المؤسسة وفقاً للمناجمنت المعاصرة تشكل شكلاً شاملاً يقتضي ثلاث أبعاد كمايلي:

شكل رقم (1-1): ثلاثية القيمة الشاملة في المؤسسة الإقتصادية



المصدر: كريمة بن عيشة، دور هيكل رأس المال في خلق القيمة للمؤسسة الإقتصادية-دراسة قياسية من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة (2010-2019)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحيى-جيجل، 2021-2022، ص 85.

أدى مفهوم خلق القيمة إلى إجراء تعديل على ممارسات إدارة وقيادة المؤسسات منذ نهاية سنة 1980، خاصة فيما يخص العلاقات مع أصحاب الأسهم، والإهتمام أكثر بدراسة تكلفة رأس المال في قرارات التسيير وميكانيزمات التحفيز الإداري كونها لم تكن معتمدة بالشكل المطلوب في السابق. وقد مس هذا المصطلح في

البداية المؤسسات الأمريكية قبل أن ينتقل إلى أوروبا سنة 1990، وهذا من جراء التأثر بالقادة الإداريين ورواد الأعمال الذين طبقوها. ومع مطلع 2000 أعتبر مصطلح خلق القيمة إبتكاراً هائلاً يستدعي التفاتة المدراء والقادة والباحثين في كافة أرجاء العالم.¹

تم تعريف خلق القيمة لأول مرة من طرف (Brown Donaldson) عند تقييم مؤسسة جنرال موتورز "إن هدف التسيير ليس بالضرورة تحقيق مردودية عالية على رأس مال ولكن على الأقل أن كل نمو في النشاط يحقق ربح مساوي لتكلفة رأسمال الإضافي المطلوب".

لكن مع التطور الإقتصادي تطور مفهوم خلق القيمة كما يلي: "عملية خلق القيمة تعني تحقيق مردودية على الإستثمار أعلى من معدل العائد المطلوب من قبل أصحاب رأسمال، وهنا تخلق القيمة إذا كانت مردودية الأصل أكبر من تكلفة تمويله".²

إن مصطلح خلق القيمة عرف بداية واضحة في الإقتصاد ثم في كل من النظريات المالية والمحاسبية تحت إفتراضية تمتع السوق بالمنافسة التامة، كما أن مفهوم خلق القيمة في حد ذاته يطرح لنا مصطلح آخر وهو التعظيم، في حين بات هذان المصطلحان يقودان نحو تحقيق نفس الغاية وهي الثروة بمعنى أن خلق القيمة يقود نحو خلق الثروة، بحيث لا يمكن تحديد تعريفا لخلق القيمة إلا من خلال طرح التساؤل التالي: إلى من تعود خلق القيمة؟ وبمعنى أدق من المستفيد من خلق القيمة؟ فحسب الدراسات الأدبية يعود موضوع معالجة خلق القيمة إلى مالية المؤسسة، والمؤسسة وإعتبارها كأداة لتخفيض تكاليف الوكالة وضمان توزيع أفضل لرأس المال.³

إرتبط مفهوم خلق القيمة أساساً بسوق المال والمؤسسات مفتوحة رأس المال، وعليه تم قياس مستوى خلق القيمة بمدى تعظيم ثروة المساهمين وذلك اعتماداً على تقييم أرباح الأسهم.⁴

ويقصد بخلق القيمة للمساهمين أو أصحاب الملكية وضع أصحاب الأموال أو المساهمين في مركز عمليات إتخاذ القرار أي أن جميع القرارات تتخذ من أجل تعظيم ثروة الملاك، وقد تزايدت أولوية الإهتمام بخلق قيمة لحملة الأسهم باعتبارهم يتحملون أكبر قدر من المخاطرة، فإذا حققت المؤسسة خلق قيمة

¹ كريمة بن عيشة، دور هيكل رأس المال في خلق القيمة للمؤسسة الإقتصادية: دراسة قياسية من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة (2010-2019)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحيى-جيجل، 2021-2022، ص85.

² منال بلعابد، غفوري ليلي، المشتقات المالية من تسيير المخاطر المالية الى خلق القيمة في المؤسسة، مجلة الإقتصاد والتنمية البشرية، جامعة باجي مختار -عنابة، المجلد 13، العدد 2، ص 59.

³ سامية بلهادف، بوزيان عثمان، دور حوكمة المؤسسات في خلق القيمة للمساهمين، مجلة الدراسات الإقتصادية والمالية، جامعة الشهيد حمه لخضر -الوادي، المجلد 11، العدد 02، 2018، ص 170.

⁴ مختفي حميد، إدارة المخاطر ودورها في خلق القيمة بالبنوك: دراسة ميدانية بعينة مختارة من الوكالات البنكية بمدينة -المدية، مجلة الإقتصاد والتنمية -مخبر التنمية المحلية المستدامة، جامعة يحيى فارس المدية، المجلد 6، العدد 2، 2018، ص32.

لمساهمها فإن الأطراف الأخرى حتما ستستفيد من ذلك، حيث تتحقق مردودية من الأموال المستثمرة تفوق تكلفة مختلف مصادر التمويل.¹

في ضوء ذلك يبرز مفهوم خلق القيمة والفرق بينه وبين تعظيم الربحية وأهميته للمستثمر، وقدرته على تقليص الفجوة بين علم الاقتصاد والتطبيقات والمبادئ المحاسبية المتعارف عليها من خلال تحويل الربح المحاسبي إلى ربح إقتصادي بإستخدام مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة EVA، وأن العمل في ظل هذا المفهوم يؤدي إلى التوافق بين مصالح الأطراف المختلفة داخل المنشأة بدلا من تعارضها.²

ثانيا: أهداف خلق القيمة

تكمن أهداف خلق القيمة فيما يلي:³

✓ يرتكز مفهوم خلق القيمة على مدخل تعاقدى فقد تم توكيل المسيرين من طرف المساهمين بتسيير أموالهم بالإستثمار والإحتفاظ بجزء منها في المنشأة الإقتصادية. وقد لوحظ في العشرية الأخيرة إنفصال بين المسيرين والمالكين، إذن الهدف الأساسي المنشود الذي تسعى الفرقة المسيرة للمنشأة إلى تحقيقه هو خلق قيمة للمساهم، أي تعظيم ثروة الملاك في الأجل الطويل؛

✓ الهدف من سياسة خلق القيمة بالدرجة الأولى هو تعظيم قيمة الأسهم المشكلة لرأس مال منشأة مسعرة، أي تعظيم قيمة الصكوك التي يملكها المساهمون طالما أن إعادة بيعها بسعر أعلى من سعر الإقتناء، إضافة إلى ذلك سياسة توزيع الأرباح المحققة تشكل عنصر إيجابي للمساهمين، وبإتباع أساليب التنبؤ تمكنت المنشآت اليوم من ربط مستوى الأرباح المستقرة في الأجل المتوسط لتنظر إلى المدى البعيد، هذا ما ساعدها على رسم إستراتيجيات البقاء لمواجهة ما يصادفها من مشكلات؛

فتوليد أو تحقيق تدفقات نقدية كافية لضمان حد أدنى من التوزيعات على المساهمين يمثل في الواقع المستوى الأدنى للعائد المطلوب في السوق على الأموال الخاصة، ويسمح بتحقيق هدف منشأة إقتصادية تتبنى مسار خلق القيمة. لم تحقق تدفقات نقدية كافية فعلمها إعادة تشكيل محفظة للتوظيفات في نشاطها والنظر بأفق أكبر كما لو قامت بالإستثمار في مشروع مربح.

¹ أسماء أيمن، تقييم المؤسسات وفق منظور القيمة الإقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA: دراسة حالة مؤسسة الأوراسي ومجمع صيدال خلال الفترة 2002-2017، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم المالية، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة قاصدي مرياح-ورقلة، 2020-2021، ص 09.

² شعبان محمد لولو، قدرة مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم -دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في محاسبة التمويل، الجامعة الإسلامية غزة، 2015-2016، ص 44.

³ السعيد بريكة، سمير مسعي، تقييم المنشأة الإقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA، موقع موسوعة الإقتصاد والتمويل الإسلامية، 2009 متوفر على الموقع: <https://iefpedia.com>، ص 7-8.

فتطور مفهوم خلق القيمة جعل مفهوم تكلفة الأموال من المواضيع المهمة، حيث أن تخفيض تكلفة رأس المال لم تعد حبيسة الديون لوحدها بل وحتى الأموال الخاصة، إذ أن الفوائد الديون تخصم قبل فرض الضريبة فهي تحقق وفر ضريبي وعليه تكون تكلفتها أقل فإذا علمنا أن معرفة المعدل المطلوب على الأموال الخاصة مرتبط بعوامل عدة تتغير مع نمو السوق فهي إذا تحتاج إلى إستراتيجية واضحة لدى المنشأة الاقتصادية.

✓ سعي المسيرين من وراء خلق القيمة الى تعظيم ثروة الملاك والمساهمين في رأس مال المؤسسة المسعرة، كما يتطلب من المؤسسة تحقيق المستوى الأدنى للعائد المطلوب في السوق على الأموال الخاصة، الذي يسمح بتحقيق هدف المؤسسة التي تتبنى مسار خلق القيمة. كما يسمح مفهوم خلق القيمة بإدراك تكلفة رأس المال، حيث لا تمثل الأموال الخاصة مورداً مجانياً لأن الأسهم تشكل أصلاً مخاطراً، لهذا على المؤسسة تقدير عوائد رأس المال على الوجه الصحيح حتى تضمن معدل مردودية مرتفع للحائزين على الأسهم.¹

ثالثاً: أهمية خلق القيمة:²

يعتبر خلق القيمة محور إهتمام المؤسسات منذ أمد طويل، وقد إزداد هذا الإهتمام خاصة مع نهاية الألفية الثانية، لقد إرتبط خلق القيمة لمدة طويلة بالجوانب المالية في المؤسسة، حيث سعت هذه الأخيرة إلى خلق القيمة للمساهمين فحسب، وبالتالي تعظيم ثروتهم، وإعتبرت ذلك الهدف المالي الأول الذي يجب تحقيقه، وهذا ما نلمسه بوضوح في قول (1994) G. B. Stewart: "إن الهدف المالي الأول هو تعظيم ثروة المساهمين، وفائدة ذلك لا تعود على المساهمين فحسب، بل تعود على المؤسسة ككل".

لكن ورغم أهمية خلق القيمة للمساهمين، إلا أن التركيز على هذا الهدف سيؤدي إلى إهمال الأطراف الأخرى للمؤسسة لاسيما وأن التجارب الميدانية أظهرت المؤسسات التي تأخذ بعين الإعتبار جميع الأطراف الأخذة في خلق القيمة أكثر نجاحاً وإزدهاراً من تلك التي لا تهتم إلا بخلق القيمة للمساهمين، إضافة إلى ذلك، فقد وجد كل من Heskett و Kotter أن المؤسسات الأمريكية الكبرى التي أولت الأهمية نفسها لجميع شركائها، تضاعفت مبيعاتها في ظرف أحد عشر سنة أربعة أضعاف مبيعات المؤسسات التي ركزت إهتمامها على المساهمين فحسب. وهذا يثبت بوضوح أهمية خلق القيمة لجميع الأطراف الأخذة.

¹ أمال لعقون، إيمان يوسف، خلق القيمة باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA: دراسة حالة مؤسسة الأوراسي، مجلة دراسات إقتصادية، جامعة فرحات عباس-سطيف، 2021، المجلد 15، العدد 02، ص 238.

² الهاشي عباسي، الدور المحوري لتسيير الموارد البشرية في خلق القيمة لجميع الأطراف الأخذة، مجلة أبحاث إقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر-بسكرة، 2008، العدد 03، 2008، ص 105-106.

المطلب الثاني: آليات ومبادئ خلق القيمة

تتطلب عملية خلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية تطبيق مجموعة من الآليات والأسس الفعالة في هذا المطلب سيتم التعرف على آليات خلق القيمة والمبادئ التي تقوم عليها عملية خلق القيمة.

أولاً: آليات خلق القيمة

يمكن تقسيم آليات خلق القيمة الى قسمين آليات إستراتيجية وآليات مالية:

1_ آليات الإستراتيجية :

تعتبر آليات الإستراتيجية أساسية لخلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية، في هذا السياق سنناقش ثلاث آليات إستراتيجية رئيسية:¹

أ_ الميزة التنافسية:

حسب Rappa port 1987 " خلق القيمة مرتبط بالميزة التنافسية، يتم التركيز على جاذبية القطاع وعلى موقع المؤسسة التنافسي في القطاع، بالإعتماد على النموذج المقترح من طرف «Porter»، حيث تؤثر القوى الخمس التي يشير إليها: قوة المنافسين، قوة التفاوض للزبائن، تحديد الكيانات الجديدة، تحديد المنتجات البديلة، وقوة التفاوض للموردين، على سيرورة خلق القيمة من خلال التأثير على الأسعار الكميات المباعة، مستوى الإستثمار المحقق، ودرجة المخاطر الموافقة.

ب_ عمليات النمو الخارجي:

تأثر قيمة المؤسسة بتقييم فعالية القرارات الإستراتيجية فيما يخص خلق أو تدهور القيمة في حالات الإندماج، أي أنها تتأثر بعمليات النمو الخارجي أيضاً، إذ تستهدف عملية الشراء الحصول على حصة سوقية وإيجاد شكل من أشكال التعاضدية بتحسين نتائج النشاطات الموجودة أو المحصل عليها، وضمن هذا الإطار تندرج عمليات النمو الخارجي والتوسع التي تتمثل في عمليات الإندماج والإستحواذ، وعمليات التركز (Recentrage) والتخلص من وحدات ونشاطات ليس لها مردودية عالية أو تتعرض لضغط منافسة شديدة (Décroissance externe). وتبين بعض الدراسات فعالية إستراتيجية التركز مقارنة مع إستراتيجية التنوع إذا كان الهدف هو خلق القيمة.

¹ لمياء عماني، عائشة سلهي كيجلي، مرجع سبق ذكره، 2017، ص 323-324.

ج_ عمليات النمو الداخلي:

عرف (« (1975) A. Jacquemin» النمو الداخلي بأنه استخدام المؤسسة لمواردها الخاصة لتنفيذ سياستها الإستثمارية والتي تمول بالأرباح غير الموزعة أو باللجوء إلى الوسطاء الماليين لكن (1978) R. Paturel» «إعترض على ربط نمط النمو بمصدر التمويل ذلك لأن كل من النمو الداخلي والخارجي يمكن تمويلهما بمصادر داخلية أو خارجية وعليه فلا توجد خصوصية تمويلية لكلا الإستراتيجيتين فالنمو الخارجي يمكن تمويله بالتمويل الذاتي، كما أن النمو الداخلي يمكن أن يمول مثلا باللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية كإصدار أسهم أو الإقتراض فيما احتفظ (1966) J. Houssiaux» «بخصوصية التمويل المذكورة سابقا لكنه أضاف أن النمو الداخلي يتمثل في حيازة إستثمارات جديدة والإستثمار في مجال تحديث وتطوير وسائل الإنتاج الحالية¹.

2_ آليات المالية :

تتوفر المؤسسة على عدة آليات مرتبطة بالقرارات المالية تمكنها من تعظيم قيمتها، والمتمثلة في إعادة شراء الأسهم، وإدارة المخاطر والإيرادات المالية:²

أ_ إعادة شراء الأسهم:

هي عبارة عن قيام مؤسسة بشراء أسهمها القائمة أملا في زيادة ربح السهم، تستخدم كبديل لإجراء التوزيعات في حالة توقع الإدارة أن يكون لها تأثيرا إيجابيا على أسعار أسهم المؤسسة في سوق الأوراق المالية. وتستخدم لخلق سوق للسهم، أو لخلق طلب إضافي على أسهم المؤسسة، أو لتدعيم سعر السوق الجاري لأسهم المؤسسة المتداولة، وتلجأ المؤسسات إلى هذه الآلية في حالة إنخفاض أسعار أسهمها لأسباب غير مرتبطة بأداء المؤسسة ذاتها. وتستخدم لضبط حقوق الملكية وهيكل المساهمين بما يحد من سيطرة بعض المساهمين.

كما تفيد هذه العملية في مواجهة عروض الشراء العدائية لأسهم المؤسسة بتخفيض عدد الأسهم حرة التداول في السوق وزيادة أسعار تداولها. وتفيد هذه الآلية في تخفيض عدد الأسهم القائمة وبالتالي تخفيض مضاعف الربحية مما يجعل سعر السهم ذو جاذبية معينة للمستثمرين وكذلك زيادة نسبة التوزيعات، حيث تزيد أرباح المساهمين الباقين في المؤسسة أي ربحية السهم، وأيضا زيادة توزيعات الأرباح نتيجة توزيع الأرباح المحققة على عدد أقل من الأسهم القائمة،

¹ عبد الباقي بضياف، العوامل المؤثرة في النمو الداخلي للشركات دراسة حالة شركات المساهمة الجزائرية، مجلة البحوث الإقتصادية المتقدمة، جامعة قاصدي مرياح -ورقلة-، المجلد 08، العدد 01، 2023، ص 384.

² أرحاب هلال وشام، دور الإدارة بالقيم في خلق القيمة بالمؤسسة الإقتصادية دراسة لعينة من المؤسسات، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص دراسات مالية، جامعة غرداية، 2016-2017، ص 52-53.

ب_ إستراتيجيات إدارة المخاطر المالية:

إستراتيجيات إدارة المخاطر المالية مرتبطة بالقرارات الإستثمارية للأعمال أو بمزيج الأصول المختلفة للمؤسسة، كما ترتبط أيضا بالهيكل التمويلي الخاص بالمؤسسة، ويرى «Cummins j.D» أن مفهوم إدارة المخاطر المالية يشير إلى تلك القرارات التي تستهدف تغيير شكل العلاقة الخاصة بالعائد والخطر المرتبطين بالتدفقات النقدية المستقبلية بهدف تعظيم قيمة الأصل الذي يتولد عنه هذا العائد بحيث تستخدم المؤسسة عدة إستراتيجيات الإدارة خطر سعر السلعة، خطر معدل الفائدة، خطر سعر تبادل السلعة، من خلال تخصيص مؤونات الخسائر.

ثانيا: مبادئ خلق القيمة

يمكن تحديد قيمة المؤسسة الإقتصادية بناء على أربعة مبادئ أساسية لا يمكن تجاهلها، وتمثل هذه المبادئ في:

1_ مبدأ وجود بدائل :

فالشخص يملك العديد من البدائل المتاحة أمامه، غير أن درجة الرغبة والإشباع تختلف بين هذه البدائل، وبعبارة أخرى ليس هناك طرف مجبر على الشراء من طرف أو مجبر على البيع لطرف محدد، فأى طرف له حرية الإختيار والمفاضلة بين مختلف البدائل المتاحة.

2_ مبدأ الإستبدال :

معنى ذلك أن الشخص العاقل لا يدفع مقابل أصل معين، ما يزيد عن ذلك المبلغ الذي يساوي تكلفة إستبداله بأصل آخر يماثله ويقوم بالوظيفة نفسها، أي له الخصائص نفسها.¹

3_ مبدأ المنافع المستقبلية :

إن مبدأ المنافع المستقبلية بدوره لا يقل أهمية خاصة في عمليات الإستحواذ والإندماج. يشير المبدأ إلى أن قيمة الملكية أو الأصل تعكس المنافع الإقتصادية المتوقعة في المستقبل نتيجة لتملك أو السيطرة على تلك الملكية، من هذا المنظور فإن قيمة أية مؤسسة هي صافي القيمة الحالية (VAN) لجميع المنافع الإقتصادية المتوقعة في المستقبل نتيجة تملك تلك المؤسسة فما حققته المؤسسة من نتائج في الماضي لا تأثير له على القيمة إن الأداء السابق يبقى مؤشر جيد ما لم يحدث ما يقوض التوجه السابق.

¹ بلال كيموش، مرجع سبق ذكره، ص 47.

إن تطبيق مبدأ المنافع المستقبلية أمراً جديداً يتطلب عديد الإفتراضات عن مستقبل المؤسسة، إن طريقة صافي القيمة الحالية (VAN) للمنافع الإقتصادية المتوقعة في المستقبل هي أفضل مؤشر للقيمة في أغلب الحالات يشكل مبدأ المنافع المستقبلية أساس مقارنة التقييم على أساس الدخل.

إن صافي القيمة الحالية من المفاهيم المالية وهي الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة (cash in flows) والقيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة (cash out flows)، إذا كانت صافي القيمة الحالية موجبة، فالمشروع مربح ويمكن قبوله. يمكن أن تتباين تقديرات القيمة بواسطة صافي القيمة الحالية للدخل المستقبلي عن القيمة السوقية لأصل ما قريب ومشابه في مثل هذه الحالات ينصح الخبراء باستعمال التحكيم العقلي لفهم أسباب الاختلاف ومن هي المقاربة المعقولة وهل يمكن المزج بينهم.¹

4_ مبدأ الإحلال :

لهذا المبدأ أهمية بالغة بالنسبة لتقدير القيمة فهو يقضي بأن قيمة الأصل تتحدد بواسطة التكاليف التي سوف يتم تكبدها لإمتلاك أصل بديل بدرجة مساوية، وكمثال: إذا قام مجموعة من المستثمرين بدراسة إمكانية شراء بنك ما فلا تقتصر دراساتهم على مستوى البنك المستهدف لوحده بل أيضاً السعر المدفوع في البنوك المماثلة (أي مقابل البدائل المرغوبة بدرجة مساوية)، ومبدأ الإحلال يمثل الأساس النظري لمدخل السوق إلى تقدير القيمة.²

بمعنى آخر إن مبدأ الإحلال من المفاهيم الهامة في التقييم، مفاده أن قيمة الملكية أو الأصل يتأثر تحديده بتكلفة الحصول على بدائل توفر نفس المنافع أو التشبيه المثالي هو وجود مؤسستين لهما نفس الحجم، نفس نوعية العمال نفس الربح... الخ، نستطيع القول إن كلتا المؤسستين متساويتين أو جد متقاربتين في القيمة لأنهما بديلين لبعضهما البعض، إن مقارنة التقييم على أساس المقارنات أو المضاعفات (المقاربة السوقية) تعتمد على مبدأ الإحلال.³

¹ المبارك فحلول، المعلومة المحاسبية وتقييم الشركات-دراسة حالة شركة الإسمنت عين توتة-الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، في علوم التسيير، تخصص تسيير مؤسسات، جامعة باتنة 1، 2016-2017، ص 18.

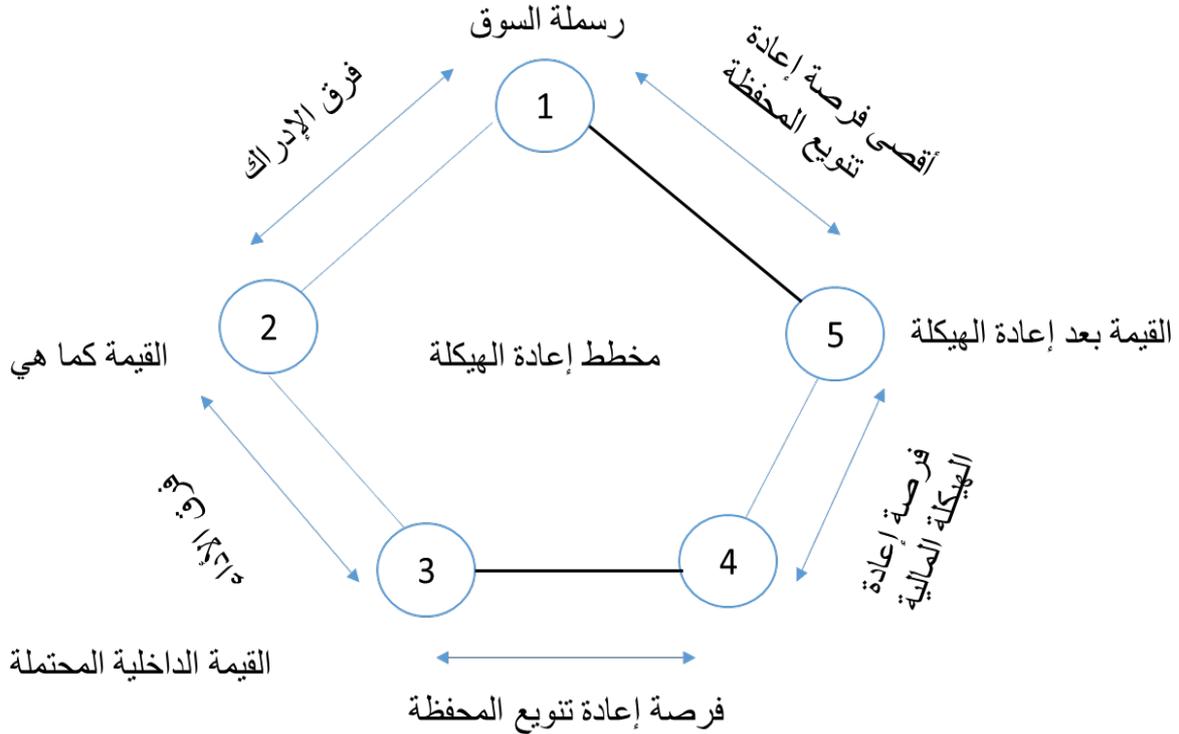
² عصمت محمد بن حمو، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الإقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخصخصة: دراسة حالة مؤسستي صيدال والأوراسي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد-تلمسان، 2015-2016، ص 06.

³ المبارك فحلول، مرجع سبق ذكره، ص 18.

المطلب الثالث: عمليات خلق القيمة

من أجل تحديد وتقدير جميع إمكانات خلق القيمة داخل المؤسسة إقترحت ماكينزي نهجا تسلسليا عرف باسم البنتاغون والمقسم إلى 5 مراحل يبينها الشكل التالي:

الشكل رقم (2-1): يوضح طريقة تحديد خلق القيمة داخل المؤسسة



المصدر: بلال سباع، تحليل وقياس العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة الإقتصادية المضافة في ظل تباين حجم المؤسسة -دراسة عينة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية خلال الفترة 2010-2021، مذكرة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة 8ماي 1945-قلمة، 2023-2024، ص 54-55.

حسب الشكل أعلاه المقصود بالقيمة كما هي القيمة الإقتصادية الحالية للتدفقات النقدية، أما القيمة الداخلية المحتملة فهي القيمة الإقتصادية الجوهرية الناتجة عن الدورة التشغيلية مثل تغير معدل الدوران، أما القيمة الخارجية المحتملة فهي تتشكل نتيجة إعادة تنويع المحفظة كما هو مبين في الشكل أعلاه.

إنطلاقاً مما سبق يمكن القول إن عملية خلق القيمة يقوم على مبادئ نذكرها في النقاط التالية:¹

- **تعظيم ثروة المساهمين:** يتمحور الهدف الرئيسي للمؤسسة حول زيادة قيمة أسهمها لتعظيم ثروة مالكيها (المساهمين)، ويعتمد النموذج المعتمد لتحقيق هذه القيمة على رؤية تعاقدية وأصولية، حيث تُعتبر الشركة مملوكة بالكامل للمساهمين الذين يُفوضون الإدارة لإدارة رأس المال نيابة عنهم، وتُبنى العلاقات مع الموظفين والموردين والعملاء على عقود محددة، تُوازن بين مصالح جميع الأطراف مع بقاء أولوية تعظيم قيمة المساهمين فوق كل الإعتبارات هذا النموذج يتوافق مع نظريات الإقتصاد الجزئي التقليدية، وقد إنتشر تطبيقه عملياً دون مناقشة كافية لأسسه الفلسفية في المقابل توجد نظريات بديلة في بعض الأنظمة القانونية (مثل اليابان وأوروبا القارية) تُعامل المؤسسة ككيان عضوي يُراعي مصالح جميع الأطراف (العمال، العملاء، المجتمع) بشكل متوازن لكن تراجع أداء هذه النماذج في التسعينيات عزز هيمنة النهج القائم على أولوية المساهمين.

- **رأس المال له تكلفة:** مبدأ أساسي في خلق القيمة لا يُمكن إعتبار حقوق الملكية (الأسهم) مورداً مجانيًا، بل لها تكلفة تعكس المخاطر التي يتحملها المساهمون، نظرًا لأن الأسهم الأصول عالية المخاطر، يطالب المستثمرون بعائد مرتفع يُناسب مستوى هذه المخاطر. إذا لم تُحقّق الشركة عائداً كافياً، سينتقل رأس المال إلى إستثمارات أخرى أكثر ربحية وبالتالي، لا تقتصر تكلفة حقوق الملكية على توزيعات الأرباح (كما تفترض النماذج التقليدية)، بل تشمل التكلفة البديلة للعائد الذي كان يمكن تحقيقه من إستثمار مماثل في السوق لذلك يُقاس أداء المؤسسة بالعائد الإجمالي (أرباح + مكاسب رأسمالية) مقارنة ببداية إستثمارية ذات مستوى مخاطر مماثل.

- **معياري الإستثمار:** العائد فوق تكلفة الموارد يتحتم على المؤسسة أن تستثمر فقط في المشاريع التي يُتوقع أن يكون عائدها أعلى من تكلفة الموارد (سواء حقوق الملكية أو الديون)، إذا لم تتوفر مثل هذه الفرص يجب عليها إعادة الأموال الفائضة إلى المساهمين عبر توزيع أرباح إستثنائية كإعادة شراء الأسهم وذلك لتعزيز قيمتها السوقية إذ يُوقّر هذا المبدأ معياراً واضحاً لتقييم الفرص الإستثمارية مسبقاً، وقياس الأداء المالي لاحقاً، مما يُسهم في كفاءة تخصيص رأس المال وضمان إستدامة النمو.

¹ Caby, J., Hirigoyen, G., Prat dit Hauret, C. (2013), *Création de valeur et gouvernance de l'entreprise* (4e éd), Économica.p45.

الجدول رقم (1-1): يوضح كيفية خلق القيمة من طرف أصحاب المصلحة

التحفيزات	مساهمات في خلق القيمة	أصحاب المصلحة
توزيع الأرباح	الديون الرأسمالية، الحد من المخاطر، تقليل تكلفة الأموال	المستثمرون المساهمين
التعويضات النقدية	الكفاءة والفعالية في الإدارة	المسؤولين
رواتب ومكافآت وترقيات	تنمية رأس المال البشري، الابتكار، التعاون، الالتزام، العمل الجماعي	الموظفين
	لاستقرار الوظيفي، حل النزاعات	النقابات
الجودة، أسعار السلع والخدمات، التقدير	الولاء للعلامة التجارية والسمعة الحسنة	العملاء
الامتثال للإلتزامات	الكفاءة وخفض التكاليف والابتكار التكنولوجي	الموردين
الثقة المتبادلة والمصالح المشتركة	الموارد الإستراتيجية، غزو الأسواق	الحلفاء
المنافسة العادلة، وتسوية الضرائب	الدعم الإقتصادي الكلي والسياسي، ومنح الإعتمادات والتراخيص	الحكومة

المصدر: بلال سباع، مرجع سبق ذكره، ص 54-55.

بالإضافة إلى العديد من عوامل التي ساعدت على مستوى النظري في رواج خلق القيمة والتي تعرضها في النقاط التالية:¹

- ✓ توفر أساس إيديولوجي قوي لصالح الملاك أو المساهمين يتمثل في شيوع فكرة المرور السلس من الإثراء الفردي إلى الرفاهية الجماعية، بالإضافة إلى تحمل المساهمين كل المخاطر المالية.
- ✓ وجود إطار نظري حديث والذي جعل من خلق القيمة معيارا مهما في مجال التقييم المالي، ومع وجود قواعد الحوكمة التي فرضت ربط المكافآت بالأداء في الأسواق المالية، مع توفر بعض الفروض الأساسية في التحليل ككفاءة الأسواق وسرعة دوران المعلومات وانعدام تكلفتها.

¹المياء عماني، سمية بن على، الهندسة المالية والإستراتيجية المالية التركيب المالي وإعادة الهيكلة، الدار الجزائرية للنشر والتوزيع، الجزائر 2021، ص 80-90.

- ✓ الإطار المحاسبي على الصعيد الدولي والذي يتأثر باستمرار بما يحدث في الحقل المالي، ويظهر ذلك من خلال إضافة صفة المالية إلى المعايير المحاسبية والتركيز على الإفصاح المالي ثم اعتماد القيمة العادلة كتجديد أساسي مفاهيمي في المعايير المحاسبة الدولية.
- ✓ التحرر المالي والأهمية المتزايدة لمالية الاسواق مع بداية الثمانينيات بشكل أثر على تراتبية الأشكال المؤسسية أي أنماط التعديل، بداية من خلال الاهتمام بمسألة الإندماج ضمن الإقتصاد الدولي والسوق المالي الدولي الذي يعد مصدر أساسي لتمويل المؤسسات.

المبحث الثالث: مؤشرات قياس خلق القيمة

في ظل تزايد التحديات في بيئة الأعمال المعاصرة، أصبحت قدرة المؤسسات على خلق القيمة معياراً أساسياً للحكم على كفاءتها وإستدامتها، وقد تطورت أدوات التحليل المالي لتجاوز المؤشرات التقليدية، مما أدى إلى ظهور مجموعة من المؤشرات التي تقيس القيمة المضافة الحقيقية للمساهمين ومن بين هذه المؤشرات: القيمة السوقية المضافة (MVA) التي تقيس الفرق بين القيمة السوقية ورأس المال المستثمر والقيمة الإقتصادية المضافة (EVA) التي توضح صافي الربح بعد احتساب تكلفة رأس المال، ونسبة توبين (Tobin's Q) التي تعكس العلاقة بين القيمة السوقية للأصول وتكلفتها الإستبدالية، كما يُستخدم العائد الإجمالي للمساهمين (TBR) كمؤشر على العائد الكلي الذي يحققه المستثمر من حيازته للأسهم، إلى جانب معدل العائد على التدفقات النقدية (CFROI) الذي يقيس كفاءة المؤسسة في توليد تدفقات نقدية مقارنةً بحجم إستثماراته وتشكل هذه المؤشرات أدوات تحليلية متكاملة لفهم مدى قدرة المؤسسة على خلق القيمة وتحقيق النمو المستدام وهذا ما سيتم التعرف عليه في هذا المبحث.

المطلب الأول: القيمة الإقتصادية المضافة (EVA)

تعتبر القيمة الإقتصادية المضافة (EVA) مقياساً ماليًا هاماً يستخدم لتحديد أداء الشركة وقياس قدرتها على خلق قيمة للمساهمين، في هذا المطلب سنناقش مفهوم القيمة الإقتصادية المضافة، وطريقة حسابها، وأهميتها كما سنستعرض كيفية إستخدام EVA وسلبيات وإيجابيات هذا المؤشر.

أولاً: مفهوم القيمة الإقتصادية المضافة (EVA)

يرى العديد من الباحثين أنه حتى تكون للمؤسسة القدرة على خلق الثروة يجب أن تحقق أرباحاً أعلى من تكاليف رأس المال، ولقد تم تقديم هذا المفهوم تحت مسميات مختلفة بما في ذلك الربح المتبقي الذي يعتبر مؤشر داخلي للأداء، وجاءت بعده دراسة ستوارت لتقدم مؤشراً جديداً تمثل في القيمة الإقتصادية المضافة EVA، والذي يعتبر من أفضل البدائل لمؤشرات قياس الأداء المالي التقليدية، هذا بالإضافة إلى قدرته العالية على قياس معدلات القيمة الإقتصادية المضافة.¹

طور "ستوارت وستيرن"، المحلل المالي لشركة ستيرن ستوارت وشركاه في عام 1993، مفهوماً جديداً للقيمة الإقتصادية المضافة (EVA) هي نهج جديد في تقييم أداء الشركة من خلال إيلاء إهتمام جيد

¹ طارق فيلاي، محددات خلق القيمة على مستوى المؤسسات المالية العاملة في الأردن -دراسة حالة البنك العربي خلال الفترة 2015-2020، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة جيلالي ليايس-سيدي بلعباس، المجلد 19، العدد 33، 2023، ص158.

لتوقعات الممولين. على عكس مقاييس الأداء التقليدية لا يحتاج مؤشر EVA عند استخدامه إلى تحليل مقارن مع شركات مماثلة أو إنشاء تحليل للإتجاهات.¹

وتعرف القيمة الاقتصادية المضافة بأنها: "مقياس للأداء المالي القائم على القيمة، وأداة لإتخاذ قرار الإستثمار ومقياس للأداء الذي يعكس المبلغ الصافي للقيمة التي تم إنشاءها للمساهمين، فهي تقدير للأرباح الاقتصادية الحقيقية أو المبلغ الذي تتجاوز أو تقل فيه الأرباح عن الحد المطلوب لمعدل العائد الذي يمكن للمستثمرين الحصول عليه من خلال الإستثمار في الأوراق المالية الأخرى ذات المخاطر المماثلة".²

ويعرف أيضا: "هو وسيلة لقياس القيمة الاقتصادية من الأعمال المنجزة بعد النظر في تكلفة رأس المال بما في ذلك تكلفة الدين وتكلفة حقوق الملكية، ويعتمد في حساب المعايير المحاسبية على تكلفة الدين فقط بينما في حساب EVA بالإضافة إلى تكلفة الدين يتم خصم تكلفة رأس المال والنقطة المفتاحية في القيمة الاقتصادية المضافة هو أن يتم إنشاء قيمة عند ما يكون معدل عائد الإستثمار أكثر من إجمالي تكلفة رأس المال".³

ويعد تعريف Stern و Stewart الأقرب والأدق للواقع حيث عرف القيمة الاقتصادية المضافة كالتالي: "مقياس للإنجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي حيث مرتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت والفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب وتكلفة رأس المال المملوك والمقترض.

يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية الصورة المعدلة لمؤشر الربح المتبقي، والذي قامت بتطويره مؤسسة "SternStewart&Co" من خلال إقتراح إجراء العديد من التعديلات على كل من صافي الربح وكلفة رأس المال لحساب القيمة الاقتصادية المضافة. وتحتسب القيمة الاقتصادية المضافة وفقا لهذا المدخل بالفرق بين نتيجة الإستغلال بعد الضرائب والتكلفة المرجحة لرأس المال المستثمر. ولهذا يعرف مؤشر القيمة الاقتصادية على أنه المؤشر الذي يهدف إلى قياس الثروة الزائدة عن تكلفة جميع الموارد المستخدمة".⁴

¹ Budi witiaksana, activity based management change ordre model-based economic value added through the effectiveness and efficiency to improve the financial performance of building construction projects in Surabaya city, archives of business research, vol07, No02,2019, p155.

² M geysler, IE Liebenberg, Creating a new valuation Tool for South african, agricultural CO-Operatives, Agreko, vol42, no02,2019, p155.

³ سويسبي الهواري، رمضاني حميدة، قياس أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة بإستخدام مؤشرات الأداء الحديثة، دراسة حالة مجمع صيدال للفترة 2010-2015، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المركز الجامعي-إلبيزي، المجلد 10، العدد 02، 2017، ص801-802.

⁴ نصر الدين النمري، التكامل بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وبطاقة الأداء المتوازن ودوره في تقييم الأداء وقيادته نحو خلق القيمة، مجلة معارف علمية محكمة، جامعة أمحمد بوقرة-بومرداس، العدد 19، 2015، ص85-86.

ثانيا: أهمية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA

برزت أهمية هذا المؤشر فيما يلي:¹

- ❖ يوضح المعيار التحسن المستمر والفعلي لثروة المساهمين؛
- ❖ مقياس حقيقي للأداء التشغيلي والإداري؛
- ❖ معيار لنظم الحوافز والتعويضات لمدرء المؤسسات؛
- ❖ معيار لقياس النمو الحقيقي لربحية المؤسسة في الأجل الطويل؛
- ❖ مؤشر حقيقي لتعظيم سعر السهم في السوق؛
- ❖ وسيلة لسد الفجوات التي تحدثها المبادئ المحاسبية المتعارف عليها دوليا؛
- ❖ وسيلة للحد من مشكلة الوكالة من خلال تقريب إهتمامات المدرء وحملة الأسهم؛
- ❖ أداة للمفاضلة بين الفرص الإستثمارية المتوقعة؛
- ❖ أداة للتقييم الشامل لعملية إتخاذ القرارات الإدارية والمالية؛
- ❖ معيار ينشئ لغة مشتركة لجميع العاملين في المؤسسة في إطار الرقابة والمتابعة.

ثالثا: أنواع القيمة الاقتصادية المضافة

يمكن التمييز بين خمس أنواع من الإقتصادية المضافة وهي:²

1- القيمة الاقتصادية المضافة Basic Eva :

وهي القيمة التي تحسب من خلال البيانات التي توضحها القوائم المالية من دون أية تعديلات على المبادئ المحاسبية المتعارف عليها.

¹ سعاد معاليم، سميحة بوحفص، إنشاء القيمة في المؤسسة وفق القيمة الاقتصادية المضافة EVA-دراسة حالة مؤسسة صناعية الكو ابل فرع جنرال كابل-بسكرة، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة محمد خبضر-بسكرة، العدد 30، 2017، ص405-406.

² ضياء عبد الحسين القاموسي، أية عبد الكريم إبراهيم، تأثير تمهيد الدخل في القيمة الاقتصادية المضافة دراسة تطبيقية في عينة من الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة والإقتصاد، الجامعة التقنية الوسطى بغداد، العدد2018، 115، ص199.

2- القيمة الإقتصادية المضافة المفصح عنها Disclosed EVA:

وهي القيمة التي تحسب عن طريق إجراء تعديلا على البيانات الواردة في القوائم المالية التي إعتمدت على وفق المبادئ المحاسبية المتعارف عليها، ومثل هذه القيمة هي التي تعتمد عليها منشأة Stern & Stewart في ترتيبها السنوي للمنشآت.

3- القيمة الإقتصادية الملائمة Tailored EVA:

هي القيمة التي تحسب عن طريق إجراء بعض التعديلات على البيانات المحاسبية المستخرجة من القوائم المالية والتي تعد على وفق المبادئ المحاسبية المتعارف عليها وهي التعديلات التي تراها المنشأة ملائمة لظروفها.

4- القيمة الإقتصادية المضافة الحقيقية True EVA:

هي القيمة التي تعد الأكثر صحة والأدق إذ تشتمل على جميع التعديلات على البيانات المستخرجة من القوائم المالية وكذلك تشمل استخدام تكلفة رأس المال الحقيقي لكل قسم من أقسام الوحدة ومن المعلوم إن أساس التميز هو عدد التعديلات أو التسويات على صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب ورأس المال، إذ تحاول هذه التعديلات سد الفجوة التي تحدثها المبادئ المحاسبية المتعارف عليها بين القيمة المحاسبية والقيمة الإقتصادية.

5- القيمة الإقتصادية المعدلة:

هي التي تسعى الى إيجاد إرباح محاسبية وإرباح إقتصادية بناء على القيمة السوقية لتكاليف رأس المال المستثمر.¹

رابعا: خطوات حساب القيمة الإقتصادية المضافة EVA

ويتم حساب قيمة EVA بعد القيام بعدة تعديلات وفقا للعلاقة التالية:

طريقة الأولى:

$$EVA = NOPAT - (TCE/WACC)$$

حيث أن:

¹ سعى عبد الكريم علي، حسين سطم صالح، مواجهة القصور في مؤشرات المحاسبة التقليدية، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والإقتصادية، جامعة تكريت، المجلد 02، العدد 18، 2022، ص 6.

- NOPAT : النتيجة للإستغلال الصافية بعد الضرائب.
- TCE : الأموال المستثمرة.
- WACC : المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

طريقة ثانية:

يتم حساب القيمة الإقتصادية المضافة وفق العلاقة التالية:

$$EVA = (ROCI - WACC) \times CI$$

حيث أن:

- EVA : القيمة الإقتصادية المضافة؛
- ROCI : العائد على رأس المال المستثمرة؛
- CMPC : تكلفة المتوسط المرجح لرأس المال؛
- CI : رأس المال المستثمر.

لحساب القيمة الإقتصادية المضافة يجب إتباع الخطوات التالية:¹

حساب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال CMPC هي المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال والتي يمكن الحصول عليها من خلال مجموع تكلفة كل عنصر من مصادر التمويل في الوزن النسبي لكل مصدر من الهيكل المالي للمؤسسة، وتعرف تكلفة رأس المال على أنها المردودية الأدنى الواجب تحقيقها من مشروع إستثماري الذي يسمح بتغطية معدل المردودية المفروض من قبل ممالي المؤسسة المساهمين (الأموال الخاصة) والدائنين (تكلفة الإستدانة)، وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$CMPC = KCP \times CP / (D + CP) + KD \times D / (D + CP)$$

¹ أحمد شعشوع، وآخرون، دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تقييم الأداء والرفع من القيمة السوقية للمؤسسة دراسة تحليلية مقارنة بين القيمة الإقتصادية المضافة (EVA) والمؤشرات المالية التقليدية (ROE, ROI)، مجلة التكامل الإقتصادي، مركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميله، المجلد 09، العدد 01، سنة 2021، ص 255.

حيث أن:

- K0 : التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال؛
- KD : تكلفة الديون؛
- D : الديون؛
- KCP : تكلفة الأموال الخاصة؛
- CP : الأموال الخاصة.

إذا كانت $EVA > 0$ ففي هذه الحالة يمكن القول إن المؤسسة ناجحة ويكون هناك زيادة في ثروة الملاك، وبالتالي يكسبون أكثر من أصل الإستثمار، أما إذا كانت $EVA = 0$ فهذا يعني أن المؤسسة قد أنتجت بقدر ما إستثمرت من أموال، وعندما تكون $EVA < 0$ يعني تأكل في ثروة الملاك.¹

خامسا: مزايا وعيوب القيمة الإقتصادية المضافة:

لمعيار القيمة الاقتصادية المضافة العديد من المزايا نذكر منها:²

- ✓ إرتباطه بالقيمة السوقية للمؤسسة أكثر من المقاييس المحاسبية التقليدية جعلها أداة تقييم سوق المالي للمؤسسات؛
 - ✓ يساعد المديرين وصناع القرار على معرفة ما إذا كانت المشاريع مربحة أم لا من خلال إظهار القيمة المضافة إلى المؤسسة، فكل المشاريع التي تتجاوز قيمة المؤسسة لا تستحق التنفيذ بغض النظر عن تأثيرها في الأرباح المحاسبية؛
 - ✓ يسمح بتقريب الأداء المالي والإداري، حيث يصبح المديرون أكثر دراية بالأصول غير المستغلة والتي لا تعكس تكاليفها فيفاضلون بين إدارة الأصول والدخل المحقق.
- مع تجريب هذا المؤشر وإستخدامه في مجال قياس الأداء المالي من قبل المهتمين ظهرت بعض النقائص والعيوب منها:

¹ عبد الكريم خيري، مدى مساهمة مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة (EVA) في تحديد القيمة السوقية للمؤسسات الإقتصادية المسعرة في البورصة -دراسة حالة مجمع صيدال، مجلة الإدارة والدراسات الإقتصادية، جامعة الجلفة، المجلد 07، العدد 01، 2021، ص 310.

² مريم حتوت، سعيدة بورديمة، أثر سياسة تمهيد الدخل على القيمة الإقتصادية المضافة لمجموعة من المؤسسات الجزائرية- دراسة قياسية بإستخدام نماذج بانل ديناميكى للفترة ما بين 2012-2019، مجلة العلوم الإدارية والمالية، جامعة 8 ماي 1945 -قائمة الجزائر، المجلد 06، العدد 01، 2022، ص 347.

- ✓ يعتمد هذا المؤشر في حسابه على بيانات محاسبية وبالتالي تشوه صورة الربح الإقتصادي ويظهر هذا النقص من خلال عدم أخذ عامل التضخم في الحسبان لأنه أهم معيار في التفرقة بينهما؛
- ✓ يتضح لنا من علاقة حساب المؤشر أنه يعتمد على عامل المبيعات أو العوائد التي يجب أن تغطي كافة تكاليف إنتاجها فكلما إرتفعت أكثر ترتفع القيمة الإقتصادية المضافة وهذا إن دل فإنما يدل على ضرورة التركيز على الإستثمارات والمشاريع التي تحقق عوائد في الأجل القصير وإهمال الأنشطة التي لها عوائد كبيرة في المدى الطويل؛
- ✓ نظريا وفق هذا المؤشر يتم إختيار المشاريع أو الإستثمارات التي تحقق قيمة إقتصادية موجبة لكن في الواقع يصعب صناعة القرار وفقه لأنه يعتمد على حجم المبيعات أو العوائد وهي من الصعب التنبؤ بها في المستقبل والتنبؤ يبقى إحتمال قد لا يحدث حتى في الحالات التي يمكن قياسه وما يزيد الأمر تعقيدا الحالات التي تتميز بعدم التأكد.

المطلب الثاني: القيمة السوقية المضافة MVA

تعتبر القيمة السوقية المضافة (MVA) مقياسًا ماليًا هامًا يستخدم لتحديد الفرق بين القيمة السوقية للشركة وقيمة رأس المال المستثمر فيها في هذا المطلب سنناقش مفهوم القيمة السوقية المضافة، وطريقة حسابها، وأهميتها في تقييم أداء الشركات، كما سنستعرض كيفية استخدام MVA في تقييم قدرة الشركة على خلق قيمة للمساهمين، وكيفية تحسينها لتعزيز ثروة المساهمين.

أولاً: مفهوم القيمة السوقية المضافة MVA

يمكن تعريف القيمة السوقية المضافة MVA على أنها: "الفرق بين القيمة السوقية لأسهم الشركة والقيمة الدفترية كما هو موضح في الميزانية العمومية، ويتم حساب القيمة السوقية بضرب سعر السهم في عدد الأسهم القائمة، والقيمة السوقية المضافة MVA هي إنعكاس لتوقعات المستثمرين بشأن القيمة الإجمالية التي يتوقعونها من الشركة لخلق قيمة مستقبلية لإجمالي رأس المال المستثمر أقل في الشركة كلما زادت القيمة المضافة السوقية MVA ، كلما كان ذلك أفضل تعني القيمة السوقية المضافة السلبية MVA أن قيمة الإستثمارات التي تديرها إدارة رأس المال أقل من رأس المال المالي المقدم إلى الشركة من قبل أسواق رأس المال، مما يعني أن الثروة قد دمرت".¹

¹ Muhammad Mara Ikbar, Andrieta Shintia Dewi, *The Analysis of Effect of Economic Value Added (EVA) and Market Value Added (MVA) on Share Price of Subsector Companies of Property Incorporated in LQ45 Indonesia Stock Exchange in Period of 2009-2013*, International Journal of Science and Research, Vol 4, Issue 4, 2015, p 2311

ثانياً: طرق القياس السوقية المضافة MVA

تعتبر القيمة السوقية المضافة عن القيمة التقديرية الحالية لرأس المال المستثمر في المؤسسة ولحسابها نقوم بمايلي:

- جمع كافة الأموال التي تحتويها المؤسسة من المساهمين والعوائد المحتجزة للإستثمار
- إعادة تصنيف بعض المصاريف المحاسبية كمصاريف البحث والتطوير؛
- حساب قيمة الأسهم الفعلية وإضافتها إلى مجموع ديون المؤسسة وذلك بإستخدام الأسعار السوقية الحالية للأسهم.

فإذا كانت القيمة الناتجة أكبر من مجموع رأس المال المستثمر فإن ذلك دليل على خلق قيمة سوقية مضافة.

وبعبارة أخرى يقيس مؤشر القيمة السوقية المضافة الفرق بين القيمة السوقية لرؤوس الأموال المستثمرة وقيمتها المحاسبية، فإذا كانت القيمة الإقتصادية المضافة تمثل مؤشر للقيمة المنتجة لفترة زمنية ما، فإن القيمة السوقية المضافة تأخذ بعين الإعتبار مجموع التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة من طرف السوق المالي.¹

ويمكن حساب القيمة السوقية المضافة كالتالي:²

القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية للأسهم - القيمة الدفترية للأسهم

كما يمكن حساب القيمة السوقية المضافة من خلال طريقتين:³

طريقة الأولى من خلال العلاقة التالية:

$$MVA = MV - CI$$

حيث أن:

• MVA : القيمة السوقية المضافة؛

• MV : القيمة السوقية للشركة؛

• CI : رأس المال المستثمر.

¹ بلال سباع، مرجع سبق ذكره، ص 60.

² محمد زرقون، وآخرون، دراسة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم –دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة (2010-2015)، مجلة الإمتياز لبحوث الإقتصاد والإدارة، المجلد 02، العدد 03، جوان 2019، ص 2018.

³ خميسي قايد، قياس وتقييم الأداء المالي للبنوك التجارية النشطة في الجزائر باستخدام مؤشر القيمة السوقية المضافة، مجلة معارف، جامعة برج بوعريج، المجلد 16، العدد 02، ص 393-394.

طريقة الثانية من خلال العلاقة التالية:

$$MVA = \frac{EVA1}{(1+WACC)^1} + \frac{EVA2}{(1+WACC)^2} + \frac{EVA3}{(1+WACC)^3}$$

حيث أن:

- EVA : القيمة الاقتصادية المضافة؛
- WACC : التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.

وبموجب المعادلة فإن قيمة MVA الموجبة تشير الى الزيادة المحتملة في قيمة الشركة مستقبلا مما يساهم في تعظيم حقوق حملة الأسهم، إما إنخفاض MVA ووصولها الى القيمة السالبة فإن ذلك مؤشر على احتمالات إنخفاض قيمتها السوقية وتدني مستوى أرباحها نتيجة الى إما محدودية الفرص الإستثمارية أو أن الإدارة غير قادرة على توظيف مواردها في فرص إستثمارية منتجة للقيمة.¹

ثالثا: إيجابيات وسلبيات القيمة السوقية المضافة

تمثل إيجابيات القيمة السوقية المضافة في:²

- ✓ تضع معايير عادلة لتحديد الرواتب والمكافئات والأجور التشغيلية؛
- ✓ تساعد على الإستخدام الأمثل للموارد المتاحة في الشركة؛
- ✓ تتفوق في تحديد القيمة المستقبلية للتدفقات النقدية بتركيزها على تكلفة رأس المال وحق الملكية للمستثمر؛
- ✓ تركز على مؤشرات مهمة تساهم في إعداد الموازنات التخطيطية واتخاذ القرارات الإستراتيجية؛
- ✓ توفر بيانات ذات مصداقية عالية مقارنة بالبيانات المحاسبية التاريخية.

أما سلبيات القيمة السوقية المضافة:³

- ✓ لا يمكن حسابها إلا للشركات المدرجة في البورصة لأن سعر السهم معلوم ومتاح بسهولة؛

¹ أشرف صلاح، عبد الرؤوف علي عبد الله جريد، دراسة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة على أسعار أسهم شركات مؤشر IEGX30 المدرجة في البورصة المصرية، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، جامعة الدول العربية، المجلد 10، العدد 03، 2019، ص 299.

² حياة روميل، جاب الله الشريف، إستخدام المؤشرات الحديثة السوقية لقياس قدرة للشركات الجزائرية على خلق القيمة للفترة (2016-2022)، مجلة إقتصاد المال والأعمال، جامعة محمد الصديق بن يحي - جيجل، المجلد 08، العدد 04، 2024، ص 142.

³ مرجع نفسه، ص 142

- ✓ لا يمكن حسابها على مستوى وحدات الأعمال لأن الأقسام لا تمتلك أسهم؛
- ✓ لا تأخذ بعين الاعتبار سياسة توزيعات الأرباح للشركة، والتي تعد عاملاً مهماً يراعي المستثمرون عند شراء الأسهم؛
- ✓ تأثرها بالعوامل الخارجية بشكل كبير، على سبيل المثال يقال إن 75% من القيمة السوقية للشركة تتحدد بعوامل لا علاقة لها بأداء الشركة مثل الحالة العامة للإقتصاد وأسعار الفائدة، والتضخم والتوقعات الإقتصادية، وظروف القطاع.

المطلب الثالث: مؤشرات أخرى

تعتبر مؤشرات قياس خلق القيمة أدوات هامة لتقييم أداء الشركات ومدى قدرتها على خلق قيمة للمساهمين في هذا السياق، سنناقش ثلاثة مؤشرات رئيسية وهي معدل العائد على الإستثمار الإجمالي (TBR)، ونسبة توينس (Tobin's Q)، ومعدل العائد على الإستثمار المالي (CFROI) هذه المؤشرات توفر رؤية شاملة حول أداء الشركة وتساعد في إتخاذ قرارات إستثمارية وإدارية فعالة.

أولاً: مقياس عائد الأعمال الإجمالي Total Business Return¹

قدم مكتب بوسطن للإستشارات (BCG) مقياس عائد الأعمال الإجمالي كمقياس داخلي مكمل لمقياس عائد المساهم الإجمالي (TSR) يعبر مقياس العائد الأعمال الإجمالي عن عوائد الأصول الموجودة بحوزة المنشأة والنمو المستقبلي في الأصول (معبراً عنها كنسبة مئوية من القيمة السوقية للمنشأة)، ويحسب بجمع عائد التدفقات النقدية الحرة (FCF) بالنسبة للقيمة السوقية للمنشأة مضافاً إليها نسبة التغير الحاصل في القيمة السوقية للمنشأة بين بداية الفترة (MVt) ونهايتها (MVt-1). وتكتب علاقة عائد الأعمال الإجمالي لفترة واحدة كما يلي:

$$TBR = \frac{FCF_t}{MV_{t-1}} + \frac{MV_t - MV_{t-1}}{MV_{t-1}}$$

يشير مكتب الإستشارات (BCG) إلى إمكانية إستخدام مقياس عائد الأعمال الإجمالي (TBR) كأساس لقياس الأداء من خلال مقارنته مع تكلفة رأس المال، تحديد المكافآت وتقييم السياسات الإستثمارية من جانب آخر، توجه لمقياس (TBR) بعض الإنتقادات في كونه مقياس يتجاهل تكلفة رأس المال في حسابه

¹ هشام بحري، تقييم مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة للمساهم، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة 1، المجلد 2، العدد 4، 2014، ص 95.

مقارنة ببقية المقاييس من نفس الصنف التي تدمجها كمعدل للخصم، كما يعتمد في حسابه على المعلومات السوقية مما يثير التساؤل بمدى قبوله لإدارة الأداء الداخلي.

ثانياً: عائد التدفق النقدي على الإستثمار Cash-Flow Return On Investment¹

إن عائد التدفق النقدي على الإستثمار هو معدل العائد لجميع الإستثمارات المنجزة من طرف المؤسسة، ويكافئ هذا المعدل معيار معدل المردود الداخلي (IRR) وبالتالي يعتبر كمتوسط معدل المردود الداخلي لكل أصول المؤسسة هذا المقياس تم تطويره من طرف مكتب الإستشارات Holt Value-Braxton Associate والذي تم تبنيه من طرف مكتب بوسطن للإستشارات (BCG) ويمتاز هذا المقياس بفعاليته في قياس المردودية الإقتصادية للأصول، ويمكن مقارنته مع التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال WACC من أجل الحكم على خلق أو هدم القيمة ويكمن الهدف الأساسي لهذا المقياس في دراسة الأداء الإجمالي للمؤسسة باعتبارها تمثل مشروعاً وحيداً.

ولحساب هذا العائد يجب تقدير مكوناته الأربعة التالية:

- الإستثمار الإجمالي Gross Cash الذي يحسب كما يلي:

الإستثمار الإجمالي = القيمة الصافية للأصل + الإنخفاض المتراكم في الأصل + تعديلات تتعلق بالتضخم.

 - التدفق النقدي الإجمالي Gross Cash-Flow ويحسب كما يلي:

التدفق النقدي الإجمالي = نتيجة الإستغلال (1 - الضريبة) + الإهلاكات والمؤونات - التغير في الحاجة من رأس المال العام.

 - مدة الحياة المتوقعة للأصول أو مدة حياتها الإقتصادية n.
 - القيمة النهائية Terminal Value أو القيمة المتوقعة للأصول في نهاية حياتها.
- ويعتبر مقياس CFROI كمعدل للمردود الداخلي المرجح لكل إستثمارات المنشأة، ويمثل معدل الخصم الذي تتساوى عنده القيمة الحالية للتدفقات النقدية مضافاً إليها القيمة النهائية مع قيمة الإستثمار ويحسب كما يلي:

$$GI = \frac{CF_1}{(1 + CFROI)} + \frac{CF_2}{(1 + CFROI)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1 + CFROI)^n} + \frac{TV}{(1 + CFROI)^n}$$

¹ هشام بحري، مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم: بين النظرية والتطبيق، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قسنطينة، العدد 01، 2011-2012، ص 18.

ثالثاً: القيمة السوقية Tobin's Q¹

يعد مؤشر Tobin's Q أحد المقاييس التي إكتسبت شعبية كبيرة في العديد من المجالات، أهمها المالية، والموارد البشرية والإقتصاد والتمويل، ويعتبر ضمن أهم الأدوات المستخدمة لتحديد قيمة المؤسسة.

يعتبر Tobin's Q مقياس للتنبؤ بتوقعات المستثمرين فيما يخص قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح مستقبلاً، كما أنه يُعد بمثابة إشارة إلى أن الأموال المستثمرة بالبنك تجعل من صافي الأصول مصدرًا جذابًا لتحقيق العائد للمستثمر، بالإضافة إلى أن Tobin's Q يعد مقياس التنبؤ الأفضل لتصحيح الوضع السوقي، وإذا استطاعت المؤسسة تحقيق معدل عائد على استثمارها مساويا لمعدل تكلفة رأس المال فإن نسبة Tobin's Q يجب أن تساوي الواحد الصحيح، وكلما زادت قيمة Tobin's Q عن الواحد الصحيح، فإن ذلك يعني أن القيمة السوقية للمؤسسة أعلى من قيمته الدفترية المعلنة، مما يعني وجود فرص أفضل للإستثمار، وفي الأساس تقول نظرية Q أن فرصة النمو موجودة عندما يقدر السوق مجموعة إستثمارات الشركة أكثر من تكاليف المكونات لإعادة إنتاجها، حيث تعتبر مقياساً لأداء فرص الإستثمار، ومؤشراً للنمو المتوقع، Tobin's Q يمثل نموذجاً لقياس مدى فعالية الإستخدام الفعال لأصول الشركة، وتشير إلى رغبة المستثمرين في دفع مبلغ أعلى من قيمة الأصول.

كما يعد Tobin's Q مقياساً عملياً لقيمة الشركة ناشجة لديها معظم أو كل أصولها في مكانها الصحيح حيث يتم تقدير Tobin Q عن طريق نسبة القيمة السوقية لأصول الشركة (مقاسة بالقيمة السوقية لأسهمها وديونها المستحقة) مقسومة على تكلفة إستبدال أصول الشركة (القيمة الدفترية). ويُقاس من خلال المعادلة التالية:

$$\text{Tobin's Q} = \text{MARKET VALUE} / \text{TOTAL ASSET VALUE}$$

- ✓ تعني Tobin's Q أكبر من 1 أن السهم مبالغ فيه، وبالنسبة إلى المستثمر هذه القيمة تعني أن القيمة السوقية أعلى من القيمة الدفترية المعلنة للشركة، لذلك فإن مخزونها أعلى ثمناً من تكاليف أصولها.
- ✓ تعني Tobin's Q أقل من 1 أن السهم يتم تقييمه بأقل من قيمته، وبالنسبة إلى المستثمر هذه القيمة تعني أن القيمة السوقية أقل من القيمة الدفترية المعلنة للشركة، لذلك فإن القيمة السوقية أقل تكلفة من أصولها.
- ✓ تعني Tobin's Q تساوي 1 أن السهم يتم تقييمه بشكل عادل، لذلك فإن السوق يعكس القيمة فقط من خلال الأصول المسجلة للشركة.

¹ عبد الله سعيد عبد القادر أحمد، تأثير مؤشرات الربحية على القيمة السوقية للبنوك المقيدة في البورصة المصرية باستخدام Tobin's Q، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، جامعة مدينة السادات، المجلد 13، العدد 03، 2022، ص 181-182.

خلاصة الفصل الأول:

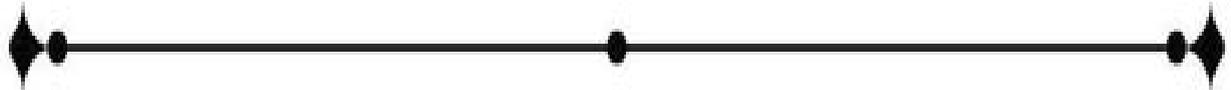
سلط هذا الفصل الضوء على مفاهيم القيمة وخلق القيمة، بإعتبارها من المرتكزات الجوهرية في تقييم الأداء المؤسسي وتعزيز القدرة التنافسية للمؤسسات وذلك من خلال مناقشة الأدبيات الرئيسية ذات الصلة، وطرح أبرز المقاربات الحديثة لتقييم الأداء المالي، وعلى رأسها مؤشري القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA)، لما لهما من دور بارز في قياس مدى نجاح المؤسسة في خلق الثروة للمساهمين.

جاء الفصل مقسمًا إلى ثلاثة مباحث رئيسية، تناول المبحث الأول المفاهيم الأساسية للقيمة وأنواعها... مما أتاح تأسيس أرضية معرفية صلبة لفهم القيمة في سياقها الإقتصادي والمالي. أما المبحث الثاني، فقد ركّز على مفهوم خلق القيمة، مستعرضًا المبادئ التي تقوم عليها هذه العملية، والآليات التي تعتمد عليها المؤسسات لتحقيقها وعمليات خلق القيمة، في المبحث الثالث فقد تم التطرق إلى مؤشرات قياس خلق القيمة كمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة الذي بدوره يساعد في خلق القيمة للمساهمين و مؤشر القيمة السوقية المضافة و الذي بدوره يشجع الإدارة على إتخاذ قرارات تعزز من قيمة الشركة... إضافة الى مؤشرات أخرى كمؤشر عائد التدفق النقدي على الإستثمار و مقياس عائد الأعمال الإجمالي و القيمة السوقية Tobin's Q.



الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي

للمقرارات الإستثمارية



تمهيد:

الإستثمار هو أحد الأنشطة الإقتصادية الأساسية التي تلعب دورًا حاسمًا في تعزيز النمو الإقتصادي وتحقيق التنمية المستدامة.

ويمثل القرار الإستثماري تحديًا كبيرًا للمؤسسات، حيث يؤثر بشكل مباشر على بقائها وإستمراريتها في السوق. يتطلب إتخاذ قرار الإستثماري الناجح مراعاة مبادئ أساسية مثل إختيار الوقت المناسب للإستثمار والإستفادة من الخبرة والتأهيل اللازمين، وتعدد الخيارات الإستثمارية المتاحة، وضمان الملائمة بين الإستثمار والأهداف الإستراتيجية للمؤسسة، والتنوع في المحفظة الإستثمارية لتقليل المخاطر. وتتأثر القرارات الإستثمارية بمجموعة واسعة من العوامل والمتغيرات الإقتصادية والسياسية والإجتماعية، مما يزيد من تعقيد عملية إتخاذ القرار، في هذا الفصل، سنناقش بالتفصيل الجوانب المختلفة للإستثمار، والمراحل التي تمر بها عملية إتخاذ القرار الإستثماري حيث تم تقسيم هذا الفصل الى ثلاث مباحث كالتالي:

- المبحث الأول: أساسيات حول الإستثمار
- المبحث الثاني: القرارات الإستثمارية
- المبحث الثالث: إتخاذ القرار الإستثماري

المبحث الأول: أساسيات حول الإستثمار

يعتبر الإستثمار بمثابة عملية لتخصيص الموارد بهدف تحقيق عائد مالي في المستقبل، يأخذ الإستثمار أشكال عديدة يمكن أن يكون في شكل شراء أسهم أو سندات أو عقارات ... وغيرها من الأصول فهو ينطوي على تعظيم المنفعة أو زيادة الموارد، وتختلف أهداف الإستثمار باختلاف الجهة التي تقوم بعملية الإستثمار، فهو ينطوي على ثلاثة عناصر أساسية تتمثل في العائد والتكلفة والتوقعات.

المطلب الأول: ماهية الإستثمار

في هذا المطلب سيتم التعرف على بعض المفاهيم الخاصة بالإستثمار وذلك من خلال إبراز أهمية الإستثمار من الناحية الإقتصادية والإجتماعية وخصائصه، باعتباره أحد أهم العناصر الأساسية لدى المؤسسات الإقتصادية.

أولاً: مفهوم الإستثمار وخصائصه

الإستثمار هو أحد الركائز الأساسية للنمو الإقتصادي والتنمية المالية، حيث يمثل توظيف رأس المال في مختلف الأنشطة والمشاريع الإقتصادية بهدف تحقيق عوائد مالية مستقبلية.

1_ مفهوم الإستثمار:

يعبر الإستثمار على أنه: "الزيادة الصافية في رأس المال الحقيقي للمجتمع، أو هو عبارة عن إستخدام السلع والخدمات في تكوين طاقات إنتاجية".¹

كما يعرف على أنه: "التخلي عن الأموال يمتلكها الفرد في لحظة معينة ولفترة معينة من الزمن قد تطول أو تقصر وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن".²

❖ القيمة الحالية لتلك الأموال التي تخلى عنها في سبيل الحصول على ذلك الأصل أو الأصول.

¹حسيبة عليوات، يوسف قاشي، سياسة الإستثمار في الجزائر-دراسة تحليلية تقييمية، مجلة الريادة لإقتصاديات الأعمال، جامعة البويرة، المجلد 06، العدد 02، 2020، ص274.

²زياد رمضان، مبادئ الإستثمار الحقيقي والمالي، دار وائل للنشر، الأردن، ط 01، 1998، ص 13.

❖ نقص المتوقع في قوة تلك الأموال الشرائية بفعل التضخم.

❖ المخاطرة الناشئة عن احتمال عدم حصول التدفقات المالية المرغوب فيها كما هو متوقع لها.

ويعرف أيضا الإستثمار على أنه: "إستثمار للأموال في أصول سوف يتم الإحتفاظ بها لفترة زمنية على أمل أن يتحقق من وراء هذه الأصول عائدا في المستقبل".¹

أما من المنظور المالي: "فإن الإستثمار يشمل كل نفقة بإمكانها تحقيق عوائد أو يؤدي الى تقليص في النفقات كان يتم إنشاء تجهيزات تؤدي الى رفع حجم الإنتاج أو تؤدي الى تقليص اليد العاملة".²

ومن الناحية المحاسبية يعرف الإستثمار على أنه: "تلك الوسائل المادية، والقيم غير المادية، ذات المبالغ الضخمة، إشتريتها أو أنشأتها المؤسسة، لا من أجل بيعها، بل لإستخدامها في نشاطاتها لمدة طويلة".³

يتضح مما سبق أن الإستثمار هو: "عملية لتخصيص وحصر الموارد عادة الأموال بهدف تحقيق أرباح في المستقبل ويمكن أن تكون هذه الموارد مالية أو مادية أو حتى بشرية، والهدف من الإستثمار هو تعظيم القيمة أو توليد دخل إضافي مع مرور الوقت".

2_ خصائص الإستثمار:

- يتميز الإستثمار بمجموعة من الخصائص نذكر منها ما يلي:⁴
- ❖ إن الإستثمار عملية إقتصادية، فهو عبارة عن مجموعة من النشاطات الإقتصادية تهدف الى تحقيق عوائد إقتصادية؛
 - ❖ يتعلق الإستثمار بتوجيه الأصول الرأسمالية بمختلف أشكالها المادية، المالية، البشرية والمعلوماتية، وإعتمادا على ذلك فإن الإستثمار يوجه لتحقيق عوائد متباينة، ويتوقف نوع هذه العوائد على الهدف الرئيسي للمستثمر وعلى أبعاد التأثيرات الإستثمارية في الإقتصاد والمجتمع؛
 - ❖ وجود فترة زمنية للإستثمار تقع ما بين لحظة البدء بالتضحية الى حين الحصول على العوائد المستقبلية؛
 - ❖ وجود مخاطر تصاحب الإستثمار نظرا لعدم تحقق العائد في المستقبل.

¹ محمد الحناوي، نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإستثمار، دار التعليم الجامعي، مصر، ط 01، 2007.

² حسين بلعجوز، الجودي الصاطوري، تقييم وإختيار المشاريع الإستثمارية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط 03، 2013، ص 06.

³ إبتهاش سعد الهاشم اليساري، كفاءة قرارات الإستثمار وتأثيرها في قيمة الشركة وإنعكاسها على حجم التداول بالأسهم، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم المحاسبة، جامعة كربلاء، 2022-2023، ص 29.

⁴ علي اليزيد، حنان طرطار، فعالية القرار الإستثماري في ترشيد الإستثمارات، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة أم البواقي، المجلد 08، العدد 03، 2021، ص 56.

ثانيا: أهمية الإستثمار وأهدافه

يمكن توضيح أهمية وأهداف الإستثمار فيما يلي:

1_ أهمية الإستثمار

تكمن أهمية الإستثمار في:¹

- ❖ المساهمة في إحداث التطور التكنولوجي وذلك من خلال إستخدام التكنولوجيا الحديثة والمتطورة وتكييفها مع ظروف الموضوعية للمجتمع؛
- ❖ المساهمة في توظيف أموال المدخرين، فهناك مدخرون للأموال ولكنهم لا يعرفون كيفية تنفيذها؛
- ❖ المساهمة في مكافحة البطالة من خلال استخدام العديد من الأيدي العاملة ومن ثم محاربة الفقر وبعض أشكال التخلف؛

كما تكمن أهمية الإستثمار كذلك في:²

- ❖ يلعب دورا فعالا في تحقيق التنمية الإجتماعية وفي رفع مستوى المعيشي لأفراد المجتمع، ولالإستثمار علاقة بالجانب الإقتصادي والإجتماعي في آن واحد حيث يؤدي الى تجديد الطاقات الإنتاجية للمجتمع ويوسع الجهاز الإنتاجي في مختلف القطاعات الإقتصادية كالزراعة والصناعة والخدمات، وبفضل هذا الهيكل الإنتاجي الجديد يتم توفير مناصب عمل؛
- ❖ إسهام الإستثمار للعامل التكنولوجي في العملية الإنتاجية يساعد في تخفيض التكاليف ومنه تحقيق أرباح أكثر.

2_ أهداف الإستثمار

- تتباين أهداف الإستثمار حسب الإمكانيات المالية المتاحة للمستثمر ومستوى وطبيعة طموحاته الإقتصادية وما يتوفر لديه من معلومات بشأن مصادر تسهيلات الإئتمانية وفرص الإستثمار المختلفة، ومع كل ذلك يمكن التركيز بشكل عام على الأهداف التالية:³
- ❖ الحفاظ على الأصول المادية والمالية التي يمتلكها المستثمر أو يحق له التصرف بها وذلك بعد دراسة المخاطر المتوقعة وبما يجنب هذه الأصول التأثيرات السلبية لهذه المخاطر؛

¹ على اليازيد، حنان طرطار، مرجع سبق ذكره، ص 57-58.

² نبيلة بومدين، دور البيانات المحاسبية والمالية في تحديد السياسة الإستثمارية للمؤسسة، مذكرة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم التسيير،

تخصص محاسبة، جامعة الجزائر3، 2022-2023، ص 55-56.

³ هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط 01، 2009، ص 20-21.

❖ تحقيق عوائد مستقرة أي تكون هذه العوائد ذات تدفقات غير متقطعة وهنا يجب الإهتمام بمسألة القيمة الحالية الصافية للعوائد المعنية بحيث تحافظ هذه العوائد على قوتها الشرائية أي على قيمها الحقيقية من جانب وتتجاوز التكاليف الفرصة المتأتية عن البدائل الأخرى من جانب آخر؛

❖ إستمرار السيولة النقدية وذلك رغم أن هذه السيولة لا تعد المحور الإستراتيجي لإهتمام المستثمر إلا أنها تعتبر ضرورية كجزء من الموارد المتاحة لعدة أسباب منها:

- تغطية النفقات الجارية الخاصة بعمليات التشغيل والصيانة والتصليح والتطوير؛
- إيفاء الديون المستحقة وبنفس العملات التي تم تمويل هذه الديون بها؛
- مواجهة متطلبات الحياة الإقتصادية والإجتماعية والثقافية والصحية الخاصة عندما يعمل المستثمر بشكل فردي أو أسري ومواجهة متطلبات التنظيم الإداري للإستثمار عندما يجري الإستثمار في إطار مؤسسي.

المطلب الثاني: أدوات الإستثمار

تلعب أدوات الإستثمار دوراً فعالاً في تحقيق أهداف المستثمرين، في هذا المطلب سيتم التعرف على الأدوات التي يتم إستخدامها من قبل المستثمرين لحياسة أصل معين.

وتعرف أداة الإستثمار بأنها الأصل الحقيقي أو المالي الذي يحصل عليه المستثمر لقاء المبلغ الذي يستثمره ومنه يوجد قسمين:

1_ أدوات الإستثمار الحقيقي :

تقسم أدوات الإستثمار الحقيقي إلى ثلاثة أقسام:¹

أ_ العقار كأداة إستثمار (Real estate):

يأتي الإستثمار بالعقارات بالمرتبة الثانية من بين أدوات الإستثمار الأخرى كون العقارات متاحة بشكل واسع للمستثمرين ويوجد شكلان للإستثمار في العقار:

- الإستثمار المباشر: ونقصد بذلك شراء العقار الحقيقي أي شراء أراضي أو مباني أو شقق من قبل المستثمر مباشرة.
- الإستثمار الغير المباشر: عندما يتم شراء سند عقاري صادر عن البنك العقاري أو المشاركة في محفظة مالية لإحدى الشركات التي تتعامل بالعقارات.

ويتميز الإستثمار بالعقار ب:

¹دريد كمال آل شبيب، الإستثمار والتحليل الإستثماري، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، ط 01، 2009، ص 55.

- ❖ يتسم الإستثمار في العقار بارتفاع درجة الأمان على الأموال المستثمرة حيث يتم حيازة الأصل ويسجل بإسمه ويتمتع بحرية التصرف الكاملة به؛
- ❖ لتشجيع الإستثمار في العقارات تمنح أكثر دول العالم مزايا وإعفاءات ضريبية للمستثمرين في العقارات؛
- ❖ لا يتمتع سوق العقار بالمرونة نتيجة لعدم توفر السوق الثانوي له.

ب_ الإستثمار في السلع (commodities):

تعتبر السلع إحدى أدوات الإستثمار المهمة نظرا لكونها تتمتع بمزايا إقتصادية خاصة تجعل منها أداة إستثمارية جيدة خاصة مجموعة السلع التي تتعامل بها أسواق متخصصة ومعروفة تحدد أسعارها وترتب أصنافها داخل هذه الأسواق، مثل سوق الشاي السيلاني في سيريلانكا...

ويتمتع الإستثمار في السلع بالخصائص التالية:¹

- إرتفاع درجة المخاطرة التي يتعرض لها المستثمر في السلع تكون عالية مقارنة مع أدوات الإستثمار الأخرى؛
- الإنتفاع بالأفق الزمني للإستثمار في السلع قصيرة نسبيا بالمقارنة مع أدوات الإستثمار الأخرى؛
- إرتفاع العائد بالنسبة للمستثمر في السلع.

ج_ المشروعات الإقتصادية كأدوات إستثمار (Business projects):²

وهي أكثر أدوات الإستثمار إنتشارا وتتمثل في المشاريع الصناعية أو التجارية أو الزراعية، وتتصف مثل هذه الإستثمارات بكونها إستثمارات في أصول حقيقية كالمباني والآلات والمعدات وغيرها. ويتميز الإستثمار في المشروعات الإقتصادية بمايلي:

- غالبا ما يقوم المستثمر بإدارة هذه المشاريع بنفسه وخاصة في المشاريع الفردية؛
- تتميز المشاريع المختارة بدرجة عالية من الملائمة مع طبيعة المستثمر وميوله وإمكانياته؛
- يتصف العائد بالإستمرارية والمعقولية مقارنة بكلفة الإستثمار لأنه قائم على أساس دراسات الجدوى الإقتصادية والفنية للمشروع ولكون فترة الإستثمار طويلة.

¹ نبيلة بومدين، مرجع سبق ذكره، ص51.

² دريد كمال آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص56-57.

2_ أدوات الإستثمار المالي :

يمكن تصنيف أدوات الإستثمار المالي الى أصناف متنوعة حسب معايير مختلفة إما أن تكون:¹

أ_ أدوات الدين أو الملكية:

بالنسبة لأدوات الدين ومن أمثلتها أذونات الخزينة وشهادات الإيداع والأوراق التجارية والقبولات والسندات أما أدوات الملكية تتمثل في الأسهم الممتازة والأسهم العادية.

ب_ من حيث الأجل:

_ قصيرة الأجل وتستحق خلال سنة مثل أذونات الخزينة وشهادات الإيداع وعقود العملات الأجنبية لأجل قصير؛

_ طويلة الأجل وتستحق في فترة أطول من سنة ومن أمثلتها الأسهم والسندات.

ج_ من حيث الدخل:

_ ذات الدخل الثابت مثل أذونات الخزينة والسندات ذات سعر فائدة ثابت والأسهم الممتازة؛

_ ذات الدخل المتغير مثل الأسهم العادية والسندات ذات سعر الفائدة العائم.

المطلب الثالث: محددات الإستثمار ومجالاته

في هذا المطلب سيتم التعرف على قسمين من محددات الإستثمار المباشرة والغير المباشرة ونوع أو طبيعة النشاط الإقتصادي الذي يوظف فيه المستثمر أمواله بقصد الحصول على عائد، كمجال العقارات والصناعة والزراعة والسياحة....

أولاً: محددات الإستثمار:

تقسم محددات الإستثمار الى قسمين:²

1_ محددات الاستثمار المباشرة :

وتشتمل:

• الربح: يعد من أهم محددات الإستثمار، فكلما كانت الأرباح كبيرة كلما زاد ذلك من القدرة الإستثمارية في عملية التمويل وإمكانية التوسع أكثر، حيث إن العلاقة التي تربط بين الربح والإستثمار هي علاقة طردية.

¹ محمود حسين الوادي، وآخرون. دراسة الجدوى الإقتصادية والمالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط 01، 2010، ص 55-56.

² نبيلة بومدين، مرجع سبق ذكره، ص 53-54.

- معدل التغيير في الدخل: إن الإستثمار يتأثر بصورة مباشرة في الدخل، فكلما إرتفع مستوى الدخل القومي ينتج عنه زيادة في إرتفاع مستوى الإستثمار وهذا راجع الى زيادة الطلب الذي يؤدي الى زيادة الطاقة الإنتاجية من خلال الإستثمار.
- رأس المال: للقيام بعملية الإستثمار يتطلب وفرة في رأس المال والتي تكون سببا في تحقيق إضافة حقيقية في قيمة رأس المال المستثمر، حيث لا يمكن الإستثمار بدون رأس المال، ويتم توفيره عن طريق الإدخار أو الإقتراض أو غيرها من الطرق التي يلجأ إليها المستثمرون لتمويل إستثماراتهم.
- التكنولوجيا: إن التطور التكنولوجي يؤدي الى زيادة الإستثمار والتقليل من تكاليفه حيث إن المؤسسات تسعى الى تطوير وتحديث إستخدام وسائل التكنولوجيا من أجل تحقيق معدلات ربح مرتفعة وتقوية مركزها التنافسي في السوق.
- الحوافز: تتمثل الحوافز في التشجيعات والتسهيلات التي تمنحها الدول والمؤسسات الكبرى للمستثمرين.
- الطلب الكلي: يؤدي زيادة الطلب الكلي على السلع والخدمات الى إرتفاع حجم الإستثمار وإستقطاب المستثمرين ويتحدد مستوى الطلب الكلي عن طريق عدة عوامل من بينها أسعار السلع.
- الإتجاه العام للأسعار: يحدد الإتجاه العام للأسعار مستوى الإستثمار من خلال تأثيره المباشر على دخل الفرد وقدرته الشرائية، فإذا زادت القدرة الشرائية للفرد يزداد الطلب على السلع والخدمات وهذا ما يؤدي الى زيادة الإستثمار.

2_ محددات الإستثمار غير المباشرة :

- التوقعات: المستثمر قبل التوجه الى الإستثمار يحاول جاهدا توقع المستقبل ومحاولة تحديد المخاطر والعوائد المترتبة عن الإستثمار، لأن النتائج المشروع لن تظهر إلا بعد فترة من الزمن لا تقدر إلا بالسنوات، وبالتالي فالتوقعات لها دور في تحديد قرار الإستثمار.
- الضريبة: تتمثل الضريبة من أهم السياسات الحكومية التي يكون لها تأثير كبير على الأرباح التي تحقق في المشاريع، ومنه التأثير على حجم الإستثمارات لأن الربح هو الهدف الرسمي في أغلب المشاريع الاقتصادية.

ثانيا: مجالات الإستثمار

يقصد به طبيعة النشاط الإقتصادي الذي يقوم فيه المستثمر بتشغيل أمواله بهدف الحصول على

العائد.

هناك معايير لتحديد مجالات الإستثمار هي:

1_ المعيار الجغرافي :¹

وفقا لهذا المعيار تقسم الإستثمارات الى إستثمارات محلية وإستثمارات خارجية:

أ_ الإستثمارات المحلية: تتمثل في الفرص المتاحة للإستثمار في السوق المحلية مهما كانت أدوات الإستثمار المستعملة.

ب_ الإستثمارات الخارجية: تتمثل في الفرص المتاحة للإستثمار في الأسواق الأجنبية مهما كانت أدوات الإستثمار المستعملة.

2_ المعيار النوعي :²

في هذا المعيار يوجد نوعين الإستثمارات المالية والإستثمارات الحقيقية:

أ_ الإستثمارات المالية: هو شراء وبيع أدوات الإستثمار مثل الأسهم، السندات، وشهادات الإيداع والتي تعرف بالأوراق المالية وهذا الإستثمار يوصف بأنه إستثمار غير حقيقي لأنه لا يخلق طاقة إنتاجية جديدة بل هو عبارة عن إستملاك جزء من طاقة قائمة أصلا.

ب_ الإستثمارات الحقيقية: هو أي إستثمار يهدف الى زيادة الطاقة الإنتاجية للمجتمع وبمعنى آخر هو كل إستثمار يؤدي الى زيادة الدخل الوطني الإجمالي من هنا فإن إستخدام الموارد الإقتصادية أو إستغلالها بشكل يضيف سلعا أو خدمات جديدة يعتبر إستثمارا بالمعنى الإقتصادي وهو الإستثمار الحقيقي.

3_ معيار الجهة التي تقوم بالإستثمار:³

تقسم الى الإستثمار الفردي والشركات:

أ_ الإستثمار الفردي: يتمثل في قيام الفرد بإستثمار مدخراته أو مدخرات الغير في أدوات إستثمارية تناسب توجهاته وأهدافه.

¹فريدة مزباني، دور الجماعات المحلية في مجال الإستثمار، مجلة الإجتهد القضائي، كلية الحقوق والعلوم السياسية جامعة الحاج لخضر باتنة، العدد 06، 2010، ص 57.

²محمد الحناوي، نهال فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 26.

³فريدة مزباني، مرجع نفسه، ص 58.

ب_ إستثمار الشركات: يتمثل في رأس المال الحقيقي الجديد الذي تقوم الشركات بتكوينه وتمويله إما عن طريق الإحتياطات التي يتم تكوينها من الأرباح المحتجزة أو من القروض التي يتحصل عليها.

ج_ الإستثمار الحكومي: وهو رأس المال الحقيقي الجديد الذي تقوم الحكومة بتكوينه وتمويله إما من فائض الإيرادات عن الإنفاق العادي، أو من حصيلة القروض التي تطرحها للإكتتاب العام أو من حصيلة القروض الأجنبية أي تعقدتها مع الحكومات والهيئات الأجنبية.

4_ معيار علاقته بالدخل:¹

يوجد نوعين الإستثمار التلقائي والإستثمار المحفز:

أ_ الإستثمار التلقائي: الإستثمار المستقل، هو ذلك النوع من الإستثمار الذي يعتبر الأساس في زيادة الدخل والنتاج الوطني، والذي يأتي من خارج دورة الدخل الجاري، سواء كان من قبل قطاع الأعمال، الحكومة أو قد يكون على شكل إستثمار أجنبي.

الإستثمار المحفز: فهو ذلك النوع من الإستثمار الذي يأتي نتيجة لزيادة الدخل، وهذا يعني أن هذا النوع من الإستثمار يعتمد على الدخل (العلاقة بينهما طردية)، حيث أن زيادة الدخل لا بد أن يذهب جزء منها للإدخار وبالتالي زيادة الإستثمار.

وقد وصف أحد الإقتصاديين العلاقة بين الإستثمار المستقل والمحفز، بأنها علاقة تراكمية ودورية وأنها تتصف بصفة التوليد الذاتي.

¹ محمود حسين الوادي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 23.

المبحث الثاني: القرارات الإستثمارية

يعتبر القرار الإستثماري من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسات، فبطبيعته هو قرار لا يمكن تكراره أو إعادته ويمتد تأثيره لفترة طويلة وهو بذلك من القرارات الإستراتيجية حيث يمتد أثره للمستقبل وفي هذا المبحث سنتعرف على مفاهيم مرتبطة بالقرارات الإستثمارية وأنواع القرارات الإستثمارية والمبادئ التي يقوم عليها...

المطلب الأول: مفهوم القرارات الإستثمارية

هناك عدة تعاريف التي جاء ضمنها القرار الإستثماري وهي كالآتي:

تعرف القرارات الإستثمارية على أنها: "تخصيص مجموعة من الموارد في الوقت الحاضر على أمل تحقيق عوائد سوف تحقق على مدار عدة فترات زمنية مقبلة".¹

يعرف القرار الإستثماري على أنه: "تصرفا يتعلق بتحويل الموارد المالية الى أصول ثابتة خلال فترة زمنية معينة، وذلك من خلال دراسة وتقييم بدائل الإستثمار المتاحة وإجراء المفاضلة بينها، والقرار الإستثماري الرشيد فهو قرار يقوم على إختيار البديل الإستثماري الذي يعطي أكبر عائد إستثماري من بين بديلين فأكثر".²

لا يخرج القرار الإستثماري في طبيعته عن أي قرار آخر من حيث كونه إختيار البديل الملائم من بين البدائل المتاحة ولكي يتوصل المستثمر الى إختيار البديل الملائم فإن عليه:³

- يحصر البدائل المتاحة ويحددها؛
- يحلل البدائل المتاحة أي أن يقوم بالتحليل الإستثماري؛
- يوازن بين البدائل في ضوء نتائج تحليل؛
- يختار البديل الملائم حسب معايير والعوامل الداخلية التي تعبر عن رغباته.

يتضح مما سبق أن القرار الإستثماري هو: "عملية إتخاذ قرار من أجل كيفية تخصيص الموارد بغية تحقيق الهدف المراد، ويقوم القرار الإستثماري على أساس تحليل وتقييم مختلف الخيارات الإستثمارية لتحديد الخيار الأفضل".

¹ عبد الحكيم سليمان، مفيدة بحياوي، تحسين جودة القرارات الإستثمارية بإستخدام قائمة التدفقات النقدية، مجلة العلوم الإنسانية جامعة أم البواقي، المجلد 09، العدد 03، 2022، ص 1063.

² مريم ياسمين إصاحي، لمياء هوام، الخيارات الحقيقية كآلية للرفع من كفاءة تقييم المشاريع وترشيد القرارات الإستثمارية، مجلة دراسات العدد الإقتصادي، جامعة باجي مختار-عنا، المجلد 12، العدد 01، 2021، ص 126.

³ زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 25.

المطلب الثاني: أهداف القرارات الإستثمارية وخصائصها

تعد القرارات الإستثمارية من القرارات الهامة التي تتخذها المؤسسات والأفراد بهدف تحقيق عوائد مالية مجزية وتحقيق أهدافهم المالية، كما تتميز هذه القرارات بخصائص عديدة وهو ما سيتم التعرف عليه في هذا المطلب.

أولاً: أهداف القرارات الإستثمارية

يهدف القرار الإستثماري الى تحقيق مجموعة من الأهداف تتمثل في:¹

- ✓ تحقيق العائد المناسب والربحية المناسبة، بحيث يكون ذلك ملائماً لإستثمارية المشروع؛
- ✓ إيجاد سبل الحفاظ على رأس مال المشروع الأصلي من النقصان والتأكد من خلال عملية الإستثمار؛

- ✓ التفكير الدائم باختيار البدائل الإستثمارية التي تضمن استمرار الدخل وزيادته؛
- ✓ ضمان السيولة اللازمة لمواجهة الظروف الطارئة والإلتزامات المترتبة على القرار الإستثماري.

ثانياً: خصائص القرارات الإستثمارية.

يتميز القرار الإستثماري بعدة خصائص وهي كالآتي:²

- ✓ يعتبر القرار الإستثماري قراراً إستراتيجياً يحتاج الى أداة تمد البصر الى المستقبل؛
- ✓ يترتب على القرار الإستثماري تكاليف ثابتة ليس من السهل تعديلها أو رجوع فيها؛
- ✓ يمتد القرار الإستثماري دائماً الى أنشطة مستقبلية، وبالتالي يرتبط غالباً بدرجة معينة من المخاطر؛

- ✓ تتأثر عملية اتخاذ القرار الإستثماري بالعوامل الإنسانية والنفسية لمتخذ القرار.

ويوجد أيضاً خصائص أخرى تتميز بها القرارات الإستثمارية:³

1_ الخصائص التي ترتبط بالبعد الزمني وتتمثل في :

- ترتبط قرارات الإستثمار دائماً بالأجل الطويل: يقول "HAUGE" أن للبعد الزمني بين تاريخ حدوث الإنفاق الإستثماري وبين تاريخ الحصول على ثمار الإنفاق دوراً رئيسياً وهاماً في القرار الإستثماري، حيث أن المنشأة تعيش مع هذا القرار لعدة سنوات تالية مستقبلية " ويؤكد على ذلك أيضاً "

¹ الغالي بن براهيم، إتخاذ القرارات الإستثمارية في البنوك الإسلامية من أجل معامل الخصم في ظل الضوابط الشرعية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر-بسكرة، 2012-2013، ص 77-78.

² سليمان عبد الحكيم، مفيدة يحياوي، مرجع سبق ذكره، ص 536.

³ ماجد أحمد عطا الله، إدارة الإستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن-عمان، ط 01، 2011، ص 16-17.

HAYNES " بأنه سيكون هناك فارق زمني بين وقت حدوث الإنفاق الإستثماري ووقت الحصول على العوائد؛

- أن تخطيط لقرارات الإستثمار هو تخطيط طويل الأجل يمتد الى فترة زمنية طويلة، وله أهمية بالغة خصوصا لما يصاحبه من تطورات على مستوى التكنولوجيا والذي بدوره هذا الأخير يزيد من صعوبة في اتخاذ القرار الإستثماري.

2_ الخصائص التي ترتبط بحالات الطبيعية تتمثل في :

- تتضمن قرارات الإستثمار عنصري مخاطر وعدم التأكد لإرتباطها بالمستقبل فإن العائد المتوقع يكون غير مؤكد الحدوث؛

تكمن مخاطر القرار الإستثماري في صعوبة الرجوع فيه؛

تتعرض القرارات الإستثمارية للعديد من المشاكل، كالتنبؤ للمبيعات وكيفية تقدير التكاليف لعدة سنوات في ظل حالة مخاطرة وعدم التأكد.

3_ الخصائص التي ترتبط بالهيكل التمويلي تتمثل في :

- يتضمن القرار الإستثماري تخصيص قدر من الموارد الإقتصادية المتاحة بهدف خلق طاقات إنتاجية جديدة وذلك على أمل الحصول على عائد يمتد لفترة زمنية طويلة؛
- يؤدي إتخاذ القرار الإستثماري الى إغراق جزء من أموال المنشأة في أصول ثابتة مخصصة لفترة زمنية طويلة، وقد يتطلب هذا البحث على مصادر تمويل كالإقتراض.

المطلب الثالث: أنواع القرارات الإستثمارية

يمكن تصنيف القرارات الإستثمارية كما يلي:¹

1_ قرارات تحديد أولويات الإستثمار:

في هذه الحالة يكون المستثمر أمام عدة بدائل، ولإختيار البديل الأفضل عليه أن يقوم بترتيب هذه البدائل طبقا للأولويات.

2_ قرارات قبول أو رفض الإستثمار :

يكون المستثمر أمام بديل واحد للإستثمار أمواله، وفي هذه الحالة فالمستثمر عليه أن يقبل البديل الإستثماري أو يرفضه.

¹سليمان عبد الحكيم، يحيوي مفيدة، ترشيد القرارات الإستثمارية باستخدام جدولة سيولة الخزينة، مجلة أفاق العلمية، جامعة بسكرة، المجلد 12، العدد 03، 2020، ص537.

3_قرارات الإستثمار المانعة تبادليا :

وتتميز بوجود عدة فرص الإستثمار، ولكن في حالة إختيار المستثمر إحدى الفرص في نشاط معين لا يمكنه من إختيار نشاط آخر، فعليه الأخذ بعين الإعتبار تكلفة الفرصة البديلة لعدم تنفيذ البديل الأخر.

المبحث الثالث: إتخاذ القرارات الإستثمارية

يعد إتخاذ القرارات الإستثمارية من أهم أصعب المهام التي تواجه المؤسسات على حد سواء، نظراً لما يترتب عليها من تأثيرات طويلة الأجل على الموارد المالية وتحمل درجة كبيرة من المخاطرة في ظل ظروف إقتصادية متقلبة، ولضمان نجاح إتخاذ هذه القرارات يجب أن تقوم على أسس ومبادئ رشيدة، مع مراعاة العوامل المؤثرة فيها وتحديد التحديات والمشاكل التي تعترض عملية صنعها.

المطلب الأول: مبادئ ومراحل إتخاذ القرار الإستثماري

تعد عملية إتخاذ القرار الإستثماري من العمليات المعقدة التي تتطلب دراسة متأنية ومدروسة. تعتمد هذه العملية على مجموعة من المبادئ الأساسية التي تضمن إتخاذ قرارات إستثمارية سليمة، تشمل هذه المبادئ إختيار الوقت المناسب ومبدأ الخبرة والتأهيل والملائمة والتنوع في الإستثمارات، بالإضافة إلى ذلك تمر عملية إتخاذ القرار الإستثماري بعدة مراحل أساسية، وفي هذا المطلب سيتم التعرف على مبادئ ومراحل عملية إتخاذ القرار الإستثماري بهدف فهم كيفية إتخاذ القرارات الإستثمارية فعالة.

أولاً: مبادئ إتخاذ القرار الإستثمار

عند قيام المستثمر بإتخاذ قرار الإستثمار وإستخدام الأموال يجب إن يأخذ بعين الإعتبار المبادئ والإعتبارات الآتية:

• مبدأ إختيار الوقت المناسب:¹

إنّ عامل الوقت يُعد من الأسس المهمة في العملية الإستثمارية، حيث يقوم المستثمر بتحديد الوقت الذي سيحتفظ به لإمتلاكه للأصول، وفقاً لأهدافه الإستثمارية، إذ يقوم بتبني مدة زمنية معينة للإحتفاظ أو عدم الإحتفاظ بها، أي القيام بعملية بيع أو شراء وفقاً للعائد والمخاطرة، تحديد الهدف الرئيسي للإستثمار، جمع المعلومات المناسبة لإتخاذ القرار، تحديد العوامل المناسبة التي يتم من خلالها تحديد العوامل الرئيسية أو المسيطرة في القرار.

• مبدأ الخبرة والتأهيل:²

يقضي هذا المبدأ بأن إتخاذ القرار الإستثماري الرشيد يتطلب دراية وخبرة قد لا تتوفر لكل فئات المستثمرين. ففي واقع الحال توجد فئة من الأفراد ممن لديهم فوائض نقدية يرغبون في إستثمارها لكنهم لا يمتلكون الدراية والخبرة الكافيتين لإختيار الأداة الإستثمارية المناسبة. ويطلق على هذه الفئة من المستثمرين فئة المستثمرين السذج (عديمي الخبرة) Naïve Investors بالمقابل توجد فئة من المستثمرين المحترفين Professional Investors ممن يتمتعون بالخبرة والدراية الكافية التي تؤهلهم لإتخاذ القرار الإستثماري.

¹ إبتهاج سعد هاشم اليساري، مرجع سبق ذكره، ص45.

² محمد مطر، إدارة الإستثمارات الإطار النظري والتطبيقي العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، ط 04، 2006، ص42-43.

وتوجد فئة أخرى من الأفراد ممن يحترفون تقديم الإستشارة والنصح للمستثمرين من الفئة الأولى، ويطلق على هذه الفئة عادة مصطلح محللو الإستثمار، أو مدراء المحافظ الإستثمارية ممن لديهم خبرة ودراية كبيرتين في المجالات الإستثمارية. لذا يفترض بالمستثمر الساذج عديم الخبرة أن يستعين في إتخاذ قراره الإستثماري بمشورة فئة المستشارين والمحللين المتخصصين ولو كلفه ذلك دفع الأتعاب التي منخفضة بالقياس إلى الفائدة المحققة منها في ترشيد القرارات الإستثمارية. بالإضافة الى ذلك مبادئ أخرى:¹

• مبدأ تعدد الخيارات (البدائل الإستثمارية):

حتى يكون المستثمر في وضع قادر فيه على إجراء المفاضلة بين البدائل وإختيار البديل الأفضل الذي يتناسب مع الهدف الذي يسعى إلى تحقيقه وكلما كانت البدائل كثيرة ومتعددة فإنها تعطي متخذ القرار مرونة أكبر وتمكنه من إتخاذ القرار الصائب.

• مبدأ الملاءمة:

بمعنى إختيار المجال الإستثماري المناسب، وكذلك الأداة الإستثمارية المناسبة في ذلك المجال بما ينسجم وظروف المستثمر سواء كان فرداً أو مؤسسة.

• مبدأ التنوع أو توزيع المخاطر الإستثمارية:

أي إختيار عدد من الأدوات الإستثمارية بغية تخفيض أثر المخاطر وخاصة المخاطر غير النظامية. ثانياً: مراحل إتخاذ القرارات الإستثمارية.

هناك أربعة مراحل أساسية لإتخاذ قرار الإستثمار وهي:²

1_ تحديد نوعية الإستثمار:

حيث يتطلب الشروع في إتخاذ قرار الإستثمار طويل الأجل أن تقوم الشركة بتجميع البيانات الخاصة بالإستثمارات المتاحة وتحليلها ووضع البدائل المختلفة لإختيار أفضلها، ثم إختيار بدائل التنفيذ والتمويل الإقتصادية والمشروعات الإستثمارية طويلة الأجل محتملة التنفيذ هي بصفة عامة أما إستثمارات جديدة، وأما إستثمارات توسعية وأما إستثمارات تتعلق بالإحلال والتجديد.

2- تحديد البدائل الممكنة:

قد تتعدد البدائل المتاحة للمستثمر وفي هذه الحالة يجب تحديد مزايا وعيوب كل بديل (عائد وتكلفة) تمهيداً للإختيار. وفي حالات أخرى تنحصر الإختيارات في بديل واحد وهنا يتم تحديد التكلفة والعائد له لإتخاذ قرار القبول أو الرفض.

¹ طلال كداوي، تقييم القرارات الإستثمارية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، طبعة العربية، 2008، ص 19.
² منصور الزين، تشجيع الإستثمار وأثره على التنمية الإقتصادية، دار الراجحة للنشر والتوزيع، ط 01، 2013، ص 66-67.

3- تحديد مزايا وعيوب كل بديل :

يتم ذلك بإتباع طرق تقييم موضوعية تعطى عند تطبيقها على كل بديل نتائج رقمية تعبر عن النتيجة النهائية للمقابلة بين التكلفة والعائد.

4 - إتخاذ القرار الإستثماري:

يتم ذلك من خلال نتائج المرحلة السابقة وذلك بإقرار البديل الذي ينتج عنه أفضل نتائج رقمية. يظهر مما سبق أن عملية الأنفاق الإستثماري تتطلب تحديد حجم ونوعية الإستثمار المزمع تنفيذه ومن ثم تقييم مدى جدواه المالية والإقتصادية ويلزم ذلك إتخاذ الخطوات التالية بمجرد تحديد المشروع وقبل الموافقة على تنفيذه:

- ❖ تحديد حجم التكاليف الإستثمارية اللازمة لتنفيذ المشروع المقترح.
- ❖ تقدير التدفقات النقدية المستقبلية للمشروع وتحديد القيمة المتبقية له بحلول نهاية عمره الإقتصادي.
- ❖ تقدير وحساب حجم المخاطر المرتبطة بتحقيق التدفقات النقدية المتوقعة دون حدوث إنحرافات تؤثر على جدواه المالية والإقتصادية.
- ❖ بناء على تقديرات المخاطر المرتبطة بالتنفيذ، تتولى الإدارة حساب تكلفة التمويل للمشروع والتي تمثل أساس حسابات القيمة الحالية.
- ❖ إستخدام إحدى وسائل تقييم المشروعات تمهيدا لإتخاذ القرار إما بالقبول أو الرفض.

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على قرار الإستثمار:

يتأثر قرار الإستثمار بمجموعة من العوامل والمتغيرات البيئية والإقتصادية والسياسية والإجتماعية والتي يجب أخذها بعين الإعتبار عند إتخاذنا للقرارات الإستثمارية ويمكن إجمال أهم هذه العوامل في العناصر التالية:¹

1- الظروف الإقتصادية

من المعروف أن النشاط الإقتصادي يمر بفترات من الراج وفترات من الكساد في إطار ما يعرف بالدورة الإقتصادية، وتتأثر عملية الإستثمار بالظروف السائدة إيجابا وسلبا. ففي فترات الراج الإقتصادي تزايد دخول الأفراد وكذلك رغبتهم في الإنفاق على شراء السلع والخدمات ويزيد بذلك الطلب عليها أو قد تتغير عادات وسلوك المستهلكين ويندفعون في طلب سلع وخدمات جديدة، وهذا بدوره يشجع المستثمرين على دراسة فرص الإستثمار في مشروعات جديدة أو إجراء توسعات إستثمارية لمشاريع قائمة بالفعل.

أما في فترات الإنكماش الإقتصادي فتحدث الحالة العكسية حيث يقل الطلب على السلع والخدمات مما يؤدي إلى الركود الإقتصادي وهو ما لا يشجع المستثمرين الجدد والمنتجين على الإقبال على

¹ معراج هوارى وآخرون، القرار الإستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية، كنوز المعرفة، ط 01، 2013، ص 58-59-60.

إستثمار المزيد من الأموال، وإذا ما إستمرت ظروف الإنكماش لفترة طويلة فقد تؤدي إلى خروج بعض المستثمرين من السوق لعدم قدرتهم على تصريف منتجاتهم وإرتفاع التكاليف في مؤسساتهم ويتبع ذلك مواجهة مشاكل عدم القدرة على السداد الإلتزامات.

نتيجة لهذا يجب على المستثمر تتبع ودراسة الظروف الإقتصادية في البيئة محل الإستثمار دراسة دقيقة ومحكمة حتى يضمن نجاح إستثماره وإستمراره.

2-الظروف السياسية

بتأخذ الظروف السياسية أهميتها من خلال ترجمتها لمدى الإستقرار الذي يميز بيئة ما، ومن الأهمية أن تولى دراسة وتحليل الظروف السياسية العناية الكافية قبل إتخاذ قرار الإستثمار، وذلك نظرا لأن المشروعات الإستثمارية المقترح تنفيذها بصفة عامة تمتد أعمارها الإقتصادية لفترات طويلة ومن المخاطرة أن يتم الإستثمار في مناخ وبيئة لا يتميز بالإستقرار السياسي أو تغلب عليه بعض القوانين التي لا تكفل حماية حقوق وملكية المستثمر، كما أن حركة السلع ورؤوس الأموال والأشخاص لا تتحقق إلا في ظل الإستقرار وتوافر الأمن.

3-الإمكانيات والموارد المتاحة

يعتمد الإستثمار على تضافر مجموعة من العوامل المادية وغير المادية لتحقيق الهدف منه، وكلما توافرت الإمكانيات والموارد المادية من مواد أولية وآلات وتجهيزات والوسائل المساعدة في الإنتاج والموارد البشرية والأسواق اللازمة لتصريف المنتجات كلما كان ذلك مشجعا على القيام بالإستثمارات.

إن المستثمر موجود أمام حتمية التعرف على مدى توافر الحد الأدنى من الإمكانيات اللازمة لنجاح فكرة الإستثمار، وفي الحالات التي يبدو من الواضح فيها وجود ندرة في هذه الموارد محليا يتجه البحث نحو إمكانية الحصول عليها من دول أخرى مما يترتب عليه ضرورة دراسة القوانين واللوائح المنظمة لعمليات الإستيراد مع مراعاة مدى توافر العملات الأجنبية اللازمة لتمويل عمليات الإستيراد والقوانين المنظمة للتعامل بالنقد الأجنبي... الخ. كما يجب على المستثمر أيضا التعرف على المصادر المختلفة التي يمكنه الحصول منها على القروض اللازمة لتمويل إستثماراته وشروط الإقتراض، وأسعار الفائدة السائدة في السوق حتى يمكنه المفاضلة بينها وإختيار أنسبها.

4-أسعار الفائدة

كثيرا ما يرتبط الإنفاق الإستثماري بالإقتراض كأحد مصادر التمويل الأساسية، ويشكل سعر الفائدة الثمن المدفوع لقاء عملية الإقتراض أي أن سعر الفائدة عن القروض الممنوحة للمستثمرين تعبر على نفقة إقتراض النقود، ويتوقع لسعر الفائدة أن يكون مؤثرا قويا على مستوى الإستثمار حيث أن الطلب على القروض لأغراض إستثمارية يتناسب عكسيا مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.

بالإضافة إلى عوامل مؤثرة أخرى على قرارات إستثمارية:¹

5-التوقعات

يعتمد القرار الإستثماري بشكل كبير على توقعات المستثمر للمستقبل. فالثقة في النتائج المتوقعة هي التي تدفع المستثمر لإتخاذ قرارات شراء أو بيع الأصول. ومع ذلك، إذا كانت هذه التوقعات غير دقيقة أو خاطئة، فقد يتعرض المستثمر لخسائر كبيرة. لذلك، تعتبر التوقعات عاملاً محورياً في تحديد سلوك المستثمر، سواء كانت صحيحة أم خاطئة، لأنها تؤثر مباشرة على قراراته وإتجاهاته الإستثمارية.

6-الأرباح

تعد الأرباح أحد الدوافع الرئيسية لأي قرار إستثماري. فالمستثمر يسعى دائماً إلى تحقيق أعلى عائد ممكن من إستثماراته، مما يدفعه إلى إختيار المشاريع أو الفرص الأكثر ربحية من بين البدائل المتاحة وبالتالي، فإن الأرباح المتوقعة تلعب دوراً كبيراً في توجيه القرارات الإستثمارية، حيث يميل المستثمرون إلى تفضيل الإستثمارات التي توفر عوائد أعلى ومخاطر مقبولة.

7-الإدارة

تعتبر الإدارة الفعالة أحد العوامل الأساسية التي تحدد نجاح أو فشل الفرص الإستثمارية. فإدارة مشروع إستثماري بوعي وإلتزام بالأسلوب العلمي في التخطيط والتنفيذ والرقابة يمكن أن تضمن تحقيق الأهداف المطلوبة. بالإضافة إلى ذلك، تُظهر الإدارة الجيدة قدرتها على إدارة الموارد بكفاءة، مما يعزز من جاذبية الإستثمار ويقلل من المخاطر المحتملة. قدرتها على إدارة الموارد بكفاءة، مما يعزز من جاذبية الإستثمار ويقلل من المخاطر المحتملة.

8-التشريعات الضريبية

تلعب التشريعات الضريبية والقوانين المرتبطة بالإستثمار دوراً مهماً في توجيه الإستثمارات نحو قطاعات أو مشاريع معينة. فمن خلال السياسات الضريبية، يمكن للدولة تشجيع أو تثبيط الإستثمار في مجالات محددة بما يتوافق مع أهدافها الإقتصادية والسياسات العامة. لذلك، يجب على المستثمرين مراعاة هذه التشريعات عند إتخاذ القرارات الإستثمارية، حيث يمكن أن تؤثر بشكل كبير على الربحية والمخاطر.

المطلب الثالث: قرار الإستثمار كمحدد لخلق القيمة

تعتبر القرارات المالية من الجوانب الأساسية التي تؤثر على أداء المنظمات ونجاحها، حيث تتعلق هذه القرارات بالحصول على الأموال بشكل ملائم وإستخدامها بكفاءة لتحقيق الأهداف المرسومة وتشمل القرارات المالية ثلاث أنواع قرار التمويل والإستثمار وتوزيع الأرباح وسيتم التركيز في هذا المطلب على تأثير قرار الإستثمار على خلق القيمة بعد إلقاء نظرة مقتضبة على تأثير القرارات المالية بصفة عامة.

¹سليم بن رحمون، أثر الإفصاح المحاسبي على جودة القرارات الإستثمارية، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص محاسبة، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2018-2019، ص 51.

أولاً: القرارات المالية

يوضح الشكل الموالي تأثير القرارات المالية (قرار التمويل، قرارات عملية، قرار الإستثمار) على خلق القيمة في المؤسسة:

الشكل رقم (1-2): عوامل خلق القيمة

أهداف المؤسسة	دخل المساهمين القيمة المضافة ربح السهم			
	↑			
	خلق القيمة للمساهمين، العمال، الزبائن			
	↑			
مكون القيمة		التدفق النقدي	معدل التفعيل	الديون
		↑	↑	↑
عوامل خلق القيمة	نمو المبيعات الهامش	فترة نمو المبيعات	الإستثمارات	تكلفة رأس المال
	↑	↑	↑	↑
قرارات إدارية	قرارات عملية	قرارات الإستثمار	قرارات التمويل	

المصدر: أسماء أيمن، عبد الغني دادن، دور القرارات في خلق القيمة للمساهمين –دراسة حالة مجمع صيدال ومؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي خلال الفترة 2017-2018، مجلة الدراسات المالية و

المحاسبية والإدارية، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، المجلد 08، العدد 02، 2021، ص 69.

يوضح الشكل رقم (1-2) أن خلق القيمة في المؤسسة يبدأ بتطوير إستراتيجية شاملة تشمل مجموعة من القرارات الرئيسية، بما في ذلك القرارات التمويلية، القرارات الإستثمارية، والقرارات العملية. كل قرار من هذه القرارات يحمل في طياته عوامل خلق القيمة، فعلى سبيل المثال، تكلفة رأس المال تعتبر محورية في القرارات التمويلية، بينما تركز القرارات الإستثمارية على إختيار الإستثمارات الأكثر ربحية، بالإضافة إلى ذلك تؤثر القرارات العملية بشكل مباشر على نمو القيمة والمبيعات والهامش.

مكونات القيمة، مثل التدفق النقدي، الديون، ومعدل التفعيل، تساهم في خلق قيمة لجميع الأطراف المعنية، بما في ذلك المنافسين، العمال، والزبائن، مما يؤدي في النهاية إلى تحقيق دخل للمساهمين وزيادة قيمة أسهم المؤسسة، وهي الأهداف الرئيسية التي تسعى المؤسسة لتحقيقها.

تساهم القرارات المالية في خلق القيمة في المؤسسة بحيث تلعب سياسة التمويل دورا حاسما ليس فقط في مساهمتها في تمويل المشاريع ولكن أيضا في التحكم الذي تسمح به بين مصادر التمويل المختلفة، في الواقع يسمح إختيار الهيكل المالي بخلق القيمة بقدر ما يسمح للشركة بالتكيف بشكل أفضل مع تقلبات بيئتها.

على الرغم من أن خلق القيمة يعتمد على عدة عوامل بما في ذلك القرارات الإستراتيجية، إلا أن القرارات المالية تلعب دوراً رئيساً لا مفر منه والواقع أن القرارات الإستثمارية تساهم بشكل فعال في ذلك عندما يكون العائد المتوقع للإستثمارات أعلى من تكلفة رأس المال. تخلق قرارات التمويل قيمة عندما تتوافق مع إستراتيجية الشركة، تعتمد دراسة الهيكل المالي على العلاقة بين مصادر التمويل المختلفة (الأموال الخاصة والديون) بمعنى يجب أن يكون إستخدام هذه الوسائل التمويلية تأثير إيجابي على قيمة الشركة، لا سيما على القيمة التي يتم إنشائها للمساهمين وبالتالي فإن إختيار التمويل بين الأموال الخاصة أو الديون يجب أن يتم ضمن إطار تحليلي محدد يعتمد على العلاقة الشهيرة بين ربحية رأس المال المستثمر والتكلفة الاقتصادية للديون.

كما أن إستخدام الديون يسمح بتحقيق وفر ضريبي بفضل الرسوم المالية أو الفوائد المعفاة من الضرائب وبالتالي يزيد من قيمة الشركة، لذلك يمكن وجود هيكل تمويل مثالي من خلال سعي الى تقليل تكلفة هذه الموارد الى أدنى حد بالإضافة الى ذلك فإن الهيكل المالي يؤثر على قيمة الشركة من خلال الوفورات الضريبية التي يتم تحقيقها على الفائدة المالية.¹

ثانياً: علاقة قرار الإستثمار بخلق القيمة

تعتبر قرارات الإستثمار من أهم قرارات الإدارة المالية وأعقدها بسبب طبيعتها الإستثمارية والغالب أن الإدارة المالية تلجأ لها أملاً في زيادة العائد الإستثماري من أجل تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد.

وبما أن الإستثمار يعرف على أنه إستخدام رأس المال لتمويل نشاط معين قصد تحقيق ربح مستقبلي، بحيث يكون الإستثمار مقبولاً إذا تطابق مع المعايير المعمول بها أو حقق الأرباح المنتظرة، وعليه فأساس تقييم وإختيار الإستثمار يرتكز على تكلفة الأموال المستثمرة في المشروع الإستثماري، العوائد المنتظرة من هذا المشروع الإستثماري.

يهدف المسير المالي من خلال إتخاذه لقرار الإستثمار إلى تعظيم قيمة المؤسسة من خلال تعظيم قيمة السهم، لذلك فإن الإدارة تساعد في تعظيم ثروة المساهمين، وللقيام بذلك يجب على المسيرين إتخاذ قرارات الإستثمار التي تضمن أن إجمالي قيمة التدفقات النقدية الداخلة تتجاوز إجمالي قيمة التدفقات الخارجة بأكثر قدر ممكن، على أن يتم التركيز على تعظيم قيمة التدفقات النقدية وليس الأرباح. وبالتالي فإن قدرة المؤسسة على إنشاء القيمة تعتمد على مدى كفاءة المسيرين في توليد العوائد من الأموال المجمعة من المستثمرين، وتجنب الإستثمارات التي تولد عوائد أقل من تكلفة رأس المال.²

¹ Nassima assous, l'impact des décisions financiers sur la création de la valeur au sein des entreprise publique algérienne cotées à la bourse d'Alger ; cas de saidal et aurassi ; thèse de doctorat en science économique, université mouloud Mammeri-tizi Ouzou, 2015-2016, p 82-86.

² أسماء أيمن، مرجع سبق ذكره، ص 13-14.

تتخذ المؤسسة عدة قرارات متعلقة بتوسعها الداخلي أو الخارجي، والتي يكون لها أثر مباشر على قيمتها، فنجد الأولى تتمثل في القرارات المتعلقة بالجانب الأيمن من الميزانية المحاسبية (الأصول) تخص إستخدامات المؤسسة في مزاولتها نشاطها، أو الأصل الإقتصادي من وجهة نظر مالية والذي يعبر عن الأصول الثابتة (الإستثمارات) واحتياجات في رأس مال العامل للإستغلال.

وتتخذ المؤسسة أيضا عدة قرارات إستثمار خارجية والتي تكون في شكل إندماج أو إستحواذ أو تحالف، بهدف مواجهة المنافسة أو إستغلال فرص خارجية أو مواجهة تهديدات، بحيث نجد أن هدف قرارات التوسع الخارجي هو الرفع من قيمة المؤسسة أو أسهمها، فتوفر عمليات الإندماج والتحالف ميزات الحجم الكبير للمؤسسة، ما يزيد من قدرة أوراقها المالية على التداول بشكل أكبر، وكذلك على تنويع محفظتها الإستثمارية ما يؤدي إلى تخفيض المخاطر وبذلك زيادة الطلب على أوراقها المالية أي على قيمتها. كما تساهم عمليات الشراكة في زيادة قيمة المؤسستين المتحالفتين إذا ما تمت وفق دراسة دقيقة، بفضل إستفادة كل منهما بمزايا الأخرى، إلا أن قيمة المؤسستين قد تنخفض في بداية التحالف بسبب بعض المشاكل التسييرية.¹

وبالرجوع الى الشكل أعلاه رقم (1-2) يلاحظ أن قرار الإستثمار يساهم في خلق القيمة داخل المؤسسة من خلال تأثيره المباشر على أداءها ونموها. فعندما تختار المؤسسة إستثمارات ناجحة وفعالة، فإن ذلك يؤدي إلى تحسين كفاءة التشغيل وزيادة معدل النمو، مما ينتج عنه إرتفاع في التدفقات النقدية الحرة. هذه التدفقات تعكس قدرة المؤسسة على توليد الأرباح، وتؤدي إلى زيادة في قيمتها السوقية. وبالتالي، فإن قرار الإستثمار يُعد وسيلة أساسية لخلق القيمة، لأنه يعزز من قوة المؤسسة المالية ويساهم في تعظيم ثروة المساهمين.

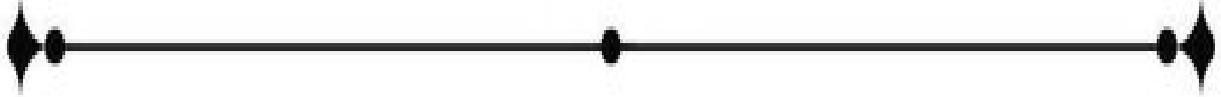
¹ وسام أرحاب هلال، مرجع سبق ذكره، ص 29-30.

خلاصة الفصل الثاني:

يعالج هذا الفصل موضوع الإستثمار باعتباره عملية اقتصادية تهدف إلى تخصيص الموارد المالية لتحقيق عوائد مستقبلية، وذلك من خلال اقتناء أصول مختلفة كسواء الأسهم، السندات، والعقارات، والذي بدوره يساهم في تعظيم المنفعة وزيادة الموارد. ويقوم الإستثمار على ثلاثة عناصر رئيسية هي: العائد، التكلفة، والتوقعات، كما تتفاوت أهدافه حسب الجهة القائمة به.

وقد تم التطرق في هذا الفصل أيضاً إلى القرار الإستثماري، الذي يُعد من بين أهم القرارات الإستراتيجية في المؤسسة، نظراً لطبيعته طويلة الأجل وصعوبة التراجع عنه، وتأثيره العميق على مستقبل المؤسسة، حيث تم التطرق إلى المفاهيم المرتبطة به، أنواعه، وخصائصه. كما تم التركيز على مبادئ اتخاذ القرار الإستثماري ومراحله، والتي تستوجب الاعتماد على منهجية دقيقة تضمن كفاءة القرار. إضافة إلى ذلك تناول الفصل العوامل المؤثرة على القرار الإستثماري، ومنها العوامل الاقتصادية والسياسية، حجم الإمكانات المتاحة، أسعار الفائدة، التوقعات المستقبلية، الأرباح المنتظرة، كفاءة الإدارة، والتشريعات الضريبية.

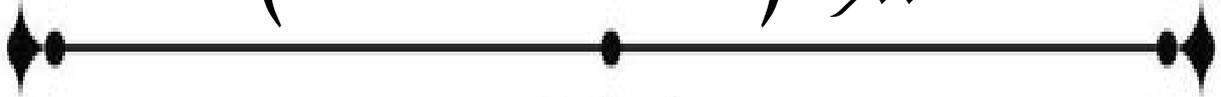
وفي الختام، أكد الفصل على أن القرار الإستثماري يُعد محددًا أساسيًا لخلق القيمة داخل المؤسسة الاقتصادية، كونه يوجّه الموارد نحو الإستخدام الأمثل الذي يحقق النمو والإستدامة.



الفصل الثالث:

دراسة حالة المجمع الصناعي بيوفارم خلال

الفترة (2018-2023)



تمهيد:

بعد أن تناولنا في الفصلين الأول والثاني الجوانب النظرية المتعلقة بكل من قرار الإستثمار وخلق القيمة، من خلال تقديم المفاهيم الأساسية، النظريات المرتبطة، وأهم النماذج التي تعالج هذه المواضيع، فإننا ننتقل في هذا الفصل إلى الجانب التطبيقي من الدراسة.

تم إختيار مؤسسة BIOPHARM SPA كميدان للدراسة التطبيقية، وهي مؤسسة إقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر، لما توفره من معلومات مالية منشورة وشفافة. وتمتد فترة الدراسة من سنة 2018 إلى سنة 2023، حيث تم جمع وتحليل البيانات المالية الخاصة بهذه الفترة. ولأجل تنظيم هذا الفصل بشكل منهجي، تم تقسيمه إلى مبحثين رئيسيين:

- المبحث الأول: تقديم المؤسسة محل الدراسة.
- المبحث الثاني: تطور نشاط المجمع الصناعي بيوفارم خلال الفترة (2018-2023).
- المبحث الثالث: قرار الإستثمار بالمجمع الصناعي بيوفارم ومساهمته في خلق القيمة.

المبحث الأول: تقديم المؤسسة محل الدراسة

أسست الصناعة الصيدلانية في الجزائر بهدف تلبية إحتياجات المجتمع من الأدوية والمواد الصيدلانية حيث تلعب بيو فارم دورًا رائدًا في هذا المجال، بإعتبارها واحدة من أهم المؤسسات الصيدلانية في الجزائر فهي تعمل على إنتاج وتسويق الأدوية والمواد الصيدلانية في السوق المحلي بهدف تعزيز الصحة العامة وتحسين جودة الحياة للمواطنين.

المطلب الأول: التعريف بالمجمع الصناعي بيوفارم ومراحل تطوره

يعد مجمع بيو فارم من أبرز النماذج الصناعية في مجال صناعة الأدوية بالجزائر، لما يوفره من إمكانيات حديثة وخطط تطوير مستقبلية، سيتم التطرق في هذا المطلب الى أهم المعلومات المتعلقة بهذا المجمع.

أولاً: التعريف بالمجمع الصناعي بيوفارم¹

يمثل بيوفارم مختبر صيدلة جزائري وهو عبارة عن مجمع صناعي وتجاري، حيث بدأ يستثمر في قطاع صناعة الأدوية الجزائري سنة 1990، كما يملك المجمع وحدة إنتاج مطابقة للمعايير الدولية بالإضافة الى شبكة توزيع لتجار الجملة والصيدليات، وتتعدد نشاطات المجمع كما يلي:

- إنتاج الأدوية من خلال شركة " بيوفارم " والتي تعد النواة المركزية للمجمع؛
- التوزيع بالجملة للمنتجات الصيدلانية من خلال شركة " بيوفارم للتوزيع "؛
- التوزيع بالتجزئة الى الصيدليات من خلال شركة " بيوبير "؛
- الترويج والمعلومات الطبية من خلال شركة " معلومات الصحة البشرية "؛
- الخدمات اللوجستية لصناعة الأدوية من خلال شركة " بيوفارم لوجستيك ".

ثانياً: مراحل تطور المجمع الصناعي بيوفارم:

تم تطوير المجمع في عدة مراحل كما هو موضح في التسلسل الزمني كالتالي:²

- في 1992: تم تأسيس المجمع الصناعي بيوفارم من طرف " عبد المجيد كرار " بحوش محي الدين رغبة بالجزائر العاصمة، حيث تعد هذه الشركة شركة مساهمة ذات رأس مال قدره 5104375000 دج؛
- في سنة 2002: تم إنشاء فرع HHI (معلومات الصحة البشرية)؛
- في 2003: الدخول في الإنتاج وتم إنشاء (وحدة تصنيع وتعبئة المنتجات الصيدلانية)؛

¹ أسماء بشوتي، محمد شويح، مساهمة بطاقة الأداء المتوازن في تقييم إستراتيجية المؤسسة -دراسة حالة مجمع بيوفارم بالجزائر، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والإندماج في الإقتصاد العالمي، جامعة البليدة 2، المجلد 13، العدد 01، 2019، ص 380.

² من موقع المؤسسة https://www.biopharmdz.com/notre_histoire

- في 2005: إفتتحت الشركة بيوفارم وحدتها الإنتاجية الواقعة في المنطقة الصناعية بوادي السمار بالجزائر العاصمة بطاقة 50 مليون وحدة بيع في السنة؛
- في 2006: إنشاء فرع BIOPURE الخاص بتوزيع المنتجات الصيدلانية على الصيدليات؛
- في 2008: حصلت شركة بيوفارم على شهادة ISO 9001؛
- في 2014: تم إنشاء فرع BIO LOGISTICS، وتم الحصول على شهادة ممارسات التصنيع الجيدة "شهادة ANSM"؛
- في 2016: الدخول الى بورصة الجزائر إضافة الى ذلك حصلت شركة BIOPURE على شهادة ISO 9001؛
- في 2017: حصلت شركة بيوفارم للتوزيع على شهادة ISO 9001؛
- في 2018: دمج فرع BIOPURE مع فرع الخاص بتصنيع المستحضرات الصيدلانية IMPSA؛
- في 2019: حصلت الوحدة الإنتاجية للمجمع على شهادة ISO 14001؛
- في 2020: تم إنشاء فرع BIORMONE (وحدة خاصة بإنتاج الهرمونات)؛
- في 2021: بدء في تشغيل خط إنتاج منتجات الأورام.

ثالثا: أهداف مؤسسة بيوفارم

يسعى مجمع بيوفارم منذ نشأته الى تحقيق الأهداف التالية:

- ✓ تعزيز الصحة العامة؛
- ✓ الابتكار والبحث العلمي؛
- ✓ ضمان البقاء والإستمرارية؛
- ✓ تشجيع اليد العاملة المحلية وإمتصاص البطالة؛
- ✓ تحقيق أكبر نسبة من المبيعات والأرباح؛
- ✓ التوسع في السوق الجزائرية والإفريقية؛
- ✓ ضمان الجودة والامتثال للمعايير الدولية؛
- ✓ المسؤولية الاجتماعية؛
- ✓ تجسيد الشراكة الأجنبية المثمرة؛
- ✓ الإستمرار في الحفاظ على الإنتاج من حيث الجودة والتنوعية والسعر.

الجدول رقم (1-3): بطاقة فنية لشركة بيوفارم

إسم الشركة: المجمع الصناعي بيوفارم BIOPHARM SPA
نوع النشاط: تطوير وإنتاج وتوزيع المنتجات الصيدلانية
المقر الاجتماعي: المنطقة الصناعية، طريق المحطة حوش محي الدين - رغبة الجزائر
رأس المال: 5,104,375,000 دج
طبيعة الأسهم: أسهم عادية
القيمة الإسمية للسهم: 200 دج
طبيعة المعاملة: عرض عام بسعر ثابت
عدد الأسهم الخاضعة للعرض: 5,104,375 سهم أي 20% من رأس مال الشركة
سعر الوحدة للسهم: 1225 دج
فترة العرض: من 13 الى 23 مارس 2016
التاريخ للإدراج الأول في البورصة: 2016/04/06

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

<https://cosob.dz/biopharm-spa>

المطلب الثاني: خصائص المجمع الصناعي بيوفارم وإستراتيجيته

يعد مجمع بيوفارم الصناعي أحد أبرز الفاعلين في قطاع الصناعة الصيدلانية في الجزائر، حيث يتمتع بمكانة رائدة على الصعيدين الوطني والإقليمي.

أولاً: خصائص المجمع الصناعي بيوفارم

الخصائص الأساسية لنشاط المجمع تتمثل في إنتاج وإستيراد وتوزيع وترويج المنتجات الصيدلانية والأجهزة الطبية. يتم تنظيم هذا النشاط من قبل السلطات الصحية من خلال عمليات تهدف بشكل أساسي إلى ضمان جودة المنتجات التي يوفرها بيوفارم للمرضى والمتخصصين في الرعاية الصحية. يمكن عرض الخصائص الأساسية للنشاط على النحو التالي:¹

✓ يخضع النشاط الصيدلاني لتصريح من السلطات الصحية: يخضع إنشاء المنشآت الصيدلانية وممارسة الأنشطة لتراخيص التشغيل الصادرة عن وزارة الصحة لأنشطة الإنتاج والإستيراد والتوزيع والمعلومات الطبية تحدد القوانين واللوائح شروط وإجراءات إصدار هذه التصاريح، ويتم إقتراح الصيادلة المسؤولين من قبل شركات مجموعة بيوفارم ويتم تعيينهم من قبل الدوائر المختصة بوزارة الصحة.

✓ يخضع المنتج الصيدلاني للتسجيل من قبل السلطات الصحية: بمعنى قبل طرحه في السوق، يجب أن يكون المنتج الصيدلاني مسجلاً من قبل السلطات الصحية، التي تتحقق، من خلال هذه العملية، من أن الخدمة الطبية التي يقدمها المنتج تفي بمعايير الجودة والسلامة. ويتم تنفيذ هذه العملية الدقيقة وفقاً للبروتوكولات القياسية. تخضع التسجيلات الصادرة عن وزارة الصحة للتجديد كل 5 سنوات.

✓ الجودة هي مصدر قلق في صميم النشاط: نظراً لأن المنتج الصيدلاني مخصص لصحة الإنسان فإن جودته هي مصدر قلق دائم طوال العملية، والتي تبدأ بتصنيعها ويستهلكها المريض، بما في ذلك فترة تخزينها ونقلها وتسويقها. يقع نشاط المنشآت الصيدلانية تحت مسؤولية الصيادلة الفنيين الذين تتمثل مهمتهم في ضمان الحفاظ على جودة المنتج.

✓ السداد هو رافعة مهمة للنشاط: يتم سداد الأدوية من قبل صناديق الضمان الاجتماعي. يؤثر السداد على أكثر من 4,900 علامة تجارية، ونظام السداد قائم على الطبيعة الأساسية للدواء وطبيعة الأمراض المراد علاجها، وله تأثير مباشر على الاستهلاك.

¹Lamia akiniouene, karima ben bouabdellah, la procedure dintroduction en bourse – cas du groupe biopharm-alger, mémoire de fin de cycle en vue de l'obtention du diplôme de master en science économique, spécialité banque et marche financier, université mouloud Mammeri-tizi Ouzou, 2015-2016, p91-92.

✓ نظم سعر الدواء: نظرا لأن المنتج الصيدلاني له أيضا تأثير اجتماعي يتم تنظيم سعره على مستويين الأول تنظمه وزارة الصحة حيث السعر هو جزء من عملية تسجيل الإستيراد أو التصنيع التي تؤدي إلى الموافقة على سعر المنتجات المستوردة وسعر عام إجمالي للمنتجات المصنعة محليا، والثاني تحكمه وزارة التجارة من خلال نظام تنظيمي يتحكم في الهوامش القصوى لإنتاج المنتجات الصيدلانية وتعبئتها وتوزيعها.

✓ عملية طرح منتج صيدلاني في السوق هي دورة طويلة: نظرا لأن المنتج الصيدلاني هو منتج مخصص لصحة الإنسان، فإن عملية طرحه في السوق هي عملية طويلة تنطوي على تخطيط صارم وتشارك السلطات الصحية في إصدار التسجيلات والبرامج اللازمة لإستيراد المنتجات والمدخلات النهائية. يمكن أن تستغرق عملية التسجيل لمنتج دوائي جديد ما يصل إلى عامين.

ثانيا: إستراتيجية المجمع الصناعي بيوفارم

يعتمد مجمع بيو فارم على الإستراتيجية التالية:

- متابعة معدل النمو متبوعا بالطلب القوي لسوق الأدوية الجزائرية؛
- ترشيد التكاليف واستغلال الموارد أحسن استغلال؛
- إعتدال على نموذج التكامل الرأسي بضممان تصنيع المنتجات وتوزيعها على الصيدليات؛
- تم إحترام معايير الجودة الدولية إبتداء من سنة 2015 من خلال شهادة GMP الصادرة عن ANSM (الوكالة الوطنية الفرنسية لسلامة الأدوية والمنتجات الصحية) في موقع الإنتاج في واد سمار الجزائر تقوم أداة الإنتاج لمجمع بيو فارم بتصنيع الأدوية الجينية المعدة والمصممة في معمل البحث والتطوير الخاص بها.

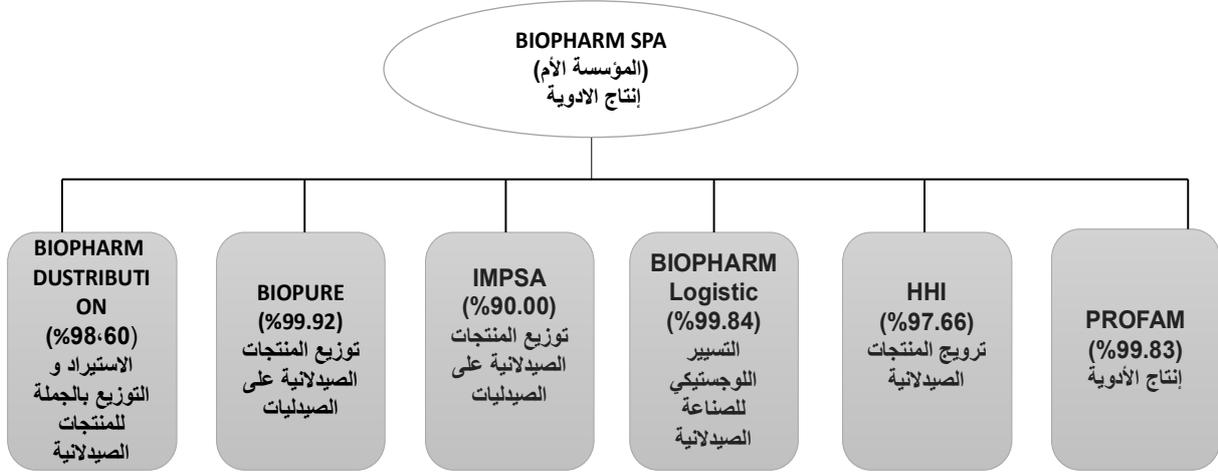
المطلب الثالث: الهيكل القانوني والتنظيمي للمجمع الصناعي بيوفارم

قبل التطرق للهيكل التنظيمي للمجمع الصناعي بيوفارم سنتعرف أولا على هيكلها القانوني.

أولا: الهيكل القانوني

بيو فارم هي مجموعة صناعية وتجارية إستثمرت في قطاع الأدوية في أوائل التسعينات بفضل إفتتاح هذا القطاع للاستثمار الخاص، تسيطر بيو فارم (Biopharm) اليوم على خمسة شركات تابعة بالإضافة إلى النشاط الصناعي الذي طوره الشركة (Biopharm distribution) وتقوم المجموعة بتطوير أنشطة توزيع الواردات والبيع بالجملة (Biopharm spa) الأم والتوزيع على الصيدليات (Biopure) والخدمات اللوجستية لصناعة الأدوية (Biopharm logistique)، والترويج والمعلومات الطبية (HHI) معلومات صحة الإنسان، كما تتحكم أيضا في (Profam) والملاحظ هنا أن جميع الشركات التابعة يتم التحكم فيها بنسبة 100% تقريبا، وفيما يلي هيكل المجموعة بيو فارم (Biopharm) وفروعها:

الشكل رقم (3-1): الهيكل القانوني للمجمع الصناعي بيوفارم (BIOPHARM)



المصدر: إيمان نايلي دواودة، أهمية الموارد غير الملموسة ودورها في رفع قيمة المؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة مجمع بيوفارم خلال الفترة 2014-2019، مجلة التنمية والإستشراف للبحوث والدراسات جامعة الجزائر3، المجلد07، العدد02، 2022، ص224.

الهيكل القانوني لمجمع بيوفارم يتكون من عدة وحدات وفروع رئيسية كما يلي:¹

1_وحدة الإنتاج (واد السمار)

أنشئت سنة 2005، وتعدّ القلب الصناعي للمجمع. تتوفر على 9 خطوط إنتاج بطاقة إنتاجية تصل إلى 45 مليون وحدة سنويا تشمل الوحدة أيضاً مستودعات للتخزين، وحدات الوزن، بالإضافة إلى ثلاث مخابر (واحد للبحث والتطوير واثنان لمراقبة الجودة).

ينتج المجمع أكثر من 159 دواءً من مختلف الفئات العلاجية والأشكال الصيدلانية، منها أدوية تحمل العلامة التجارية الخاصة بالمجمع وأخرى تُنتج ضمن إتفاقيات شراكة مع شركات مثل (SANOFI).

تم بناء وحدة إنتاج أخرى بالرعاية سنة 2019، وهي مخصصة لإنتاج أدوية في شكل أكياس أحادية الجرعة (Stick) تنتج الوحدة 7 أنواع من الأدوية بطاقة إنتاجية تبلغ 10 ملايين وحدة سنوياً.

¹ إيمان نايلي دواودة، أهمية الموارد غير الملموسة ودورها في رفع قيمة المؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة مجمع بيوفارم خلال الفترة 2014-2019، مجلة التنمية والإستشراف للبحوث والدراسات، جامعة الجزائر3، المجلد07، العدد02، 2022، ص224.

2_ فرع BIOPHARM Distribution (الرغاية)

يبلغ رأس ماله 3.500 مليون دينار جزائري، ويختص في إستيراد وتوزيع المنتجات الصيدلانية وشبه الصيدلانية، سواء المنتجة داخليًا أو المستوردة حيث يشمل نشاطه أكثر من 500 منتج. يرتبط بعلاقات شراكة مع أكثر من 50 ممولًا دوليًا، منهم AstraZeneca، Bayer، Cipla. كما حصل على شهادة (ISO 9001) سنة 2008.

3_ فرع BIOPURE (أولاد يعيش)

أسس سنة 2006 برأس مال قدره 1.800 مليون دينار جزائري. يُعد من أبرز موزعي الأدوية على مستوى الصيدليات في الجزائر، من خلال شبكة تضم 6 مراكز توزيع. يوفر أكثر من 4000 منتج، بما في ذلك الأدوية والمنتجات شبه الصيدلانية، المحلية والمستوردة.

4_ فرع (IMPSA)

إستحوذت بيو فارم في أغسطس 2018 على الحصة الأكبر من رأسمال شركة IMPSA، التي تأسست سنة 2009 في الجزائر العاصمة، والمتخصصة في التوزيع المباشر للأدوية للصيدليات، وتتميز بخدمة الطلب عن بُعد

5_ فرع BIOPHARM Logistique (الرغاية)

تأسس سنة 2014 برأسمال قدره 777.6 مليون دينار جزائري. يُقدم خدمات لوجستية شاملة تشمل النقل، التوزيع، والتسليم عبر 6 منصات لوجستية وطنية، مدعومة بأكثر من 300 وسيلة نقل ويد عاملة مؤهلة.

6_ فرع HHI (الدار البيضاء)

بدأ نشاطه سنة 2002 برأسمال قدره 33.6 مليون دينار جزائري. يختص في الترويج للمنتجات الصيدلانية الخاصة بالمجمع ومنتجات شركائه، كما يقدم المعلومات الطبية للممارسين الصحيين (أطباء، صيادلة...) والمؤسسات الصحية (مستشفيات، عيادات...)، من خلال شبكة من المندوبين الطبيين والتجارين.

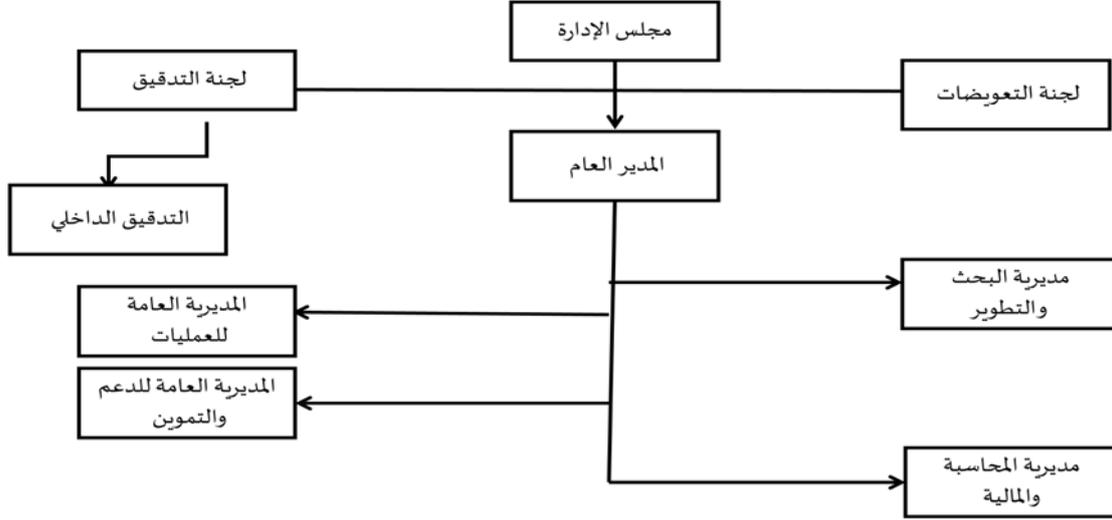
7_ فرع PROFAM (واد السمار)

أنشئ سنة 2012 برأسمال قدره 302.4 مليون دينار جزائري، ويُعنى بإنتاج المنتجات الصيدلانية وشبه الصيدلانية، بما في ذلك المكملات الغذائية، والمعدات والأجهزة الطبية والجراحية.

ثانيا: الهيكل التنظيمي

يوضح الشكل الموالي الهيكل التنظيمي للمجمع الصناعي بيوفارم:

الشكل رقم (2-3): الهيكل التنظيمي للمجمع الصناعي بيوفارم



المصدر: عبد الحلیم مزغيش، أثر تصميم لوحة القيادة على تقييم الأداء المستدام وإنعكاساتها على فعالية صنع القرار-دراسة حالة مجمع بيوفارم الجزائر، مذكرة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة الجزائر3، 2022-2023، ص173-174-175.

تتمثل مهام كل مديريةية في:¹

1_ مجلس الإدارة : صدر في المرسوم رقم 13 للقانون الداخلي لشركة بيوفارم، والتي يرى مجلسها الإداري بأنه يتشكل من فيما لا يقل عن ثلاثة أعضاء ولا يزيد عن إثنا عشرة عضوا إداريا. يتم تعيينهم من طرف الجمعية العامة العادية، كما أن المدة المسموحة لهم في الإستمرار في المنصب الإداري لا تتجاوز الست سنوات والتي تنتهي صلاحيتها بنهاية السنة المالية.

2_ لجنة التدقيق : تلعب لجنة التدقيق دورا مهما في دعم ومساعدة مجلس الإدارة للقيام بمهام المراقبة وملاحظة الاختلالات الموجودة وينحصر نشاطها في المهام التالية :

- ✓ متابعة وإعداد المعلومات المالية الموجهة للمساهمين ولأصحاب المصلحة الثانويين والرئيسيين؛
- ✓ متابعة أنظمة الرقابة الداخلية وتسيير الأزمات والمخاطر؛

¹عبد الحلیم مزغيش، أثر تصميم لوحة القيادة على تقييم الأداء المستدام وإنعكاساتها على فعالية صنع القرار-دراسة حالة مجمع بيوفارم، مذكرة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة الجزائر3، 2022-2023، ص173-174-175.

- ✓ متابعة ومراقبة الامتثال القانوني والتنظيمي داخل التنظيم؛
 - ✓ الرقابة القانونية للحسابات السنوية والحسابات الموحدة للمجمع؛
 - ✓ متابعة مسألة التوصيات التي قدمها المفوضون للتدقيق؛
 - ✓ إختبار ومتابعة استقلالية محافظو الحسابات.
- 3_ لجنة التعويضات والترشيحات : تعتبر هذه اللجنة ممثلة لمساهمي المؤسسة وتتمثل أبرز مهامها في :
- ✓ معالجة التعيينات والترشيحات، والعمليات المتعلقة بالتوظيف والمكافئات والحوافز الإجتماعية وإقالة أعضاء الإدارة العليا للشركة وإصدار القرارات بهذا الشأن؛
 - ✓ معالجة برامج الشركة المتعلقة بسياسة الموارد البشرية الموجودة ضمن المخططات الحالية المتبعة أو تلك التي يتم التخطيط لتطبيقها في المستقبل، متابعة الأداء الناجح للأعضاء، متابعة المسار الوظيفي وتطور المردود؛
 - ✓ رفع طلبات الموافقة على المكافئات والترقية مجلس الإدارة واللجنة التوجيهية للإطارات المسيرة الدائمة. مع إجراء التعديلات اللازمة للجنة الاستشارية للمكافئات؛
- 4_ التدقيق الداخلي : فيما يتعلق بالتدقيق الداخلي فإن الوظيفة موجودة داخل الشركة وتضمن على فرق التدقيق الداخلي إحترام إجراءات الرقابة كما أنها مسؤولة عن ضمان الجودة، ويعمل مدير الرقابة الداخلية على تقديم تقاريره مباشرة إلى الإدارة العليا وعمليا في لجنة التدقيق.
- 5_ المدير العام : يتولى المدير العام لشركة مهمة الإشراف العام على عمليات التنفيذ ومتابعة سير الأنشطة على مستوى المديرية العامة، وتسند له مهمة التسيير وفقا للخطط والإستراتيجيات التي تم إقرارها من طرف مجلس الإدارة يشغل هذا المنصب حاليا عبد الواحد كرار من قدامى المساهمين في الشركة، ذو شخصية قوية وكفاءات كبيرة خاصة في عالم المال والأعمال نظرا لسيرته الذاتية ومشواره الزاخر بالإنجازات.
- 6_ المديرية العامة للعمليات : مختصة بإدارة وتنفيذ العمليات كالإنتاج والتوزيع المنتجات.
- 7_ المديرية العامة للدعم والتموين : تتولى المديرية العامة للدعم و التموين مسؤولية توفير كافة المستلزمات و التموينات الضرورية لضمان سير نشاطات المؤسسة بكفاءة و إنتظام.
- 8_ مديريةية المحاسبة والمالية : تختص بأداء المهام المالية من تمويل ودفع للمستحقات وتحصيل للإيرادات للمجمع الصناعي بيوفارم.
- 9_ مديريةية البحث والتطوير : هي واحدة من عدد قليل من مختبرات البحث والتطوير في الجزائر التي تتوافق مع ممارسات التصنيع الجيدة لتصميم المنتجات الصيدلانية العامة المبتكرة وتنفيذها على نطاق صناعي

دخل حيز الخدمة سنة 2007 ويضم ثلاثة مصانع تجريبية أحدها مخصص لأشكال جافة تتكون من ثلاث وحدات (التحبيب والضغط والتصفية) والآخران على الأشكال السائلة والكريمات وهو مجهز بمعدات مراقبة الجودة ومعدات التصنيع الخاصة بالإنتاج على نطاق صغير (المحبب، المناخل، المجففات مكبس الأقراص آلة الخلط الدافع وآلة تعبئة الكبسولة، قوارير والأنابيب) وتقوم حاليا بمجموعة من المهام كتطوير الأدوية الجينية دراسة وتكامل تطوير الأشكال الصيدلانية والعمليات التكنولوجية الجديدة، بالإضافة تنفيذ برامج التعاون العلمي مع مختبرات الجامعة ومراكز البحوث والخبراء الوطنيين والدوليين كجزء من برنامج تطوير BIOPHARM في سنة 2020 أطلقت المؤسسة مشروعا لتطوير مختبر البحث والتطوير ويضم هذا المشروع إستثمارا في مجالي التطوير الكيميائي والأشكال.

المبحث الثاني: تطور نشاط المجمع الصناعي بيوفارم

يتناول هذا المطلب مختلف التطورات التي شهدتها مجمع بيوفارم خلال الفترة الممتدة من 2018 إلى 2023، بالإعتماد على القوائم المالية المصرح بها من قبل المجمع والمنشورة على الموقع الخاص به.

المطلب الأول: تطور رقم الأعمال لمجمع بيوفارم

من خلال الإستعانة بجدول حسابات النتائج يلخص رقم الأعمال في الجدول التالي:

الجدول رقم (2-3): تطور رقم الأعمال لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2018-2023)

الوحدة: مليون دينار

السنوات	2018	2019	2020	2021	2022	2023
رقم الأعمال	63055	67838	71475	82139	83818	82917
معدل النمو %	7,66%	7,58%	5,36%	14,91%	2,04%	-1,07%

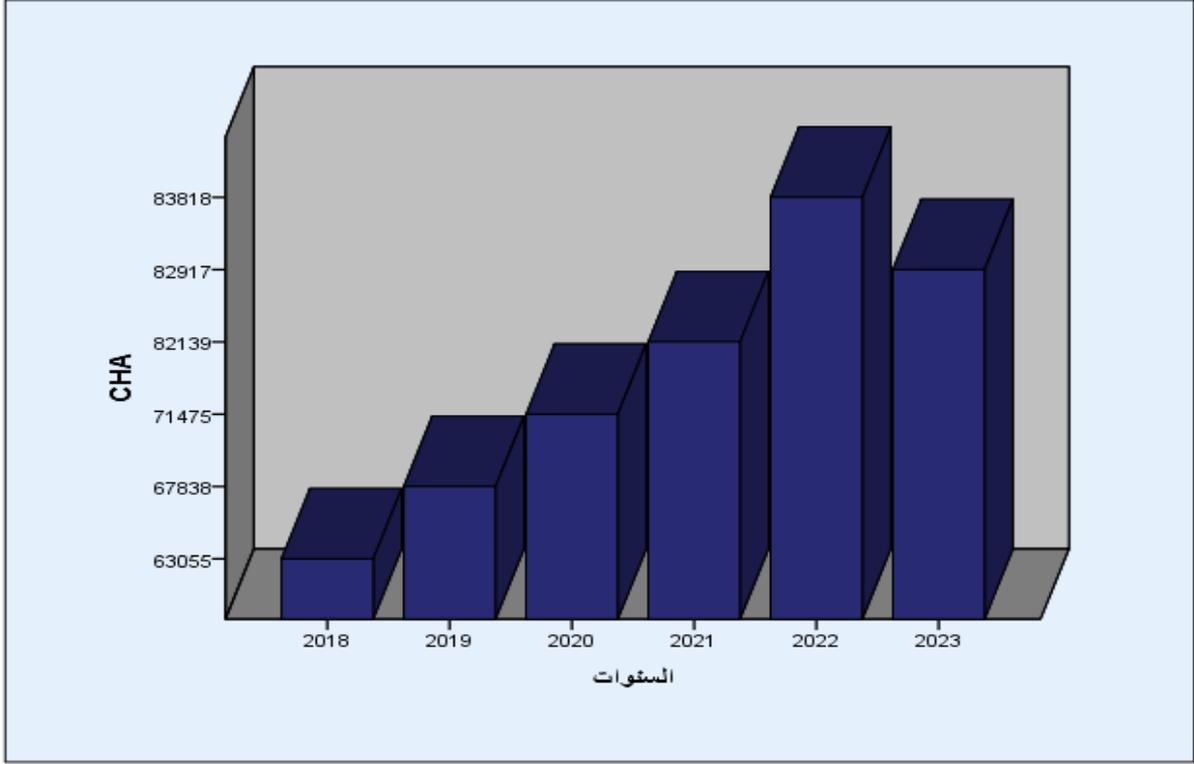
المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على جدول حسابات النتائج المستخرج من الموقع

<http://www.cosob.org/étas-financiers-des-émetteurs>

نلاحظ من الجدول أعلاه أن رقم أعمال شركة بيو فارم في تطورا ملحوظا في بداية فترة الدراسة من سنة 2018 إلى سنة 2021، حيث عرف منحنى تصاعديا من سنة إلى أخرى، إذ انتقل من 63055 مليون دينار في سنة 2018 إلى 83818 مليون دينار في سنة 2022، محققا بذلك أعلى نسبة نمو في سنة 2021 بـ 14.91%، وهو ما يعكس أداء جيداً ومتصاعداً للشركة خلال هذه الفترة وهذا الإرتفاع راجع الى تعاقد الشركة مع أطراف خارجية أجنبية وفي سنة 2021 يعود الإرتفاع الى الأزمة العالمية الصحية كورونا و التي كان لها أثر إيجابي على رقم الأعمال وزيادة إنتاج المؤسسة و كمية المبيعات، غير أن سنة 2023 شكّلت نقطة تحوّل، حيث سجّل رقم الأعمال تراجعاً طفيفاً بنسبة -1.07% ليبلغ 82,917 مليون دينار، وهو ما يدل على بعض الصعوبات أو التحديات التي واجهتها الشركة في تلك السنة، وهذا بسبب تراجع نشاط التوزيع بنسبة 9% مما أثر بشكل مباشر على الإيرادات الإجمالية للمجموعة، و إنخفاض حاد في نشاط فرع بروفارم بنسبة 54% مما ساهم في تقليص رقم الأعمال و أيضا تحويل العقد مع شركة أسترازينيكا من الإنتاج الى خدمات التصنيع.

والشكل التالي يوضح ذلك التغير:

الشكل رقم (3-3): أعمدة بيانية لتطور رقم الأعمال لمجمع بيوفارم للفترة (2023-2018)



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على معطيات الجدول رقم (2-3)

المطلب الثاني: النتيجة العملياتية

بالرجوع الى جدول حساب النتائج نلخص النتيجة العملياتية في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-3): النتيجة العملياتية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2023-2018)

الوحدة: مليون دينار

السنوات	2018	2019	2020	2021	2022	2023
النتيجة العمليية	8835	9401	7418	9823	10319	10762

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على جدول حسابات النتائج المستخرج من الموقع

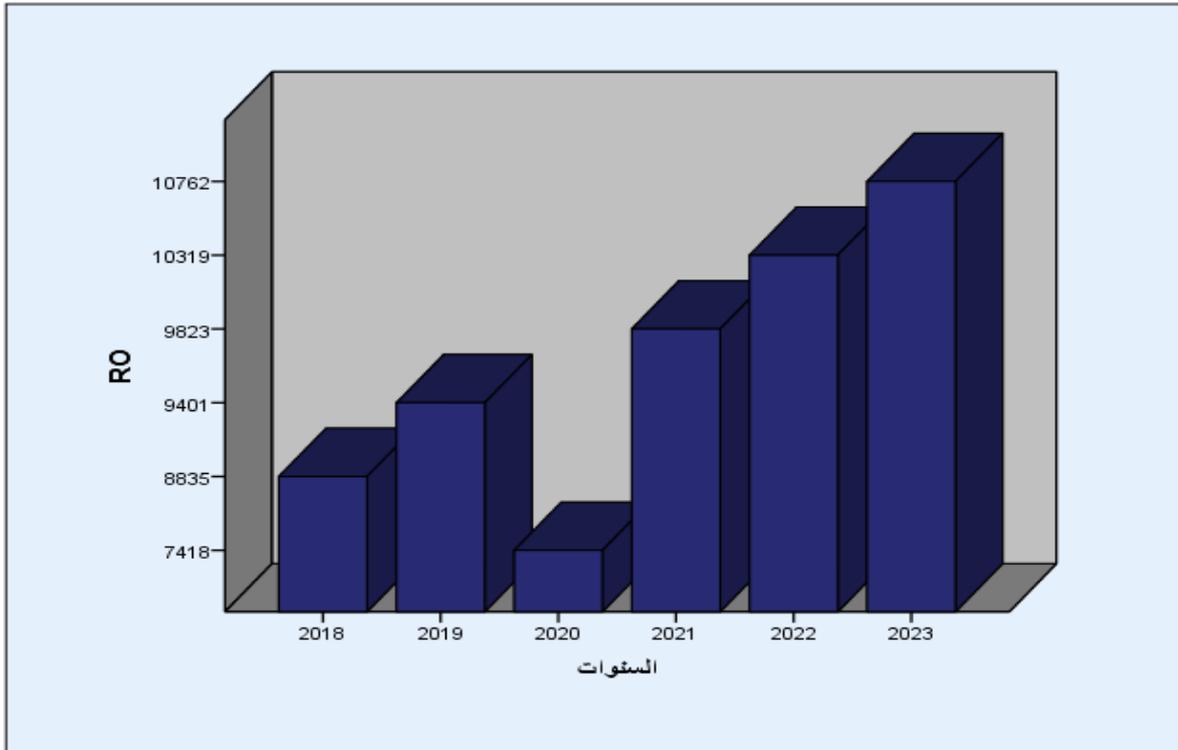
<http://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs>

يوضح الجدول السابق النتيجة العملياتية لمجمع بيوفارم خلال الفترة 2018-2023 تطوراً إيجابياً في الأداء التشغيلي للمجمع. فقد سجلت النتيجة العملياتية نمواً ملحوظاً، حيث ارتفعت من 8835 مليون دينار جزائري سنة 2018 إلى 10762 مليون دينار جزائري سنة 2023. ورغم الانخفاض المسجل سنة 2020

إلى 7418 مليون دينار، والذي يُحتمل أن يكون نتيجة للظروف الإستثنائية المرتبطة بجائحة كوفيد-19 والتي قد تسبب ارتفاع في المصاريف التشغيلية للمجمع، إلا أن المجمع تمكن من إستعادة نسق النمو بسرعة في السنوات الموالية، مما يدل على مرونته وقدرته على التكيف، هذا التطور الإيجابي يعكس فعالية التسيير وكفاءة النشاط التشغيلي، ويعزز من موقع المجمع كمؤسسة رائدة في مجاله.

والشكل التالي يوضح التغير في النتيجة العمليانية للشركة:

الشكل رقم (3-4): أعمدة بيانية لتطور النتيجة العمليانية لمجمع بيوفارم للفترة (2023-2018)



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على جدول رقم (3-3).

المطلب الثالث: النتيجة الصافية

من خلال الإستعانة بجدول حسابات النتائج نلخص النتيجة الصافية في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-4): النتيجة الصافية لمجمع بيوفارم للفترة (2023-2018)

الوحدة: مليون دينار

السنوات	2018	2019	2020	2021	2022	2023
النتيجة الصافية	7525	7604	5570	7814	8431	8505

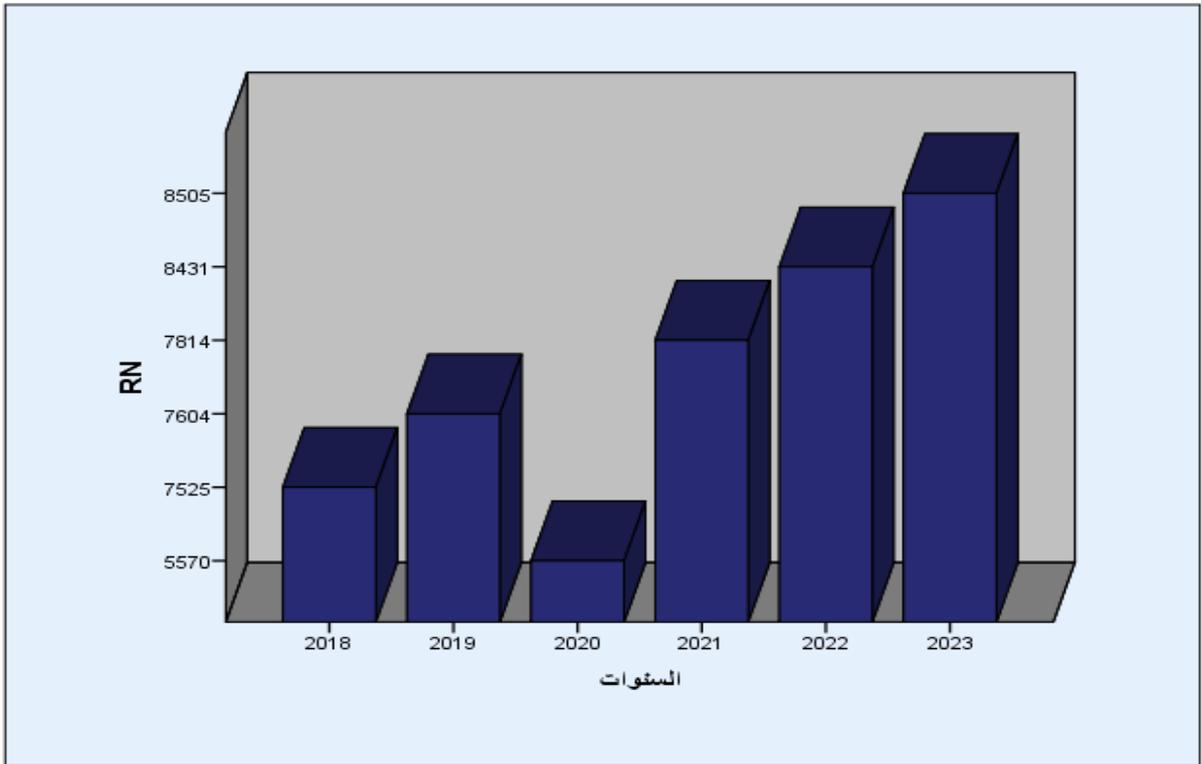
المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على جدول حسابات النتائج المستخرج من الموقع

<http://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs>

يمثل الجدول السابق تغيرات في النتيجة الصافية للمجمع الصناعي بيوفارم للفترة (2018-2023)، حقق المجمع في سنة 2018 نتيجة صافية بقيمة 7525 مليون دينار و هي نتيجة جيدة تظهر إستقرار في الأداء المالي، أما في سنة 2019 إرتفعت ما يشير الى نمو طفيف و تحسن في النشاط مقارنة بالسنة السابقة في سنة 2020 سجل إنخفاض كبير في نتيجة الصافية و هذا راجع الى تأثيرات جائحة كوفيد-19 على السوق و الإنتاج، في سنة 2021 عاد المجمع الى مسار النمو نتيجة للتحسن في الأداء المالي في سنة 2022 و 2023 واصل النمو و هذا يدل على تحسن الظروف التشغيلية و تحقيق أكبر قيمة سنة 2023 مما يعكس إستقراراً قوياً و نمواً مستداماً.

والشكل التالي يوضح تغيرات في النتيجة الصافية خلال الفترة (2018-2023):

الشكل رقم (3-5): أعمدة بيانية لتطور النتيجة الصافية لمجمع بيوفارم للفترة (2018-2023)



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على جدول رقم (3-4)

المبحث الثالث: قرار الإستثمار بمؤسسة بيو فارم ومساهمته في خلق القيمة

يستعرض هذا المبحث المنهجية المعتمدة في الدراسة بهدف الوصول إلى القرار الإستثماري ودراسة مدى إسهامه في خلق القيمة داخل المؤسسة الاقتصادية.

المطلب الأول: قياس قرار الإستثمار في المؤسسة

لقياس قرار الإستثمار في مؤسسة بيو فارم للسنوات من 2018 إلى غاية 2023 تم الإعتماد على العلاقة

التالية:

$$\text{INVEST} = \text{NACit-1} + \text{DAI} - \text{ECI}$$

حيث يمثل:

- NACit-1 : التثبيتات في الدورة السابقة؛
- DAI : حيازة التثبيتات؛
- ECI : التنازل عن الأصول.

بالإعتماد على القوائم المالية للمؤسسة خلال السنوات (2018-2023) تم التوصل الى النتائج التالية:

الجدول رقم (3-5): قرار الإستثمار

الوحدة: مليون دينار

ANNE	NACit-1	DAI	ECI	INVEST
2018	4661	1692	159	6194
2019	6600	2624	57	9167
2020	8962	3090	42	12010
2021	13078	4259	41	17296
2022	16351	3561	19	19893
2023	18528	5476	32	23972

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على القوائم المالية للمؤسسة المستخرجة من الموقع

<http://www.cosob.org/étas-financiers-des-émetteurs>

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن المجمع الصناعي ببيوفارم شهد تطوراً ملحوظاً في مبالغ الإستثمار خلال الفترة الممتدة من 2018 إلى 2023. فقد بدأت منخفضة في عام 2018 بحوالي 6194 مليون دينار وهذا راجع الى أسباب سياسية (الحراك)، ثم إرتفعت تدريجياً لتصل إلى 12010 مليون دينار في عام 2020 وهذا راجع الى تأثير جائحة كوفيد-19 فالقطاع الصيدلاني من القطاعات التي إستفادت من الجائحة، حيث واصل حجم الإستثمارات في الارتفاع ليصل في سنة 2021 إلى 17296 مليون دينار و هذا يدل على سياسة توسعية معتدلة، أما في سنة 2022 بلغت الإستثمارات 19893 مليون دينار مما يدل على توجه المؤسسة نحو مشاريع كبرى أو توسعات إستراتيجية مهمة، و شهدت قفزة كبيرة سنة 2023 حيث شهدت السوق الدوائية في الجزائر إنتعاشاً إقتصادياً نسبياً وتوجها حكومياً لدعم الصناعة المحلية خاصة في قطاع الأدوية.

المطلب الثاني: القيمة الإقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة

بالإعتماد على القوائم المالية للمؤسسة سيتم في هذا المطلب التطرق إلى مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة (EVA)، والذي يُعد أداة فعالة لقياس مدى قدرة المؤسسة على تحقيق قيمة مضافة حقيقية تتجاوز تكلفة رأس المال المستثمر، مما يعكس كفاءتها في خلق الثروة وتعظيم قيمة المساهمين.

أولاً: مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة

يُعد مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة (EVA) من بين أهم المؤشرات الحاسمة في تقييم أداء المؤسسات الإقتصادية، نظراً لدوره في قياس قدرة المؤسسة على خلق قيمة تفوق تكلفة رأس المال المستخدم. وبناءً على ذلك، سيتم في هذا السياق التطرق إلى المكونات الأساسية لمعادلة هذا المؤشر:

$$EVA = (ROCI - WACC) \times CI$$

لحساب القيمة الإقتصادية المضافة سنقوم بحساب كل من:

- الأموال المستثمرة.
- مردودية الأموال المستثمرة.
- التكلفة الوسطية المرجحة.

1_ حساب الأموال المستثمرة CI

وتحسب من جهة الأصول بالطريقة التالية:

$$CI = BFR + INVE$$

حيث أن:

- BFR : إحتياج في رأس مال العامل.
- INVE : الأصول الغير الجارية.

لحساب الإحتياج في رأس المال العامل إعتدنا على العلاقة التالية:

$$BFR = (\text{الأصول الجارية} - \text{خزينة الأصول}) - (\text{الخصوم الجارية} - \text{خزينة الخصوم})$$

والنتائج المتحصل عليها في الجدول الموالي:

الجدول رقم (3-6): إحتياج في رأس مال العامل BFR خلال الفترة (2018-2023)

الوحدة: مليون دينار

ANNE	TAC	TA	TPC	TP	BFR
2018	48786	3135	21772	799	24678
2019	57738	3546	24809	812	30195
2020	61259	5560	29683	2831	28847
2021	63208	6301	29544	2558	29921
2022	64156	8121	30091	4286	30230
2023	65569	5366	32248	5406	33361

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على القوائم المالية للمؤسسة المستخرجة من الموقع

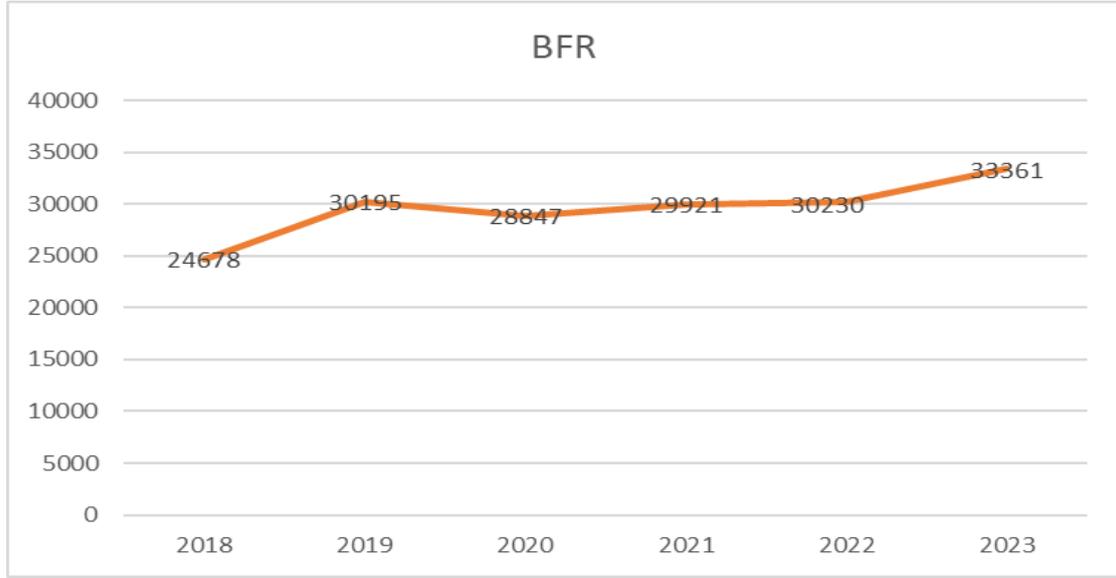
<http://www.cosob.org/étas-financiers-des-émetteurs>

يوضح الجدول رقم (3-6) إحتياج في رأس مال العامل لمؤسسة BIOPHARM من خلال تحليل تطور إحتياجات رأس المال العامل خلال الفترة 2018-2023، حيث سجلت المؤسسة زيادة معتبرة في السنوات 2018 و2019، ثم شهدت إستقرارًا نسبيًا في السنوات الموالية مع ارتفاع طفيف في سنة 2022 و 2023 هذا

يعكس أن المؤسسة تواجه ضغوطاً متغيرة على مستوى تسيير أصولها وخصومها قصيرة الأجل، ما يتطلب منها دقة أكبر في التخطيط المالي وإدارة رأس مال العامل.

والشكل رقم (6-3) يبين التطور في حجم الإحتياج في رأس مال العامل لدى المؤسسة بيوفارم:

الشكل رقم (6-3): تطور في حجم الإحتياج في رأس مال العامل خلال الفترة (2023-2018)



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على معطيات الجدول رقم (6-3).

بعد الجمع بين قيمة الإحتياج في رأس المال العامل وقيمة الأصول الغير جارية تم الحصول على النتائج التالية:

الجدول رقم (7-3): الأموال المستثمرة CI للفترة (2023-2018)

الوحدة: مليون دينار

ANNE	BFR	INVE	CI
2018	24678	6600	31278
2019	30195	8961	39156
2020	28847	13078	41925
2021	29921	16351	46272
2022	30230	18529	48759
2023	33361	29345	62706

المصدر: من إعداد الطالبين بناء على معطيات الجدول رقم (5-3) والجدول رقم (6-3).

2_ حساب العائد على رأس المال المستثمر ROCI

هو مقياس يوضح مدى كفاءة المؤسسة في إستخدام رأس مالها المستثمر ويحسب من خلال العلاقة التالية:

$$ROCI = RO_{net} / CI$$

حيث أن:

- RO_{net} : النتيجة العمليانية الصافية
- CI
- : الأموال المستثمرة

والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (3-8): العائد على رأس المال المستثمر ROCI خلال الفترة (2018-2023)

الوحدة: مليون دينار

ANNE	CI	ROBRUT	1-IS	RONET	ROCI
2018	31278	8835	0,75	6626,25	0,21185
2019	39156	9401	0,75	7050,75	0,18007
2020	41925	7418	0,75	5563,5	0,1327
2021	46272	9823	0,75	7367,25	0,15922
2022	48759	10319	0,75	7739,25	0,15872
2023	62706	10762	0,75	8071,5	0,12872

المصدر: من إعداد الطالبين بناء على معطيات الجدول رقم (3-7) وجدول حسابات النتائج المستخرج

من الموقع. <http://www.cosob.org/étas-financiers-des-émetteurs>

3_ حساب تكلفة الوسطية المرجحة WACC

$$WACC = KCP \times CP / (D+CP) + KD \times D/(D+CP)$$

حيث أن:

- KCP : تكلفة الأموال الخاصة
- CP : الأموال الخاصة
- KD : تكلفة الإستدانة الصافية
- D : الديون

تحسب تكلفة الأموال الخاصة بالعلاقة التالية:

$$KCP = RE / CP$$

حيث أن:

- RE : النتيجة الصافية.
- CP : الأموال الخاصة.

بالإعتماد على العلاقة السابقة تم التوصل الى النتائج التالية:

الجدول رقم (3-9): تكلفة الأموال الخاصة خلال الفترة (2018-2023)

الوحدة: مليون دينار

ANNE	RE	CP	KCP
2018	7525	33069	0,22755
2019	7604	37737	0,2015
2020	5570	40416	0,13782
2021	7814	45293	0,17252
2022	8431	49258	0,17116
2023	8505	54367	0,15644

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على وثائق المستخرجة من الموقع

<http://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs>

تكلفة الإستدانة تحسب بالعلاقة التالية:

$$KD = CF / D \times (1-IS)$$

حيث أن:

- CF : الأعباء المالية
- D : الديون

أما بالنسبة الى حساب الديون تم الإعتماد على العلاقة التالية:

$$D = EDF + ADNC + AD + TP$$

حيث أن:

- EDF : القروض و الديون المالية
- ADNC : ديون أخرى غير جارية
- AD : ديون أخرى
- TP : خزينة الخصوم

تم التوصل الى النتائج التالية:

الجدول رقم (3-10): تكلفة الإستدانة للفترة من (2018-2023)

الوحدة: مليون دينار

ANNE	EDF	TP	D	CF	CF/D	(1-IS)	KD
2018	223	799	1022	290	0,28376	0,75	0,212818
2019	3505	812	4317	129	0,02988	0,75	0,022411
2020	3600	2831	6431	921	0,14321	0,75	0,107409
2021	4160	2558	6718	343	0,05106	0,75	0,038293
2022	2796	4286	7082	499	0,07046	0,75	0,052845
2023	7818	5406	13224	453	0,03426	0,75	0,025692

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على وثائق المستخرجة من

<http://www.cosob.org/étas-financiers-des-émetteurs>

بناء على نتائج تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الإستدانة تم حساب التكلفة الوسطية المرجحة، وتم التوصل الى النتائج التالية

الجدول رقم (3-11): التكلفة الوسطية المرجحة للفترة (2018-2023)

الوحدة: مليون دينار

ANNE	KCP	CP	D	KD	WACC
2018	0,2276	33069	1022	0,2128	0,227
2019	0,2015	37737	4317	0,0224	0,183
2020	0,1378	40416	6431	0,1074	0,134
2021	0,1725	45293	6718	0,0383	0,155
2022	0,1712	40258	7082	0,0528	0,153
2023	0,1564	54367	13224	0,0257	0,131

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على معطيات الجدول رقم (3-9) والجدول رقم (3-10).

4_ حساب القيمة الإقتصادية المضافة EVA

بالإعتماد على العلاقة سابقة الذكر تم التوصل الى النتائج التالي:

الجدول رقم (3-12) القيمة الإقتصادية المضافة لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2018-2023)

الوحدة: مليون دينار

ANNE	WACC	ROCI	CI	EVA
2018	0,227113	0,2119	31278	-477,38
2019	0,183116	0,1801	39156	-119,33
2020	0,133642	0,1327	41925	-39,462
2021	0,155184	0,1592	46272	186,6
2022	0,15346	0,1587	48759	256,68
2023	0,130857	0,1287	62706	-134,01

المصدر: من إعداد الطالبين بناء على الجدول رقم (3-11) والجدول رقم (3-8).

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن مجمع بيوفارم سجل إنخفاضاً ملحوظاً في القيمة الإقتصادية المضافة (EVA) النتيجة كانت سالبة خلال سنة 2018، ويعود ذلك إلى أن تكلفة رأس المال كانت أعلى من العائد على رأس المال المستثمر، مما يدل على أن المؤسسة لم تحقق عوائد كافية لتغطية تكلفة

التمويل، مما أدى إلى هدر القيمة. ويعود هذا التراجع إلى الأزمات السياسية التي شهدتها البلد آنذاك، والتي صاحبها زيادة في الرقابة والمتابعة القانونية على ملاك المؤسسة، مما أثر سلباً على أداءها المالي.

الأداء المالي للمؤسسة في تطور ملحوظ على الرغم من أن النتيجة لا زالت سالبة خلال عامي 2019 و2020 هذا الضعف في الأداء يعكس سوء إستغلال الموارد المالية المتاحة، وفي سنة 2021 حيث سجلت قيمة مضافة موجبة تعكس تحسناً ملحوظاً في كفاءتها التشغيلية والمالية. ويشير هذا الأداء إلى نجاح المؤسسة في إدارة مواردها بشكل فعال، حيث تجاوزت عوائدها المالية تكلفة رأس المال المستثمر، مما ساهم في تعزيز قيمتها السوقية وخلق ثروة للمساهمين.

شهدت المؤسسة خلال سنة 2022 زيادة ملحوظة في قيمة الأموال المستثمرة، نتيجة للفرص التي أتاحتها جائحة كورونا، والتي ساعدت على تحقيق نمو إستثنائي في حجم المبيعات. فقد بلغت قيمة المبيعات سنة 2020 ما يقارب 71475 مليون دينار، مسجلة نمواً قوياً في سنة 2021 حيث ارتفعت إلى 82139 مليون دينار، قبل أن تواصل الإرتفاع سنة 2022 لتصل إلى 83817 مليون دينار ويعكس هذا التطور قدرة المؤسسة على الاستفادة من الظروف الإقتصادية الخاصة لتعزيز أداءها المالي وزيادة إستثماراتها، مما أسهم بشكل مباشر في دعم توسعها وتحقيق عوائد إضافية.

وفي سنة 2023 نلاحظ أنه القيمة الإقتصادية المضافة كانت سالبة هذا يدل على أن المؤسسة لا تولد أموالاً إضافية لأصحابها (هدر قيمة للمساهم).

ثانياً: مؤشر القيمة السوقية المضافة

هي مقياس مالي يستخدم لتقييم الأداء المالي للمؤسسة حيث تمثل مقدار الثروة التي تمكنت المؤسسة من خلقها للمساهمين والمستثمرين مقارنة برأس المال الذي تم إستثماره فيها.

وتحسب القيمة السوقية المضافة بالإعتماد على نتائج القيمة الإقتصادية المضافة من الجدول رقم (3-8)، والعلاقة التالية توضح ذلك:

$$MVA = \frac{EVA_1}{(1 + WACC)} + \frac{EVA_2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{EVA_n}{(1 + WACC)^n}$$

حيث أن:

- EVA : القيمة الاقتصادية المضافة
- WACC : التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

وقد تم التوصل الى النتائج التالية:

الجدول رقم (3-13): القيمة السوقية المضافة للفترة (2018-2023)

الوحدة: مليون دينار

ANNE	EVA	WACC	MVA
2018	-477,3819	0,2271	-389,03
2019	-119,3305	0,1831	-85,2527
2020	-39,46162	0,1336	-27,0892
2021	186,5982	0,1552	104,78
2022	256,68	0,1535	125,69
2023	-134,014	0,1309	-64,0626

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على نتائج الجدول رقم (3-11) والجدول رقم (3-12).

يوضح لنا الجدول أعلاه أن القيمة السوقية المضافة سنة 2018 كانت سالبة وهذا راجع أن الإنخفاض في القيمة السوقية المضافة له علاقة وثيقة مع القيمة الإقتصادية المضافة بإرتباطهما بتكلفة رأس المال، أي أن المجمع لم يغطي تكلفة رأس مال المستثمر وأثرت سلبا على ثروة المساهمين. أو إما إنخفاض قيمتها السوقية وتدني مستوى أرباحها نتيجة الى إما محدودية الفرص الإستثمارية، أو أن الإدارة غير قادرة على توظيف مواردها في فرص إستثمارية منتجة للقيمة.

في سنة 2019 تقلص في الخسائر ما يدل على بداية معالجة بعض الاختلالات، واستمر المجمع على تقليص الخسارة سنة 2020 مما يظهر تحسنا في الكفاءة التشغيلية إلا أن المجمع لم يصل بعد الى خلق القيمة، في سنة 2021 أول عام تحول فيه EVA الى قيمة موجبة ما يعني أن المجمع إستطاع تحقيق أرباح تفوق تكلفة رأس المال أدى الى ذلك تحول إيجابي في القيمة السوقية.

في سنة 2022 سجل المجمع أعلى قيمة 125,69 مليون دينار وهو أقصى خلق قيمة خلال الفترة المدروسة، لكن في سنة 2023 تراجع حاد في الأداء هذا بسبب زيادة تكاليف،

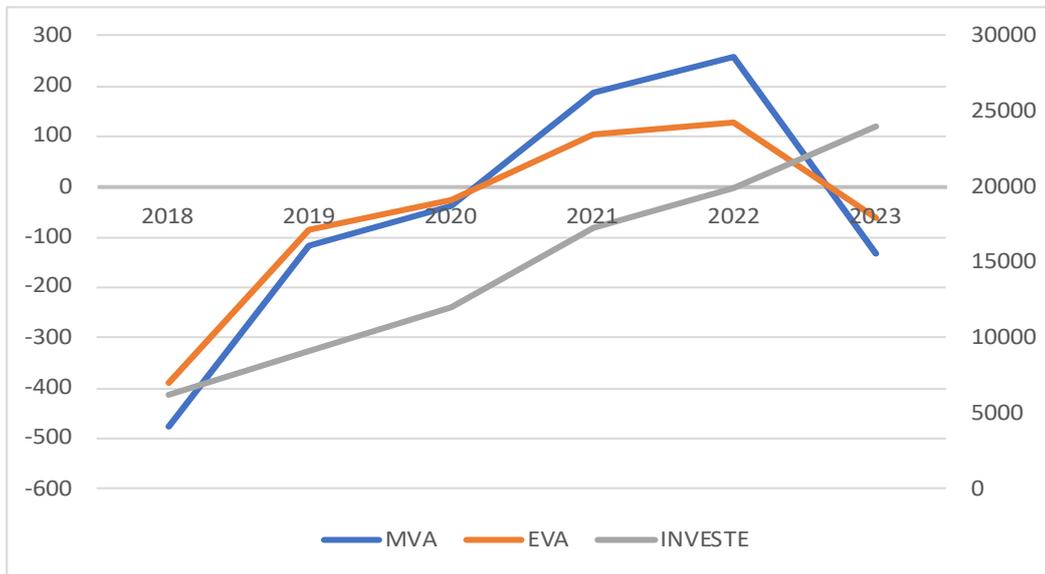
المطلب الثالث: مساهمة قرار الإستثمار في خلق القيمة بالمجمع الصناعي ببيوفارم

في هذا المطلب سنقوم بتحديد مساهمة قرار الإستثمار في خلق القيمة بالمجمع الصناعي ببيوفارم وذلك من خلال تحليل العلاقة بين قرار الإستثمار وكل من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وذلك بإستخدام معامل الإرتباط بيرسون.

أولاً: تمثيل متغيرات الدراسة

والشكل التالي يوضح منحنى التغير لكل من قرار الإستثمار والقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة

الشكل رقم (3-7): منحنى تطور متغيرات الدراسة خلال الفترة (2018-2023)



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على معطيات الجدول رقم (3-5) والجدول رقم (3-12) (3-13)

شهدت المتغيرات الثلاثة (MVA، EVA، INVESTE) تطوراً ملحوظاً خلال الفترة من 2018 إلى 2023، حيث بدأت جميعها عند مستويات منخفضة في عام 2018، مما يعكس ضعف الأداء الاستثماري والاقتصادي في تلك السنة. ومع بداية عام 2019، بدأت مؤشرات MVA و EVA في التحسن التدريجي، واستمر هذا التحسن حتى عام 2021، مما يدل على وجود تحسن في كفاءة القرارات الاستثمارية وزيادة في القيمة الاقتصادية والمضافة السوقية. بالمقابل، واصل حجم الاستثمار (INVESTE) ارتفاعه بشكل مستمر على مدار الفترة، مما يشير إلى توجه استراتيجي لزيادة الإنفاق الاستثماري. إلا أنه في عام 2022 بلغت MVA و EVA ذروتها، ثم شهدتا انخفاضاً واضحاً في عام 2023، رغم استمرار ارتفاع حجم الاستثمار، وهو ما قد يعكس ضعف العائد على هذه الاستثمارات أو وجود تأخر زمني في ظهور نتائجها. ويمكن تفسير هذا التراجع في القيمة الاقتصادية

والمضافة السوقية في 2023 بعوامل داخلية مثل سوء التقدير في توزيع الموارد، أو خارجية كالتقلبات السوقية والظروف الاقتصادية العامة.

ثانياً: حساب معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة

لحساب معامل الارتباط لبيرسون إتمدنا على العلاقة التالية:¹

$$R = \frac{n\sum(x.y) - (\sum x)(\sum y)}{\sqrt{[n\sum x^2 - (\sum x)^2][n\sum y^2 - (\sum y)^2]}}$$

حيث أن:

- R : معامل الارتباط
 - n : حجم عينة الدراسة
 - X و y : متغيري الدراسة
- ✓ حيث إذا كانت النتيجة موجبة هذا يدل على أن العلاقة بين متغيري الدراسة طردية بمعنى يتحرك كلا المتغيرين في نفس الإتجاه (عندما يزيد أحد المتغيرات نرى زيادة في المتغير الآخر والعكس).
- ✓ إذا كانت سالبة هذا يدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرين حيث يتحرك فيهما المتغير الواحد عكس إتجاه المتغير الثاني (عندما يزيد أحد المتغيرات نرى نقصان في المتغير الآخر والعكس).
- ✓ إذا كانت النتيجة صفرية هذا يدل على عدم وجود علاقة إرتباطية بين المتغيرين.

والآن سنقوم بحساب معامل الارتباط بين المتغير المستقل المتمثل في قرار الإستثمار بالمجمع الصناعي بيوفارم والمتغير التابع وهو خلق القيمة مقاسا بكل من EVA و MVA:

¹ أحمد فرحات، مومن بكوش الجموعي، معامل الارتباط البسيط "بيرسون" والإختبارات البديلة، مجلة دراسات نفسية وتربوية، جامعة الوادي المجلد 16، العدد 02، 2023، ص 269.

1- معامل الارتباط بين قرار الإستثمار والقيمة الإقتصادية المضافة

وقد تم التوصل الى ما يلي:

الجدول رقم (3-14): معامل الارتباط بين قرار الإستثمار والقيمة الإقتصادية المضافة

المتغير الأول	المتغير الثاني	معامل الارتباط (R)
قرار الإستثمار	القيمة الاقتصادية المضافة	0,609026761

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على الجدول رقم (3-5) والجدول رقم (3-12)

تشير قيمة معامل الارتباط 0,6090 الى وجود علاقة طردية متوسطة بين المتغيرين (قرار الإستثمار والقيمة الاقتصادية المضافة)، بلغ 60,90%، فإن هذا الارتباط يشير الى أنه كلما زاد الإستثمار زادت القيمة السوقية المضافة.

2- معامل الارتباط بين قرار الإستثمار والقيمة السوقية المضافة

وقد تم التوصل الى ما يلي:

الجدول رقم (3-15): معامل الارتباط بين قرار الإستثمار والقيمة السوقية المضافة

المتغير الأول	المتغير الثاني	معامل الارتباط (R)
قرار الإستثمار	القيمة السوقية المضافة	0,669350654

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على الجدول رقم (3-5) والجدول رقم (3-13)

يشير معامل الارتباط البالغ 0,6693 الى وجود علاقة إرتباط طردية متوسطة بين المتغيرين (قرار الإستثمار والقيمة السوقية المضافة)، هذا يعني أنه كلما زادت قرارات الإستثمار زادت معها القيمة السوقية المضافة.

خلاصة الفصل الثالث:

من خلال هذا الفصل، تم تناول الحالة التطبيقية للمجمع الصناعي بيوفارم، بالإعتماد على أحد أبرز وأحدث مؤشرا تقييم الأداء المالية والمتمثلة في مؤشرات خلق القيمة. وقد شملت الدراسة حساب كل من قرار الإستثمار والقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة.

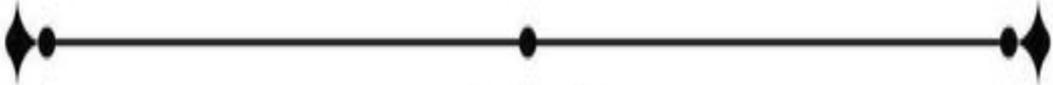
إن قرار الإستثمار (INVEST)، القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، والقيمة السوقية المضافة (MVA)، بإعتبارها أدوات حديثة تدمج بين المعطيات المالية والمحاسبية لتقديم تقييم أكثر دقة وواقعية لأداء المؤسسة.

أظهرت نتائج التحليل، من خلال إحتساب معامل الإرتباط، وجود علاقة طردية متوسطة بين قرار الإستثمار والقيمة الإقتصادية المضافة، مما يعكس الأثر الإيجابي والفعال للقرارات الإستثمارية على خلق القيمة داخل المؤسسة. في المقابل، تم تسجيل علاقة طردية متوسطة بين قرار الإستثمار والقيمة السوقية المضافة.

وتُبرز هذه النتائج أهمية تبني المؤسسات لمؤشرات تقييم الأداء الحديثة، لما لها من دور محوري في تحسين الأداء المالي، ورفع كفاءة إتخاذ القرار، خاصة في ظل الأزمات والتقلبات الإقتصادية. كما تُمكن هذه الأدوات المؤسسة من تعزيز ثقة شركائها ومتعاملينها، وتوجيه مواردها نحو خلق قيمة حقيقية ومستدامة.



خاتمة



يُعد تعظيم القيمة من بين الأهداف الأساسية التي تسعى إلى تحقيقها المؤسسات الإقتصادية، إذ تتأثر هذه القيمة بعدة عوامل، من أبرزها القرارات الإستثمارية المتخذة وبناءً على هذا، تم التركيز في هذه الدراسة على تحليل مدى مساهمة القرارات الإستثمارية في خلق القيمة بالمؤسسة الإقتصادية.

حاولنا من خلال هذه الدراسة التطرق إلى مساهمة القرارات الإستثمارية في خلق القيمة داخل المؤسسة الإقتصادية، حيث قمنا بدراسة حالة المجمع الصناعي "بيوفارم" المدرج في بورصة الجزائر، وذلك بالقيام بقياس قرار الإستثمار والقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة للمجمع، حيث إعتدنا للوصول الى العلاقة بين قرار الإستثمار و مؤشرات خلق القيمة بإستخدام معامل إرتباط بيرسون، لقياس العلاقة بين المتغيرات الثلاثة، وذلك بهدف الوقوف على مدى مساهمة القرارات الإستثمارية السليمة في تعزيز القيمة المضافة للمؤسسة.

أما في الجانب النظري، فقد سعينا إلى توضيح المفاهيم المرتبطة بالإستثمار والقرارات الإستثمارية، إلى جانب استعراض مفاهيم خلق القيمة وأبرز المؤشرات المستعملة في قياسها مثل EVA، MVA، Tobin's Q، TBR و CFROI، نظراً لأهميتها في تقييم أداء المؤسسات الإقتصادية وقياس مدى قدرتها على تحقيق قيمة مضافة مستدامة.

وبعد كل من العرض النظري والتطبيقي سنحاول الوقوف على أهم النقاط التي تضمنتها الدراسة ومحاولة إختبار الفرضيات إضافة الى النتائج والتوصيات.

نتائج إختبار الفرضيات:

من خلال دراستنا لموضوع القرارات الإستثمارية ومساهمتها في خلق القيمة بالمؤسسة الإقتصادية نظرياً وتطبيقياً يمكننا إختبار الفرضيات كما يلي:

الفرضية الأولى: تم إختبرها في الفصل الأول أين تحققنا من صحتها، حيث يُعد إستخدام مؤشرات خلق القيمة، مثل القيمة الإقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA)، تطوراً مهماً في أساليب قياس الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية. فهذه المؤشرات تتجاوز المفهوم التقليدي للربحية الذي يقتصر على قياس الأرباح المحاسبية، لتُقدم رؤية أعمق وأكثر دقة حول قدرة المؤسسة على خلق ثروة حقيقية للمساهمين. فالقيمة الإقتصادية المضافة تُظهر ما إذا كانت المؤسسة تُحقق أرباحاً تفوق تكلفة رأس المال المستخدم أم لا، مما يعكس كفاءة إستخدام الموارد المالية. أما القيمة السوقية المضافة، فتعكس تقدير السوق لأداء المؤسسة بناءً على القيمة التي تولدها مقارنة برأس المال المُستثمر. مما يجعلها أدوات دقيقة وفعالة في الحكم على مدى نجاح المؤسسة في تعظيم قيمة حقوق المساهمين.

الفرضية الثانية: تم إختبار صحتها في الفصل الثاني، يتأثر القرار الإستثماري بعدة عوامل مترابطة تشمل الظروف الإقتصادية والسياسية والإجتماعية والتشريعية. فالإقتصاد يمر بدورات من الراج والإنكماش تؤثر على حجم الطلب وفرص الإستثمار، كما يلعب الإستقرار السياسي دورًا حاسمًا في جذب الإستثمارات، خاصة مع وجود قوانين تحمي المستثمرين ومن العوامل المهمة أيضًا مدى توفر الموارد والإمكانات كالمواد الأولية والعمالة والتجهيزات ويؤثر سعر الفائدة على القرار الإستثماري بصفته تكلفة الإقتراض، إذ تنخفض الإستثمارات مع إرتفاعه كما تشكل التوقعات المستقبلية عاملاً جوهريًا، حيث تدفع الثقة في تحقيق الأرباح المستثمر إلى إتخاذ القرار، في حين تؤدي التوقعات السلبية إلى التردد. وتعد الأرباح المتوقعة دافعًا رئيسيًا للإستثمار حيث يسعى المستثمر لتحقيق أعلى عائد ممكن مع مخاطر مقبولة إلى جانب ذلك، تُعتبر كفاءة الإدارة عنصرًا أساسيًا في نجاح الإستثمار من خلال حسن التخطيط والتنفيذ وأخيرًا، تلعب التشريعات الضريبية والقوانين المرتبطة بالإستثمار دورًا مهمًا في توجيه الإستثمارات نحو قطاعات أو مشاريع معينة. فمن خلال السياسات الضريبية، يمكن للدولة تشجيع أو تثبيط الإستثمار في مجالات محددة بما يتوافق مع أهدافها الإقتصادية والسياسات العامة. لذلك، يجب على المستثمرين مراعاة هذه التشريعات عند إتخاذ القرارات الإستثمارية، حيث يمكن أن تؤثر بشكل كبير على الربحية والمخاطر.

الفرضية الثالثة: فقد تم إختبارها في الفصل التطبيقي، حيث تبين أن من خلال نتائج التحليل إتضح أن هناك علاقة إرتباط طردية متوسطة بين القرارات الإستثمارية والقيمة الإقتصادية المضافة، حيث بلغ معامل الإرتباط بيرسون 60,90% يعني ذلك أن القرارات الإستثمارية بالمجمع الصناعي بيوفارم تساهم في تعزيز القيمة الإقتصادية المضافة لهذا الأخير، وهذا يدل على أن المجمع قد إتخذ قرارات إستثمارية أكثر دقة و قد وجه إستثماراته نحو مشاريع إنتاجية أو تطويرية والإستخدام الرشيد للأموال المستثمرة مما ساهم في تحقيق نتائج إيجابية.

الفرضية الرابعة: فقد تبين أن من خلال النتائج المدروسة في الفصل التطبيقي بعد إحتساب معامل الإرتباط لبيرسون والذي بلغ 66,93% وهو يشير الى علاقة إرتباط طردية متوسطة بين القرارات الإستثمارية والقيمة السوقية المضافة في المجمع الصناعي بيوفارم خلال الفترة (2018-2023) وهذا يدل أن المجمع قام بتوجيه الإستثمارات نحو تعظيم قيمة الشركة في السوق، و تبنيه لإستراتيجيات النمو و التوسع السوقية، وانه استفاد على غرار باقي مؤسسات القطاع الصيدلاني من أزمة كوفيد-19 و التي أدت الى زيادة حجم المبيعات و بالتالي إرتفعت قيمة المؤسسة ، أي أن العلاقة الطردية تعود إلى حسن توجيه رأس المال، و التركيز على إستثمارات إستراتيجية عززت من أداء المجمع في السوق.

نتائج الدراسة

من خلال دراستنا لموضوع القرارات الإستثمارية ومساهمتها في خلق القيمة بالمؤسسة الإقتصادية في فصلين نظريين وتطبيق دراسة حالة على المجمع الصناعي بيوفارم (2018-2023) توصلنا الى:

- ✓ تعد القرارات الإستثمارية من أبرز القرارات الإدارية والإستراتيجية داخل المؤسسة الإقتصادية، نظرا لتأثيرها المباشر على مستقبلها المالي وقدرتها على خلق القيمة وتحقيق الإستدامة المالية؛
- ✓ تعد القرارات الإستثمارية من بين القرارات الأساسية التي تتخذها المؤسسة الإقتصادية، لذلك من الأفضل أن تعتمد على خطة وإستراتيجية مدروسة بإحكام تساعدها على التخطيط الجيد؛
- ✓ أن عملية إتخاذ القرارات الإستثمارية بشكل سليم يساهم في تعظيم ثروة المساهمين؛
- ✓ إن إستخدام مؤشرات خلق القيمة في تقييم الوضع المالي للمؤسسة قد يمكنها من معرفة قيمتها الحقيقية وبالتالي تحسين الوضع المالي بأفضل طريقة؛
- ✓ أن المجمع الصناعي بيوفارم خلال فترة الدراسة (2018-2023) شهدت تحسنا تدريجيا في أداءها الإستثماري وهذا ما يدل على أن قرارات الإستثمار كانت إيجابية وفعالة؛
- ✓ مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كان سالب سنة 2018 و2019 و2020 و2023 أي أن المؤسسة لم تخلق أي قيمة إضافية للمساهمين عكس سنة 2021 و2022 الأخرى حققت المؤسسة أرباحا إضافية للمساهمين وتمكنت من خلق قيمة إضافية للمساهمين والملاك؛
- ✓ مؤشر القيمة السوقية المضافة كان سالب سنة 2018 و2019 و2020 و2023 وهذا نتيجة العلاقة التي تربط بين القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة؛
- ✓ وجود علاقة إرتباط طردي متوسط بين القرارات الإستثمارية والقيمة الإقتصادية المضافة أي كلما زادت قرارات الإستثمارية زادت معها القيمة الاقتصادية المضافة؛
- ✓ وأيضا وجود علاقة إرتباط طردي متوسط بين القرارات الإستثمارية والقيمة السوقية المضافة كلما زادت القرارات الإستثمارية زادت معها القيمة السوقية المضافة وهذا يدل عن نجاعة السياسة الإستثمارية المتبعة، ويعكس حسن توجيه الموارد نحو أنشطة قادرة على خلق قيمة فعلية على المدى الطويل.

الإقتراحات والتوصيات:

من خلال النتائج السابقة نقترح ما يلي:

- ✓ على المجمع الصناعي بيوفارم أن يعتمد على خطة إستراتيجية واضحة قبل إتخاذ قرارات الإستثمارية.
- ✓ ينبغي على المجمع الصناعي بيوفارم أن يعيد توجيه إستثماراته نحو تعزيز البحث والتطوير؛

-
-
- ✓ على المجمع الصناعي بيوفارم الإعتماد على مؤشرات خلق القيمة لكونها أكثر فعالية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة؛
 - ✓ ضرورة إهتمام المؤسسات الإقتصادية الجزائرية بإستخدام مؤشرات خلق القيمة؛
 - ✓ تنفيذ برنامج تدريبي للمحاسبين والماليين حول كيفية إستخدام مؤشرات خلق القيمة؛
 - ✓ على المجمع الصناعي بيوفارم إتباع سياسة إستثمارية فعالة تمكنه من خلق قيمة مضافة للمؤسسة وتعظيم ثروة الملاك.



قائمة المراجع



قائمة المراجع:

1_مراجع باللغة العربية

1_الكتب:

1. آل شبيب دريد كمال، الإستثمار والتحليل الإستثماري، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، ط 01، 2009.
2. بلعجوز حسين، الجودي الصاطوري، تقييم وإختيار المشاريع الإستثمارية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط 03، 2013.
3. الحناوي محمد، نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإستثمار، دار التعليم الجامعي، مصر، ط 01، 2007.
4. رمضان زياد، مبادئ الإستثمار الحقيقي والمالي، دار وائل للنشر، الأردن، ط 1، 1998.
5. عطا الله ماجد أحمد، إدارة الإستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن-عمان، ط 01، 2011.
6. عماني لمياء، سمية بن على، الهندسة المالية والإستراتيجية المالية التركيب المالي وإعادة الهيكلة، الدار الجزائرية للنشر والتوزيع، الجزائر، الطبعة 01، 2021..
7. كداوي طلال، تقييم القرارات الإستثمارية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، طبعة العربية، 2008.
8. مطر محمد، إدارة الإستثمارات الإطار النظري والتطبيقي العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، ط 04، 2006.
9. معراج هوارى وآخرون، القرار الإستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية، كنوز المعرفة، ط 01، 2013.
10. منصورى الزين، تشجيع الإستثمار وأثره على التنمية الاقتصادية، دار اليازة للنشر والتوزيع، ط 01، 2013.
11. هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط 01، 2009.
12. الوادي محمود حسين، وآخرون، دراسة الجدوى الاقتصادية والمالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط 01، 2010.

2_الرسائل:

1. أرحاب هلال وسام، دور الإدارة بالقيم في خلق القيمة بالمؤسسة الإقتصادية دراسة لعينة من المؤسسات، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص دراسات مالية، جامعة غرداية، 2016-2017

2. أيمن أسماء، تقييم المؤسسات وفق منظور القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA: دراسة حالة مؤسسة الأوراسي ومجمع صيدال خلال الفترة 2002-2017، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم المالية، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة قاصدي مرباح -ورقلة، 2020-2021.
3. بلخير بكاري، الداوي الشيخ، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2009-2010.
4. بن براهيم الغالي، اتخاذ القرارات الإستثمارية في البنوك الإسلامية من أجل معامل الخصم في ظل الضوابط الشرعية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-2013.
5. بن حمو عصمت محمد، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخصوصية: دراسة حالة مؤسستي صيدال والأوراسي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد-تلمسان، 2015-2016.
6. بن رحمون سليم، أثر الإفصاح المحاسبي على جودة القرارات الإستثمارية، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص محاسبة، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2018-2019.
7. بن رحمون سليم، أثر الإفصاح المحاسبي على جودة القرارات الإستثمارية، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص محاسبة، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2018-2019.
8. بن عيشة كريمة، دور هيكل رأس المال في خلق القيمة للمؤسسة الاقتصادية-دراسة قياسية من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة (2010-2019)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحيى-جيجل، 2021-2022.
9. بومدين نبيلة، دور البيانات المحاسبية والمالية في تحديد السياسة الإستثمارية للمؤسسة، مذكرة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم التسيير، تخصص محاسبة، جامعة الجزائر 3، 2022-2023، ص 55-56.
10. رضاني حميدة، دراسة تقييمية لإستراتيجية النمو الخارجي للمؤسسة الاقتصادية من منظور خلق القيمة: دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2010-2015، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة قاصدي مرباح -ورقلة-، 2017-2018.
11. سعد الهاشم اليساري إبتها، كفاءة قرارات الإستثمار وتأثيرها في قيمة الشركة وإنعكاسها على حجم التداول بالأسهم، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم المحاسبة، جامعة كربلاء، 2022-2023.

12. فحلول مبارك، المعلومة المحاسبية وتقييم الشركات-دراسة حالة شركة الإسمنت عين توتة-الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، في علوم التسيير، تخصص تسيير مؤسسات، جامعة باتنة 1، 2016-2017.
13. كيموش بلال، التقييم الدوري للعناصر المادية ودوره في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل النظام المحاسبي المالي-دراسة حالة المؤسسة الوطنية لأجهزة القياس والمراقبة AMC، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس-سطف، 2010-2011.
14. مزغيش عبد الحليم، أثر تصميم لوحة القيادة على تقييم الأداء المستدام وانعكاساتها على فعالية صنع القرار-دراسة حالة مجمع بيوفارم الجزائر، مذكرة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة الجزائر3، 2022-2023.

3_المقالات العلمية:

1. إيصالحي مريم ياسمين، لمياء هوام، الخيارات الحقيقية كألية للرفع من كفاءة تقييم المشاريع وترشيد القرارات الإستثمارية، مجلة دراسات العدد الإقتصادي، جامعة باجي مختار-عنابة، المجلد 12، العدد 01، 2021.
2. أيمن أسماء، عبد الغني دادن، دور القرارات في خلق القيمة للمساهمين -دراسة حالة مجمع صيدال ومؤسسة التسيير الفدقي الأوراسي خلال الفترة 2017-2018، مجلة الدراسات المالية و المحاسبية والإدارية، جامعة قاصدي مرياح-ورقلة، المجلد 08، العدد 02، 2021.
3. بحري هشام، مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم: بين النظرية والتطبيق، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قسنطينة، العدد 01، 2011-2012.
4. بحري هشام، تقييم مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة للمساهم، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة 1، المجلد 2، العدد 4، 2014.
5. بشوتي أسماء، محمد شويح، مساهمة بطاقة الأداء المتوازن في تقييم إستراتيجية المؤسسة-دراسة حالة مجمع بيوفارم بالجزائر، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الإقتصاد العالمي، جامعة البليدة2، المجلد13، العدد01، 2019.
6. بضياف عبد الباقي، العوامل المؤثرة في النمو الداخلي للشركات دراسة حالة شركات المساهمة الجزائرية، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، جامعة قاصدي مرياح-ورقلة، المجلد 08، العدد 01، 2023.
7. بلعابد منال، غفوري ليلى، المشتقات المالية من تسيير المخاطر المالية الى خلق القيمة في المؤسسة، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة باجي مختار-عنابة، المجلد 13، العدد 02، 2022.

8. بلهادف سامية، بوزيان عثمان، دور حوكمة المؤسسات في خلق القيمة للمساهمين، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، جامعة الشهيد حمه لخضر-الوادي، المجلد 11، العدد 02، 2018.
9. بن ثابت علال، خالد سيف الإسلام بوخلخال، قياس وتقييم الأداء المالي باستخدام المؤشرات التقليدية والحديثة ودراسة فعاليتها في خلق القيمة: دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة 2009-2019، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، جامعة الأغواط، المجلد 12، العدد 01، 2021.
10. بن سنة ناصر، يوسف قاشي، دراسة قدرة EVA على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم مؤسسة إقتصادية دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة (2014-2018)، مجلة أبعاد إقتصادية، جامعة البويرة الجزائر، المجلد 11، العدد 01، 2021.
11. حتوت مريم، بورديمة سعيدة، أثر سياسة تمهيد الدخل على القيمة الإقتصادية المضافة لمجموعة من المؤسسات الجزائرية- دراسة قياسية باستخدام نماذج بانل ديناميك للفترة ما بين 2012-2019، مجلة العلوم الإدارية والمالية، جامعة 8 ماي 1945-قلمة الجزائر، المجلد 06، العدد 01، 2022.
12. خيري عبد الكريم، مدى مساهمة مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة (EVA) في تحديد القيمة السوقية للمؤسسات الإقتصادية المسعرة في البورصة -دراسة حالة مجمع صيدال، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الإقتصادية، جامعة الجلفة، المجلد 07، العدد 01، 2021.
13. دواودة إيمان نايلي، أهمية الموارد غير الملموسة ودورها في رفع قيمة المؤسسة الإقتصادية-دراسة حالة مجمع بيوفارم خلال الفترة 2014-2019، مجلة التنمية والإستشراف للبحوث والدراسات، جامعة الجزائر3، المجلد 07، العدد 02، 2022.
14. رابحي رانيا كوثر، تطور نظرية القيمة في الفكر الإقتصادي والمالي، مجلة التحليل والإستشراف الإقتصادي، جامعة باجي مختار-عناينة، المجلد 02، العدد 01، 2021.
15. رويمل حياة، جاب الله الشريف، إستخدام المؤشرات الحديثة السوقية لقياس قدرة للشركات الجزائرية على خلق القيمة للفترة (2016-2022)، مجلة إقتصاد المال والأعمال، جامعة محمد الصديق بن يحي -جيجل، المجلد 08، العدد 04، 2024.
16. زرقون محمد، وآخرون، دراسة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم -دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة (2010-2015)، مجلة الامتياز لبحوث الإقتصاد والإدارة، المجلد 2، العدد 3، جوان 2019.
17. سليمان عبد الحكيم، مفيدة يحيواوي، تحسين جودة القرارات الإستثمارية باستخدام قائمة التدفقات النقدية، مجلة العلوم الإنسانية جامعة أم البواقي، المجلد 09، العدد 03، 2022.
18. سليمان عبد الحكيم، يحيواوي مفيدة، ترشيد القرارات الإستثمارية باستخدام جدولة سيولة الخزينة، مجلة أفاق العلمية، جامعة بسكرة، المجلد 12، العدد 03، 2020.

19. سويسي الهواري، رضاني حميدة، قياس أداء المؤسسة الإقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الأداء الحديثة، دراسة حالة مجمع صيدال للفترة 2010-2015، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المركز الجامعي-إلزي، المجلد 10، العدد 02، 2017.
20. شعشوع أحمد، وآخرون، دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تقييم الأداء والرفع من القيمة السوقية للمؤسسة دراسة تحليلية مقارنة بين القيمة الإقتصادية المضافة (EVA) والمؤشرات المالية التقليدية (ROE.ROI)، مجلة التكامل الإقتصادي، مركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميله، المجلد 09، العدد 01، سنة 2021.
21. صلاح أشرف، عبد الرؤوف علي عبد الله جريد، دراسة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة على أسعار أسهم شركات مؤشر EGX30 المدرجة في البورصة المصرية، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، جامعة الدول العربية، المجلد 10، العدد 03، 2019.
22. عباسي الهاشمي، الدور المحوري لتسيير الموارد البشرية في خلق القيمة لجميع الأطراف الأخذة، مجلة أبحاث إقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر-بسكرة، 2008، العدد 3، 2008.
23. عبد القادر أحمد عبد الله سعيد، تأثير مؤشرات الربحية على القيمة السوقية للبنوك المقيدة في البورصة المصرية باستخدام Tobin 's Q، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، جامعة مدينة السادات، المجلد 13، العدد 3، 2022.
24. عبد الكريم على سجي، حسين سطم صالح، مواجهة القصور في مؤشرات المحاسبة التقليدية، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والإقتصادية، جامعة تكريت، المجلد 02، العدد 18، 2022.
25. عليوات حسية، يوسف قاشي، سياسة الإستثمار في الجزائر-دراسة تحليلية تقييمية، مجلة الريادة لإقتصاديات الأعمال، جامعة البويرة، المجلد 06، العدد 02، 2020.
26. عماني لمياء، عائشة سلمى كحلي، خلق القيمة وإقتصاد الأصول غير المادية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، العدد 12، 2017.
27. فرحات أحمد، الجموعي مومن بكوش، معامل الإرتباط البسيط "بيرسون" والإختبارات البديلة، مجلة دراسات نفسية وتربوية، جامعة الوادي المجلد 16، العدد 02، 2023.
28. فيلاي طارق، محددات خلق القيمة على مستوى المؤسسات المالية العاملة في الأردن -دراسة حالة البنك العربي خلال الفترة 2015-2020، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة جيلالي ليايس - سيدي بلعباس، المجلد 19، العدد 33، 2023.
29. القاموسي ضياء عبد الحسين، أية عبد الكريم إبراهيم، تأثير تمهيد الدخل في القيمة الإقتصادية المضافة دراسة تطبيقية في عينة من الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد، الجامعة التقنية الوسطى-بغداد، العدد 115، 2018.

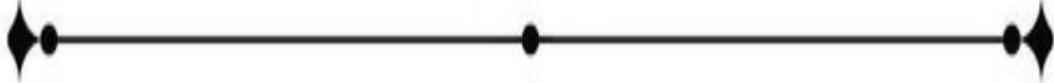
30. قايدي خميسي، قياس وتقييم الأداء المالي للبنوك التجارية النشطة في الجزائر باستخدام مؤشر القيمة السوقية المضافة، مجلة معارف، جامعة برج بوعرييج، المجلد 16، العدد 02.
31. لعقون أمال، امان يوسف، خلق القيمة باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA: دراسة حالة مؤسسة الأوراسي، مجلة دراسات إقتصادية، جامعة فرحات عباس-سطيف، المجلد 15، العدد 02، 2021.
32. مختفي حميد، إدارة المخاطر ودورها في خلق القيمة بالبنوك: دراسة ميدانية بعينة مختارة من الوكالات البنكية بمدينة-المدية، مجلة الاقتصاد والتنمية -مخبر التنمية المحلية المستدامة-، جامعة يحي فارس المدية، المجلد 6، العدد 2، 2018.
33. مزياني فريدة، دور الجماعات المحلية في مجال الإستثمار، مجلة الإجتهد القضائي، كلية الحقوق والعلوم السياسية جامعة الحاج لخضر-باتنة، العدد 06، 2010.
34. معاليم سعاد، سميحة بوحفص، إنشاء القيمة في المؤسسة وفق القيمة الاقتصادية المضافة EVA-دراسة حالة مؤسسة صناعية الكوابل فرع جنرال كابل-بسكرة، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة محمد خبضر-بسكرة، العدد 30، 2017.
35. مواعي بحرية، عبد القادر براينيس، جدلية القيمة بين الفكر الاقتصادي والفكر المالي، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، العدد 03، 2016.
36. النمري نصر الدين، التكامل بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وبطاقة الأداء المتوازن ودوره في تقييم الأداء وقيادته نحو خلق القيمة، مجلة معارف علمية محكمة، جامعة أمحمد بوقرة-بومرداس، العدد 19، 2015.
37. اليزيد علي، حنان طرطار، فعالية القرار الاستثماري في ترشيد الاستثمارات، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة أم البواقي، المجلد 08، العدد 03، 2021.

4_ مواقع الأنترنت:

1. <https://iefpedia.com>
2. https://www.biopharmdz.com/notre_histoire
3. <https://cosob.dz/biopharm-spa>
4. <http://www.cosob.org/étas-financiers-des-émetteurs>

II_ المراجع الأجنبية :

1. Caby, J. Hirigoyen, G. Prat dit Hauret, C. (2013). **Création de valeur et gouvernance de l'entreprise**, (4e éd), Économica.
2. Budi witiaksana, **activity based management change ordre model-based economic value added through the effectiveness and efficiency to improve the financial performance of building construction projects in Surabaya city**, archives of business research, vol07, No02,2019.
3. M Geys, IE Liebenberg, **Creating a new Valuation Tool for South African. Agricultural CO-Operatives**, North-west university, Agreko, Vol 42, No 2, 2003.
4. Muhammad Mara Ikbar, Andrieta Shintia Dewi, **The Analysis of Effect of Economic Value Added (EVA) and Market Value Added (MVA) on Share Price of Subsector Companies of Property Incorporated in LQ45 Indonesia Stock Exchange in Periode of 2009-2013**, International Journal of Science and Research, Vol 4, Issue 4, 2015.
5. Lamia akiniouene, karima ben bouabdellah, **la procedure d'introduction en bourse – cas du groupe biopharm-alger**, mémoire de fin de cycle en vue de l'obtention du diplôme de master en science économique, spécialité banque et marché financier, université mouloud Mammeri-tizi Ouzou, 2015-2016.



الملاحق



الملحق رقم 01: القوائم المالية للمجمع الصناعي بيوفارم لسنة 2018

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2018
États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2018

Bilan consolidé

Actif

(en millions de DZD)	Note	31/12/2018	31/12/2017
Actifs non courants			
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif	1	445	-
Immobilisations incorporelles	2.1	170	77
Immobilisations corporelles	2.2		
Terrains		1 508	1 532
Bâtiments		627	672
Autres immobilisations corporelles		2 186	1 755
Immobilisations en concession		-	-
Immobilisations encours	3	945	159
Immobilisations financières	4		
Titres mis en équivalence		-	-
Autres participations et créances rattachées		5	5
Autres titres immobilisés		50	50
Prêts et autres actifs financiers non courants		331	172
Impôts différés actif	5	333	238
Total actifs non courants		6 600	4 661
Actifs courants			
Stocks et encours	6	21 187	17 643
Créances et emplois assimilés			
Clients	7	20 135	17 001
Autres débiteurs	8	3 751	3 265
Impôts et assimilés		531	115
Autres créances et emplois assimilés		-	-
Disponibilités et assimilés			
Placements et autres actifs financiers courants	9	48	147
Trésorerie	10	3 135	5 761
Total actifs courants		48 786	43 932
Total actifs		55 387	48 593

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2018

États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2018

En date du 06 Mai 2018, le Conseil d'administration a arrêté et autorisé la publication des états financiers consolidés de Biopharm SPA pour l'exercice clos le 31 décembre 2018.

Compte de résultat consolidé de la période

(en millions de DZD)	Note	31/12/2018	31/12/2017
Ventes et produits annexes	17	63 055	58 568
Variation stocks produits finis et en cours		477	(348)
Production immobilisée		-	-
Subventions d'exploitation		-	-
Production de l'exercice		63 532	58 220
Achats consommés		(48 315)	(44 616)
Services extérieurs et autres consommations	18	(2 024)	(1 719)
Consommation de l'exercice		(50 339)	(46 335)
Valeur ajoutée		13 193	11 885
Charges de personnel	19	(3 004)	(2 784)
Impôts, taxes et versements assimilés	20	(1 107)	(1 059)
Excédent brut d'exploitation		9 082	8 042
Autres produits opérationnels	21	663	834
Autres charges opérationnelles	22	(170)	(244)
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs	23	(1 598)	(1 217)
Reprise sur pertes de valeur et provisions		859	894
Résultat opérationnel		8 835	8 309
Produits financiers		547	527
Charges financières		(290)	(861)
Résultat financier	24	256	(334)
Résultat ordinaire avant impôt		9 092	7 975
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	25	(1 509)	(1 499)
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		(57)	23
Résultat net des activités ordinaires		7 525	6 499
Résultat net de l'exercice		7 525	6 499
Dont Part du Groupe		7 482	6 460
Part des minoritaires		43	39
Bénéfice par action, part du Groupe (DZD)		293,16	253,11

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2018
États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2018

Tableaux des flux de trésorerie consolidés

(en millions de DZD)	31/12/2018	31/12/2017
Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles	3 640	1 655
Résultat net de l'exercice	7 525	6 499
Dotations aux amortissements	498	429
Dotations aux provisions et pertes de valeurs	221	(112)
Variation impôts différés	57	(23)
Plus ou Moins valeur de cession	(124)	(2)
Marge brute d'autofinancement	8 178	6 790
Variation du Besoin en Fonds de Roulement	(4 538)	(5 135)
- Variation de l'actif courant	(6 735)	(9 927)
- Variation du passif courant	2 197	4 792
Flux de trésorerie provenant des opérations d'investissement	(2 253)	(665)
Décaissements sur acquisition d'immobilisations	(1 692)	(785)
Encaissements sur cessions d'immobilisations	159	6
Variation des Titres de participation	-	-
Incidence des variations de périmètre	(572)	-
Créances rattachées à des participations	-	-
Variation des placements (DAT)	(148)	114
* Souscription placements	(105)	-
* Remboursement placements (partie à court terme)	-	147
* Différence de cours sur DAT	(43)	(33)
* Bons de Trésor	-	-
Flux de trésorerie provenant des opérations de financement	(2 953)	(2 153)
Variation des dettes à long terme	(50)	(269)
Variation des dettes à court terme	-	-
Variation Intérêts courus non échus (compte 518)	-	-
Emprunts	-	300
Remboursement Emprunts	(125)	(283)
Subvention reçue	-	-
Compte courant d'associés	(226)	(216)
Augmentation de capital	12	-
Variation prêts et autres actifs financiers non courants	(11)	(0)
Dividendes payés	(2 553)	(1 685)
Variation de trésorerie	(1 566)	(1 162)
Trésorerie d'ouverture	3 950	5 112
Trésorerie de clôture	2 383	3 950
Variation de trésorerie	(1 566)	(1 162)

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2018
États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2018

Bilan consolidé

Passif

<i>(en millions de DZD)</i>	Note	31/12/2018	31/12/2017
Capitaux propres			
Capital émis		5 104	5 104
Capital non appelé		.	.
Primes et réserves- Réserves consolidés (1)		7 194	8 242
Ecart de réévaluation		.	.
Ecart d'équivalence (1)		.	.
Résultat net- Résultat net du groupe (1)		7 525	6 499
Autres capitaux propres- Report à nouveau		13 246	8 266
Part de la société consolidante (1)		32 872	27 942
Part des minoritaires (1)		197	170
Total Capitaux propres		33 069	28 111
Passifs non courants			
Emprunts et dettes financières	11	223	368
Impôts (différés et provisionnés)	12	304	151
Autres dettes non courantes		.	.
Provisions et produits constatés d'avance	13	19	19
Total passifs non courants		546	538
Passifs courants			
Fournisseurs et comptes rattachés	14	17 299	15 086
Impôts		627	477
Autres dettes	15	3 047	2 421
Trésorerie passif	16	799	1 959
Total passifs courants		21 772	19 944
Total passifs et capitaux propres		55 387	48 593

الملحق رقم 02: القوائم المالية للمجمع الصناعي بيوفارم لسنة 2019

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2019
États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2019

Actif					
en millions de DZD	Note	31/12/2019	12/31/2018	Var	%
Actifs non courants					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif	1	445	445	-	-
Immobilisations incorporelles	2.1	150	170	(14)	(8,4%)
Immobilisations corporelles	2.2				
Terrains		1508	1508	-	-
Bâtiments		576	627	(51)	(8,2%)
Autres immobilisations corporelles		1210	2186	1030	47,1%
Immobilisations en concession			-	-	n/a
Immobilisations encours	3	2042	945	1397	147,8%
Immobilisations financières	4				
Titres mis en équivalence			-	-	n/a
Autres participations et créances rattachées			5	-	-
Autres titres immobilisés			50	(50)	(100,0%)
Prêts et autres actifs financiers non courants		331	331	0	0,1%
Impôts différés actif	5	332	333	49	14,7%
Total actifs non courants		8 961	6 600	2 361	35,8%
Actifs courants					
Stocks et encours	6	24 438	21 187	3 251	15,3%
Créances et emplois assimilés					
Clients	7	22 666	20 135	2 530	12,6%
Autres débiteurs	8	5 291	3 751	1 540	41,1%
Impôts et assimilés		1 258	531	727	137,1%
Autres créances et emplois assimilés			-	-	n/a
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants	9	540	48	492	1 034,9%
Trésorerie	10	3 546	3 135	411	13,1%
Total actifs courants		57 738	48 786	8 952	18,3%
Total actifs		66 700	55 387	11 313	20,4%

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2019
États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2019

Passif					
(en millions de DZD)	Note	31/12/2019	12/31/2018	Var	%
Capitaux propres					
Capital émis		5 104	5 104	-	-
Capital non appelé		-	-	-	n/a
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)		7 521	7 194	2 328	32,4%
Ecart de réévaluation		-	-	-	n/a
Ecart d'équivalence (1)		-	-	-	n/a
Résultat net - Résultat net du groupe (1)		7 604	7 525	80	1,1%
Autres capitaux propres - Report à nouveau		15 507	13 246	2 261	17,1%
		37 494	32 872	4 622	14,1%
Part de la société consolidante (1)		244	197	47	23,7%
		37 737	33 069	4 669	14,1%
Passifs non courants					
Emprunts et dettes financières	11	3 505	223	3 282	1 468,8%
Impôts (différés et provisionnés)	12	647	304	344	113,3%
Autres dettes non courantes		-	-	-	n/a
Provisions et produits constatés d'avance	13	19	19	(18)	(93,5%)
		4 154	546	3 607	660,2%
Passifs courants					
Fournisseurs et comptes rattachés	14	19 169	17 299	1 869	10,8%
Impôts		1 347	627	720	114,8%
Autres dettes	15	3 481	3 047	435	14,3%
Trésorerie passif	16	812	799	13	1,6%
		24 809	21 772	3 037	13,9%
Total passifs et capitaux propres		66 700	55 387	11 313	20,4%

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2019
États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2019

Compte de résultat					
en millions de DZD	Note	31/12/2019	12/31/2018	Var	%
Ventes et produits annexes	17	67 838	63 055	4 783	7,6%
Variation stocks produits finis et en cours		(172)	477	(650)	(136,1%)
Production immobilisée		-	-	-	n/a
Subventions d'exploitation		-	-	-	n/a
Production de l'exercice		67 666	63 532	4 133	6,5%
Achats consommés		(51 115)	(48 315)	(2 800)	5,8%
Services extérieurs et autres consommations	18	(2 061)	(2 024)	(62)	3,1%
Consommation de l'exercice		(53 201)	(50 339)	(2 862)	5,7%
Valeur ajoutée		14 464	13 193	1 271	9,6%
Charges de personnel	19	(3 448)	(3 004)	(444)	14,8%
Impôts, taxes et versements assimilés	20	(1 121)	(1 107)	(16)	1,5%
Excédent brut d'exploitation		9 893	9 082	811	8,9%
Autres produits opérationnels	21	273	663	(392)	(59,2%)
Autres charges opérationnelles	22	(877)	(1 701)	81	(47,8%)
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs	23	(1 844)	(1 598)	(246)	15,4%
Reprise sur pertes de valeur et provisions		1 171	859	312	36,3%
Résultat opérationnel		9 401	8 835	566	6,4%
Produits financiers		120	547	(427)	(78,0%)
Charges financières		(127)	(290)	162	(55,6%)
Résultat financier	24	(9)	256	(265)	(103,4%)
Résultat ordinaire avant impôt		9 392	9 092	301	3,3%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	25	(1 473)	(1 509)	16	(1,1%)
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		(295)	(57)	(237)	413,4%
Résultat net des activités ordinaires		7 604	7 525	80	1,1%
Eléments extraordinaires (produits)		-	-	-	n/a
Eléments extraordinaires (charges)		-	-	-	n/a
Résultat extraordinaire		-	-	-	n/a
Résultat net de l'exercice		7 604	7 525	80	1,1%
Dont Part du Groupe		7 557	7 482	75	1,0%
Part des minoritaires		48	43	5	11,6%
Bénéfice par action, part du Groupe (DZD)		296	293	3	1,0%

الملحق رقم 03: القوائم المالية للمجمع الصناعي بيوفارم لسنة 2020

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2020
États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2020

Compte de résultat consolidé de la période					
(en millions de DZD)	Note	31/12/2020	31/12/2019	Var	%
Ventes et produits annexes	17	71 475	67 838	3 637	5%
Variation stocks produits finis et en cours		148	(172)	320	-186%
Production immobilisée		-	-	-	n/a
Subventions d'exploitation		-	-	-	n/a
Production de l'exercice		71 623	67 666	3 957	6%
Achats consommés		(55 447)	(51 115)	(4 332)	8%
Services extérieurs et autres consommations	18	(1 481)	(2 086)	606	-29%
Consommation de l'exercice		(56 928)	(53 201)	(3 727)	7%
Valeur ajoutée		14 694	14 464	230	2%
Charges de personnel	19	(3 510)	(3 448)	(62)	2%
Impôts, taxes et versements assimilés	20	(1 180)	(1 123)	(56)	5%
Excédent brut d'exploitation		10 004	9 893	112	1%
Autres produits opérationnels	21	482	271	211	78%
Autres charges opérationnelles	22	(2 093)	(89)	(2 004)	2243%
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs		(2 356)	(1 844)	(512)	28%
Reprise sur pertes de valeur et provisions	23	1 380	1 171	209	18%
Résultat opérationnel		7 418	9 401	(1 983)	-21%
Produits financiers		392	120	272	226%
Charges financières		(921)	(129)	(792)	615%
Résultat financier	24	(529)	(9)	(520)	-5899%
Résultat ordinaire avant impôt		6 889	9 392	(2 504)	-27%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	25	(1 670)	(1 493)	(176)	12%
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		351	(295)	646	-219%
Résultat net des activités ordinaires		5 570	7 604	(2 034)	-27%
Éléments extraordinaires (produits)		-	-	-	n/a
Éléments extraordinaires (charges)		-	-	-	n/a
Résultat extraordinaire		-	-	-	n/a
Résultat net de l'exercice		5 570	7 604	(2 034)	-27%
Dont Part du Groupe		5 554	7 557		
Part des minoritaires		16	48		
Bénéfice par action, part du Groupe (DZD)		218	296		

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2020
États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2020

Passif					
(en millions de DZD)	Note	12/31/2020	12/31/2019	Var	%
Capitaux propres					
Capital émis		5 104	5 104	-	0%
Capital non appelé		-	-	-	n/a
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)		9 874	9 521	352	4%
Ecart de réévaluation		-	-	-	n/a
Ecart d'équivalence (1)		-	-	-	n/a
Résultat net - Résultat net du groupe (1)		5 570	7 604	(2 034)	-27%
Autres capitaux propres - Report à nouveau		19 867	15 507	4 360	28%
	Part de la société consolidante (1)	40 113	37 494	2 619	7%
	Part des minoritaires (1)	303	244	59	24%
Total Capitaux propres		40 416	37 737	2 678	7%
Passifs non courants					
Emprunts et dettes financières	11	3 600	3 505	95	3%
Impôts (différés et provisionnés)	12	638	647	(9)	-1%
Autres dettes non courantes		-	-	-	n/a
Provisions et produits constatés d'avance	13	1	1	(1)	-60%
Total passifs non courants		4 238	4 154	84	2%
Passifs courants					
Fournisseurs et comptes rattachés	14	19 729	19 169	560	3%
Impôts		1 558	1 347	211	16%
Autres dettes	15	5 565	3 481	2 084	60%
Trésorerie passif	16	2 831	812	2 019	249%
Total passifs courants		29 683	24 809	4 874	20%
Total passifs et capitaux propres		74 336	66 700	7 637	11%

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2020
États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2020

Actif					
(en millions de DZD)	Note	31/12/2020	31/12/2019	Var	%
Actifs non courants					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif	1	683	445	238	54%
Immobilisations incorporelles	2.1	114	156	(42)	-27%
Immobilisations corporelles	2.2				
Terrains		2 018	1 508	510	34%
Bâtiments		617	576	41	7%
Autres immobilisations corporelles		4 259	3 216	1 042	32%
Immobilisations en concession		-	-	-	n/a
Immobilisations encours	3	4 139	2 342	1 797	77%
Immobilisations financières	4				
Titres mis en équivalence		-	-	-	n/a
Autres participations et créances rattachées		5	5	-	0%
Autres titres immobilisés		-	-	-	n/a
Prêts et autres actifs financiers non courants		392	331	61	18%
Impôts différés actif	5	850	382	468	122%
Total actifs non courants		13 078	8 961	4 116	46%
Actifs courants					
Stocks et encours	6	23 628	24 438	(810)	-3%
Créances et emplois assimilés					
Clients	7	24 060	22 666	1 394	6%
Autres débiteurs	8	5 798	5 291	507	10%
Impôts et assimilés		1 211	1 258	(47)	-4%
Autres créances et emplois assimilés		-	-	-	n/a
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants	9	1 002	540	462	85%
Trésorerie	10	5 560	3 546	2 014	57%
Total actifs courants		61 259	57 738	3 521	6%
Total actifs		74 336	66 700	7 637	11%

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2020
États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2020

Tableaux des flux de trésorerie consolidés		
(en millions de DZD)	31/12/2020	31/12/2019
Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles	6 586	3 064
Résultat net de l'exercice	5 570	7 604
Dotations aux amortissements	714	626
Dotations aux provisions et pertes de valeurs	261	(50)
Variation impôts différés	(353)	295
Plus ou Moins value de cession	(40)	(54)
Marge brute d'autofinancement	6 152	8 421
Variation du Besoin en Fonds de Roulement	434	(5 358)
- Variation de l'actif courant	1 992	(10 023)
- Variation du passif courant	(1 558)	4 665
Flux de trésorerie provenant des opérations d'investissement	(3 218)	(2 510)
Décaissements sur acquisition d'immobilisations	(3 090)	(2 624)
Encaissements sur cessions d'immobilisations	42	57
Variation des Titres de participation	-	-
Incidence des variations de périmètre	(118)	-
Créances rattachées à des participations	-	-
Variation des placements (DAT)	(52)	57
Flux de trésorerie provenant des opérations de financement	(2 910)	337
Variation des dettes à long terme	-	-
Variation des dettes à court terme	-	-
Variation Intérêts courus non échus (compte 518)	-	-
Emprunts	360	3 400
Remboursement Emprunts	(417)	(118)
Subvention reçue	-	-
Compte courant d'associés	90	(1)
Augmentation de capital	-	-
Variation prêts et autres actifs financiers non courants	(8)	(8)
Dividendes payés	(2 936)	(2 936)
Variation de trésorerie	457	890
Trésorerie d'ouverture	3 274	2 383
Trésorerie de clôture	3 731	3 274
Variation de trésorerie	457	890

الملحق رقم 04: القوائم المالية للمجمع الصناعي بيوفارم لسنة 2021

Groupe BIOPHARM

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2021

Comptes de résultat consolidés de la période

(en millions de DZD)	Note	31/12/2021	31/12/2020	Var	%
Ventes et produits annexes	17	82 139	71 475	10 665	15%
Variation stocks produits finis et en cours		(548)	148	(696)	-471%
Production de l'exercice		81 591	71 623	9 969	14%
Achats consommés		(64 028)	(55 447)	(8 581)	15%
Services extérieurs et autres consommations	18	(2 047)	(1 481)	(566)	38%
Consommation de l'exercice		(66 075)	(56 928)	(9 147)	16%
Valeur ajoutée		15 516	14 694	821	6%
Charges de personnel	19	(3 688)	(3 510)	(178)	5%
Impôts, taxes et versements assimilés	20	(1 352)	(1 180)	(172)	15%
Excédent brut d'exploitation		10 476	10 004	471	5%
Autres produits opérationnels	21	122	482	(360)	-75%
Autres charges opérationnelles	22	(165)	(2 093)	1 928	-92%
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs	23	(2 561)	(2 356)	(205)	9%
Reprise sur pertes de valeur et provisions		1 952	1 380	571	41%
Résultat opérationnel		9 823	7 418	2 405	32%
Produits financiers		222	392	(170)	-43%
Charges financières		(343)	(921)	577	-63%
Résultat financier	24	(122)	(529)	407	-77%
Résultat ordinaire avant impôt		9 701	6 889	2 813	41%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	25	(1 880)	(1 672)	(208)	12%
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		(7)	353	(360)	-102%
Résultat net des activités ordinaires		7 814	5 570	2 244	40%
Résultat extraordinaire		-	-	-	n/a
Résultat net de l'exercice		7 814	5 570	2 244	40%
Dont Part du Groupe		7 809	5 554	2 255	40%
Part des minoritaires		5	16	(11)	-69%
Bénéfice par action, part du Groupe (DZD)		306,0	218	88,0	40%

Groupe BIOPHARM

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2021

Bilan de la période - Actifs

(en millions de DZD)	Note	31/12/2021	31/12/2020	Var	%
Actifs non courants					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif	1	703	683	20	3%
Immobilisations incorporelles	2.1	78	114	(36)	-32%
Immobilisations corporelles					
2.2					
Terrains		2 018	2 018	-	0%
Bâtiments		556	617	(61)	-10%
Autres immobilisations corporelles		3 420	4 259	(839)	-20%
Immobilisations en concession		-	-	-	n/a
Immobilisations encours	3	8 600	4 139	4 461	108%
Immobilisations financières					
4					
Titres mis en équivalence		-	-	-	n/a
Autres participations et créances rattachées		5	5	0	0%
Autres titres immobilisés		-	-	-	n/a
Prêts et autres actifs financiers non courants		204	392	(188)	-48%
Impôts différés actif	5	767	850	(83)	-10%
Total actifs non courants		16 351	13 078	3 274	25%
Actifs courants					
Stocks et encours					
Stocks et encours	6	21 655	23 628	(1 974)	-8%
Créances et emplois assimilés					
7					
Clients		26 607	24 060	2 547	11%
Autres débiteurs	8	6 069	5 798	271	5%
Impôts et assimilés		1 575	1 211	365	30%
Autres créances et emplois assimilés		-	-	-	n/a
Disponibilités et assimilés					
9					
Placements et autres actifs financiers courants		1 001	1 002	(1)	-0%
Trésorerie	10	6 301	5 560	740	13%
Total actifs courants		63 208	61 259	1 949	3%
Total actifs		79 559	74 336	5 223	7%

Groupe BIOPHARM

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2021

Bilan de la période - Passifs

(en millions de DZD)	Note	31/12/2021	31/12/2020	Var	%
Capitaux propres					
Capital émis		5 104	5 104	0	0%
Capital non appelé		(0)	-	(0)	n/a
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)		11 340	9 874	1 466	15%
Résultat net - Résultat net du Groupe (1)		7 814	5 570	2 244	40%
Autres capitaux propres - Report à nouveau		21 035	19 867	1 167	6%
Part de la société consolidante (1)		44 986	40 113	4 874	12%
Part des minoritaires (1)		307	303	4	1%
Total Capitaux propres		45 293	40 416	4 877	12%
Passifs non courants					
Emprunts et dettes financières	11	4 160	3 600	560	16%
Impôts (différés et provisionnés)	12	562	638	(76)	-12%
Autres dettes non courantes		-	-	-	n/a
Provisions et produits constatés d'avance	13	-	1	(1)	-100%
Total passifs non courants		4 722	4 238	484	11%
Passifs courants					
Fournisseurs et comptes rattachés	14	19 869	19 729	140	1%
Impôts		1 712	1 558	154	10%
Autres dettes	15	5 405	5 565	(160)	-3%
Trésorerie passif	16	2 558	2 831	(272)	-10%
Total passifs courants		29 544	29 683	(139)	0%
Total passifs et capitaux propres		79 559	74 336	5 223	7%

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2021

Tableaux des flux de trésorerie consolidé

(en millions de DZD)	31/12/2021	31/12/2020
Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles	7 361	6 586
Résultat net de l'exercice	7 814	5 570
Dotations aux amortissements	834	714
Dotations aux provisions et pertes de valeurs	(225)	261
Variation impôts différés	7	(353)
Plus ou Moins value de cession	(37)	(40)
Marge brute d'autofinancement	8 394	6 152
Variation du Besoin en Fonds de Roulement	(1 033)	434
- Variation de l'actif courant	159	1 992
- Variation du passif courant	(1 192)	(1 558)
Flux de trésorerie provenant des opérations d'investissement	(4 015)	(3 218)
Décaissements sur acquisition d'immobilisations	(4 259)	(3 090)
Encaissements sur cessions d'immobilisations	41	42
Variation des Titres de participation	-	-
Incidence des variations de périmètre	2	(118)
Créances rattachées à des participations	-	-
Variation des placements (DAT)	202	(52)
Flux de trésorerie provenant des opérations de financement	(2 334)	(2 910)
Emprunts	2 167	360
Remboursement Emprunts	(1 607)	(417)
Compte courant d'associés	56	90
Augmentation de capital	-	-
Variation prêts et autres actifs financiers non courants	(14)	(8)
Dividendes payés	(2 935)	(2 936)
Variation de trésorerie	1 012	457
Trésorerie d'ouverture	3 731	3 274
Trésorerie de clôture	4 743	3 731
Variation de trésorerie	1 012	457

الملحق رقم 05: القوائم المالية للمجمع الصناعي بيوفارم لسنة 2022

Rapport annuel 2022

LIBELLE	NOTE	BRUT	AMO/PROV	NET	NET 2021
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif		702 780 018		702 780 018	702 780 018
Immobilisations incorporelles		577 632 014	450 885 430	126 746 584	77 981 720
Immobilisations corporelles					
Terrainsx		2 018 082 367		2 018 082 367	2 018 082 367
Bâtiments		1 745 549 272	1 245 950 284	499 598 988	556 468 524
Autres immobilisations corporelles		10 343 336 075	5 099 590 536	5 243 745 540	3 419 733 913
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours		9 096 140 996		9 096 140 996	8 600 192 250
Immobilisations financières					
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées		4 804 000		4 804 000	4 804 000
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants		36 268 205		36 268 205	204 467 473
Impôts différés actif		800 604 189		800 604 189	766 823 160
TOTAL ACTIF NON COURANT		25 325 197 137	6 796 426 250	18 528 770 887	16 351 333 425
ACTIF COURANT					
Stocks et encours		23 906 630 955	1 603 287 298	22 303 343 657	21 654 821 607
Créances et emplois assimilés					
Clients		27 675 752 363	1 266 929 600	26 408 822 763	26 607 085 171
Autres débiteurs		5 508 424 446	247 486 909	5 260 937 536	6 069 140 353
Impôts et assimilés		2 070 891 773		2 070 891 773	1 575 351 668
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants		712 162		712 162	1 000 712 162
Trésorerie		8 120 937 015		8 120 937 015	6 300 620 967
TOTAL ACTIF COURANT		67 283 348 713	3 117 703 807	64 165 644 906	63 207 731 928
TOTAL GENERAL ACTIF		92 608 545 850	9 914 130 057	82 694 415 793	79 559 065 353

LIBELLE	NOTE	2022	2021
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		5 104 375 000	5 104 375 000
Capital non appelé			-4 000
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)		12 511 859 564	11 339 510 103
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net du groupe (1)		8 431 380 574	7 814 271 869
Autres capitaux propres - Report à nouveau		23 210 470 779	21 034 876 497
Part de la société consolidante (1)		49 016 085 660	44 986 374 863
Part des minoritaires (1)		242 000 254	306 654 605
TOTAL I		49 258 085 916	45 293 029 468
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		2 795 607 991	4 159 675 604
Impôts (différés et provisionnés)		530 051 356	562 347 408
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		20 165 089	
TOTAL II		3 345 824 436	4 722 023 011
PASSIFS COURANTS:			
Fournisseurs et comptes rattachés		18 202 627 264	19 868 781 647
Impôts		1 530 088 836	1 712 256 026
Autres dettes		6 072 028 874	5 404 729 816
Trésorerie passif		4 285 760 467	2 558 245 385
TOTAL III		30 090 505 441	29 544 012 874
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)		82 694 415 793	79 559 065 353

Rapport annuel 2022

LIBELLE	NOTE	2022	2021
Ventes et produits annexes		83 817 837 754	82 139 497 591
Variation stocks produits finis et en cours		403 721 081	-548 345 039
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		84 221 558 835	81 591 152 551
Achats consommés		-63 931 439 940	-64 027 867 786
Services extérieurs et autres consommations		-2 499 150 241	-2 047 402 212
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-66 430 590 181	-66 075 269 998
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		17 790 968 655	15 515 882 553
Charges de personnel		-4 086 844 183	-3 688 248 171
Impôts, taxes et versements assimilés		-930 188 915	-1 351 840 901
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		12 773 935 556	10 475 793 482
Autres produits opérationnels		146 051 104	122 174 486
Autres charges opérationnelles		-294 142 898	-165 289 100
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs		-4 146 116 487	-2 560 994 834
Reprise sur pertes de valeur et provisions		1 840 225 412	1 951 560 085
V- RESULTAT OPERATIONNEL		10 319 952 688	9 823 244 119
Produits financiers		528 397 734	221 645 322
Charges financières		-499 380 134	-343 421 758
VI-RESULTAT FINANCIER		29 017 600	-121 776 436
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)		10 348 970 288	9 701 467 683
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-1 983 666 797	-1 879 813 784
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		66 077 081	-7 382 031
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		86 736 233 086	83 886 532 445
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-78 304 852 514	-76 072 260 576
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		8 431 380 572	7 814 271 868
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		8 431 380 572	7 814 271 868
XI-RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE(1)		8 431 380 572	7 814 271 868
Part du groupe (1)		8 496 034 923	7 808 878 099
Dont part des minoritaires (1)		-64 654 351	5 393 769

Tableaux des flux de trésorerie consolidés (Méthode indirecte)

Groupe Biopharm -Cash flow statements	Note	31/12/2022	31/12/2021
Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles		8 118 233 219	7 360 751 230
Résultat net de l'exercice		8 431 380 572	7 814 271 869
Dotations aux amortissements		1 016 515 147	834 137 002
Dotations aux provisions et pertes de valeurs		1 289 375 928	- 225 202 253
Variation impôts différés	-	66 077 081	7 382 031
Plus ou Moins value de cession	-	16 418 217	- 36 821 524
Marge brute d'autofinancement		10 654 776 349	8 393 767 125
Variation du Besoin en Fonds de Roulement	-	2 536 543 130	- 1 033 015 895
- Variation de l'actif courant	-	5 727 336 154	159 392 561
- Variation du passif courant	-	3 190 793 023	- 1 192 408 456
Flux de trésorerie provenant des opérations d'investissement	-	3 384 414 130	- 4 015 101 346
Décaissements sur acquisition d'immobilisations	-	3 560 905 670	- 4 259 384 052
Encaissements sur cessions d'immobilisations		19 547 840	40 814 220
Variation des Titres de participation			- 3 000
<i>Incidence des variations de périmètre</i>			1 569 402
<i>Créances rattachées à des participations</i>		-	-
<i>Variation des placements (DAT)</i>		156 943 700	201 902 084
* Souscription placements			
* Remboursement placements (partie à court terme)		111 542 400	179 140 409
* Différence de cours sur DAT		45 401 300	22 761 675
* Bons de Trésor			
Flux de trésorerie provenant des opérations de financement	-	5 641 018 125	- 2 333 717 927
Variation des dettes à long terme			
Variation des dettes à court terme			
Variation Intérêts courus non échus (compte 518)			
Emprunts			2 167 000 000
Remboursement Emprunts	-	1 364 067 613	- 1 606 918 907
Subvention reçue			-
Compte courant d'associés		175 218 045	55 540 038
Augmentation de capital		2 904 000	
Variation prêts et autres actifs financiers non courants		11 255 568	- 13 921 562
Dividendes payés	-	4 466 328 125	- 2 935 417 495
Variation de trésorerie	-	907 199 036	1 011 931 956
Trésorerie d'ouverture		4 743 087 744	3 731 155 788
Trésorerie de clôture		3 835 888 710	4 743 087 744
Variation de trésorerie	-	907 199 034	1 011 931 956

المحق رقم 06: القوائم المالية للمجمع الصناعي بيوفارم لسنة 2023

BIOPHARM GROUPE

COMMISSARIAT AUX COMPTES 2023

BIOPHARM -COMPTES CONSOLIDES

18, Route de la Gare, Zone Industrielle, Haouch Mahieddine, Reghaia, W/ Alger

EXERCICE: 01/01/23 AU 31/12/23

N° D'IDENTIFICATION :0998 16000 4216 94

PERIODE DU: 01/01/23 AU 31/12/23

BILAN (ACTIF)

LIBELLE	BRUT	AMO/PROV	NET	NET 2022
ACTIFS NON COURANTS				
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif	702 780 018		702 780 018	702 780 018
Immobilisations incorporelles	642 366 840	495 890 322	146 476 518	126 746 584
Immobilisations corporelles				-
Terrains	2 018 082 367		2 018 082 367	2 018 082 367
Bâtiments	2 072 350 138	1 322 613 773	749 736 364	499 598 988
Autres immobilisations corporelles	11 493 843 389	6 136 423 995	5 357 419 394	5 243 745 540
Immobilisations en concession				-
Immobilisations encours	13 357 925 350		13 357 925 350	9 096 140 996
Immobilisations financières				-
Titres mis en équivalence				-
Autres participations et créances rattachées	4 804 000		4 804 000	4 804 000
Autres titres immobilisés				-
Prêts et autres actifs financiers non courants	6 464 213 628		6 464 213 628	36 268 205
Impôts différés actif	543 363 689		543 363 689	800 604 189
TOTAL ACTIF NON COURANT	37 299 729 417	7 954 928 090	29 344 801 328	18 528 770 887
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	25 950 502 665	2 126 503 337	23 823 999 328	22 303 343 657
Créances et emplois assimilés				-
Clients	30 167 286 114	1 221 216 130	28 946 069 984	26 408 822 762
Autres débiteurs	5 103 203 683	213 202 825	4 890 000 858	5 260 937 536
Impôts et assimilés	2 542 397 644		2 542 397 644	2 070 891 773
Autres créances et emplois assimilés				-
Disponibilités et assimilés				-
Placements et autres actifs financiers courants				712 162
Trésorerie	5 366 493 055		5 366 493 055	8 120 937 015
TOTAL ACTIF COURANT	69 129 883 162	3 560 922 292	65 568 960 869	64 165 644 906
TOTAL GENERAL ACTIF	106 429 612 579	11 515 850 382	94 913 762 197	82 694 415 793

BIOPHARM -COMPTES CONSOLIDES

18, Route de la Gare, Zone Industrielle, Haouch Mahieddine, Reghaia, W/ Alger

EXERCICE:

01/01/23 AU 31/12/23

N° D'IDENTIFICATION :0998 16000 4216 94

PERIODE DU:

01/01/23 AU 31/12/23

LIBELLE	2023	2022
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	5 104 375 000	5 104 375 000
Capital non appelé	-	-
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)	14 279 615 196	12 511 859 564
Ecart de réévaluation	-	-
Ecart d'équivalence (1)	-	-
Résultat net - Résultat net du groupe (1)	8 505 336 624	8 431 380 572
Autres capitaux propres - Report à nouveau	26 477 538 746	23 210 470 779
Part de la société consolidante (1)	53 934 116 889	49 016 085 660
Part des minoritaires (1)	432 748 677	242 000 254
TOTAL I	54 366 865 566	49 258 085 914
PASSIFS NON-COURANTS		
Emprunts et dettes financières	7 818 182 657	2 795 607 991
Impôts (différés et provisionnés)	480 831 516	530 051 356
Autres dettes non courantes	-	-
Provisions et produits constatés d'avance	-	20 165 089
TOTAL II	8 299 014 173	3 345 824 436
PASSIFS COURANTS:		
Fournisseurs et comptes rattachés	19 300 161 681	18 202 627 264
Impôts	1 537 753 052	1 530 088 836
Autres dettes	6 004 377 783	6 072 028 874
Trésorerie passif	5 405 589 942	4 285 760 467
TOTAL III	32 247 882 458	30 090 505 440
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)	94 913 762 197	82 694 415 791

BIOPHARM -COMPTES CONSOLIDES

18, Route de la Gare, Zone Industrielle, Hacuch Mahieddine, Reghaia, W/ Alger EXERCICE: 01/01/23 AU 31/12/23
 N° D'IDENTIFICATION :0998 16000 4216 94 PERIODE DU: 01/01/23 AU 31/12/23

LIBELLE	NOTE	2023	2022
Ventes et produits annexes		82 917 271 173	83 817 837 754
Variation stocks produits finis et en cours		- 58 517 190	403 721 081
Production immobilisée		-	-
Subventions d'exploitation		-	-
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		82 858 753 983	84 221 558 835
Achats consommés		- 62 541 622 474	- 63 931 439 940
Services extérieurs et autres consommations		- 2 434 210 058	- 2 499 150 241
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		- 64 975 832 532	- 66 430 590 181
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		17 882 921 451	17 790 968 654
Charges de personnel		- 4 405 045 503	- 4 086 844 183
Impôts, taxes et versements assimilés		- 904 729 484	- 930 188 915
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		12 573 146 465	12 773 935 556
Autres produits opérationnels		141 907 279	146 051 104
Autres charges opérationnelles		- 326 992 645	- 294 142 898
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs		- 4 757 893 435	- 4 146 116 487
Reprise sur pertes de valeur et provisions		3 132 203 808	1 840 225 412
V- RESULTAT OPERATIONNEL		10 762 371 472	10 319 952 688
Produits financiers		222 453 330	528 397 734
Charges financières		- 453 176 851	- 499 380 134
VI-RESULTAT FINANCIER		- 230 723 520	29 017 600
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)		10 531 647 952	10 348 970 288
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		- 1 818 290 668	- 1 983 666 797
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		- 208 020 660	66 077 081
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		86 355 318 400	86 736 233 086
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		- 77 849 981 776	- 78 304 852 514
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		8 505 336 624	8 431 380 572
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		-	-
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		-	-
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE		-	-
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		8 505 336 624	8 431 380 572

Tableaux des flux de trésorerie consolidés		
(en millions de DZD)	31/12/2024	31/12/2023
Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles	11 742	6 306
Résultat net de l'exercice	9 599	8 505
Dotations aux amortissements	1 252	1 197
Dotations aux provisions et pertes de valeurs	1 379	428
Variation impôts différés	67	208
Plus ou Moins value de cession	(51)	(15)
Marge brute d'autofinancement	12 246	10 324
Variation du Besoin en Fonds de Roulement	(505)	(4 018)
- Variation de l'actif courant	(7 100)	(8 367)
- Variation du passif courant	6 595	4 349
Flux de trésorerie provenant des opérations d'investissement	(3 653)	(11 445)
Décaissements sur acquisition d'immobilisations	(2 606)	(5 476)
Encaissements sur cessions d'immobilisations	51	32
Variation des Titres de participation	(100)	(0)
Incidence des variations de périmètre	(1)	-
Créances rattachées à des participations	-	-
Variation des placements (DAT)	(996)	(6 000)
* Souscription placements	-	-
* Remboursement placements (partie à court terme)	-	-
* Différence de cours sur DAT	-	-
* Bons de Trésor	(996)	(6 000)
Flux de trésorerie provenant des opérations de financement	(7 315)	1 264
Variation des dettes à long terme	-	-
Variation des dettes à court terme	-	-
Variation Intérêts courus non échus (compte 518)	-	(0)
Emprunts	35	6 679
Remboursement Emprunts	(2 640)	(1 656)
Subvention reçue	-	-
Compte courant d'associés	(148)	54
Augmentation de capital	9	35
Variation prêts et autres actifs financiers non courants	23	(428)
Dividendes payés	(4 594)	(3 420)
Variation de trésorerie	782	(3 875)
Trésorerie d'ouverture	(39)	3 836
Trésorerie de clôture	743	(39)
Variation de trésorerie	782	(3 875)

ملخص:

تهدف هذه الدراسة الى تسليط الضوء على موضوع القرارات الإستثمارية ومساهمتها في خلق القيمة بالمؤسسة الإقتصادية، وذلك لأن القرارات الإستثمارية تعد من القرارات الإستراتيجية التي تؤثر بشكل مباشر على مستقبل المؤسسة ونموها وربحيتها وخلق القيمة على المدى المتوسط والطويل. تناولت دراسة الحالة المجمع الصناعي بيوفارم خلال الفترة (2018-2023) وذلك بحساب القيمة الإقتصادية المضافة (EVA)، والقيمة السوقية المضافة (MVA) بإعتبارها من أهم الأدوات التحليلية والمالية التي تهدف الى قياس مدى قدرة المؤسسة على تحقيق قيمة مضافة لمساهميها وأصحاب المصالح.

توصلت نتائج الدراسة إلى أن القيمة الإقتصادية المضافة (EVA) للمجمع كانت سالبة خلال الفترة الممتدة من سنة 2018 إلى سنة 2020، مما يعكس أن تكلفة رأس المال تجاوزت معدل العائد المحقق في تلك السنوات. غير أن الوضع تحسّن في سنتي 2021 و2022، حيث أصبحت القيمة موجبة، قبل أن تعود إلى السالب مجددًا في سنة 2023. أما بالنسبة للقيمة السوقية المضافة (MVA)، فقد كانت أيضًا سالبة، ويُعزى ذلك إلى العلاقة الوثيقة التي تربط بين EVA وMVA، وتأثرهما المشترك بتكلفة رأس المال. كما أظهرت نتائج حساب معامل ارتباط بيرسون وجود علاقة إرتباط طردي ذات درجة متوسطة بين القرارات الإستثمارية ومؤشري خلق القيمة EVA وMVA، مما يشير إلى وجود تأثير إيجابي نسبي للقرارات الإستثمارية على خلق القيمة داخل المؤسسة.

الكلمات المفتاحية: قرار الإستثمار، مؤشرات خلق القيمة، القيمة الإقتصادية المضافة EVA، القيمة السوقية المضافة MVA، المجمع الصناعي بيوفارم.

Résumé :

Cette étude visait à mettre en lumière l'importance des décisions d'investissement et leur contribution à la création de valeur au sein des entreprises économiques. En effet, ces décisions sont considérées comme stratégiques, car elles influencent directement l'avenir de l'entreprise, sa croissance, sa rentabilité et la création de valeur à moyen et long terme. L'étude de cas s'est concentrée sur le Complexe Industriel Biopharm durant la période 2018-2023. Pour ce faire, elle a eu recours au calcul de la Valeur Économique Ajoutée (EVA) et de la Valeur Marchande Ajoutée (MVA), considérées comme des outils analytiques et financiers essentiels pour mesurer la capacité d'une entreprise à générer de la valeur ajoutée pour ses actionnaires et parties prenantes.

Les résultats de l'étude ont révélé que l'EVA du complexe était négative entre 2018 et 2020, indiquant que le coût du capital a dépassé le taux de rendement réalisé au cours de ces années. Cependant, la situation s'est améliorée en 2021 et 2022, où l'EVA est devenue positive, avant de redevenir négative en 2023. Quant à la MVA, elle a également été négative, ce qui est attribué à la relation étroite entre l'EVA et la MVA, ainsi qu'à leur influence mutuelle par le coût du capital. De plus, le calcul du coefficient de corrélation de Pearson a mis en évidence une corrélation positive modérée entre les décisions d'investissement et les indicateurs de création de valeur EVA et MVA. Cela suggère un impact positif relatif des décisions d'investissement sur la création de valeur au sein de l'entreprise.

Mots-clés : Décision d'investissement, indicateurs de création de valeur, Valeur Économique Ajoutée (EVA), Valeur Marchande Ajoutée (MVA), Complexe Industriel Biopharm.