

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة 8 ماي 1945 قالة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبة
تخصص: مالية مؤسسة

تحت عنوان:

تقييم الأداء المالي بالاعتماد على نموذج DUPONT

وأثره على القيمة الاقتصادية المضافة

دراسة حالة عينة من المؤسسات الناشطة في قطاع الصناعة الصيدلانية في الجزائر للفترة

(2014-2019)

تحت إشراف الأستاذة:

أ.د. سعيدة بورديمة

من إعداد الطلبة:

- محمد سلاطنية
- نرجس عوامري

السنة الجامعية: 2022-2023

شكر وتقدير

لقوله صلى الله عليه وسلم: "التحدث بنعمة الله شكر، وتركها كفر، ومن لا يشكر القليل لا يشكر الكثير، ومن لا يشكر الناس لا يشكر الله"

فالحمد لله الذي أعاننا على إنجاز هذا العمل ووقفنا لما فيه الخير والصلاح، والصلاة والسلام على أشرف المرسلين

يشرفنا أن نتوجه بجزيل الشكر والامتنان وخالص العرفان والتقدير إلى الأستاذة الدكتورة "بورديمة سعيدة" التي منحتنا الكثير من وقتها وكذا لرحابة صدرها وسمو خلقها وأسلوبها المتميز وكفاءتها في متابعة الرسالة بكل صدق وأمانة، ونسأل الله أن يجازيها خير الجزاء وأن يكتب صنيعها في ميزان حسناتها.

كما يسرنا أن نتقدم بخالص الشكر والعرفان إلى قسم المالية والمحاسبة لمؤسسة الكندي عامة على حسن التعامل والاستضافة، وإلى السيد "مصطفى لولي" خاصة على المساعدة القيّمة وعلى العون والصبر الذي قدمه لنا بكل صدر رحب.

ولا يفوتنا أن نتقدم بالشكر والعرفان إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة لتكرمهم بتخصيص جزء من وقتهم لقراءة ومناقشة هذا العمل.

الإهداء

سنين الجهد وإن طالت ستطوى

لها أمد وللأمد انقضاء

الحمد لله على البلاغ ثم الحمد لله على التمام

ما كنت لأفعل لولا أن الله مكّني .. فالحمد لله عند البدء وحين الختام

إلى من أبتغي رضاهما دوماً . . إلى من أوصاني ربي بالدعاء لهما

أمي وأبي .. حفظهما الله بدوام الصحة والعافية

إلى من عليهم أعتمد .. من بوجودهم أكتسب قوة.. ومن بهم أكبر .. فرحتي وسروري.

اهداء

الحمد لله وكفى والصلاة والسلام على الحبيب المصطفى وأهله

الحمد لله الذي وفقني لتثمين هذه الخطوة في مسيرتي الدراسية بمذكرتنا التي هي ثمرة الجهد والنجاح بفضل
تعالى مهداة الى الوالدين الكريمين حفظهما الله وادامهما نورا لدربي،

اهداء لكل العائلة الكريمة التي ساندتني من اخوتي ورفقاء مشواري الدراسي خاصة دفعة 2023.

كل أساتذة قسم علوم التسيير جامعة 8ماي 1945 قالمة.

الى كل من نسيه القلم وحفضه القلب

محمد



فهرس
المحتويات

فهرس المحتويات

	تشكرات
	إهداءات
I	فهرس المحتويات
V	فهرس الأشكال
VIII	فهرس الجداول
أ - ز	المقدمة
1	الفصل الأول: الإطار النظري لتقييم الأداء المالي وقيمة المؤسسة
2	تمهيد
3	المبحث الأول: مدخل إلى تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية
3	المطلب الأول: ماهية تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية
3	1- الأداء المالي
5	2- تقييم الأداء المالي
6	المطلب الثاني: خطوات ومصادر معلومات تقييم الأداء المالي
7	1- خطوات تقييم الأداء المالي
7	2- مصادر معلومات تقييم الأداء المالي
9	المطلب الثالث: طرق وأساليب تقييم الأداء المالي
9	1- مفهوم نموذج Dupont
13	2- أهمية نموذج ديون
16	المبحث الثاني: مدخل إلى خلق القيمة
16	المطلب الأول: خلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية
16	1- مفهوم القيمة
18	2- مفهوم خلق القيمة
22	المطلب الثاني: المؤشرات الحديثة لخلق القيمة
22	1- مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA
25	2- مؤشر القيمة السوقية المضافة MVA
26	3- مؤشر القيمة النقدية المضافة CVA
27	4- مؤشر القيمة المضافة لحملة الأسهم SVA

27	5- مؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI
28	6- مؤشر العوائد الكلية لحملة الأسهم TSR
28	المطلب الثالث: العلاقة بين مؤشرات تقييم الأداء التقليدية والمؤشرات الحديثة
31	خلاصة الفصل الأول
32	الفصل الثاني: دراسة حالة عينة من مؤسسات القطاع الصيدلاني الجزائري
33	تمهيد
34	المبحث الأول: مدخل إلى المؤسسات محل الدراسة
34	المطلب الأول: التعريف بالمؤسسات ونشأتها
34	1- مؤسسة صيدال
38	2- مؤسسة الكندي
41	3- مؤسسة بيوفارم
44	المطلب الثاني: دراسة تطور عناصر جدول حسابات النتائج
44	1- دراسة تطور عناصر جدول حسابات النتائج لمؤسسة صيدال
46	2- دراسة تطور عناصر جدول حسابات النتائج لمؤسسة الكندي
48	3- دراسة تطور عناصر جدول حسابات النتائج لمؤسسة بيوفارم
49	المطلب الثالث: تشخيص الوضعية المالية للمؤسسات محل الدراسة
49	1- تشخيص الوضعية المالية لمؤسسة صيدال
55	2- تشخيص الوضعية المالية لمؤسسة الكندي
59	3- تشخيص الوضعية المالية لمؤسسة بيوفارم
66	المبحث الثاني: تحديد وحساب متغيرات الدراسة
66	المطلب الأول: نموذج DUPONT
66	1- مؤسسة صيدال
68	2- مؤسسة الكندي
70	3- مؤسسة بيوفارم
71	المطلب الثاني: القيمة الإقتصادية المضافة EVA
71	1- مؤسسة صيدال
77	2- مؤسسة الكندي
81	3- مؤسسة بيوفارم

86	المطلب الثالث: العلاقة بين متغيرات الدراسة
86	1- مؤسسة صيدال
87	2- مؤسسة الكندي
88	3- مؤسسة بيوفارم
90	خلاصة الفصل الثاني
91	الخاتمة
95	قائمة المراجع

فهرس
الأشكال

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
11	مرکبات معدل العائد على حقوق الملكية	01-01
21	مصادر خلق القيمة في المؤسسة	02-01
37	الهيكل التنظيمي لمؤسسة صيدال	01-02
41	الهيكل التنظيمي لمؤسسة الكندي	02-02
44	الهيكل التنظيمي لمؤسسة بيوفارم	03-02
46	منحنى بياني يوضح تطور عناصر جدول حساب النتائج لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)	04-02
47	منحنى بياني يوضح تطور عناصر جدول حساب النتائج لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)	05-02
49	منحنى بياني يوضح تطور عناصر جدول حساب النتائج لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)	06-02
51	منحنى بياني يوضح تطور مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)	07-02
56	منحنى بياني يوضح تطور مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)	08-02
61	منحنى بياني يوضح تطور مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)	09-02
68	منحنى بياني يوضح تطور ROA و ROE لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)	10-02
69	منحنى بياني يوضح تطور ROA و ROE لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)	11-02
71	منحنى بياني يوضح تطور ROA و ROE لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)	12-02
73	منحنى بياني يوضح تطور التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)	13-02
74	منحنى بياني يوضح تطور رأس المال المستثمر لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)	14-02
75	منحنى بياني يوضح تطور العائد في رأس المال المستثمر لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)	15-02
76	منحنى بياني يوضح تطور القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)	16-02

	(2019)	
78	منحى بياني يوضح تطور التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)	17-02
79	منحى بياني يوضح تطور رأس المال المستثمر لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)	18-02
80	منحى بياني يوضح تطور العائد في رأس المال المستثمر لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)	19-02
81	منحى بياني يوضح تطور القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)	20-02
82	منحى بياني يوضح تطور التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)	21-02
83	منحى بياني يوضح تطور رأس المال المستثمر لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)	22-02
84	منحى بياني يوضح تطور العائد في رأس المال المستثمر لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)	23-02
85	منحى بياني يوضح تطور القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)	24-02
86	منحى بياني يوضح تطور معدلي العائد على الإستثمار والعائد على حقوق الملكية لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)	25-02
86	منحى بياني يوضح تكور القيمة الاقتصادية لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)	26-02
87	منحى بياني يوضح تطور معدلي العائد على الإستثمار والعائد على حقوق الملكية لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)	27-02
87	منحى بياني يوضح تكور القيمة الاقتصادية لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)	28-02
88	منحى بياني يوضح تطور معدلي العائد على الإستثمار والعائد على حقوق الملكية لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)	29-02
88	منحى بياني يوضح تكور القيمة الاقتصادية لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)	30-02



فهرس
الجداول

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
39	التطور التاريخي للمؤسستين	01-02
45	عناصر جدول حساب النتائج لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)	02-02
46	عناصر جدول حساب النتائج لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)	03-02
48	عناصر جدول حساب النتائج لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)	04-02
50	مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)	05-02
52	نسب السيولة لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)	06-02
53	نسب الهيكلة لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)	07-02
54	نسب المديونية لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)	08-02
55	مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)	09-02
57	نسب السيولة لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)	10-02
58	نسب الهيكلة لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)	11-02
59	نسب المديونية لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)	12-02
60	مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)	13-02
61	نسب السيولة لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)	14-02
62	نسب الهيكلة لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)	15-02
63	نسب المديونية لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)	16-02
67	معدلي العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)	17-02
68	معدلي العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)	18-02
70	معدلي العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)	19-02
72	التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)	20-02
74	رأس المال المستثمر لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)	21-02
75	العائد على رأس المال المستثمر لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)	22-02
76	القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)	23-02
77	التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)	24-02

78	رأس المال المستثمر لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)	25-02
79	العائد على رأس المال المستثمر لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)	26-02
80	القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)	27-02
82	التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)	28-02
83	رأس المال المستثمر لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)	29-02
84	العائد على رأس المال المستثمر لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)	30-02
85	القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)	31-02

مقدمة

عمامة

يولي الباحثون، الدارسون والمستثمرون اهتماماً كبيراً للأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية، حيث يعدّ أحد المحددات الرئيسية لنجاحها. فعن طريق تقدير وتحليل الأداء المالي، يتسنى لنا قياس فعالية المؤسسة وكفاءتها في استغلال مواردها وإمكانياتها لتحقيق نتائج إيجابية وعوائد قصوى ممكنة تساعدها على تحقيق أهدافها. لذلك، تولي المؤسسات اهتماماً كبيراً لدراسة وتحليل وتقييم وضعيتها المالية.

في ظل تطور الأسواق المالية، أصبحت المؤسسات تسعى جاهدة لتحقيق مكانة لها في هذه الأسواق كون هذه الأخيرة تعكس قيمة المؤسسات وبالتالي يصبح هدف المؤسسة الرفع من قيمة أسهمها، مما يدفع القائمين على إدارة المؤسسة بالسعي نحو تحقيق أقصى قدر من المنفعة لملاك الأسهم، وهو الأمر الذي يفسر احتياج المؤسسة الدائم إلى تقييم مستوى نشاط أسهمها ومدى قدرتها على تحقيق أعلى عائد ممكن باستخدام مجموعة من المؤشرات.

تطورت المؤشرات المالية بالتوازي مع تطور أهداف المؤسسة من تحقيق الأرباح إلى خلق القيمة، حيث كان تقييم الأداء المالي في البداية يركز على العوائد والأرباح ويعتمد على المعلومات الداخلية المتاحة في القوائم المالية والتي تستند إلى المحاسبة. وعندما تحول الاهتمام نحو تعظيم قيمة المؤسسة، تم التحول من المفهوم المحاسبي إلى المفهوم الاقتصادي، الذي يأخذ في الاعتبار وجهة نظر السوق المالي كمنظور خارجي. هذا التحول دفع الباحثين والمهتمين إلى البحث عن بدائل للمؤشرات المالية التقليدية، والتي تكون أكثر فعالية في تحديد الربح الحقيقي وقياس قدرة المؤسسة على خلق القيمة وتعظيم ثروة الملاك، وقد ظهرت العديد من المؤشرات الحديثة التي تستخدم لهذا الغرض.

1. إشكالية الدراسة:

بناء على ما سبق يتبادر لنا طرح وصياغة الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة على النحو التالي:

كيف يساهم تقييم الأداء المالي بالاعتماد على نموذج DUPONT في التأثير على القيمة

الاقتصادية المضافة لعينة من المؤسسات الناشطة في قطاع الصناعة الصيدلانية في الجزائر؟

وينبثق من صميم هذا السؤال الأسئلة الفرعية التالية:



- فيما يتمثل نموذج DUPONT، وكيف يمكن استخدامه في تقييم الأداء المالي؟
- إلى أي مدى ساهمت مؤشرات خلق القيمة وخاصة القيمة الاقتصادية المضافة في تغطية قصور المؤشرات التقليدية من أجل تقييم الأداء المالي؟
- هل يساهم تحسين مكونات نموذج DUPONT في التأثير على القيمة الاقتصادية المضافة في المؤسسات محل الدراسة؟

2. فرضية الدراسة:

يمكن صياغة الفرضية الرئيسية للدراسة على النحو الآتي:

- تتأثر القيمة الاقتصادية المضافة من خلال استخدام نموذج DUPONT في تقييم الأداء المالي للمؤسسات الناشطة في قطاع الصناعة الصيدلانية في الجزائر.

كما يمكن الإجابة على التساؤلات الفرعية سابقة الذكر، بطرح الفرضيات التالية:

- نموذج DUPONT هو أداة تحليلية تركز على فهم أسباب الربحية وتقييم أداء المؤسسات الاقتصادية، ويتم استخدامه في تقييم الأداء المالي للمؤسسات بواسطة مكونين رئيسيين له؛
- تعتبر مؤشرات خلق القيمة مطلباً حيوياً وضرورياً لتحقيق أهداف المؤسسة على المدى البعيد؛
- يساهم تحسين مكونات نموذج DUPONT في التأثير على مؤشر خلق القيمة مقاساً بالقيمة الاقتصادية المضافة في المؤسسات محل الدراسة.

3. أهمية الدراسة:

تزداد أهمية هذه الدراسة نظراً لتغير التوجهات في تقييم الأداء المالي، حيث تأثرت هذه التقييمات بتحول هدف المؤسسات الاقتصادية من التركيز على تحقيق الأرباح إلى خلق القيمة. ويتم ذلك باستخدام نموذج DUPONT الذي يعتبر من أحد المؤشرات التقليدية لتقييم الأداء المالي والقيمة الاقتصادية المضافة التي تعد إحدى المؤشرات الحديثة.

4. أهداف الدراسة:

الهدف الرئيسي لهذه الدراسة هو اختبار قدرة المؤشرات التقليدية الممثلة بنموذج DUPONT في تقييم الأداء المالي لعينة من المؤسسات الناشطة في قطاع الصناعة الصيدلانية بالجزائر مقارنة بالمؤشرات الحديثة المستخدمة في خلق القيمة والمقاسة بالقيمة الاقتصادية المضافة، بالإضافة إلى تحديد الأهداف الفرعية التالية:

- توضيح أهمية تقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية للحصول على نظرة شاملة ودقيقة حول الوضع المالي للمؤسسة؛
 - مناقشة قصور المؤشرات التقليدية المستخدمة في تقييم الأداء المالي والدوافع التي أدت للانتقال إلى المؤشرات الحديثة؛
 - إبراز إمكانية الاستفادة من مؤشرات خلق القيمة الحديثة في تقييم الأداء المالي للمؤسسة.
5. دوافع اختيار الموضوع:

- الدوافع التي أدت بنا إلى اختيار هذا الموضوع:
- بحكم التخصص فالموضوع له علاقة مباشرة بتخصص مالية مؤسسة؛
- الانجذاب إلى الموضوع ومحاولة معالجته؛
- نقص الأبحاث في الموضوع خاصة في المكتبات الجامعية.

6. الدراسات السابقة:

هناك بعض الدراسات التي تناولت بعض جوانب الدراسة، نذكر منها:

- هواري سويسي، (2010)، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مقال منشور بمجلة الباحث.

هدف الباحث من خلال الدراسة إلى استعراض مؤشرات الأداء في سياقها التاريخي وتحليل ونقد مختلف هذه المؤشرات بما فيها الحديثة منها المعتمدة على القيمة، والتي لاقت شهرة كبيرة من خلال استعمالها وتسويقها من طرف مكاتب الاستشارة الدولية المتنبية لها. وقد خلص الباحث في دراسته لإيجابيات وحدود كل مؤشر، الأمر الذي يساعد في تبني النموذج المناسب لقياس أداء المؤسسة.

- حمزة رملي، (2018)، تقييم الأداء المالي لمؤسسات صناعة الأدوية بالاعتماد على معدلي العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول: دراسة مقارنة بين مؤسسة صيدال ومؤسسة بيوفارم، مقال منشور بمجلة البحوث الإدارية والاقتصادية.

هدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى قياس الأداء المالي لمؤسستين تنشطان في قطاع الصناعات الدوائية في الجزائر، تشتركان في كونهما مدرجتان في بورصة الجزائر، وتختلفان في نوع الملكية. وقد اعتمد على مؤشرين هما: معدل العائد على حقوق الملكية ROE، ومعدل العائد على الأصول ROA

وذلك للأهمية الكبرى لهذين المعدلين في التعبير عن الأداء المالي. وقد خلصت الدراسة إلى وجود فروق بين أداء المجمعين وفق المؤشرين المستخدمين، كما توصل إلى عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لاختلاف القطاع (عمومي وخاص) على أداء المجمعين وفق مؤشري العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول.

○ أمال لعقون، (2021)، خلق القيمة في المؤسسة باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة: دراسة حالة مؤسسة الأوراسي 2002-2019، مقال منشور بمجلة دراسات اقتصادية.

هدفت الباحثة من خلال الدراسة إلى معرفة تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على قيمة مؤسسة الأوراسي خلال الفترة 2002-2019. واستخدمت في غرض تحقيق الأهداف المنشودة نموذج VECM باستعمال برنامج Eviews10، وقد خلص البحث إلى النتائج التالية: وجود علاقة تكامل مشترك بين EVA وقيمة المؤسسة، وأن مؤسسة الأوراسي قادرة على خلق قيمة لمساهميها ولكل الأطراف ذات مصلحة خلال أغلب سنوات الدراسة، وهذا ما يؤكد حسن الأداء المالي لمؤسسة الأوراسي.

○ دنيا جرمان، (2021)، دور نموذج DUPONT في تقييم الأداء المالي للمؤسسة: دراسة حالة بمؤسسة ملبنة الكاهنة أم البواقي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر.

هدفت الباحثة من خلال الدراسة إلى معالجة موضوع تقييم الأداء في المؤسسات الاقتصادية، وإشكالية تقييمه، بالتركيز على مؤشرات نموذج DUPONT للعائد على حقوق الملكية. وتوصلت من خلال بحثها إلى نتيجة مفادها أن لنموذج DUPONT دور هام في تقييم أداء المؤسسات، حيث كان الأداء المالي للمؤسسة محل الدراسة ضعيف نوعا ما يدل على عدم كفاءة مسيري المؤسسة في إدارة مواردها المالية.

من خلال تحليل الدراسات السابقة، اكتشفنا أن دراستنا الحالية تتميز بعدة جوانب مختلفة عن الدراسات السابقة. فمن بين الاختلافات الرئيسية ما تعلق بعينة الدراسة، حيث تركز دراستنا على مؤسسات: صيدال، الكندي وبيو فارم. كما تمت معالجة الدراسة في الفترة من سنة 2014 إلى 2019. بالإضافة إلى ذلك، استخدمنا أدوات تحليل مختلفة لمعالجة الموضوع. ففي الدراسات السابقة، تم دراسة كل متغير بشكل منفصل وتأثيره على تقييم الأداء المالي وخلق القيمة. ومن ناحية أخرى، تميزت دراستنا الحالية بجمع المؤشرات التقليدية (DUPONT) والحديثة (EVA) لتقييم الأداء المالي وتحليل العلاقة بينهما.



7. منهج الدراسة:

لضمان وضوح المفاهيم واحتواء جميع جوانب الموضوع، اخترنا في هذه الدراسة الاعتماد على المنهج الوصفي في الجانب النظري من الدراسة، وذلك لتبسيط المفاهيم. كما قمنا باستخدام المنهج التحليلي لتحليل وتفسير البيانات والمعلومات المالية المتعلقة بالمؤسسات المدروسة، وتوضيح وضعيتها المالية.

8. حدود الدراسة:

اقتصرت الدراسة على استخدام مؤشرات تقييم الأداء المالي ممثلة في المؤشرات التقليدية خاصة نموذج DUPONT، والحديثة خاصة EVA، وذلك بدراسة حالة لثلاث مؤسسات اقتصادية عاملة بالقطاع الصيدلاني الجزائري وهي: صيدال، بيوفارم والكندي. حيث تم الاعتماد على القوائم المالية للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2014-2019).

9. أدوات الدراسة:

لتعزيز هذه الدراسة، قمنا باستخدام معلومات القوائم المالية لثلاث مؤسسات، والتي تتضمن الميزانيات المالية وجداول حسابات النتائج، كما استخدمنا مجموعة من أدوات البحث العلمي، بما في ذلك الجدول والمنحنيات، بالإضافة إلى إجراء مقابلة مع مسؤول مالي في إحدى المؤسسات المدروسة.

10. التوثيق العلمي:

في هذه الدراسة، اعتمدنا على مجموعة من المصادر والمراجع العلمية، حيث استندنا في الجانب النظري على:

- الكتب (عربية وأجنبية)؛
 - أطروحات ورسائل علمية؛
 - مقالات منشورة في مجلات علمية؛
 - ملتقيات وطنية.
- أما في الجانب التطبيقي فقد اعتمدنا على:
- القوائم المالية المتمثلة في الميزانيات المالية وجدول حسابات النتائج.

11. محتويات الدراسة

بهدف تحقيق الأهداف المحددة وضمان تغطية الجوانب اللازمة والإجابة على الإشكالية المطروحة، تم تقسيم هذه الدراسة إلى فصلين كما يلي:

الفصل الأول تم تقسيمه إلى مبحثين: يتعلق المبحث الأول: بمعالجة المفاهيم النظرية للأداء المالي وأهمية تقييمه والعوامل المؤثرة فيه، كما عالج مؤشرات تقييم الأداء المالي التقليدية والمتمثلة في نموذج DUPONT وتم توضيح أوجه القصور فيه. أما المبحث الثاني: فتناول ظهور المدخل القيمي للأداء المالي، ومختلف مؤشرات تقييم الأداء المالي الحديثة.

أما الفصل الثاني فقمنا بتقسيمه أيضا إلى مبحثين: خصص المبحث الأول للتعريف بالمؤسسات محل الدراسة ومهامها وهيكلها التنظيمي، وكذا وضعيتها المالية. في حين أن المبحث الثاني: فقمنا من خلاله بتقييم الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة، وذلك من خلال مؤشر نموذج DUPONT ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

12. صعوبات الدراسة

تتمثل الصعوبات التي واجهناها أثناء إعداد البحث في:

- صعوبة تجاوب المؤسسات الاقتصادية معنا وتقديم المعلومات المالية بحجة أنها سرية؛
- عدم القدرة على جمع أكبر قدر ممكن من البيانات المتعلقة بالسنوات السابقة لذلك تم الاكتفاء بـ 6 سنوات.

الفصل الأول:

الإطار النظري لتقييم

الأداء المالي وقيمة

المؤسسة الاقتصادية

تسعى المؤسسة باعتبارها وحدة اقتصادية متجانسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف المتكاملة التي تسمح لها بتحقيق أداء مالي يعكس مدى استغلالها لمواردها المتاحة بشكل مثالي، فضلا عن مدى قدرتها على توفر الموارد المالية وكيفية الحفاظ عليها، فمن بين أهم الأهداف التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها هي المحافظة على السيولة المالية واليسر المالي، والحفاظ على التوازن المالي وتحقيق أعلى مستوى من المردودية بشكل يسمح لها بتعظيم قيمتها وخلق قيمة إضافية للمساهمين. حيث تعتبر عملية تقييم الأداء المالي للمؤسسة وسيلة ناجعة لتحديد مستوى أدائها والحكم على ما تم تحقيقه بالاعتماد على مجموعة من المقاييس والمؤشرات الموضوعية التقليدية والحديثة. وعليه سنحاول من خلال هذا الفصل التطرق إلى الجانب النظري بما فيه من المفاهيم المتعلقة بالأداء المالي وتقييمه وأهم مؤشرات التقليدية والحديثة.

المبحث الأول: مدخل إلى تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

يحتل تقييم الأداء المالي مكانة بالغة الأهمية في غالبية الاقتصاديات، حيث ركزت عليه الكثير من الدراسات والأبحاث المحاسبية والإدارية لكونه من العمليات الأساسية التي تسعى إلى ضرورة الحصول وتحقيق العوائد القصوى وديمومة واستمرار نشاط المؤسسة ونموها وتطورها.

المطلب الأول: ماهية تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية:

قبل التطرق إلى تقييم الأداء المالي لا بد أن نتطرق أولاً إلى الأداء المالي.

1. الأداء المالي:

الأداء المالي هو أحد الأنواع الأساسية للأداء في المؤسسة والذي له أهمية بالغة في تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة من أجل معرفة قدرتها على تحقيق أهدافها، وسيتم في هذا الجزء التطرق إلى مفهوم الأداء المالي وأهميته وكذلك الجهات المستفيدة من دراسته.

1.1 تعريف الأداء المالي:

عرّف الأداء المالي على أنه تشخيص الصحة المالية للمؤسسة لمعرفة مدى قدرتها على إنشاء القيمة المضافة ومواجهة المستقبل من خلال الاعتماد على الميزانية المالية وجدول النتائج وكذلك باقي القوائم المالية، ولكن لا جدوى من ذلك إذا لم يؤخذ الظرف الاقتصادي والقطاع الصناعي الذي تنتمي إليه المؤسسة النشطة في الدراسة، وعلى هذا الأساس فإن تشخيص الأداء يتم بمعاينة المردودية الاقتصادية للمؤسسة ومعدل نمو الأرباح¹. كما يعرف بأنه المفهوم الضيق لأداء المؤسسات حيث يركز على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى انجاز الأهداف، ويعبر الأداء المالي عن أداء المؤسسات كونه الداعم الأساسي للأعمال المختلفة التي تمارسها المؤسسة، ويساهم في إتاحة الموارد المالية وتزويد المؤسسة بفرص استثمارية في ميادين الأداء المختلفة والتي تساعد على تلبية احتياجات أصحاب المصالح وتحقيق أهدافهم².

¹ السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، الطبعة الأولى، دار المريخ للنشر، الرياض، 2002، ص 37.

² محمود محمد الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 45.

وعليه يمكن اعطاء تعريف للأداء المالي بأنه رؤية موضوعية لمستوى أداء المؤسسة من خلال صيغ ملموسة ذات قيم عددية وكمية.

1.2 أهمية الأداء المالي:

تتبع أهمية الأداء المالي بشكل عام في أنه يهدف إلى تقييم أداء المؤسسة من عدة زوايا وبطريقة تخدم مستخدمي البيانات لتحديد جوانب القوة والضعف، وبشكل خاص في عملية متابعة أعمال المؤسسة وتفحص سلوكها ومراقبة أوضاعها وتقييم مستوياتها.

وبشكل عام يمكن حصر أهمية الأداء المالي في أنه يلقي الضوء على:¹

- تقييم ربحية المؤسسة؛
- تقييم سيولة المؤسسة؛
- تقييم تطور نشاط المؤسسة؛
- تقييم مديونية المؤسسة.

1.3 الجهات المستفيدة من دراسة الأداء المالي:

هناك العديد من الجهات المستفيدة من دراسة الأداء المالي للمؤسسة وهي:²

- إدارة المؤسسة؛
- ملاك المؤسسة والمستثمرين الحاليين والمتوقعين في المستقبل؛
- دائنو المؤسسة ومنهم البنوك؛
- الجهات الحكومية وأجهزة الرقابة والضريبة والنقابات؛
- مراكز الدراسات والبحوث؛
- البورصات وأسواق المال؛
- الجامعات والمعاهد والصحف والجرائد والمجلات؛
- شركات التأمين.

¹ نفس المرجع، ص 47.

² وائل رفعت خليل، أساسيات الإدارة المالية، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2018، ص 190.

2. تقييم الأداء المالي:

بعد التطرق إلى الأداء المالي، سنتعرض في هذا الجزء إلى مفهوم تقييم الأداء المالي والأهمية التي يحظى بها ومن ثم التعرف على مختلف الدوافع أو الأهداف التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها من خلال تطبيقه.

2.1. تعريف تقييم الأداء المالي:

يعرّف تقييم الأداء المالي على أنه قياس للنتائج المحققة أو المنتظرة على ضوء معايير محددة سلفا لتحديد ما يمكن قياسه، ومن ثم مدى تحقيق الأهداف لمعرفة مستوى الفعالية وتحديد الأهمية النسبية بين النتائج والموارد المستخدمة مما يسمح بالحكم على درجة الكفاءة¹.

كما يعرف بأنه استخدام المؤشرات المالية التي يفترض أنها تعكس تحقيق الأهداف الاقتصادية أو ذلك النظام الذي يساعد الإداريين على معرفة مدى التقدم الذي تحززه المؤسسة في تحقيق أهدافها، وفي تحديد بعض مجالات التنفيذ التي تحتاج إلى عناية واهتمام أكبر².

مما سبق يمكن تعريف تقييم الأداء المالي على أنه فحص دقيق للأداء المالي المحقق من قبل المؤسسة لمعرفة مدى قدرتها على استغلال ما لديها من موارد بأفضل صورة وتحقيق الأهداف الموضوعية كما هو مخطط لها.

2.2. أهمية تقييم الأداء المالي:

تكمن أهمية تقييم الأداء المالي عموما على تحقيق الأغراض التالية³:

أ. تقييم نشاط المؤسسة الاقتصادية بشكل عام من خلال:

- تقييم نتيجة نشاط المؤسسة من حيث الربح أو الخسارة خلال فترات مالية معينة؛
- تقييم المركز المالي للمؤسسة الاقتصادية في تاريخ معين؛
- مقارنة البيانات والمعلومات الفعلية مع المخطط لها.

ب. يساعد تقييم الأداء المالي الإدارة المالية في إعداد الخطط السنوية اللازمة؛

¹ عبد الغني دادن، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 4، 2006، ص 34.

² شلال بن نذير، مراقبة التسيير كآلية لحوكمة المؤسسات وتفعيل الابداع، مداخلة للمشاركة في المؤتمر الوطني الأول حول مراقبة التسيير كآلية لحوكمة المؤسسات وتفعيل الابداع جامعة البليدة 02، مخبر البحث حول الابداع وتغير المنظمات والمؤسسات، الجزائر، 2017/04/25، ص 6.

³ حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات، دار الصفاء للنشر والتوزيع، 1998، ص 43.

ت. يساعد تقييم الأداء المالي الإدارة المالية في عملية الرقابة واتخاذ القرارات اللازمة لتصحيح الانحرافات عند وقوعها؛

ث. يساعد تقييم الأداء المالي المؤسسة في إعطاء صورة عن علاقتها مع المؤسسات الأخرى؛

ج. يساعد تقييم الأداء المالي على اكتشاف الفرص الاستثمارية؛

ح. تتعرض الكثير من المؤسسات إلى الفشل وهذا نتيجة لسوء تسيير الإدارة المالية، ويأتي دور تقييم الأداء المالي لدراسة هذه المشاكل وتقديم النصح والاستشارة لمعالجتها.

2. 3 دوافع تقييم الأداء المالي:

تعد عملية تقييم الأداء المالي وسيلة تهدف للوقوف على قيمة المؤسسة وذلك لأغراض مختلفة يمكن إبراز أهمها على النحو التالي:¹

- الحيازة أو التنازل الكلي للمؤسسة؛
- شراء وبيع الأوراق المالية للمستثمرين الماليين في إطار تسيير المحافظ الاستثمارية؛
- إعادة تقييم الميزانية للوقوف على حقيقتها لفائدة الأطراف ذوي المصلحة؛
- الاندماج بين المؤسسات أو التقديم الجزئي للأصول؛
- الرفع في رأس مال المؤسسة لأجل تحديد سعر إصدار الأسهم الجديدة الذي ينبغي دفعه من طرف المساهمين الجدد؛
- إعادة هيكلة المؤسسة لغرض تخفيض التكاليف وتحسين مستوى التعاون؛
- خصخصة المؤسسات؛
- تصفية المؤسسة عند إفلاسها.

المطلب الثاني: خطوات ومصادر معلومات تقييم الأداء المالي

يعتبر الكثير من المختصين أن تقييم الأداء المالي من أحد أهم فروع التحليل المالي، وهو يقوم على أساس منهجي منظم كباقي الوظائف المالية الأخرى، فعملية تقييم الأداء المالي لا يمكن أن تقوم إلا من خلال اتباع

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، عبد الرحمن ذهبيبة، التسيير المالي، الطبعة الثالثة، الجزء الأول، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2020، ص 523.

خطوات، ولا يمكن أن تتحقق إلا من خلال الحصول على مصادر موثوقة للمعلومات، وسيتم في هذا المطلب عرض خطوات عملية تقييم الأداء المالي، ومن ثم مصادر معلومات عملية تقييم الأداء المالي.

1. خطوات تقييم الأداء المالي:

يمكن تلخيص عملية تقييم الأداء المالي بالخطوات التالية:¹

- الحصول على مجموعة القوائم المالية السنوية وقائمة الدخل، حيث أن من خطوات الأداء المالي اعداد الموازنات والقوائم المالية والتقارير السنوية المتعلقة بأداء المؤسسات خلال فترة زمنية معينة؛
- احتساب مقاييس مختلفة لتقييم الأداء مثل نسب الربحية والسيولة والنشاط والرفع المالي والتوزيعات، وتتم بإعداد واختيار الأدوات المالية التي ستستخدم في عملية تقييم الأداء المالي؛
- دراسة وتقييم النسب، وبعد استخراج النتائج يتم معرفة الانحرافات والفروقات، وبواطن الضعف بالأداء المالي الفعلي من خلال مقارنته بالأداء المتوقع أو مقارنته بأداء المؤسسات التي تعمل في نفس القطاع؛
- وضع التوصيات الملائمة معتمدين على عملية تقويم الأداء المالي من خلال النسب، بعد معرفة أسباب هاته الفروقات وأثرها على المؤسسات للتعامل معها ومعالجتها.

2. مصادر معلومات تقييم الأداء المالي:

تعتبر عملية جمع المعلومات أول مرحلة من مراحل عملية تقييم الأداء المالي، فيشترط أن تكون المعلومات ذات جودة وتتميز بالمصداقية والموثوقية وفي الوقت المناسب، ولقد تعددت مصادر المعلومات فتقسم إلى مصادر داخلية ومصادر خارجية كالتالي:

1.2 المصادر الخارجية:

تحصل المؤسسة على هذا النوع من المعلومات من محيطها الخارجي، ويمكن تصنيفها إلى نوعين من المعلومات:²

¹ محمود محمد الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 51.

² دنيا جرمان، دور نموذج Dupont في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة بمؤسسة ملبنة الكاهنة أم البواقي-

مذكرة مقدمة ضمن نيل متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، تخصص محاسبة، قسم مالية ومحاسبة، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي،

2021/2020، ص 22.

أ. **المعلومات العامة:** ترتبط بالظروف الاقتصادية حيث تبين الوضعية العامة للاقتصاد في فترة زمنية محددة، حيث أن سبب اهتمام المؤسسة بهذا النوع من المعلومات هو تأثير نتائجها بطبيعة الحالة الاقتصادية للمحيط كالتضخم والتدهور الاقتصادي...، كما تساعد هذه المعلومات المؤسسة على تفسير نتائجها ومعرفة حقيقتها.

ب. **المعلومات القطاعية:** تقوم بعض المنظمات المتخصصة بجمع المعلومات الخاصة بالقطاع ونشرها لاستفيد منها المؤسسات في اجراء مختلف الدراسات المالية والاقتصادية. هذا النوع من المعلومات عموما تتحصل عليه المؤسسة من إحدى الأطراف التالية: النقابات المهنية، النشرات الاقتصادية، المجالات المتخصصة، بعض المواقع على الأنترنت...

2.2 المصادر الداخلية:

تمثل المعلومات الداخلية المستعملة في تقييم الأداء في المعلومات التي تقدمها مصلحة المحاسبة والمتمثلة في مخرجات النظام المحاسبي وتشكل من¹:

أ. **الميزانية:** تصف الميزانية بصفة منفصلة عناصر الأصول وعناصر الخصوم، وتبرز بصورة منفصلة على الأقل الفصول الآتية، عند وجود عمليات تتعلق بهذه الفصول:

- في الأصول: التثبيتات المعنوية، التثبيتات العينية، اهتلاكات، المساهمات، الأصول المالية، المخزونات، أصول الضريبة، خزينة الأموال الإيجابية ومعادلات الخزينة الإيجابية.
- في الخصوم: رؤوس الأموال الخاصة، الخصوم الغير جارية، الموردون والدائنون الآخرون، خصوم الضريبة، المرصودات للأعباء وللخصوم المماثلة، خزينة الأموال السلبية ومعادلات الخزينة السلبية.

ب. **جدول حساب النتائج:** هو بيان ملخص للأعباء والمنتوجات المنجزة من الكيان خلال السنة المالية. ولا يأخذ في الحساب تاريخ التحصيل أو تاريخ السحب. ويبرز بالتمييز النتيجة الصافية للسنة المالية الربح/الكسب أو الخسارة.

ج. **جدول سيولة الخزينة:** الهدف من جدول سيولة الخزينة هو إعطاء مستعملي الكشوف المالية أساسا لتقييم مدى قدرة الكيان على توليد الأموال ونظائرها وكذلك المعلومات بشأن استخدام هذه السيولة المالية. كما يقدم جدول سيولة الخزينة مداخيل ومخارج الموجودات المالية الحاصلة أثناء السنة المالية حسب منشئها.

¹ قرار مؤخر في 23 رجب عام 1429 الموافق لـ 26 يوليو سنة 2008، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 19، الصادرة بتاريخ 25 مارس، 2009، ص 23-

د. **جدول تغير الأموال الخاصة:** يشكل جدول تغير الأموال الخاصة تحليلاً للحركات التي أثرت في كل فصل من الفصول التي تتشكل منها رؤوس الأموال الخاصة للكيان خلال السنة المالية. والمعلومات الدنيا المطلوب تقديمها في الجدول تخص الحركات المرتبطة بالنتيجة الصافية للسنة المالية، تغييرات الطريقة المحاسبية وتصحيحات الأخطاء المسجل تأثيرها مباشرة كرؤوس الأموال، المنتوجات والأعباء الأخرى المسجلة مباشرة في رؤوس الأموال الخاصة، عمليات الرسملة، توزيع النتيجة والتخصيصات المقررة خلال السنة المالية.

هـ. **ملحق الكشوف المالية:** يشتمل على معلومات تخص النقاط الآتية:

- القواعد والطرق المحاسبية المعتمدة لمسك المحاسبة وإعداد الكشوف المالية؛
- مكملات الإعلام الضرورية لحسن فهم الميزانية، جدول حساب النتائج،... وغيرها؛
- المعلومات ذات الطابع العام أو التي تعني بعض العمليات الخاصة للضرورة للحصول على صورة وفيّة؛
- تكون الملاحظات الملحقة بالكشوف المالية موضوع تقديم منظم؛
- عدم ضرورة إجراء أي تصحيح في حال طرأ حادث عقب تاريخ إقفال السنة المالية ولم يؤثر في وضع الأصل أو الخصم بالنسبة للفترة السابقة للإقفال.¹

المطلب الثالث: طرق وأساليب تقييم الأداء المالي

توجد العديد من الطرق والأساليب الفنية التي يستخدمها المحلل المالي من أجل الوصول إلى مؤشرات معينة أثناء عملية التقييم، وهذه الطرق والأساليب منها ما هو تقليدي تشكل مع بداية المعرفة ومنها ما هو حديث تشكل مع تطور العلوم الأخرى كالرياضيات، الإحصاء.... وتنقسم هذه الطرق والأساليب كالتالي:

- **طرق وأساليب تقليدية:** تتضمن العديد من الأساليب من أبرزها مؤشرات التوازن المالي، أسلوب النسب المالية، وأسلوب تحليل ديون.
- **طرق وأساليب حديثة:** تتشكل من: أساليب إحصائية، وأساليب رياضية: كطريقة الارتباط والانحدار، وطريقة البرامج الخطية، والمصفوفات الخطية والموجهة، القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية المضافة، العائد الإجمالي للسهم،....

¹ نفس المرجع، ص ص 26-27.

الأسلوب المعتمد في هذه الدراسة هو من الأساليب التقليدية المذكورة أعلاه، والمتمثل في التحليل باستعمال نموذج ديون الذي يسمح لنا بالتقييم الجيد للأداء المالي للمؤسسة. وبالتالي سنتطرق إليه في الجزء الموالي من خلال تناول مختلف تعاريفه وتوضيحه في شكل، بالإضافة إلى تحليل النموذج وأهميته وكذا تقييمه (إيجابيات وسلبيات).

1. مفاهيم أساسية حول نموذج ديون:

بدأ استخدام هذا النموذج في بداية القرن العشرين وسمي نسبة إلى الشركة الأمريكية التي ابتكرته Dupont corporation، حيث اقتصر في بادئ الأمر على قياس معدل العائد على الاستثمار من خلال اشتقاقه نسبتين: تعبر النسبة الأولى عن كفاءة الإدارة بتحقيق الأرباح وهي نسبة صافي الربح إلى إجمالي المبيعات، أما النسبة الثانية فهي تعبر عن كفاءة الإدارة في استخدام موجوداتها وهي نسبة صافي المبيعات إلى إجمالي الموجودات. وطور بعد ذلك في السبعينات ليهتم بالقياس الدقيق للعائد على حقوق الملكية بإضافة نسبة ثالثة تتمثل في الرفع المالي¹. يمكن تعريف نموذج ديون على أنه: أسلوب قوي لتوضيح الترابط بين بيان دخل المؤسسة وميزانيتها العامة، ولتطوير استراتيجيات مباشرة لتحسين العائد على حقوق الملكية للمؤسسة. توفر هوية ديون طريقة ممتازة للحصول على نظرة سريعة للأداء العام للمؤسسة². كما يعرف بأنه طريقة شائعة ومباشرة لتقييم العوامل التي تؤثر على الأداء المالي للمؤسسة وقد تم اعتماده على نطاق واسع في الممارسة منذ تطويره³.

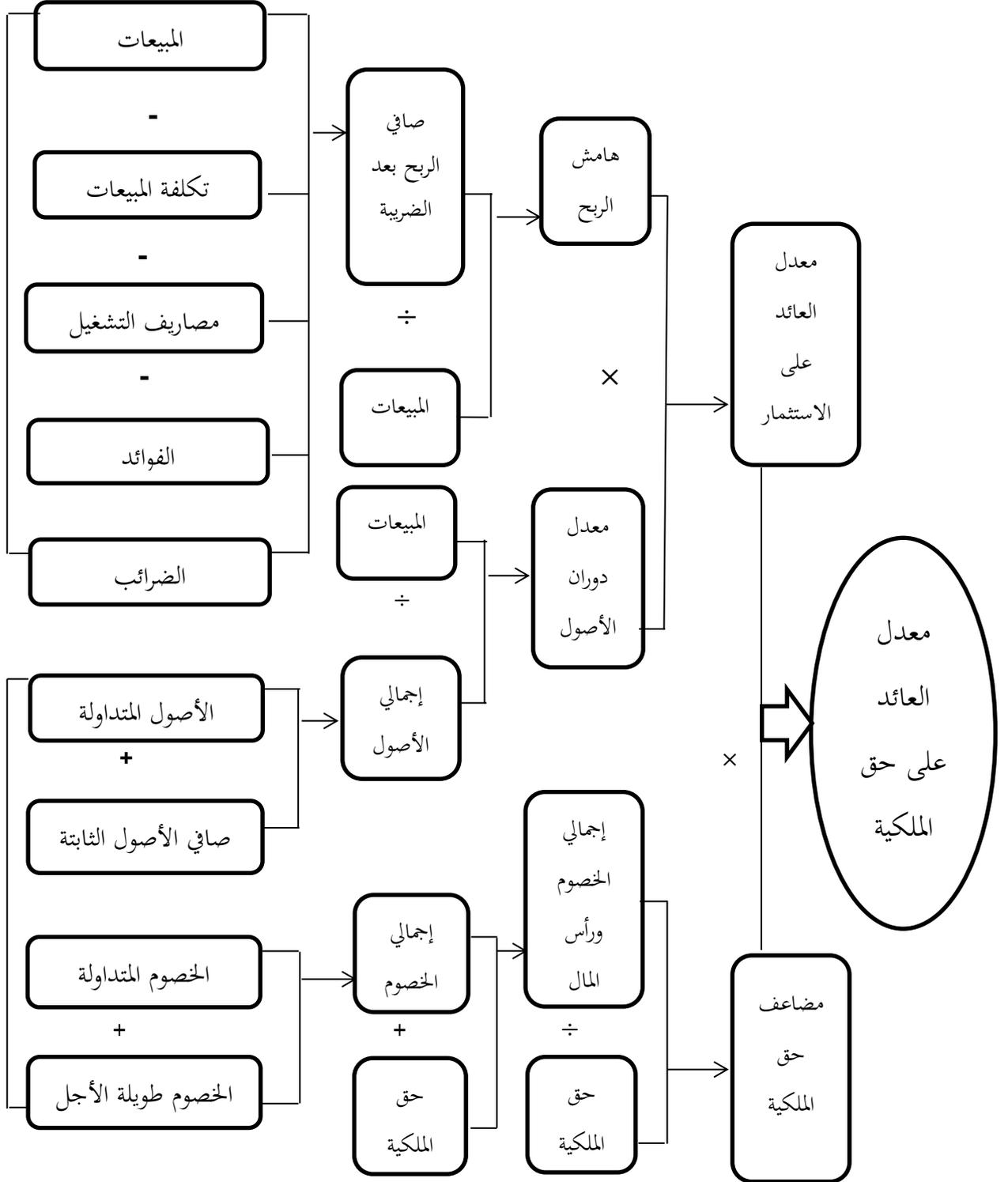
وبصفة عامة فإن نموذج ديون من الأساليب التحليلية المهمة التي تساعد في تحديد الترابط بين المتغيرات المالية المؤثرة في نسبة صافي الربح إلى حق الملكية. ويمكن توضيحه بدقة من خلال الشكل الآتي:

¹ حمزة رملي، تقييم الأداء المالي لمؤسسات صناعة الأدوية بالاعتماد على معدلي العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول - دراسة مقارنة بين مؤسسة صيدال ومؤسسة بيوفارم، مجلة البحوث الإدارية والاقتصادية، العدد 03، 2018، ص92.

² Ahsan Uddin Haider, **comparative analysis of financial efficiency of bank of Baroda and HDFC bank using DuPont model**, international journal of research in management economics and commerce, volume 06, Issue 08, August 2016, p10.

³ Kathryn change, **on the DuPont analysis in the health care industry**, journal of accounting and public policy, volume 33, Issue 01, January 2013, p03.

الشكل رقم (01-01): مركبات معدل العائد على حقوق الملكية.



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على محمود عزت اللحام وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، دار الاعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، 2016، ص 229.

2. تحليل نموذج ديون:

يوضح الشكل أعلاه أن نموذج ديون يجمع بين مكونات قائمة الدخل (جدول النتائج) ومكونات الميزانية العامة. حيث يلخص الجزء العلوي أنشطة قائمة الدخل، بينما الجزء الأسفل يلخص أنشطة الميزانية العامة المختلفة. وكما يتبين من الشكل أن نموذج ديون يربط كلا من:

- هامش الربح: يقيس أرباح المؤسسة على المبيعات؛
- معدل دوران الأصول الكلي: يشير إلى مدى كفاءة استخدام المؤسسة للأصول لتوليد المبيعات. وعليه فإن الناتج النهائي لهذين المؤشرين كالتالي:

معدل العائد على الأموال المستثمرة = هامش الربح × معدل دوران الأصول.

$$\frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{المبيعات}} \times \frac{\text{المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}} =$$

أو:

$$\frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{إجمالي الأصول}} =$$

أو:

إضافة إلى مضاعف حق الملكية الذي يعبر عن نسبة الأصول إلى حق الملكية، وصياغته كالتالي:

$$\frac{\text{إجمالي الخصوم ورأس المال}}{\text{حق الملكية}} = \text{مضاعف حق الملكية}$$

من خلال ربط هاته المتغيرات يتم حساب معدل العائد على حق الملكية كالاتي: ¹

¹ نفس المرجع، ص 230.

معدل العائد على حق الملكية = معدل العائد على الأموال المستثمرة × مضاعف حق الملكية

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{إجمالي الأصول}}{\text{حق الملكية}} \times \frac{\text{صافي الربح}}{\text{المبيعات}} \times \frac{\text{المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

فالتوسع في عرض المتغيرات التي تشكل معدل العائد على حقوق الملكية له أهميته التحليلية لمتخذي القرارات وحتى المستثمرين في أسهم المؤسسة. فالجزء الأول من المعادلة (إجمالي الأصول ÷ حق الملكية) يمكن النظر إليه على أنه مؤشر لحجم الرفع المالي في المؤسسة، فتغير النسبة بالارتفاع والانخفاض يحدد المدى الذي اعتمدته المؤسسة في اللجوء للاقتراض، فإذا ما ارتفعت النسبة دل ذلك على زيادة الرفع المالي من خلال الاعتماد على القروض والعكس في ذلك صحيح أيضاً.

أما الجزء الثاني من المعادلة (صافي الربح ÷ المبيعات) يعبر عن مستوى ربحية المبيعات ممثلة بنسبة الهامش وبافتراض أن صافي الربح يتولد من العمليات التشغيلية فقط.

في حين يعبر الجزء الثالث من المعادلة (المبيعات ÷ إجمالي الأصول) عن دوران الأصول، أي مؤشر لإنتاجية دينار واحد من الأصول في خلق المبيعات.

وهو ما يعكس استخدام نسب النشاط لقياس مقدار المبيعات المتحققة من استخدام دينار واحد مستثمر في كل أصل من أصول المؤسسة. فالقيمة العالية لنسب النشاط تعكس الزيادة في المبيعات عن كل دينار مستثمر في حين النسب المنخفضة تشير عكس ذلك تماماً.¹

3. أهمية نموذج ديون:

ترجع أهمية نموذج ديون إلى أنه يقدم صورة متكاملة لجميع الأبعاد المالية للمؤسسة بما يساعد في قياس فاعلية المؤسسة وتحديد جوانب قوتها أو مجالات ضعفها، وارتفاعه أو انخفاضه سوف يمكن المحلل من تحديد مجموعة العوامل التي تؤثر في ارتفاعه أو تسبب في انخفاضه، كما أنه يتصف بالبساطة والشمول في نفس الوقت.²

¹ حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، الطبعة الثانية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص 215-216.

² محمود عزت اللحام وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 227.

4. إيجابيات وسلبيات نموذج ديون

1.4 الإيجابيات: يحقق نموذج ديون العديد من الإيجابيات يمكن إيجازها في:

- يسمح نموذج ديون بالتحقق ما إذا كانت المؤسسة قادرة على استخدام الدين بفعالية لدفع أرباح أقوى وكذلك كيف تتجه الهوامش ودوران الأصول بمرور الوقت؛
- يتميز بأنه الأساس في ضمان ما يعرف بربحية الاستثمار أي ربحية الدينار الواحد المستثمر في المؤسسة؛
- يعد وسيلة ممتازة لتحديد نقاط القوة والضعف للمؤسسة؛
- يسمح بتحليل كل نسبة مالية تستخدم في هذا النموذج للحصول على رؤية أعمق لمصادر الضعف ومن ثم اتخاذ الاجراءات اللازمة لتحسين نسبة العائد؛
- توضح معادلة النموذج كيف ان الربحية ومعدل دوران الأصول واستخدام الديون تتفاعل فيما بينها لتحديد العائد.

2.4 السلبيات: على الرغم من الإيجابيات التي يحققها نموذج ديون للمؤسسة إلا أن له جملة من السلبيات التي

تكمن في: ¹

- يستخدم البيانات المحاسبية التي تم التصريح بها في القوائم المالية والتي قد لا تكون بعضها دقيقة فلا تزال هناك مشاكل محتملة إضافية؛
- يعمل هذا التحليل بشروط، فهو يعمل بشكل جيد للمقارنة بين المؤسسات التي لها نفس حجم العمل ونفس النشاط فقط.

من خلال ما تقدم عرضه نستخلص أن تقييم الأداء المالي هو عملية تحليلية تستخدم لقياس وتقييم أداء المؤسسات المالية وتقدير قدرتها على تحقيق الأرباح وتحقيق أهدافها المالية. يهدف تقييم الأداء المالي إلى تحليل وتقدير القوة المالية والصحة المالية للمؤسسة، وتوفير مؤشرات ومعايير مناسبة للتقييم من بينها نموذج ديون الذي

¹ دنيا جرمان، مرجع سبق ذكره، ص 33.

يعتبر أحد النماذج المستخدمة لتحليل الأداء المالي. ويعتمد هذا النموذج على فكرة تقسيم أداء المؤسسة إلى عوامل رئيسية تتفاعل مع بعضها البعض، يتكون النموذج من ثلاثة مؤشرات رئيسية: ربحية الأصول، هامش الربح الصافي، وتأثير استخدام الديون. باستخدام نموذج ديون، يمكن تحليل الأداء المالي بشكل شامل وفهم كيفية تأثير هذه المؤشرات الثلاثة على أداء المؤسسة بشكل متكامل، مما يساعد في اتخاذ القرارات المالية الاستراتيجية.

المبحث الثاني: مدخل إلى خلق القيمة

يحتل موضوع خلق القيمة مكانة مهمة في مراكز القيادة داخل المؤسسات فالربط بالقيمة أصبح ميزة مرتبطة بالمؤسسات الكبرى كمحاولة منها للانتقال بالوظيفة المالية من النشاط المحاسبي نحو النشاط الاقتصادي والذي يؤدي إلى تشكيل قيمة. حيث أصبحت المؤسسات تأخذ به كمؤشر نمطي في التقييم وكمقياس شامل يسهم في اتخاذ القرارات الاستراتيجية الشاملة والدائمة.

المطلب الأول: خلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية

يعتمد مفهوم خلق القيمة على القيمة المراد دراستها. عند إضافة مصطلح "خلق" إلى "القيمة"، يتم التأكيد على أن القيمة لا تنشأ من العدم. ومفهوم خلق القيمة يختلف وفقاً لطبيعة الدراسة وهدفها. يمكن استخدامه بشكل دقيق ومحدد أو بشكل عام وشامل.

1. مفهوم القيمة:

قبل الخوض في مسألة خلق القيمة لا بد أن نتناول أولاً القيمة كمفهوم، مع ذكر آلياتها ومن ثم الإشارة إلى مختلف أنواعها.

1.1. تعريف القيمة:

مصطلح القيمة تم تناوله في عدة دراسات ومجالات مختلفة، ويمكن تعريف القيمة بأنها: تلك الثروة الحقيقية التي اضافتها المؤسسة، وتبين مدى نجاح المؤسسة في عملية المزج بين عناصر الانتاج، حيث انه كلما كانت القيمة المضافة كبيرة كلما تحصلت المؤسسة على قيمة انتاج كبيرة وهو دليل على جودة ادارة المؤسسة ومدى استغلال عناصر الانتاج¹.

كما كتب في تعريف القيمة ما يلي: يجب ملاحظة أن كلمة القيمة لها معنيين مختلفين فهي تعني أحيانا منفعة شيء محدد، وأحيانا تعني الاختيار الذي تمنحه حياة هذا الشيء بشراء أشياء أخرى، ويمكننا تسمية الأولى بقيمة الاستعمال والأخرى قيمة الاستبدال².

¹ مبارك لسوس، التسيير المالي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 28.

² Bernard Guerrien, **Dictionnaire d'analyse économique**, La découverte, Paris, 1996, p 508-509.

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف القيمة بأنها تمثيل دليل للأداء العام للمؤسسة، وتقدم البصيرة اللازمة لاتخاذ اي قرار، وتعكس تقدير للخدمات المقدمة أو تقديم حل لمشكلة ما فيما يتعلق بتقدير الموارد التي ستخصص لها.

2.1 آليات القيمة:

تعتبر عملية تحديد أو إيجاد قيمة المؤسسة محدودة الدقة كونها تبنى على مجموعة الآراء والافتراضات المبنية أساسا على كفاءة المقيم، ولهذا فإن آلية التقييم تعتمد على الأساليب الموالية¹:

○ الاعتماد على ميزانية المؤسسة، من خلال القيام بمعادلة قيم الأصول والخصوم مع الأخذ بعين الاعتبار للاختلاف بين القيمة الدفترية والقيمة السوقية، مما يستدعي القيام ببعض التعديلات من أجل التقييم بأكثر دقة؛

○ يتم المقارنة بين المؤسسة محل التقييم مع مثيلاتها من المؤسسات والتي تكون قيمتها معروفة سلفا باستعمال إحدى طرق تحديد القيمة، ومن ثم استخدام مضاعف بالنسبة لأرباحها المحققة أو نسبة من رقم أعمالها خارج الضريبة؛

○ قد تستعمل التدفقات النقدية المخصومة للوصول إلى القيمة الحالية، والغرض الأساسي الذي تقوم عليه هذه الآلية هو أنه لا يهم المنتج الذي تنتجه المؤسسة لأن اعتقاد المستثمر الراسخ يتمثل في أنه طالما يحمل أوراق مالية للمؤسسة فإنه سيحصل على عائد من استثماره مستقبلا؛

○ قيم الأوراق المالية تعكس بدقة القيمة الحقيقية للمؤسسة في حال الكفاءة العالية للسوق المالي، وتقوم هذه الآلية على مبدأ كفاءة السوق.

3.1 أنواع القيمة:

يتم تحديد نوع القيمة حسب الزاوية التي ينظر لها، وحسب استخدامها وغايتها، من أهمها:

¹ عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير، جامعة منتوري - قسنطينة -، 2012/2011، ص 69.

أ. **القيمة السوقية:** هي المبلغ المعبر عنه نقداً أو بما يعادل النقد الذي يتم به انتقال ملكية أصل ما من بائع راغب إلى مشتري راغب، ويتوفر لدى كل منهما معلومات معقولة عن كافة الحقائق ذات الصلة ولا يخضع أي منهما لأي نوع من الإكراه¹.

ب. **القيمة الدفترية:** هي تلك القيمة الحسابية للأصل التي تشتق من حسابات المؤسسة أو المؤسسة التي يرتبط بها ذلك الأصل².

ت. **قيمة الزبون:** تعتمد هذه القيمة على فكرة الجودة المدركة، حيث تكون السلعة أو الخدمة ذات جودة عندما تلبي الاحتياجات الصريحة للعميل. ولا تقتصر الجودة على السمات الجوهرية للمنتج فقط بل تغطي أيضاً أبعاد الخدمات المقدمة والسعر والمرونة وما إلى ذلك، والهدف الرئيسي للمؤسسة هو تقديم منتجات عالية الجودة لربائنها مع التحكم في تكاليفها من أجل الحفاظ على هامش ربحها³.

ث. **قيمة التصفية:** تعرف بأنها المبلغ الصافي الممكن تحقيقه في حالة إنهاء أعمال المؤسسة وبيع أصولها كل على حدى والوفاء بالتزاماتها، والتصفية يمكن أن تكون إجبارية أو منظمة والفرق بين الاثنين يتمثل في الوقت المتاح للعثور على مشتري⁴.

ج. **القيمة التنافسية أو القيمة الاستراتيجية:** تتعلق بعلاقة المؤسسة ببيئتها، وخلق القيمة هنا ناتج عن اختيار الأنشطة وتوليفها من أجل خلق ميزة تنافسية. فالمؤسسة تخلق القيمة من خلال مهاراتها ومعرفتها لذلك فهي مهمة بتقييم ومراقبة كل رابط في سلسلة القيمة من أجل زيادة مزاياها التنافسية أو تطوير مزايا جديدة⁵.

2. مفهوم خلق القيمة:

يحتل موضوع خلق القيمة مكانة هامة داخل المؤسسات الاقتصادية، لذلك سيتم التعرف في هذا الجزء على مختلف المفاهيم الأساسية حول خلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية.

¹ طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، مصر، 2008، ص13.

² طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص119.

³ Florence Noguera, Djamel Khouatra, **Gestion des ressources humaines et création de valeur organisationnelle : concepts et outils de mesure** » Revue de gestion des ressources, Jul-Sep 2004, Edition ESKA, p 497.

⁴ طارق عبد العال، مرجع سبق ذكره، ص 19.

⁵ Florence Noguera, Djamel Khouatra, op.cit, p 498.

1.2 تعريف خلق القيمة:

إن تعدد أوجه "خلق القيمة" راجع إلى تعدد المستفيدين منها والمساهمين في تشكيلها، فهي نظام متكامل للمؤسسة يضم الجانب التنظيمي، ولكن نجده يستخدم بشكل أساسي للتعبير عن القيمة المستحدثة للمساهمين في شكلها المالي فحسب. وتتمكن المؤسسة من خلق قيمة للمستثمر إذا حققت فوائد للمساهمين أعلى من تكاليف الاستثمار¹.

وتعرف أيضا على أنها القيام بالأنشطة التي تزيد من قيمة السلع والخدمات. وبالنسبة للمساهمين فإن تحقيق مصالحهم من خلق القيمة يتمثل في زيادة حصتهم في المؤسسة. ولقد تغير مفهوم خلق القيمة، فقدما كان يشار إلى الأداء المالي للمؤسسة مؤشرا لخلق القيمة، أما حاليا فقد ظهر الاهتمام بأبعاد أخرى غير مالية لخلق القيمة بالنسبة للمؤسسة مثل الإبداع والعلامة التجارية وقدرة وكفاءة الإدارة والجوانب الاجتماعية والبيئية، وكل هذه الأبعاد تصب في زيادة الربحية في الأجل الطويل. وخلق القيمة لأصحاب المصالح وخاصة المستثمرين يتم من خلال توفير معلومات متكاملة وأكثر شفافية تمكنهم من اتخاذ قرارات سليمة².

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن خلق القيمة وتعظيمها يعتبر الهدف الأساسي لاستراتيجية المؤسسة ويستخدم بشكل أساسي للتعبير عن القيمة المستحدثة للمساهمين في شكلها المالي من خلال تحقيق فوائد أعلى من تكاليف الاستثمار، أما من منظور الزبائن فيقوم على الشئانية منفعة - سعر.

2.2 أهمية خلق القيمة:

يعتبر خلق القيمة محور اهتمام المؤسسات منذ أمد طويل، وأصبح بقاء المؤسسات مرهونا بمدى خلقها للقيمة لجميع الأطراف الآخذة وهم كل الأطراف التي يمكن أن تؤثر أو تتأثر بنشاط المؤسسة في إطار سعيها لتحقيق أهدافها والتمثلة في ست مجموعات رئيسية: المساهمون، الزبائن، الأفراد، الدائنون، الموردون، بقية الأطراف الأخرى. ولقد ارتبط خلق القيمة لمدة طويلة بالجوانب المالية في المؤسسة، حيث سعت هذه الأخيرة إلى خلق القيمة للمساهمين فحسب، لكن ورغم أهمية خلق القيمة للمساهمين إلا أن التركيز على هذا الهدف سيؤدي إلى

¹ Hicham sadok et autre, **La perception du capital immatériel par le marché financier marocain :une étude exploratoire**, working papers from departement of research, Ipag Business school, Econpapers,N°314, 2014, p 05.

² دونالد كيسو، جيرى ويجانت، تيري وارفيلد، المحاسبة المتوسطة نسخة المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، الجزء الثالث، ترجمة أحمد عبده الصباغ وآخرون، الاسكندرية-مصر، 2022، ص2544.

إهمال الأطراف الأخرى للمؤسسة وبالتالي يجب على المؤسسة أن تخلق القيمة لكل واحدة من هذه المجموعات وبالمقابل تسهم كل مجموعة في خلق القيمة للمؤسسة¹.

3.2 أهداف خلق القيمة:

يسعى المديرون من وراء خلق القيمة إلى 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 القيمة².

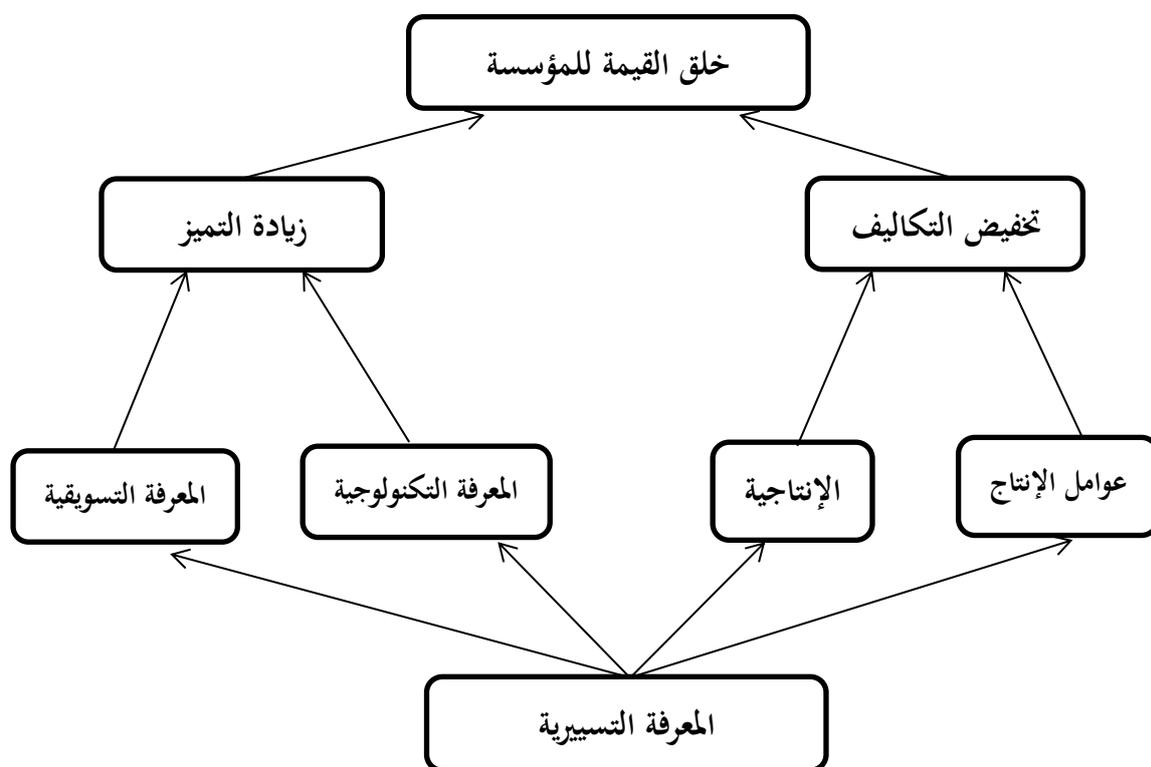
4.2 مصادر خلق القيمة:

من أجل خلق قيمة للمؤسسة هناك مصدرين إما زيادة التميز أو تخفيض التكاليف، ولكل منها يجب توفر دعائم أساسية تتضح في الشكل الموالي:

¹ هاشمي عباسية، الدور المحوري لتسيير الموارد البشرية في خلق القيمة لجميع الأطراف الآخذة، أبحاث اقتصادية وإدارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، العدد الثالث، جوان 2008، ص 105.

² امال لعقون، أمان يوسف، خلق القيمة في المؤسسة باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة -دراسة حالة مؤسسة الأوراسي 2002-2019، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 15، العدد 2، 2021، ص 238.

الشكل رقم (01-02): مصادر خلق القيمة في المؤسسة



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على وفاء ربيعي، آليات خلق القيمة ودورها في تعزيز المركز التنافسي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، قسم علوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945 قالمة، 2014، ص17.

من الشكل الموضّح أعلاه يمكن إبراز أهم مصادر خلق القيمة وهي¹:

أ. **زيادة التميز:** إن التميز ليس غاية في حد ذاته بل هو وسيلة لتحقيق الرضا، فقبل أن يكون التميز باعتباره الأداء الأحسن وسيلة لكسب الربح، فهو أداء لكسب احترام الغير ورضاهم.

وزيادة تميز المؤسسة عن منافسيها يتولد من خلال تفاعل محددات تساهم كل منها في خلق قيمة للمؤسسة، ومن أهمها نجد:

○ المعرفة التكنولوجية: اكتسابها والتحكم فيها أكثر من المنافسين يمكن المؤسسة من تحقيق ميزة أساسية وبالتالي التميز الذي يخلق لها القيمة؛

¹ المرجع نفسه، ص18.

- المعرفة التسويقية: لا تقل أهمية عن المعرفة التكنولوجية، فهي تتمثل في امتلاك المؤسسة المؤهلات الضرورية لإعداد استراتيجيات تسويقية فعالة.
- ب. **تخفيض التكاليف:** لكي تضمن المؤسسة تدفق منتجاتها إلى السوق عليها تصميم نظامها كلياً للتحكم في تدفق المنتجات إلى السوق بما يحقق أهدافها بأقل مستوى ممكن من التكلفة، ويمكن للمؤسسة خلق القيمة عن طريق تدنية التكاليف من خلال:
 - عوامل الإنتاج: التحكم فيها وحسن استغلالها يسمح بتوفير الوقت والجهد ما يؤثر بشكل مباشر على تخفيض التكاليف؛
 - الإنتاجية: يمكن تخفيض التكاليف عن طريق الرفع من الإنتاجية؛
 - الكفاءة التشغيلية: ضرورة على كل المستويات، فخلق القيمة للمؤسسة مرتبط بزوايا عدة من نشاط المؤسسة وليس من مهمة الإدارة العامة أو الإدارة المالية بل تتخذ توجهها كبيراً نحو اللامركزية.

المطلب الثاني: المؤشرات الحديثة لخلق القيمة

في ظل العدد الهائل من مؤشرات القياس والتقييم أصبح الدور الذي تتبناه إدارة المؤسسات في التقييم يختلف عن المؤشرات التقليدية التي تعتبر غير ديناميكية. وبالتزامن مع تطور اتجاهات المستثمرين وأصحاب المؤسسات نحو فكرة خلق القيمة ظهرت عدة مؤشرات حديثة لتقدير القيمة المضافة التي تتولد عن فكرة خلق القيمة والمتمثلة في: مؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار، مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، مؤشر القيمة السوقية المضافة، مؤشر القيمة النقدية المضافة، العائد الإجمالي للسهم، العائد الإجمالي على القيمة الدفترية،...، وسيتم التركيز على مؤشر واحد فقط وهو القيمة الاقتصادية المضافة.

1. القيمة الاقتصادية المضافة EVA:

يمكن تعريف القيمة الاقتصادية المضافة على أنها الربح المتبقي بعد اقتطاع كلفة رأس المال المستثمر لتوليد ذلك الربح، ويجب أولاً تحديد كلفة رأس المال في المؤسسة التي غالباً ما يشار إليها بمعدل العائدات المطلوب، وهو المعدل الذي يعرض عن المستثمرين الخطر المتوقع ويختلف من صناعة إلى أخرى¹.

¹ محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، دار شباب الجامعة، الاسكندرية-مصر، 2008،

كما تعد القيمة الاقتصادية المضافة مؤشرا لقياس الأداء وفي نفس الوقت طريقة للتسيير، وهي طريقة للتحفيز، بحيث تقوم بقياس أداء مسيري المؤسسات أمام المساهمين فبذلك تصبح وسيلة تدفع المسيرين لبذل جهود نحو تحسين أداء مؤسساتهم، ويصبح الأمر أكثر حينما يتم ربط نظام المكافآت والحوافز بهذا المؤشر ليصبح وسيلة للتحفيز، وكونه طريقة للتسيير فيتجسد في قدرته على ترشيد القرارات المتخذة من طرف المسيرين حيث يمكن استخدامه في تقييم الاستراتيجيات وتقييم المشاريع الاستثمارية ووضع أهداف الأداء التسييري¹.

تحسب القيمة الاقتصادية المضافة من خلال أخذ في الاعتبار الكثير من الأمور وخصوصا المتعلقة بتكلفة الأموال المستخدمة والأصول الرأسمالية والتشغيلية العامة في الأقسام والوحدات... ويتم احتسابها وفق طريقتين:

الطريقة الأولى: يتم قياس القيمة الاقتصادية المضافة بناء على التغير في قيم الأصول والالتزامات وليس على أساس التغير في القيم السوقية. وتعطى عبارة القيمة الاقتصادية المضافة كما يأتي²:

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

حيث:

ROCI: العائد على رأس المال المستثمر؛

WACC: التكلفة الوسطية المرجحة؛

CI: رأس المال المستثمر.

○ **الطريقة الثانية:** يتم حساب EVA بشكل تفصيلي لعناصر النشاط المنتجة للدخل والمثبتة في قائمة الدخل والميزانية، وتعتبر هذه الطريقة الأكثر شيوعا نظرا لدقة ووضوح الخطوات، فتعطى عبارة القيمة الاقتصادية المضافة وفق هذه الطريقة كما يلي³:

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

¹ هوارى سويسى، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد 07، 2009-2010، ص 61.

² أمال لعقون، مرجع سبق ذكره، ص 43.

³ باسل أسعد، أهمية استخدام نموذج القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر أداء لشركة المساهمة من وجهة نظر المساهمين، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، مجلد 34، العدد 05، 2012، ص 59.

حيث أن:

- CI: رأس المال المستثمر المستخدم لتمويل المشروع؛
- WACC: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال المستثمر؛
- NOPAT: الربح التشغيلي الصافي قبل الفوائد وبعد الضريبة.

وبطريقة مبسطة تحسب القيمة الاقتصادية المضافة كالتالي:

$$EVA = \text{نتيجة الاستغلال بعد الضريبة} - \text{أموال الاستثمار} \times \text{التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال}$$

أو:

$$EVA = \text{الأرباح التشغيلية} - \text{أعباء رأس المال}$$

ولحساب NOPAT يجب القيام بالتعديلات التالية¹:

- معالجة الفروق الضريبية ويقصد بها الفرق بين الضرائب الواجب دفعها وبين الضرائب التي تم دفعها فعلا، ثم يضاف الفرق إلى دخل السنة الحالية ليتم الوصول إلى صافي الربح بعد الضريبة؛
- الفائض الناجم عن استخدام مبدأ الوارد أخيرا الصادر أولا، أي يقيم المخزون وفق طريقة LIFO ثم يحسب الفرق بين التقييم وفق هاته الطريقة ووفق ما هو مقيم به سابقا، ثم يضاف الفرق إلى NOPAT؛
- معالجة اهتلاك شهرة المحل. يؤدي هذا النوع من التدفقات غير النقدية إلى تشويه رأس المال المستثمر، وبما أن القيمة الاقتصادية المضافة تركز على النقد المتولد من رأس المال المستثمر في المؤسسة إذا يجب إضافة اهتلاك الشهرة إلى NOPAT؛
- رسملة العناصر غير الملموسة كنفقات البحث والتطوير، يترتب عليها منافع اقتصادية طويلة الأجل وحسب مبدأ القيمة الاقتصادية المضافة يتم رسملة التغيرات الناجمة عنها فيتم إضافة القسط السنوي لنفقات البحث والتطوير والعناصر الغير ملموسة الأخرى إلى NOPAT؛

¹ محمد زرقون، عمر الفاروق زرقون، فاعلية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية مقارنة بالمؤشرات التقليدية، دراسات العدد الاقتصادي، مجلد 05، العدد 02، جوان 2014، ص 37.

- معالجة الاحتياطات والمخصصات الأخرى. يوجد بعض العناصر التي يجب تعديلها لحساب NOPAT من بينها نجد احتياطي تقادم المخزون ومخصصات الحسابات المشكوك فيها، وتعالج هذه العناصر وفق أسلوب LIFO.

وفق ما تم عرضه سابقا عن القيمة الاقتصادية المضافة يمكن القول بأنها مؤشر يتسم بالشمولية، وتم الإجماع على أن استخدامه يحقق ما يلي¹:

- توضح التحسن المستمر والحقيقي لثروة الملاك؛
- يسمح تطبيقها أن تكون كل القرارات المالية منمذجة ومقيمة بقيمتها الحقيقية؛
- تضمن أساس لنظام من الحوافز للعاملين داخل المؤسسة؛
- أداة مهمة في اتخاذ القرارات الاستثمارية وقرارات التوسعات الاستثمارية المتوقعة؛
- تضمن EVA نهاية فوضى تعدد الأهداف؛
- تساعد على توحيد وضبط القرارات مع ثروة حملة الأسهم.

2. مؤشر القيمة السوقية المضافة MVA²

تعد القيمة السوقية المضافة أداة استثمارية تمثل الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة وبين قيمتها الدفترية، فإذا كانت القيمة السوقية للمؤسسة أكبر من قيمة رأس المال المستثمر فهذا يعني أن المؤسسة تخلق قيمة لحملة الأسهم، أما إذا كانت أقل من رأس المال المستثمر فمعناه أن المؤسسة تدمر القيمة. وهي بذلك تماثل في معناها نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ويكون الفرق فقط في كون القيمة السوقية المضافة هي مقياس ثابت في حين أن نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية هي مقياس نسبي تحسب على أساسه القيمة السوقية المضافة بالوحدة النقدية، بينما تظهر نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية على شكل نسبة مئوية، وعليه فإذا كانت MVA موجبة فهذا يعني أن نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية أقل من واحد. ويمكن حسابها من خلال الفرق بين القيمة السوقية للأسهم والقيمة الدفترية للأسهم كالتالي:

¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2008، ص ص 173-174.

² عماد عبد الحسين دلول، تقييم الأداء المالي باستخدام بعض مؤشرات خلق القيمة -دراسة تحليلية لعينة مختارة من المصارف

العراقية-، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 99، المجلد 23، 2017، ص 471.

$$\text{MVA} = \text{Market Value of Equity} - \text{Book Value of Equity}$$

3. مؤشر القيمة النقدية المضافة¹ CVA

يطلق على مؤشر القيمة النقدية المضافة أحيانا التدفق النقدي المتبقي، وهو عبارة عن التدفق النقدي الصافي بعد طرح تكلفة رأس المال، ويتضمن نموذج القيمة النقدية المضافة العناصر النقدية فقط مثل الأرباح قبل الاهتلاك والفائدة والضريبة، رأس المال العامل الاستثمارات غير الاستراتيجية، وهي مفهوم يتركز كليا على التدفق النقدي.

تم تقديم نموذج القيمة النقدية المضافة على شكلين، الشكل الأول قدمه الاقتصاديان السويديان Ottosson و Weissenrieder في منتصف التسعينات وقد حددا القيمة النقدية المضافة على أنها الفرق بين التدفق النقدي التشغيلي والتدفق النقدي التشغيلي المطلوب كآآتي:

$$\text{CVA} = \text{OCF} - \text{OCED}$$

حيث أن:

OCED: يمثل التدفق النقدي التشغيلي المطلوب لمقابلة المتطلبات المالية للاستثمارات الاستراتيجية للمؤسسة، تكلفة رأس المال الفوائد ومقسوم الأرباح، والاستثمارات الاستراتيجية هي تلك الاستثمارات التي تسهم بشكل مباشر في توفير وتحسين طاقة المؤسسة للأداء بكفاءة، وبما يساعد في تحسين تسويق الأسهم. إذ تهدف إلى خلق القيمة الجديدة لحملة السهم، في حين أن الاستثمارات غير الاستراتيجية هي تلك الاستثمارات التي تحافظ على القيمة التي خلفتها الاستثمارات الاستراتيجية وهي تمثل التكاليف التي تنفق في سبيل تحقيق الاستثمارات الاستراتيجية.

OCF: فهو التدفق النقدي التشغيلي، حيث يتم تحديده وفق المعادلة الآتية :

$$\text{OCF} = \text{EBITD} + \text{AWK} - \text{NSL}$$

حيث أن:

¹ Ottosson Erik & Weissenrieder Fredrik، **CVA cash value added- a new method for measuring financial performance**, Gothenburg studies financial economic, Vol 01, N° 02, 1996, p 05.

EBITD: يمثل الربح قبل الاندثار والفائدة والضريبة؛

AWK: تمثل التغير في رأس المال العامل من عام إلى آخر؛

NSL: تمثل الاستثمارات غير الاستراتيجية.

4. مؤشر القيمة المضافة لحملة الأسهم SVA¹

تمثل القيمة المضافة لحملة الأسهم الأرباح الاقتصادية الناتجة عن الأعمال التجارية والتي تتجاوز الحد الأدنى من العوائد المطلوبة من جميع مقدمي رأس المال، فالقيمة تضاف عندما تكون التدفقات النقدية الاقتصادية تفوق تكلفة جميع رأس المال اللازم لإنتاج الأرباح التشغيلية، وبذلك سيدمج مقياس القيمة المضافة لحملة الأسهم البيانات المالية للمؤسسة في مقياس واحد ذو معنى. تقوم منهجية SVA على الاعتراف بالتعويض عن المخاطرة التي يتعرض لها حملة الأسهم، وأن عدم كفاءة المؤسسة في تحقيق ذلك تعني عدم التخصيص والاستخدام الأمثل لرأس المال ومن ثم عدم القدرة على تحقيق هدف حملة الأسهم في تعظيم قيمة أموالهم التي استثمروها على شكل أسهم.

ويتم احتساب SVA من خلال المعادلة الآتية:

$$SVA = \text{Corporate Value} - \text{Debt}$$

حيث:

Corporate Value: قيمة المؤسسة؛

Debt: الديون؛

5. مؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI²

يتمثل في معدل العائد المتحقق من استثمارات المؤسسة وعند مقارنته مع التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (WACC) نستطيع معرفة ما إذا شكلت قيمة أم لا، فالفارق بين عائد التدفق النقدي على الاستثمار

¹ Largani Mahmoud Samadi & Taleghani Mohammad, **The investigation and analysis application factors in financial decision with focused on criteria of shareholder value added and its effects on market performance evaluation**, Hournal of basic and applied scientific research, textroad publication, Vol 04, N° 02, 2012, p 3391-3392.

² عماد عبد الحسين دلول، مرجع سبق ذكره، ص 472.

والتكلفة مضروبا في مبلغ الاستثمار يعطينا إجمالي المردودية التي استطاعت المؤسسة تحقيقها والهدف من هذا المؤشر هو تقييم المؤسسة ككل عن طريق تطبيق التقنيات المالية لاختيار المشروع أو الاستثمار الملائم وتمويله أيضا. يمكن حساب هذا المؤشر بالمعادلة الآتية:

$$\text{عائد التدفق النقدي على الاستثمار} = \frac{\text{التدفقات النقدية للاستغلال بعد الضريبة}}{\text{مجموع الأموال الاقتصادية الخاصة}}$$

6. مؤشر العوائد الكلية لحملة الأسهم¹ TSR

قدم هذا المؤشر من قبل مجموعة بوسطن الاستشارية BCG، حيث تمثل العوائد الكلية لحملة الأسهم صافي التغير في سعر السهم مضاف إليه قيمة مقسوم الأرباح المدفوعة خلال نفس المدة، حيث يقدم مؤشر العوائد الكلية لحملة الأسهم نظرة واضحة لتقييم أداء المؤسسات على الرغم من أنه يمكن أن تحقق أسعار الأسهم أرقام سلبية خلال فترة التقييم، لكن ذلك لا يمنع من توليد عوائد كلية إيجابية لحملة الأسهم يكون مقسوم الأرباح فيها يفوق أسعار الأسهم، ونستنتج أن أسعار الأسهم هي المحرك الأساس في احتساب العوائد الكلية لحملة الأسهم.

ويمكن احتساب TSR وفق المعادلة الآتية:

$$\text{TSR} = \text{Price gain} + \text{Dividends Paid} / \text{Stock Price at Beginning of the Period}$$

حيث:

Price gain: الفرق بين الأسعار، وتساوي سعر السهم في آخر المدة - سعر السهم في بداية المدة؛

Dividends Paid: مقسوم الأرباح المدفوعة.

المطلب الثالث: العلاقة بين مؤشرات تقييم الأداء التقليدية والمؤشرات الحديثة

على الرغم من وجود عدد هائل من مؤشرات التقييم التقليدية وبالخصوص نموذج ديون إلا أن أغلبها يتميز بكثرة النقائص والقصور والمحدودية في التطبيق، وفوق هذا فإن معظمها ليست ديناميكية، فجميع المداخل

¹ نفس المرجع، ص 473.

أو المؤشرات المقترحة من قبل مكاتب الاستشارات المتخصصة تتفق على تبني مفهومي النتيجة الاقتصادية وتكلفة الأموال، الأمر الذي أدى إلى ظهور مؤشرات جديدة، ومن أهم المؤشرات الحديثة التي تم التركيز عليها في دراستنا وأثارت اهتمامات المسيرين وأصحاب الاختصاص -على العموم- وأعطت صيغة شاملة لمفهوم خلق القيمة في جانبه الفلسفي والعملية أيضا، مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA.

بالاعتماد على مجموعة من الدراسات السابقة تمكنا من التوصل إلى أنه بالرغم من الاختلافات والفروقات المتواجدة بين المؤشرين (نموذج ديون والقيمة الاقتصادية المضافة) إلا أن المبدأ واحد والعلاقة المتواجدة بينهما علاقة طردية. فإذا حققت مؤسسة ما عائد على حقوق ملكية مرتفع أو منخفض فإنه يمكن تتبع أو إرجاع سبب هذا الارتفاع أو الانخفاض إلى معدل العائد على الأموال المستثمرة بحيث كلما زاد معدل العائد على الاستثمار أدى ذلك إلى زيادة معدل العائد على حقوق الملكية والعكس صحيح أيضا ما يفسر وجود علاقة طردية بين المعدلين. وستكون النتيجة عبارة عن رسالة للمستثمرين والملاك المساهمين في المؤسسة وكذا بالنسبة للمستثمرين المحتملين والدائنين باعتبارهم أطراف ذوي مصلحة مشتركة مع المساهمين في تحقيق القيمة وبالتالي توزيعها.

وبما أنه يمكن حساب القيمة الاقتصادية المضافة انطلاقا من معدل العائد على رأس المال المستثمر، فإن كل زيادة في معدل العائد على الاستثمار تقابلها زيادة في القيمة الاقتصادية المضافة EVA وهو ما يؤكد على وجود العلاقة الطردية بينهما. كما يشير تسجيل قيمة اقتصادية مضافة موجبة إلى الزيادة في ثروة الملاك أما في الحالة العكسية عند تسجيل قيمة سالبة فهذا مؤشر على حدوث تآكل في ثروة الملاك.

بعد استعراض الإطار المفاهيمي للقيمة وخلق القيمة، يمكن استخلاص أن عملية خلق القيمة تعتبر النتيجة النهائية لتداخل عدة أبعاد في المؤسسة. تتيح هذه الأبعاد للمؤسسة زيادة مكاسبها وثروتها بشكل يعود بالنفع على المساهمين. هناك عدة طرق ومؤشرات تقييم متاحة للمؤسسة، يعتمد بعضها على المعلومات المحاسبية الداخلية للمؤسسة والبعض الآخر على معلومات السوق المالية، وتختار المؤسسة ما يتناسب مع هدفها في التقييم. ومع ذلك، يقتصر قياس مؤشرات خلق القيمة على الجانب المالي للمؤسسة، ويفتقر إلى القدرة على قياس الجوانب غير الملموسة في المؤسسة والتي تلعب دوراً كبيراً في عملية خلق القيمة.

تم عرض هذا الفصل في مبحثين، في المبحث الأول، تم استعراض المفاهيم الأساسية للأداء المالي، مع التركيز على أهمية تقييم الأداء المالي لتحديد نقاط القوة والضعف في المؤسسة. يتم تجسيد عملية التقييم من خلال مجموعة من المؤشرات، وتم التركيز على نموذج ديون كنموذج تقليدي يستخدم لتقدير مدى تحقيق المؤسسة لأهدافها. في المبحث الثاني، تم التطرق إلى خلق القيمة ابتداءً بالقيمة، ومن ثم تناول المؤشرات الحديثة المتعلقة بها. وأخيراً، تم الإشارة إلى العلاقة الموجودة بين المؤشرات التقليدية لتقييم الأداء المالي والمؤشرات الحديثة.

الفصل الثاني

دراسة حالة عينة من مؤسسات

القطاع الصيدلاني الجزائري

من أجل تغطية الجوانب المدروسة في الجانب النظري الذي تطرقنا فيه إلى تقييم الأداء المالي والتعرف على مؤشرات التقليديّة بالتركيز على نموذج DUPONT وكذا المؤشرات الحديثة المستندة إلى القيمة، وكتطبيق لما قدمناه سابقا ومحاولة التعرض إليه في الجانب التطبيقي ارتأينا تقديم حالة عينة من المؤسسات الناشطة في قطاع الصناعة الصيدلانية، وهي: مؤسسة الكندي لصناعة الأدوية ELKENDI، مؤسسة صيدال SAIDAL، المختبر الصيدلاني بيوفارم BIOPHARM.

سنقوم في هذا الفصل المخصص للجانب التطبيقي بتقديم لمحة تاريخية حول المؤسسات محل الدراسة، ومن ثم تقييم أدائها المالي باستخدام نموذج DUPONT والقيمة الاقتصادية المضافة ومعرفة العلاقة بين المؤشرين، أين قمنا بفحص مختلف القوائم والبيانات المالية للمؤسسات خلال الفترة 2014-2019.

المبحث الأول: مدخل إلى المؤسسات محل الدراسة

سنحاول من خلال هذا المبحث التعريف بالمؤسسات قيد الدراسة وهي: مؤسسة صيدال، مؤسسة الكندي، ومؤسسة بيوفارم، وكذا دراسة الوضعية المالية لها.

المطلب الأول: التعريف بالمؤسسات ونشأتها

قبل الشروع في دراسة وتشخيص وضعية المؤسسات لا بد من التعريف بها.

1. مؤسسة صيدال:

يعتبر المجمع الصناعي "صيدال" من المؤسسات الوطنية التي تحتم عليها التأقلم مع التحولات والتطورات التي يعرفها المحيط الاقتصادي العالمي والمحلي، حيث يعتبر المجمع اليقظة الاقتصادية الاستراتيجية كوسيلة للنمو والتوسع ورفع الكفاءة الإنتاجية الأمر الذي أدى به إلى الاعتماد على الطرق الحديثة في تسيير وظيفة البحث والتطوير.

1.1 نبذة تاريخية¹

نشأت صيدال في 1982 عقب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية وقد استفادت في هذا الإطار من نقل مصانع الحراش والدار البيضاء وجسر قسنطينة. كما حوّل لها في 1988 مركب "المضادات الحيوية" الذي كان على وشك الانتهاء من قبل الشركة الوطنية للصناعات الكيميائية. في سنة 1989 وتبعاً لتنفيذ الإصلاحات الاقتصادية، أصبحت صيدال مؤسسة عمومية اقتصادية تتميز باستقلالية التسيير.

في سنة 1993، تم إضفاء تعديلات على القانون الأساسي للمؤسسة حيث سمح لها بالمشاركة في كل عملية صناعية أو تجارية يمكن أن تكون ذات صلة مع موضوعها الاجتماعي من خلال إنشاء مؤسسات جديدة أو فروع.

في سنة 1997، وضعت مؤسسة صيدال مخطط إعادة هيكلة أسفر على تحويلها إلى مجمع صناعي يضم ثلاثة فروع: فارمال، انتيبوتيكال، بيوتيك.

¹ من الوثائق الرسمية التابعة للمؤسسة.

في 2009، رفعت صيدال من حصتها في رأسمال سوميدال إلى حدود 59%، وفي سنة 2010 قامت بشراء 20% من رأسمال مؤسسة إبييرال كما رفعت من حصتها في رأسمال مؤسسة "تافكو" من 38.75% إلى 44.51%.

في 2011 رفعت صيدال حصتها في رأسمال إبييرال إلى حدود 60%، وفي جانفي 2014 شرع مجمع صيدال في إدماج فروعها الآتي ذكرها عن طريق الامتصاص: أنتيبوتيكال، فارمال وبيوتيك.

2.1: التعريف بالمؤسسة²

سنقدم تعريف لمجمع "صيدال" حسب خمس عناصر: التسمية، الشكل، رأس المال، المقر الاجتماعي، النشاط، وهي موضحة كآتي:

- التسمية: مجمع صيدال؛
- الشكل: مؤسسة ذات أسهم؛
- رأس المال: 2500 مليون دينار جزائري؛
- المقر الاجتماعي: الدار البيضاء - الجزائر؛
- النشاط:

- صناعة المواد والمنتجات الصيدلانية، حيث تتمثل المهمة الرئيسية له في تطوير، إنتاج وتسويق المواد الصيدلانية الموجهة للاستقطاب البشري والبيطري؛
- إنتاج واستيراد وتصدير وتسويق كل المنتجات الصيدلانية والمواد الكيميائية على شكل مواد أولية ومنتجات نصف مصنعة ومنتجات تامة الصنع الموجهة للاستقطاب؛
- تقديم كل الخدمات المتعلقة بنشاط المؤسسة؛
- النشاطات الترويجية والتسويقية المتعلقة بالمؤسسة؛
- المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية التي لها عالقة بنشاط المؤسسة عن طريق إنشاء عن طريق إنتاج فروع جديدة؛
- عموما كل العمليات التي لها عالقة مباشرة أو غير مباشرة بأهدافها الاجتماعية وكل المواضيع المشابهة ذات الطابع المساعد لتطوير المؤسسة.

3.1: أهداف المؤسسة³

² عن وثائق رسمية للمؤسسة.

تطمح مؤسسة "صيدال" في إنتاج الأدوية والمنتجات الصيدلانية في السوق الجزائرية إلى تعزيز وضعيتها في السوق المحلي والعمل على ترقيةها إلى المستوى الدولي، وذلك من خلال السعي نحو تحقيق الأهداف التالية:

- تنوع وتوسيع قائمة المنتجات من الأدوية، خاصة بالتركيز على الأدوية الجنيسة؛
- عرض منتجاته من الأدوية بنوعيات جيدة وأسعار تنافسية؛
- تكثيف تواجده في السوق الوطني عن طريق تطوير نظام التسويق لضمان تواجدها وتغطيتها لمختلف المناطق عبر القطر الوطني؛

- تطوير اتفاقيات الشراكة مع المؤسسات الأجنبية وتفعيلها ميدانيا؛
- الارتقاء بالإنتاج إلى مستوى أمثل يتماشى مع الطاقات والإمكانات المتاحة؛
- ترشيد استخدام العنصر البشري من خلال تأهيل العمال من أجل تحسين الإنتاجية؛
- التحكم في التكاليف عن طريق الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة والتسيير الفعال لمختلف المصالح؛
- الحفاظ على مناصب الشغل الموجودة والبحث عن كفاءات وفرص أخرى لخلق مناصب شغل جديدة.

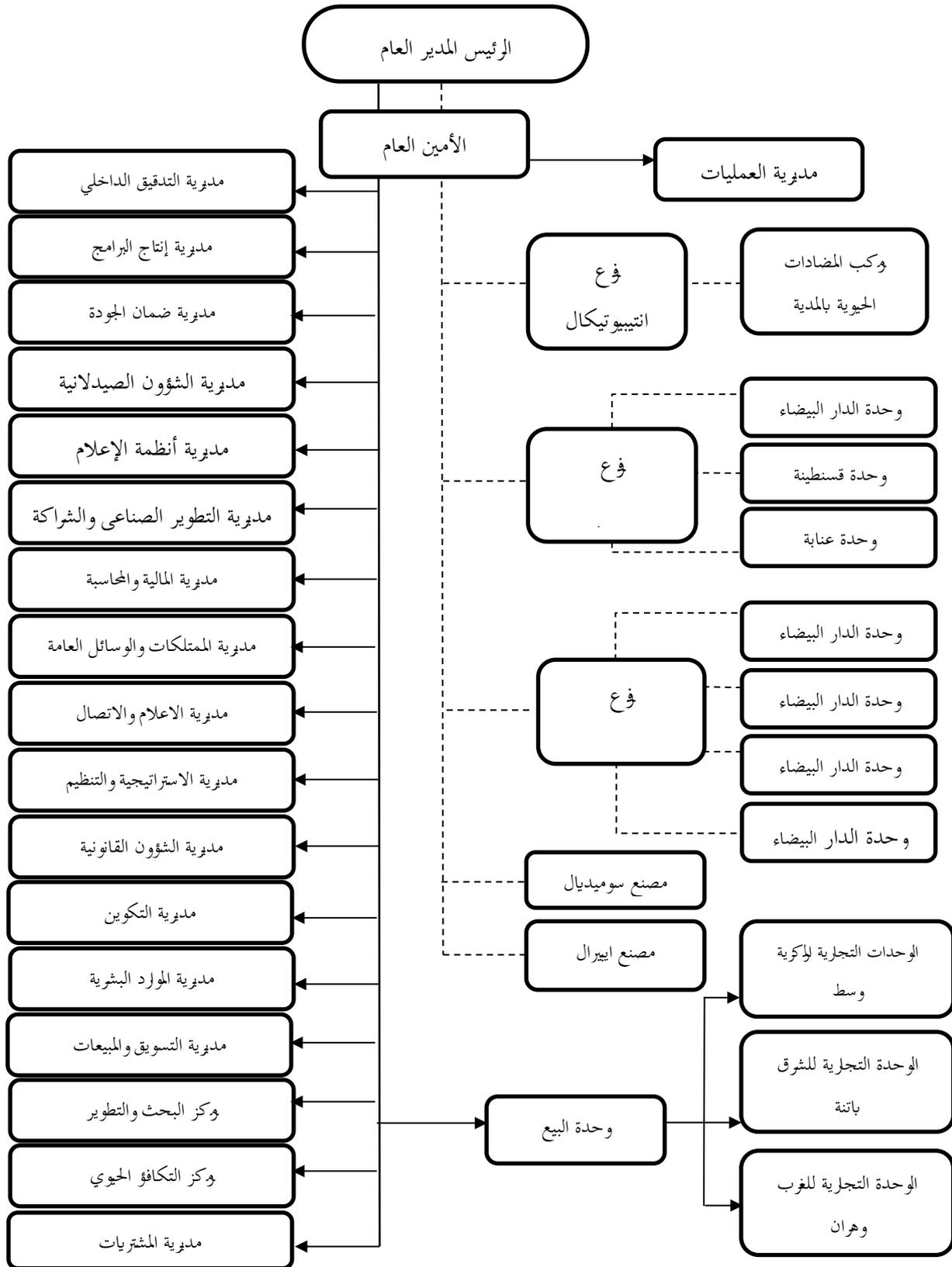
أما القيم التي تتخذها المؤسسة كأساس لنشاطها هي:

- الوفاء؛
- الالتزام؛
- الدقة؛
- الانضباط.

4.1: الهيكل التنظيمي:

يظهر الهيكل التنظيمي لمؤسسة صيدال في الشكل الموالي:

الشكل رقم (01-02): الهيكل التنظيمي لمؤسسة صيدال



المصدر: حسن بوزناق، التسيير الحديث للكفاءات في المؤسسة مدخل لتحقيق الميزة التنافسية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة

الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص اقتصاد تطبيقي وإدارة منظمات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة -1-

الحاج لخضر، 2020/2019، ص 227.

2. مؤسسة الكندي

تعتبر الكندي واحدة من المؤسسات المصنعة والرائدة للأدوية ذات معايير الجودة العالية والخبرة القوية من الترخيص والبحث والتطوير وحتى التسويق والتوزيع في سوق الأدوية الجزائرية.

1.2: نبذة تاريخية¹

"ELKENDI" هي واحدة من المؤسسات المصنعة والرائدة للأدوية ذات معايير الجودة العالية والخبرة القوية من الترخيص والبحث والتطوير وحتى التسويق والتوزيع في سوق الأدوية الجزائرية. تأسست باستثمارات أجنبية مباشرة وطموحة في سنة 2005 كشركة أسهم برأسمال مقداره: 3260000 دينار جزائري بخصص متساوية بين كل من:

مؤسسة المتحدة الأردنية: هي مؤسسة متعددة الجنسيات مقرها عمان-الأردن، تقوم بتصنيع وبيع المنتجات المبتكرة في الشرق الأوسط وأوروبا وشمال إفريقيا. حيث كان أول مصنع لشركة "MS Pharma" عام 1989 بالأردن وكانت أول شركة تحصل على شهادة "GMP" الأوروبية.

مؤسسة تبوك السعودية: تأسست عام 1994 بمدينة تبوك بالمملكة العربية السعودية، برأس مال قدره 200 مليون ريال سعودي أي ما يقارب 60 مليون دولار أمريكي.

كما تعتبر الكندي فرع من مجموعة "منير سختيان" التي تقوم بتصنيع وبيع المنتجات المبتكرة في منطقة "META" ولها وجود ضخم في جميع أنحاء العالم. وفيما يلي جدول يوضح التطور التاريخي للشركتين:

¹ عن وثائق داخلية للمؤسسة.

الجدول رقم (02-01): التطور التاريخي للمؤسستين

مجموعة منير سختيان للتوزيع - فلسطين	1933
شركة منير سختيان للتوزيع - الأردن	1964
شركة بيت جلا للصناعة والتوزيع - الأردن	1965
شركة المتحدة للصناعة والتوزيع - الأردن	1989
شركة تبوك للصناعة والتوزيع - السعودية	1994
شركة الكندي لصناعة الأدوية - الجزائر	2005
شركة نرويش للصناعة - الولايات المتحدة الأمريكية	2007
Ms Pharma الكندي	2015

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الوثائق الداخلية للمؤسسة

كما تبلغ الطاقة الإنتاجية لمصنع الكندي 140 مليون صندوق سنويا: أقراص وكبسولات، سوائل، مواد شبه صلبة: كريمات، جل، مراهم. فهي تستمد قوتها من فريقها المتعدد التخصصات المؤلف من حوالي 1047 متعاون: مدراء، صيادلة، علماء الأحياء، كيميائيين، أطباء، وفنيين يبحثون عن أحدث الابتكارات الفنية.

2.2: تعريف المؤسسة¹

سنقوم بتعريف الكندي حسب العناصر التالية: التسمية، التأسيس، سنة بناء المصنع، الشكل، مدة الحياة، النشاط، رأس مال المؤسسة، المقر الاجتماعي. وهي موضحة كما يلي:

○ التسمية: الكندي لصناعة الأدوية؛

○ التأسيس: 2005 / 08؛

○ سنة بناء المصنع: 2010؛

○ الشكل: شركة ذات أسهم؛

○ مدة الحياة: 99 سنة؛

○ النشاط: استيراد-تصدير، تصنيع المواد الصيدلانية وشبه صيدلانية؛

○ رأس مال الشركة: 1991550000.00 دج؛

○ المقر الاجتماعي:

● الإدارة: دالي إبراهيم - الجزائر؛

¹ مقابلة شخصية مع لولي مصطفى رئيس قسم الميزانية، شركة الكندي لصناعة الأدوية، 05 مارس 2023.

- المصنع: المنطقة الصناعية بسيدي عبد الله الرحمانية – الجزائر.

3.2: الأهداف المنشودة¹

أدت حالة فشل القطاع الصيدلاني على تلبية الحاجات وتغطية السوق الجزائرية للأدوية، بأن تحدد الكندي لنفسها الأهداف الآتية:

- أن تكون المؤسسة الرائدة في مجال توفير المستحضرات الصيدلانية والرعاية الصحية والشريك المفضل في منطقة "META"، وأسواق البلدان الناشئة؛
- تحسين نوعية حياة مجتمعاتنا من خلال زيادة الوصول إلى منتجات ذات جودة عالية وبأسعار معقولة؛
- أن تصبح لاعبا من أفضل اللاعبين في أسواق منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، الاستراتيجية المتبعة حيث تختار المنافسة لزيادة السوق الجزائرية.

أما القيم التي تتبعها الكندي في نشاطها هي:

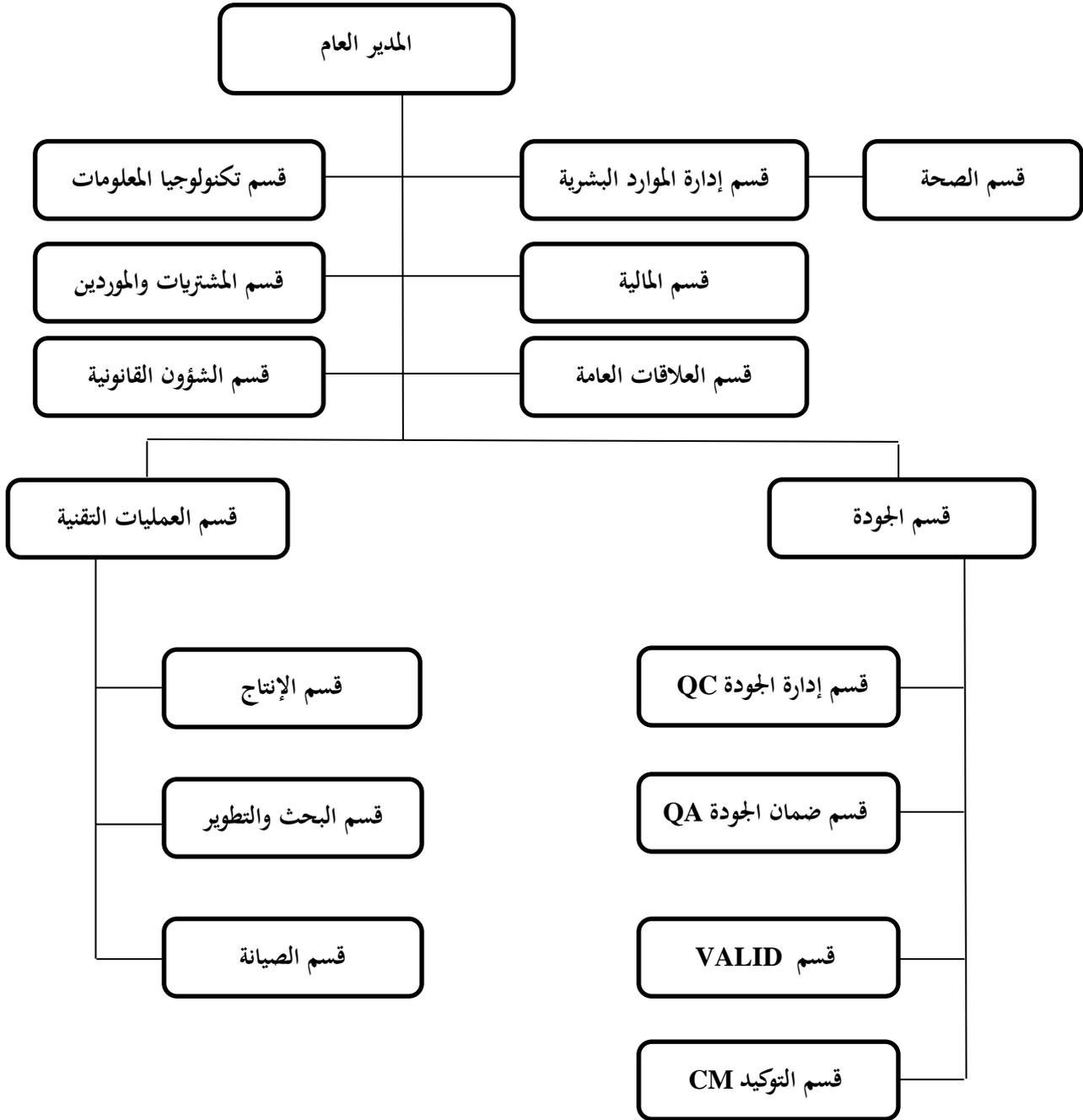
- احترام الأفراد؛
- العمل بروح الفريق الواحد؛
- الجودة والتميز؛
- النزاهة والشفافية.

4.2: الهيكل التنظيمي:

يظهر الهيكل التنظيمي لمؤسسة الكندي في الشكل الموالي:

¹ عن وثائق داخلية للمؤسسة.

الشكل رقم (02-02): الهيكل التنظيمي لمؤسسة الكندي



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معلومات مقدمة من المؤسسة

3. مؤسسة بيوفارم

اكتسبت بيوفارم سمعة طيبة في قطاع صناعة الأدوية بفضل استثمارها في الموارد البشرية على وجه الخصوص. تقدم BIOPHARM اليوم فرص عمل واعدة في قطاع التكنولوجيا الفائقة لأكثر من 1700 موظف يعملون في مهن متنوعة مثل تطوير الأدوية أو الإنتاج أو التوزيع أو الخدمات اللوجستية أو المعلومات الطبية.

1.3 نبذة تاريخية¹

مؤسسة بيوفارم هي مجموعة صيدلانية جزائرية أسسها عبد المجيد كرار، تستحوذ على 13% من سوق الأدوية الجزائري، تصدّر منتجاتها الى النيجر، مالي وموريتانيا.

كما تعتبر مجموعة صناعية تجارية استثمرت في قطاع الأدوية ولديها اليوم وحدة انتاج تلبي المعايير الدولية وشبكة توزيع لتجار الجملة والصيدليات، لها مجموعة من الفروع التي تنشط في مختلف مجالات الصناعة الصيدلانية بما في ذلك التصنيع، التوزيع والتموين، وكذا في مجال المعلومات الصيدلانية، تم تطوير المجموعة في عدة مراحل كما هو موضح في التسلسل الزمني الموجز التالي:

- في عام 2005 افتتحت مؤسسة بيوفارم وحدتها الإنتاجية الواقعة في المنطقة الصناعية بواد السمار الجزائر العاصمة بطاقة 50 مليون وحدة بيع في السنة، تم تصميم هذه الوحدة وفقا للمعايير الدولية لإنتاج المستحضرات الصيدلانية التي تسمح لبيوفارم بتصنيع اشكال جرعات مختلفة (جافة، سائلة، معجنات) من مجموعاتها الخاصة أو بموجب اتفاقيات مع شركائها؛
- في عام 2008 حصلت بيوفارم على شهادة ISO 9001 لأدويتها الجنيصة؛
- في عام 2012 احتلت المرتبة الخامسة بين مؤسسات الادوية في افريقيا من خلال تقرير افريقيا؛
- في مارس 2013 افتتحت بيوفارم عاصمتها لثلاثة ممولين دوليين: شركاء التنمية الدوليين (dpi)، عاصمة البحر الأبيض المتوسط ووكالة التنمية الألمانية المسماة deg؛
- في مارس 2016 كانت بيوفارم ثالث مؤسسة خاصة تدخل بورصة الجزائر، في نفس العام استحوذت مجموعة سيفيتال على حصة 5 في بيوفارم من خلال سوق الأسهم الجزائرية؛
- في عام 2018 اطلقت بيوفارم بطاقات جديدة في مجال المستحضرات التجميل الجلدية مع مجموعة oze، وفي مجال المكملات الغذائية مع مجموعة nutribio؛
- في عام 2019 أصبحت مجموعة بيوفارم عضوا في مجلس إدارة مركز أبحاث العلوم الصيدلانية (CRSP) في قسنطينة يقع هذا المركز تحت إشراف وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، وهو مسؤول عن تنفيذ برامج البحث العلمي والتطوير التكنولوجي في مجال العلوم الصيدلانية؛

¹ من الوثائق الرسمية التابعة للمؤسسة.

تشرف بيوفارم على إنتاج وتوزيع أكثر من دواء واحد من أصل 10 أدوية موجودة في الصيدليات، علاوة على ذلك توزع المؤسسة أكثر من 500 دواء وتنتج 59 دواء محليا، بهدف التموقع الاستراتيجي الذي تتمتع به بيوفارم في السوق الجزائرية إلى استشراف تغيرات السوق على مستوى المنطقة من أجل تحقيق النمو.

2.3: التعريف بالمؤسسة¹

سيتم التعريف بمؤسسة بيوفارم حسب التسمية، التأسيس، الشكل، مدة الحياة، النشاط، رأس المال،

الموقع، وهي موضحة كالتالي:

- التسمية: بيوفارم؛
- التأسيس: عام 1991؛
- الشكل: شركة مساهمة؛
- مدة الحياة: 99 سنة؛
- النشاط: الصناعة الصيدلانية؛
- رأس المال المؤسسة: 5104375000 دج؛
- الموقع: وادي السمار-الجزائر.

3.3: أهداف المؤسسة

تسعى المؤسسة إلى مجموعة من الأهداف تتمثل في:

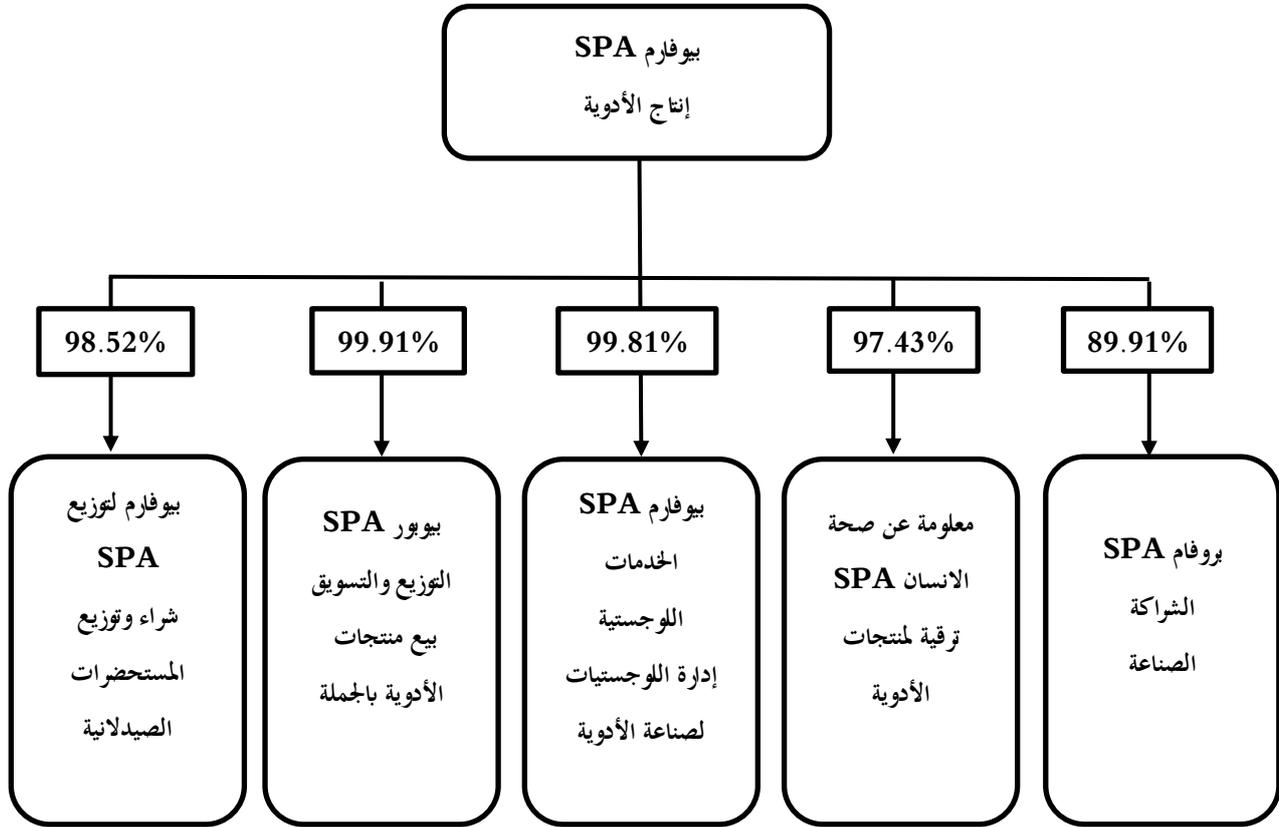
- مواصلة معدل النمو المستدام على مدى السنوات القليلة المقبلة؛
- توسيع نطاق أسواقها من خلال تعزيز المواقف التي بدأت في اتخاذها في الأسواق الأفريقية ودخول الأسواق الأوروبية المفتوحة لها الآن؛
- تكثيف شبكة توزيع فعالة تغطي كامل الأراضي الجزائرية والتي تستخدم لترويج المنتجات وكذلك منتجات الشركاء؛
- الاستمرار في تقديم العلاجات الأكثر ابتكارا وجعلها متاحة بشكل متزايد وفي متناول المرضى الجزائريين؛
- تعميم المعلومات العلمية حول الطب وجودة الرعاية والعلاج للمرضى الجزائريين.

¹ عن وثائق رسمية تابعة للمؤسسة.

4.3: الهيكل التنظيمي

يظهر الهيكل التنظيمي لبيوفارم في الشكل الموالي:

الشكل رقم (02-03): الهيكل التنظيمي لمؤسسة بيوفارم



Source: www.biopharm.dz, notice d'informations, 16/04/2023, 23:30h, p24

المطلب الثاني: دراسة تطور عناصر جدول حسابات النتائج

سنقوم في هذا المطلب بدراسة تطور عناصر جدول حسابات النتائج المتمثلة في: رقم الأعمال CA، القيمة المضافة VA، الفائض الإجمالي للاستغلال EBE، النتيجة الصافية RN، لكل مؤسسة من المؤسسات محل الدراسة.

1. دراسة تطور عناصر جدول حسابات النتائج لمؤسسة صيدال

بالاعتماد على جدول حسابات مؤسسة صيدال، سنلخص نتائج عناصره في الجدول التالي:

الجدول رقم (02-02): عناصر جدول حساب النتائج لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)

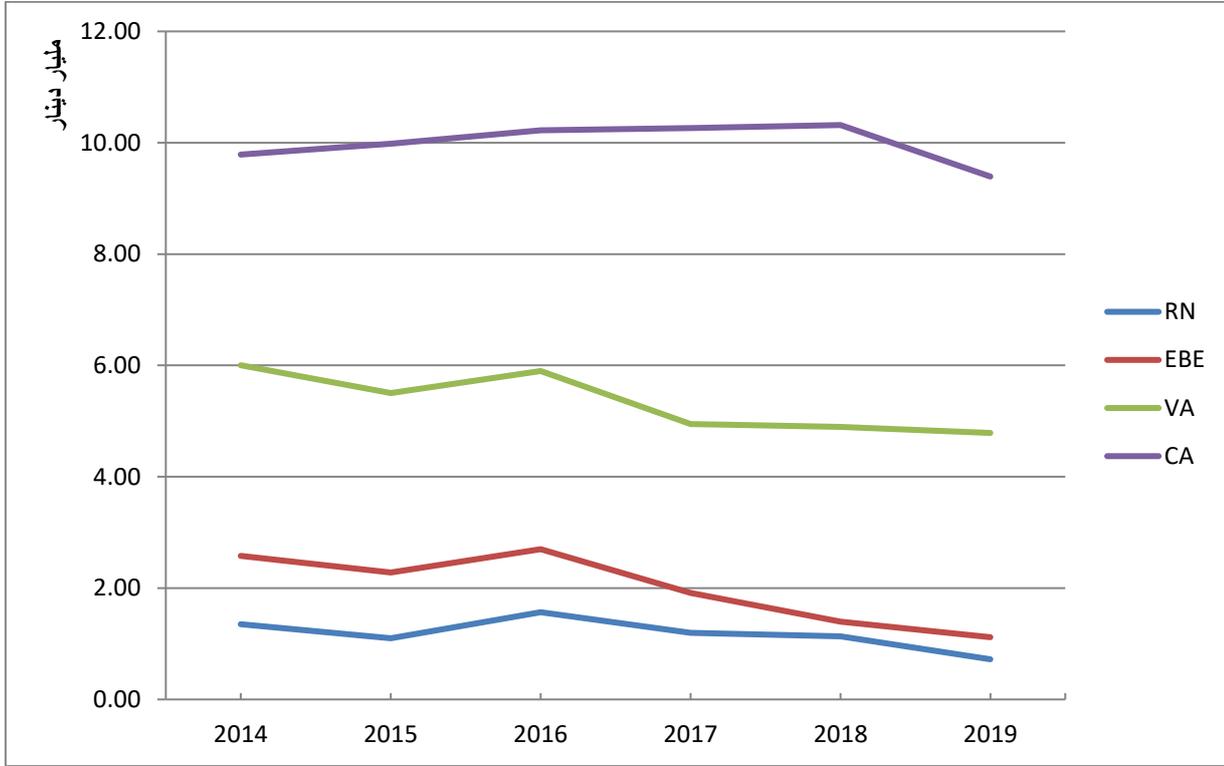
2019	2018	2017	2016	2015	2014	البيان
9392750935,10	10317577775,54	10265897771,06	10223411484,28	9984043757,71	9789025905,91	CA
4787033868,61	4898058445,38	4949152809,45	5896517543,83	5505373029,01	6003372362,35	VA
1117771786,20	1398313652,41	1915519849,74	2699225850,88	2282709108,04	2576108686,37	EBE
721550810,68	1132962508,99	1194356780,79	1567037770,32	1099706672,69	1348882781,67	RN

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

نلاحظ من الجدول الموضح أعلاه أن:

- رقم الأعمال في ارتفاع ملحوظ خلال سنوات الدراسة ويعود ذلك إلى تركيز المؤسسة على زيادة إنتاج بعض المنتجات ذات القيمة العالية والمطلوبة في السوق على حساب باقي المنتجات، لكن سرعان ما تراجع في سنة 2019 متأثراً بارتفاع تكاليف إنتاج بعض المنتجات؛
 - القيمة المضافة لصيدال في انخفاض طيلة فترة الدراسة وهذا راجع إلى الانخفاض الحاصل في إنتاج الدورة مقارنة بالارتفاع الحاصل في استهلاكها؛
 - هناك ارتفاع في قيمة الفائض الإجمالي للاستغلال خلال الثلاث سنوات الأولى من فترة الدراسة لكن سرعان ما بدأت في الانخفاض خلال الفترة المتبقية وهذا راجع إلى الانخفاض في القيمة المضافة للاستغلال؛
 - النتيجة الصافية شهدت تذبذب طفيف خلال أول سنتين من الدراسة ثم أخذت في الانخفاض خلال السنوات المتبقية من فترة الدراسة، وذلك راجع إلى نقص المبيعات بسبب قلة الإنتاج في بعض الفروع.
- والشكل التالي يبين لنا تطور عناصر جدول حساب النتائج لمؤسسة صيدال في الفترة 2014-2019:

الشكل رقم (02-04): منحني بياني يوضح تطور عناصر جدول حساب النتائج لمؤسسة صيدال للفترة (2019-2014)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على نتائج الجدول الموضح أعلاه

2. دراسة تطور عناصر جدول حسابات النتائج لمؤسسة الكندي:

باستغلال جدول حساب النتائج الخاص بمؤسسة الكندي، سنلخص نتائج عناصره فيما يلي:

الجدول رقم (02-03): عناصر جدول حساب النتائج لمؤسسة الكندي للفترة (2019-2014)

البيان	2019	2018	2017	2016	2015	2014
CA	14130489507,00	19134946507,00	13831670411,00	11958624898,00	9227237536,00	7780341879,00
VA	6025729571,00	9950104834,00	8159719902,00	6929600397,00	4952459683,00	4520867269,00
EBE	3249405076,00	6920841795,00	5814931593,00	4576088938,00	3066081600,00	2782796332,00
RN	898505001,00	4888589192,00	3860128068,00	3141576419,00	1893683060,00	1500714870,00

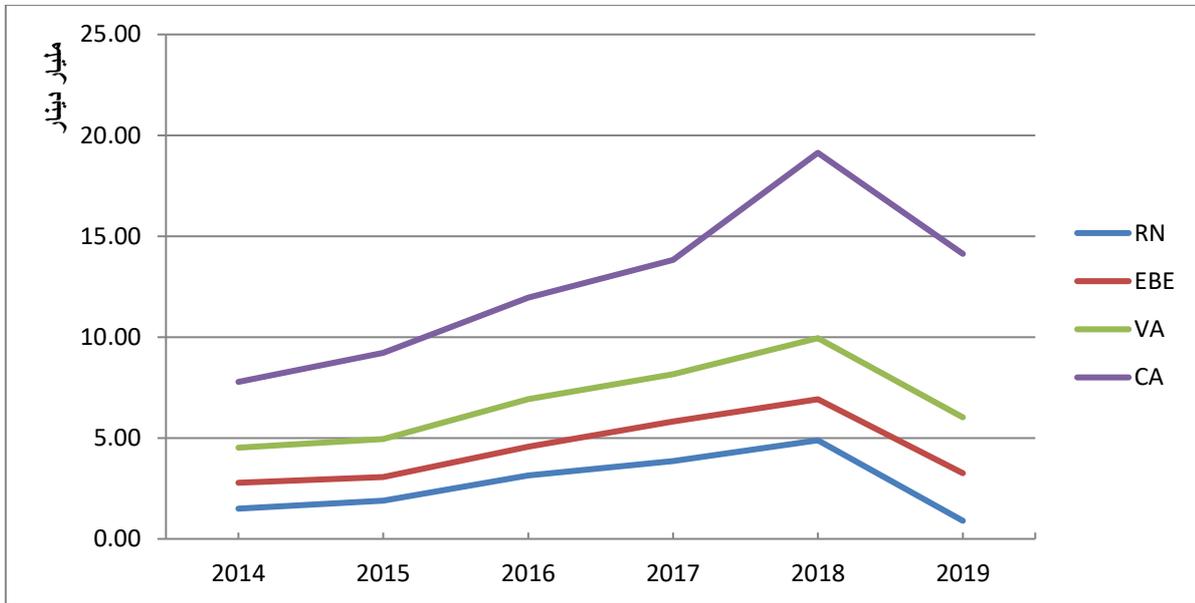
المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

من الجدول أعلاه نلاحظ أن:

- رقم الأعمال في تزايد مستمر طيلة فترة الدراسة، وهذا الارتفاع راجع إلى زيادة حجم الأعمال في أنشطة الإنتاج والتوزيع، لكنه سرعان ما انخفض في آخر سنة من الفترة وذلك بسبب ارتفاع تكاليف أنشطة الإنتاج والتوزيع وكذا المنافسة القوية للمتعاملين في السوق الجزائرية للأدوية؛
- القيمة المضافة شهدت ارتفاع ملحوظ خلال فترة الدراسة وذلك بسبب التحسن الذي شهده إنتاج السنة المالية، ولكنها في آخر سنة من سنوات الدراسة سجلت انخفاض شديد راجع إلى الانخفاض في رقم الأعمال.
- هناك ارتفاع ملحوظ في الفائض الإجمالي للاستغلال طيلة فترة الدراسة وهذا بالتزامن مع الارتفاع الذي شهدته القيمة المضافة، إلا أنه في آخر سنة سجل انخفاض وهذا راجع لانخفاض القيمة المضافة للاستغلال؛
- النتيجة الصافية شهدت ارتفاع ملحوظ ومستمر طيلة فترة الدراسة، وسبب الارتفاع راجع إلى التحسن في المبيعات وزيادة في المخزونات وكذا تعافي المؤسسة من خسائر القيمة.

يمكننا ملاحظة هذا التطور المتماثل في عناصر جدول حساب النتائج لمؤسسة الكندي من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (02-05): منحنى بياني يوضح تطور عناصر جدول حساب النتائج لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على نتائج الجدول أعلاه

3. دراسة تطور عناصر جدول حسابات النتائج لمؤسسة بيوفارم

انطلاقا من جدول حساب النتائج لمؤسسة بيوفارم سنوضح نتائج عناصره فيما يلي:

الجدول رقم (02-04): عناصر جدول حساب النتائج لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)

2019	2018	2017	2016	2015	2014	البيان
6783800000,00	6305500000,00	58567782393,00	56376333817,00	51042777621,00	48943049070,00	CA
14465000000,00	13193000000,00	11885027008,00	9982273017,00	8091694915,00	6246892033,00	VA
9894000000,00	9082000000,00	8041728601,00	6057013849,00	4697652346,00	3187660109,00	EBE
7606000000,00	7527000000,00	6498667966,00	5552092798,00	4453571855,00	3854368190,00	RN

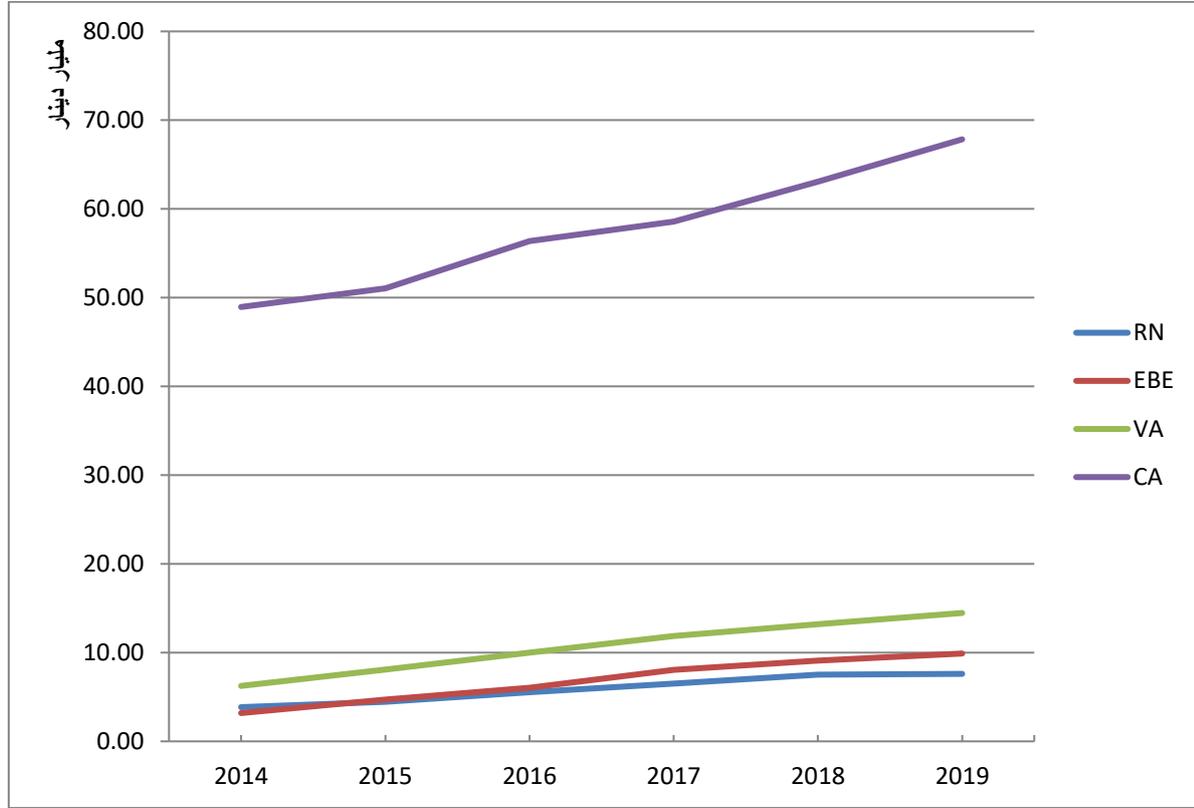
المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

من الجدول أعلاه نلاحظ:

- يشهد رقم الأعمال ارتفاعا متواصلا طوال فترة الدراسة، ويعزى هذا الارتفاع إلى زيادة حجم الأعمال في أنشطة الإنتاج والتوزيع؛
- القيمة المضافة للاستغلال شهدت كذلك ارتفاع ملحوظ خلال سنوات الدراسة، وترجع هذه الزيادة إلى الزيادة المعتمدة التي شهدتها إنتاج السنة المالية بالإضافة إلى الانخفاض في قيمة الضرائب والرسوم والمدفوعات المماثلة؛
- الفائض الإجمالي للاستغلال شهد تزايد مستمر طيلة فترة الدراسة، وترجع هذه الزيادة إلى الزيادة المحققة في القيمة المضافة للاستغلال والتي تعزى في الأساس إلى انخفاض استهلاك السنة المالية؛
- النتيجة الصافية لمؤسسة بيوفارم سجلت ارتفاع مستمر طيلة فترة الدراسة، وهذا راجع إلى ارتفاع النتيجة المالية والنتيجة التشغيلية للسنة المالية.

ويمكننا تبيان تطور هذه العناصر في الشكل التالي:

الشكل رقم (02-06): منحني بياني يوضح تطور عناصر جدول حساب النتائج لمؤسسة بيوفارم للفترة (2019-2014)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على نتائج الجدول أعلاه

المطلب الثالث: تشخيص الوضعية المالية للمؤسسات محل الدراسة

سنحاول من خلال هذا المطلب تشخيص الوضعية المالية للمؤسسات عن طريق النسب المالية ومؤشرات التوازن المالي بالاعتماد على الميزانية المالية لكل مؤسسة.

1. تشخيص الوضعية المالية لمؤسسة صيدال

1-1: دراسة الوضعية المالية بواسطة مؤشرات التوازن المالي

انطلاقا من الميزانية المالية سنقوم بتشخيص الوضعية المالية لمؤسسة صيدال على ثلاث مستويات، وهي:

- رأس المال العامل = الأموال الدائمة - الأصول غير الجارية.
- الاحتياج في رأس المال العامل = (أصول جارية - متاحات) - (خصوم جارية - تسبيقات بنكية).
- الخزينة الصافية = رأس المال العامل - الاحتياج في رأس المال العامل.

وسنقوم بتلخيص نتائج المؤشرات في الجدول التالي:

الجدول رقم (02-05): مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)

البيان	2014	2015	2016	2017	2018	2019
FR	13076161963,88	12472567937,07	8419441210,04	6290874204,28	6880331435,07	7467807075,48
BFR	2916799723,19	(1063615822,00)	(240792667,02)	(610056884,65)	2888994554,95	5234331746,05
TN	10159362240,69	13536183759,07	8660233877,06	6900931088,93	3991336880,12	2233475329,43

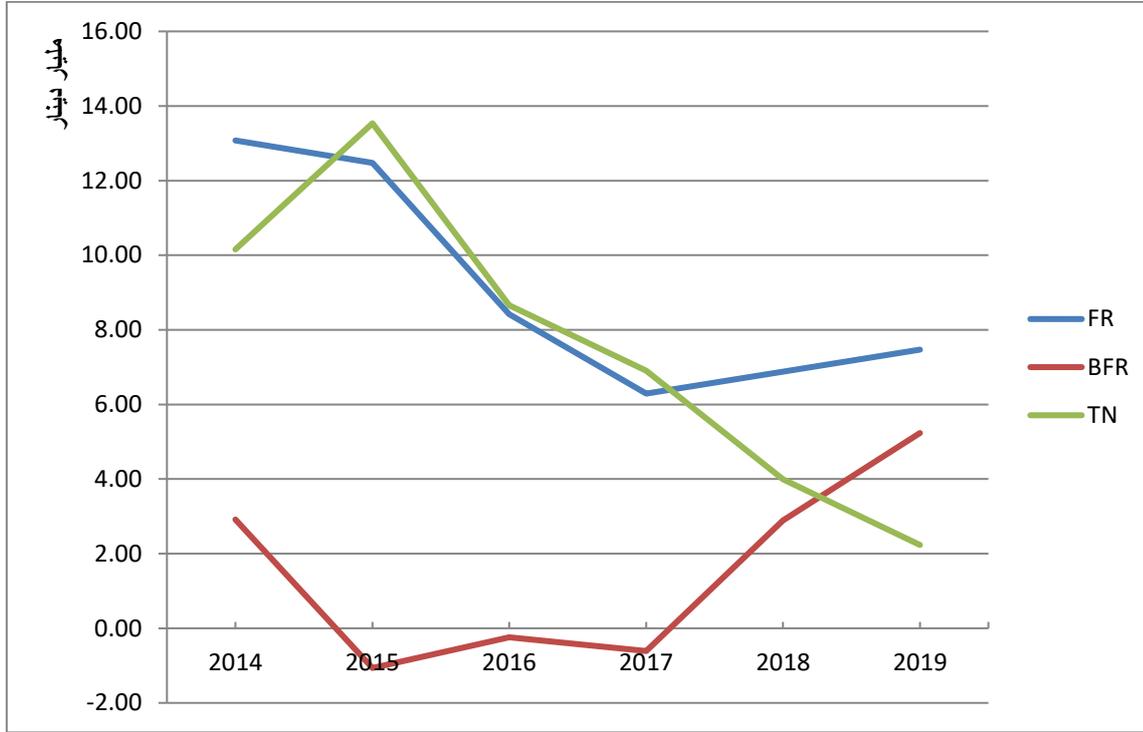
المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة

نلاحظ من الجدول أعلاه أن:

- رغم انخفاض قيمة رأس المال العامل خلال فترة الدراسة، فقد حققت المؤسسة قيمة موجبة له، مما يعكس نجاحها في الحفاظ على مواردها الدائمة المستخدمة في تمويل أصولها غير الجارية؛
- خلال الفترة 2015-2017 شهدت المؤسسة انخفاضاً في احتياجات رأس المال العامل وسجلت قيماً سالبة، وذلك بسبب تراجع الإنتاجية وتراجع الطلب من العملاء، مما يدل على سوء تسيير عناصر الاستغلال. ولكن خلال السنتين الأخيرتين، ارتفعت القيمة إلى مستوى موجب وذلك بفضل تنفيذ المؤسسة لسياسات إدارة جيدة للمخزونات والتوريد والمبيعات؛
- سجلت الخزينة قيماً موجبة ومتزايدة طوال فترة الدراسة، مما يشير إلى قدرة المؤسسة على تلبية احتياجاتها المالية وتكوين فائض من السيولة، وهذا يعد مؤشراً جيداً لتوازن المؤسسة المالي. ومع ذلك، يجب على المؤسسة التقليل من هذا الفائض من أجل تجنب تجميد الأموال وتحمل تكاليف إضافية جراء ذلك.

ويمكن توضيح تطور هذه المؤشرات في الشكل التالي:

الشكل رقم (02-07): منحى بياني يوضح تطور مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة صيدال للفترة
(2014-2019)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على نتائج تحليل القوائم المالية

2-1: دراسة الوضعية المالية بواسطة النسب المالية

يمكن تتبع تطور نشاط مؤسسة صيدال انطلاقا من مجموعة نسب مالية، وهي: نسب السيولة، نسب الهيكلية، نسب المديونية.

أ. نسب السيولة

نقوم بحساب نسب السيولة في المؤسسة من أجل معرفة قدرة المؤسسة على الوفاء بديونها في آجالها المحددة، ونلخص نتائجها في الجدول التالي:

الجدول رقم (02-06): نسب السيولة لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)

2019	2018	2017	2016	2015	2014	نسب السيولة	
2,21	2,17	2,03	2,12	2,87	2,72	الأصول الجارية	السيولة العامة
						الخصوم الجارية	
1,09	1,24	1,34	1,36	2,12	2,72	الأصول الجارية - المخزونات	السيولة المختصرة
						الخصوم الجارية	
0,31	0,46	0,67	0,68	1,35	1,49	المتاحات	السيولة الجاهزة
						الخصوم الجارية	

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة

نلاحظ أن:

- نسبة السيولة العامة: على مدى فترة الدراسة تجاوزت 2، مما يشير إلى وجود فائض كبير في الأصول الجارية التي تغطي الديون قصيرة الأجل. وبالتالي، فإن المؤسسة لديها القدرة على تسديد التزاماتها قصيرة الأجل من خلال تلك الأصول الجارية. ومع ذلك، يتم تضخيم هذه النسبة بشكل زائد، بسبب وجود سيولة مجمدة كان يتعين التخلص منها؛
- نسبة السيولة المختصرة: بالرغم من أن نطاق النسبة يتراوح عادة بين 0.5 و0.6، إلا أنها كانت تفوق القيمة العليا المحددة وتصل إلى الـ 1، مما يشير إلى وجود فائض كبير في الحقوق ويعني أيضا أن الأصول سريعة التحول كافية لتغطية الديون قصيرة الأجل. ومع ذلك فإن هذه القيمة العالية تشير إلى وجود سيولة مجمدة يجب التصرف فيها؛
- نسبة السيولة الجاهزة: رغم الانخفاض المسجل في النسبة طيلة فترة الدراسة إلا أنها كانت تفوق المجال [0.23-0.3]، ما يدل على قدرة المؤسسة في الوفاء بالتزاماتها التي تستحق في مدة أيام فقط من خلال سيولتها الجاهزة. إلا أنه يجب على المؤسسة التصرف في الفائض الحاصل.

ب. نسب الهيكلية (التمويل)

تمكننا نسب الهيكلية من اكتشاف مدى مساهمة كل مصدر تمويلي في تمويل الأصول بصفة عامة والأصول غير الجارية بصفة خاصة، ويمكن عرضها في الجدول التالي:

الجدول رقم (02-07): نسب الهيكلية لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)

2019	2018	2017	2016	2015	2014	نسب الهيكلية	
0,86	1,06	0,69	0,69	0,71	0,80	مجموع الديون	التمويل الخارجي
						الأموال الخاصة	
0,81	0,75	0,82	0,90	1,30	1,35	الأموال الخاصة	التمويل الذاتي
						الأصول غير الجارية	
1,28	1,28	1,19	1,28	1,79	2,01	الأموال الدائمة	تمويل الأصول غير الجارية
						الأصول غير الجارية	
0,45	0,46	0,49	0,47	0,35	0,37	الخصوم الجارية	تمويل الأصول الجارية
						الأصول الجارية	

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة

من الجدول الموضح أعلاه نلاحظ:

○ نسبة التمويل الخارجي: تعبر عن مدى اعتماد المؤسسة على التمويل الخارجي، حيث كانت المؤسسة محافظة على نسبة التمويل الخارجي بنسب متقاربة أقل من الـ 1 ما يعني انخفاض المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة، إلا أنها ارتفعت في سنة 2018 نتيجة قيام المؤسسة بتجديد تبنيتها، لكنها سرعان ما انخفضت في السنة الأخيرة؛

○ نسبة التمويل الذاتي: تعتبر مكتملة للنسبة سألقة الذكر (نسبة التمويل الخارجي للأصول) حيث تشير لمساهمة التمويل الداخلي من خلال الأموال الخاصة في تمويل الأصول غير الجارية للمؤسسة. حيث كان اتجاه النسبة طيلة فترة الدراسة نحو الانخفاض وهذا يعتبر مؤشر سيء للوضعية المالية للمؤسسة وكذا يعطي دلالة على تناقص استقلاليتها المالية؛

- نسبة تمويل الأصول غير الجارية: تمثل هذه النسبة الوجه الآخر لاحتساب رأس المال العامل من منظور أعلى الميزانية، والملاحظ من الجدول أن النسبة تجاوزت الـ 1 أي تحقيق رأس مال موجب، وبالتالي قدرة الأموال الدائمة للمؤسسة على تغطية أصولها غير الجارية طيلة فترة الدراسة؛
- نسبة تمويل الأصول الجارية: تمثل بدورها الوجه المقابل لاحتساب رأس المال العامل من منظور أسفل الميزانية، وانخفاض النسبة عن الـ 1 طيلة فترة الدراسة يوضح الضعف في حجم الديون قصيرة الأجل في المؤسسة مقارنة بأصولها الجارية ما يعني ارتفاع رأس المال العامل.

ج. نسب المديونية

- تعتبر جزء من نسب الهيكلية، إلا أنه يتم تقديمها بشكل منفصل نظرا لأهميتها في عملية التحليل، ويمكن عرضها في الجدول التالي:

الجدول رقم (02-08): نسب المديونية لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)

2019	2018	2017	2016	2015	2014	نسب المديونية	
0,46	0,51	0,41	0,41	0,41	0,44	مجموع الديون	المديونية الإجمالية
						مجموع الأصول	
1,17	0,95	1,44	1,45	1,42	1,26	الأموال الخاصة	الاستقلالية المالية
						مجموع الديون	

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة

من الجدول الموضح نلاحظ أن:

- نسبة المديونية الإجمالية: تقيس درجة اعتماد المؤسسة على التمويل الخارجي في تمويل مختلف احتياجاتها خلال الدورة المالية، وبما أن هذه النسبة منخفضة إذ تتراوح أدنى قيمة لها 0.41 خلال (2015-2017) وأعلى قيمة لها 0.51 في سنة 2018 فهذا يدل على رهن المؤسسة لعدم تعرضها للمخاطر بسبب الأعباء الإضافية لخدمة الدين الناتجة عن التوسع في الاقتراض، وكذا قدرة المؤسسة على تسديد ديونها؛
- نسبة الاستقلالية المالية: تعتبر نسبة المديونية الإجمالية مؤشر أولي لنسبة الاستقلالية المالية بالنظر لتعاكسهما، فكلما زاد اعتماد المؤسسة على التمويل الخارجي قلّت درجة استقلاليتها المالية، وهذا ما نلاحظه في سنة

2018 أين كانت النسبة 0.95، ولكن في باقي سنوات الدراسة كانت النسبة مرتفعة وأكبر من 1 ما يدل على قدرة المؤسسة على تمويل التزاماتها واكتسابها لاستقلاليتها المالية.

2. تشخيص الوضعية المالية لمؤسسة الكندي:

1.2: دراسة الوضعية المالية بواسطة مؤشرات التوازن المالي:

انطلاقا من الميزانية المالية للمؤسسة سنقوم بدراسة الوضعية المالية بالاعتماد على ثلاث مستويات كسابقتها:

- رأس المال العامل = الأموال الدائمة - الأصول غير الجارية.
- الاحتياج في رأس المال العامل = (أصول جارية - متاحات) - (خصوم جارية - تسبيقات بنكية).
- الخزينة الصافية = رأس المال العامل - الاحتياج في رأس المال العامل.

سنوضح نتائج مؤشرات التوازن لمؤسسة الكندي من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (02-09): مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)

البيان	2014	2015	2016	2017	2018	2019
FR	4891588493,00	6651821138,00	9002772820,00	9394131566,00	10439598783,00	7533128312,00
BFR	9724641539,00	12043222960,00	16631847192,00	20225454296,00	25843159811,00	24969844148,00
TN	(4833053046,00)	(5391401822,00)	(7629074372,00)	(10831322730,00)	(15403561028,00)	(17436715836,00)

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معطيات المؤسسة

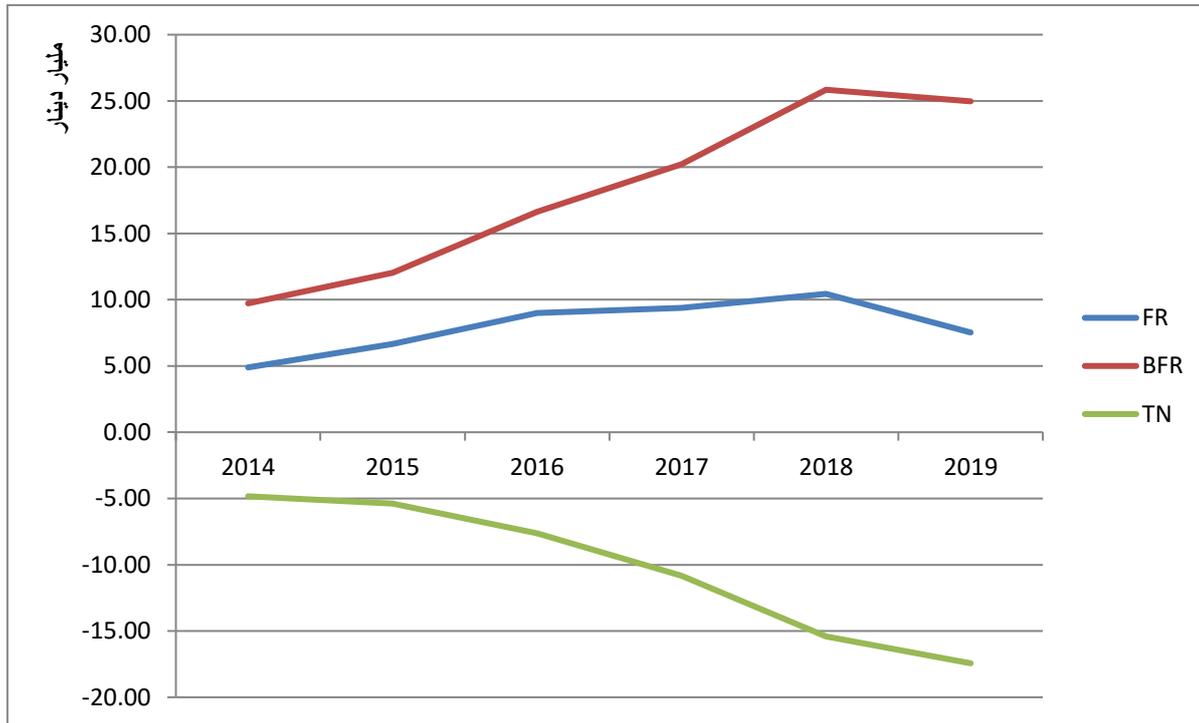
من النتائج الموضحة أعلاه نجد أن:

- رأس المال العامل موجب طيلة فترة الدراسة، ما يعني أن الأصول غير الجارية الخاصة بالمؤسسة ممولة بمواردها الدائمة، وأن مؤسسة الكندي تمتلك هامش أمان يمكنها من مواجهة حوادث دورة الاستغلال التي تمس السيولة، وأنها تستطيع كذلك تمويل استثماراتها واحتياجاتها المالية باستخدام مواردها المالية الدائمة؛
- تميزت قيم الاحتياج في رأس المال العامل بالارتفاع المستمر خلال فترة الدراسة، وزادت بوتيرة أكبر من قيمة رأس المال العامل وذلك بسبب الطلبات المتزايدة من الزبائن، وكذلك بسبب توفر فرص أعمال جديدة استدعت استثمارات إضافية في المخزونات؛

○ خلال فترة الدراسة، كانت الخزينة في وضع سالب ما يعني وجود عجز في الرصيد وأن رأس المال العامل لم يكن كافيا لتلبية جميع الاحتياجات، يشير هذا أيضا إلى عدم قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها في الآجال المحددة خلال فترة الدراسة، مما يعرض المؤسسة لمشكلات إضافية في التكاليف.

ويمكن توضيح تطور هذه المؤشرات في الشكل التالي:

الشكل رقم (02-08): منحني بياني يوضح تطور مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على نتائج تحليل القوائم المالية

2.2: دراسة الوضعية المالية بواسطة النسب المالية

لتتبع تطور نشاط مؤسسة الكندي كسابقتها تم حساب مجموعة النسب نسبة مالية وهي: نسب السيولة، نسب الهيكلية، نسب المديونية، بالاعتماد على الميزانيات المالية للمؤسسة.

أ. نسب السيولة

يمكن تلخيص نتائجها في الجدول الموالي:

الجدول رقم (02-10): نسب السيولة لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)

2019	2018	2017	2016	2015	2014	نسب السيولة	
1,39	1,57	1,68	1,92	1,89	1,71	الأصول الجارية	السيولة العامة
						الخصوم الجارية	
1,11	1,35	1,43	1,55	1,45	1,16	الأصول الجارية - المخزونات	السيولة المختصرة
						الخصوم الجارية	
0,01	0,02	0,04	0,04	0,04	0,02	المتاحات	السيولة الجاهزة
						الخصوم الجارية	

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معطيات المؤسسة

نلاحظ أن:

- نسبة السيولة العامة: كانت قيمها تفوق 1 طيلة فترة الدراسة، ما يدل على وجود فائض في الأصول الجارية للمؤسسة بعد تغطيتها كل الخصوم الجارية، ومنه المؤسسة تتمتع بhamش أمان؛
- نسبة السيولة المختصرة: كانت تفوق الـ 1 خلال فترة الدراسة، ما يدل على قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها باستخدام الأصول الجارية سهلة التحويل إلى نقدية مع استبعاد المخزونات، إلا أن المجال الأفضل لهذه النسبة يكون بين [0.5-0.6]؛
- نسبة السيولة الجاهزة: سجلت النسبة بقيم تتراوح بين [0.1-0.4] خلال فترة الدراسة، ما يدل على أن المؤسسة تتفادى تعطيل وتجميد سيولتها، كما أنها قادرة على الوفاء بالتزاماتها التي تزيد مدة استحقاقها عن الأسبوع والشهر.

ب. نسب الهيكلية

تكشف مدى مساهمة كل مصدر تمويلي في تمويل الأصول بصفة عامة والأصول غير الجارية بصفة خاصة، ويمكن عرضها في الجدول التالي:

الجدول رقم (02-11): نسب الهيكلة لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)

2019	2018	2017	2016	2015	2014	نسب الهيكلة	
2,62	2,04	1,62	1,40	1,26	1,30	مجموع الديون الأموال الخاصة	التمويل الخارجي
1,25	1,50	1,55	1,97	2,12	2,88	الأموال الخاصة الأصول غير الجارية	التمويل الذاتي
1,99	1,18	2,24	2,78	2,79	3,33	الأموال الدائمة الأصول غير الجارية	تمويل الأصول غير الجارية
0,72	0,64	0,59	0,52	0,53	0,58	الخصوم الجارية الأصول الجارية	تمويل الأصول الجارية

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معطيات المؤسسة

نلاحظ أن:

- نسبة التمويل الخارجي: توضح هذه النسبة مدى اعتماد المؤسسة على التمويل الخارجي ونلاحظ من الجدول أعلاه أن النسبة كانت في ارتفاع طيلة فترة الدراسة نتيجة قيام المؤسسة بتجديد تهيئتها، وهي نسب مرتفعة نوعا ما وتشير إلى الاعتماد الكبير على التمويل الخارجي من طرف المؤسسة، وبالتالي تزايد حجم الاستدانة.
- نسبة التمويل الذاتي: تشير هذه النسبة إلى مساهمة التمويل الداخلي من خلال الأموال الخاصة في تمويل الأصول غير الجارية للمؤسسة، وكانت طيلة فترة الدراسة أكبر من 1 وفي انخفاض، ما يعتبر مؤشر سيء للوضعية المالية للمؤسسة باعتبارها تعطي دلالة أولية لتناقص استقلاليتها المالية.
- نسبة تمويل الأصول غير الجارية: كانت النسبة أكبر من 1 طيلة فترة الدراسة مما يدل على قدرة الأموال الدائمة للمؤسسة من تغطية أصولها غير الجارية ووجود فائض يمكن استخدامه لتغطية جزء من الأصول الجارية.

○ نسبة تمويل الأصول الجارية: إن انخفاض هذه النسبة عن 1 طيلة فترة الدراسة مؤشر جيد للمؤسسة، فهو يدل على ضعف حجم الديون قصيرة الأجل مقارنة بالأصول المتداولة، أي أن المؤسسة محققة فائض من الأصول الجارية بالنسبة لديونها قصيرة الأجل.

ج. نسب المديونية:

الجدول رقم (02-12): نسب المديونية لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)

2019	2018	2017	2016	2015	2014	نسب المديونية	
0,72	0,67	0,62	0,58	0,56	0,56	مجموع الديون	المديونية الإجمالية
						مجموع الأصول	
0,38	0,49	0,62	0,71	0,79	0,77	الأموال الخاصة	الاستقلالية المالية
						مجموع الديون	

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معطيات المؤسسة

من الجدول نجد:

○ نسبة المديونية الإجمالية: تمثل هذه النسبة مقياس لعملية تمويل الأصول من خلال الاقتراض، حيث يستحسن ألا تتجاوز هذه النسبة 0.5، حيث نلاحظ أن نسبة المديونية الإجمالية طيلة فترة الدراسة أكبر من هذه النسبة إلا أنها مقبولة في السنوات الثلاثة الأولى حيث كانت أعلى نسبة فيها 0.58 أما باقي سنوات الدراسة أخذت فيهم هذه النسبة بالارتفاع بصورة ملحوظة لتصل في سنة 2019 إلى 0.72 وهي نسبة مرتفعة تدل على فقدان المؤسسة لاستقلاليتها المالية، الأمر الذي سنتطرق إليه في النسبة الثانية؛

○ نسبة الاستقلالية المالية: توضح هذه النسبة درجة استقلالية المؤسسة عن دائيتها، حيث كانت هذه النسبة في انخفاض طيلة فترة الدراسة ما يدل على فقدان المؤسسة لاستقلاليتها المالية تدريجياً نفس الأمر الذي تم توضيحه في النسبة السابقة.

3. تشخيص الوضعية المالية لمؤسسة بيوفارم:

1.3: دراسة الوضعية المالية بواسطة مؤشرات التوازن المالي:

انطلاقاً من الميزانية المالية سنقوم بدراسة الوضعية المالية لمؤسسة بيوفارم بالاعتماد على المستويات سابقة

الذكر والتي نقدمها في الجدول التالي:

الجدول رقم (02-13): مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)

البيان	2014	2015	2016	2017	2018	2019
FR	12353865235,00	16133603481,00	19733710812,00	23988499903,00	27015000000,00	32928000000,00
BFR	10129314649,00	8634556779,00	9510185598,00	16236582771,00	22295000000,00	26922000000,00
TN	2224550586,00	7499046702,00	10223525214,00	7751917132,00	4720000000,00	6006000000,00

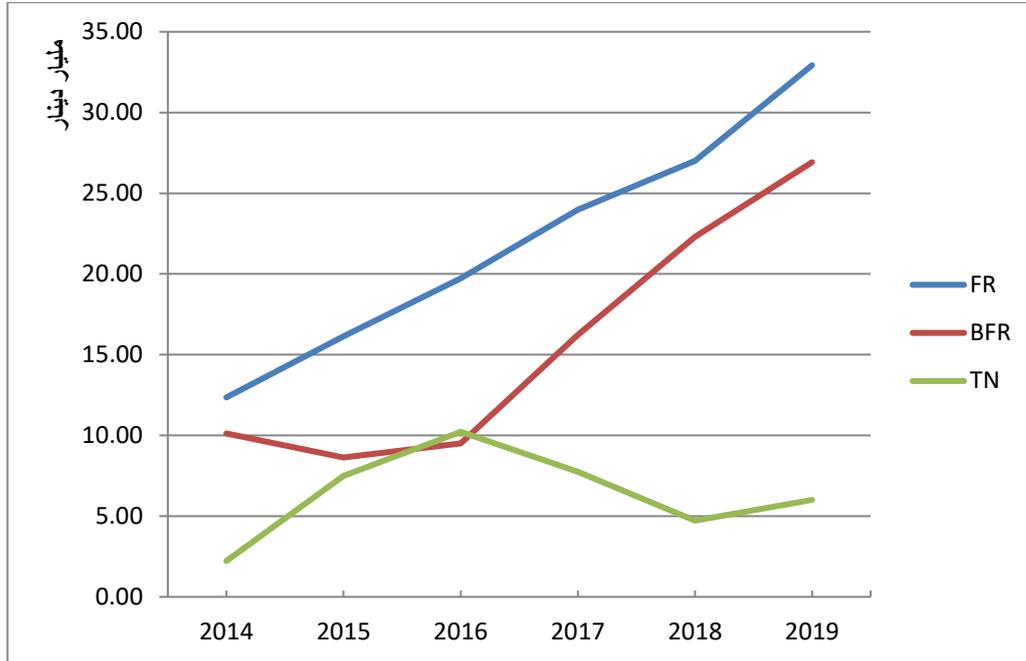
المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة

نلاحظ أن:

- رأس المال العامل للمؤسسة موجب وفي ارتفاع مستمر طيلة فترة الدراسة، ما يشير إلى حفاظ المؤسسة على توازنها المالي حيث تمكنت من تمويل احتياجاتها طويلة المدى من مواردها الدائمة، محققة من خلال ذلك فائض يمكن استخدامه في سد احتياجات مالية أخرى؛
 - قيم الاحتياج في رأس المال العامل تراوحت بين الارتفاع والانخفاض، غير أنها كانت موجبة طيلة فترة الدراسة، وذلك بسبب الانخفاض في حسابات العملاء والذي يرجع في الأساس إلى سياسة التعامل المتبعة مع الزبائن، كما تدل قيم هذا المؤشر على أن الوضعية المالية للمؤسسة غير سليمة تماما؛
 - الخزينة الصافية للمؤسسة كانت موجبة طيلة فترة الدراسة، وهذا يشير إلى وجود فائض في رأس المال العامل بعد تغطيته لكل الاحتياج، ما ينعكس بالأثر الإيجابي على السيولة مع تحمل بعض الآثار السلبية على مردودية المؤسسة والناجمة عن وجود أموال مكدسة وغير مستغلة.
- وسنحاول توضيح تطور المؤشرات من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (02-09): منحني بياني يوضح تطور مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)

(2019)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على نتائج الجدول أعلاه

2.3: دراسة الوضعية المالية بواسطة النسب المالية

أ. نسب السيولة

يمكن تلخيص نتائجها في الجدول التالي:

الجدول رقم (02-14): نسب السيولة لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)

2019	2018	2017	2016	2015	2014	نسب السيولة	
2,33	2,24	2,20	2,21	1,90	1,75	الأصول الجارية	السيولة العامة
						الخصوم الجارية	
1,34	1,27	1,32	1,38	1,15	0,97	الأصول الجارية - المخزونات	السيولة المختصرة
						الخصوم الجارية	
0,14	0,14	0,29	0,34	0,30	0,14	متاحات	السيولة الجاهزة
						الخصوم الجارية	

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة

نلاحظ أن:

- نسبة السيولة العامة: سجّلت نسبة السيولة العامة قيماً أعلى من الـ 1، وقد شهدت زيادة خلال فترة الدراسة. ويعكس هذا الارتفاع قدرة المؤسسة على تغطية التزاماتها بنسبة 100% باستخدام الموارد الدائمة، وتحقيق فائض، العامل الذي أدى إلى الارتفاع المسجّل في نسبة السيولة العامة؛
- نسبة السيولة المختصرة: وفقاً للنسب المحصلة، يتضح وجود فائض في المتاحات النقدية، مما يعزّز سيولة المؤسسة ويضمن سلامتها من المخاطر دون الحاجة إلى بيع مخزونها. ومع ذلك، فإن هذا الارتفاع النسبي الكبير يمكن أن يؤثر سلباً على أداء المؤسسة نتيجة تراكم الأموال دون توظيفها؛
- نسبة السيولة الجاهزة: خلال الفترة الممتدة بين 2015-2017 كانت قيم نسبة السيولة الجاهزة مثالية. إلا أنها سجّلت في السنوات اللاحقة قيماً منخفضة جداً بسبب الانخفاض في استخدامات النقديّات، ما يدل على أنها وضعية غير سليمة وتشير إلى مشكلات سيولة في المؤسسة. حيث ينبغي اتخاذ إجراءات عاجلة للبحث عن حلول لهذه المشكلة.

ب. نسب الهيكلية

يمكن عرضها في الجدول التالي:

الجدول رقم (02-15): نسب الهيكلية لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)

2019	2018	2017	2016	2015	2014	نسب الهيكلية	
0,77	0,67	0,73	0,73	0,98	1,19	مجموع الديون الأموال الخاصة	التمويل الخارجي
4,21	5,01	6,03	5,45	4,71	3,99	الأموال الخاصة الأصول غير الجارية	التمويل الذاتي
4,67	5,09	6,15	5,62	4,95	4,31	الأموال الدائمة الأصول غير الجارية	تمويل الأصول غير الجارية
0,43	0,45	0,45	0,45	0,53	0,57	الخصوم الجارية الأصول الجارية	تمويل الأصول الجارية

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة

نلاحظ أن:

- نسبة التمويل الخارجي: توضح هذه النسبة مدى اعتماد المؤسسة على التمويل الخارجي، ونلاحظ من الجدول أعلاه أن النسبة كانت معتدلة طيلة فترة الدراسة إذ لم تتجاوز الـ 1 ما عدا سنة 2014، الأمر الذي يجعل للمؤسسة حظوظ أوفر في الحصول على قروض إضافية بسهولة كلما أرادت ذلك؛
- نسبة التمويل الذاتي: توضح هذه النسبة مدى تغطية الأموال الخاصة للأصول الثابتة، حيث كانت النسبة أكبر من الـ 1 ومرتفعة جدا طيلة فترة الدراسة ما يعني أن مؤسسة بيوفارم تمول أصولها غير الجارية بواسطة أموالها الخاصة وهي الحالة المثلى؛
- نسبة تمويل الأصول غير الجارية: كانت النسبة أكبر من الـ 1 طيلة فترة الدراسة، وهذا دليل على أن هناك تغطية كاملة لأصولها غير الجارية بواسطة الأموال الدائمة مع تسجيل هامش أمان يمكن المؤسسة من مواجهة الاحتياجات المتولدة عن دورة الاستغلال؛
- نسبة تمويل الأصول الجارية: يستحسن أن تكون هذه النسبة أقل من 1 وهو ما نجده طيلة فترة الدراسة، ما يدل على أن الديون قصيرة الأجل لمؤسسة بيوفارم لا تتجاوز أصولها الجارية.

ج. نسب المديونية

الجدول رقم (02-16): نسب المديونية لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)

2019	2018	2017	2016	2015	2014	نسب المديونية	
0,43	0,40	0,42	0,42	0,50	0,54	المديونية الإجمالية	مجموع الديون مجموع الأصول
1,30	1,48	1,37	1,37	1,02	0,84	الاستقلالية المالية	الأموال الخاصة مجموع الديون

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة

نلاحظ أن:

- نسبة المديونية الإجمالية: تمثل هذه النسبة مقياس لعملية تمويل الأصول من خلال الاقتراض، ومن الأفضل أن لا تتجاوز نسبة 0.5 وهذا ما نجده خلال فترة الدراسة ما عدا سنة 2014 أين كانت 0.54 ولكنها مقبولة على العموم، الأمر الذي يشجع الدائنين على تقديم المزيد من القروض؛

○ نسبة الاستقلالية المالية: توضح هذه النسبة درجة استقلال المؤسسة عن دائنيها، حيث كانت أكبر من الـ 1 وفي ارتفاع طيلة فترة الدراسة ما عدا سنة 2014 (بنسبة 0.84 وهي قريبة من الـ 1)، ما يشير إلى أن ديون المؤسسة لا تتجاوز أموالها الخاصة أي أنها تعتمد على أموالها الخاصة بدل الديون، ما يعطيها استقلالية مالية وزيادة عائداً.

بعد القيام بدراسة الوضعية المالية للمؤسسات الثلاث وذلك باستخدام عدد من المؤشرات المناسبة لنشاط كل منها. فقد أظهرت النتائج أن مؤسسة بيوفارم كانت الأفضل بين المؤسسات الثلاثة، فقد حققت أرباحاً أكبر وتفوقت في حجم الأصول، حجم الأموال الخاصة، والنتيجة الصافية، تلتها مؤسسة صيدال على الرغم من أنها المؤسسة السبّاقة في المجال، وهذا بسبب النمو المضطرد الذي تعرفه وضعيتها المالية، وأخيراً مؤسسة الكندي التي تعتبر أحدث واحدة والتي عرفت وضعية مالية يمكن وصفها بالسيئة.

المبحث الثاني: تحديد وحساب متغيرات الدراسة

بعد التطرق إلى تشخيص الوضعية المالية في المبحث السابق عبر مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية، سنحاول من خلال هذا المبحث دراسة تطور المتغيرين: نموذج DUPONT باعتباره مؤشر تقليدي، والقيمة الاقتصادية المضافة باعتبارها من المؤشرات الحديثة، لمعرفة مدى كفاءتهما في الوصول إلى تقديم صورة واضحة عن أداء المؤسسات عيّنة الدراسة.

المطلب الأول: نموذج DUPONT

نظرا لصعوبة تطبيق الشكل العام لنموذج DUPONT على المؤسسات التي تخضع للدراسة بسبب عدم توفر المعلومات اللازمة، فإننا سنحاول تطبيق ما تم استعراضه في أدبيات البحث وشرح مؤشري العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية، وعرض النتائج المتوصل إليها في المؤسسات محل الدراسة.

1. مؤسسة صيدال

- **معدل العائد على الاستثمار:** يقيس كفاءة استغلال الدينار الواحد من الأصول وما يحققه من نتيجة صافية، ويحسب وفق العلاقة التالية:

$$ROA = \frac{RN}{\sum ACTIF}$$

حيث:

RN: النتيجة الصافية؛ $\sum ACTIF$: مجموع الأصول؛

- **معدل العائد على حقوق الملكية:** يقيس هذا المعدل مدى ربحية الدينار الواحد المستثمر على الملاك والمساهمين، وسوف نقوم بحسابه وفق الصيغة التالية:

$$ROE = \frac{RN}{CP}$$

حيث:

RN: النتيجة الصافية؛ CP: الأموال الخاصة؛

في الجدول أدناه سنلخص نتائج العائدين كالتالي:

الجدول رقم (02-17): معدلي العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية لمؤسسة صيدال للفترة
(2014-2019)

البيان	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ROA	0,05	0,03	0,03	0,02	0,03	0,02
ROE	0,08	0,05	0,06	0,04	0,06	0,03

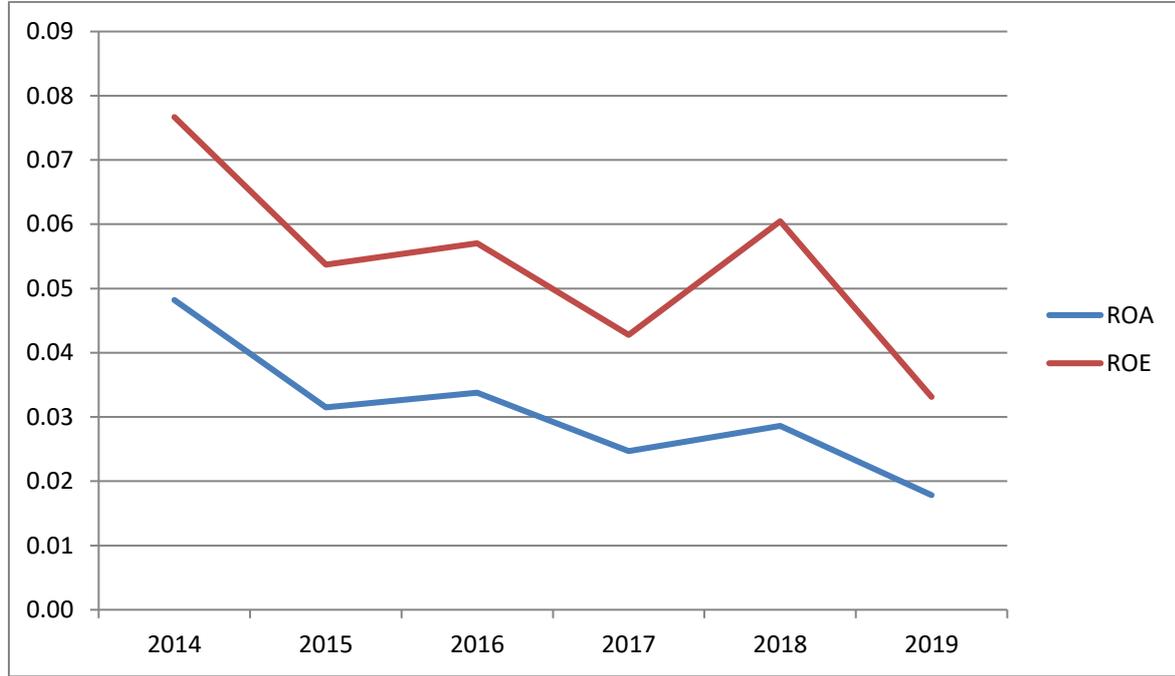
المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

من الجدول الموضح أعلاه نجد:

- في السنة الأولى من فترة الدراسة، سجل معدل العائد على الاستثمار أعلى قيمة له بنسبة 5%، إلا أنه انخفض بسرعة خلال السنوات اللاحقة مسجلاً قيم متقاربة. ومن خلال الرجوع إلى القوائم المالية للمؤسسة يمكن تفسير ذلك بأن النتيجة الصافية تراجعت نسبياً مقارنة بزيادة معدل دوران الأصول؛
- سجل معدل العائد على حقوق الملكية انخفاضاً مستمراً خلال فترة الدراسة حتى وصل إلى أدنى حد له في سنة 2019. وهو ما يمكن تفسيره بالتراجع الذي سجلته النتيجة الصافية مقابل التطور الذي شهدته الأموال الخاصة. وكون هناك علاقة طردية بين معدل العائد على حقوق الملكية والنتيجة الصافية فحتماً سيتأثر بأي تغير حاصل.

ومن خلال الشكل الموالي سنلخص تطور معدلي العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية:

الشكل رقم (10-02): منحى بياني يوضح تطور ROA و ROE لمؤسسة صيدال للفترة
(2019-2014)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على نتائج تحليل القوائم المالية

2. مؤسسة الكندي

لتقديم صورة أوضح عن أداء مؤسسة الكندي بواسطة مؤشري نموذج DUPONT، سنحاول القيام بتحليلهما وذلك من خلال تلخيص نتائجهما في الجدول الموالي:

الجدول رقم (18-02): معدلي العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية لمؤسسة الكندي للفترة
(2019-2014)

2019	2018	2017	2016	2015	2014	البيان
0,03	0,13	0,13	0,13	0,11	0,11	ROA
0,09	0,41	0,33	0,32	0,24	0,25	ROE

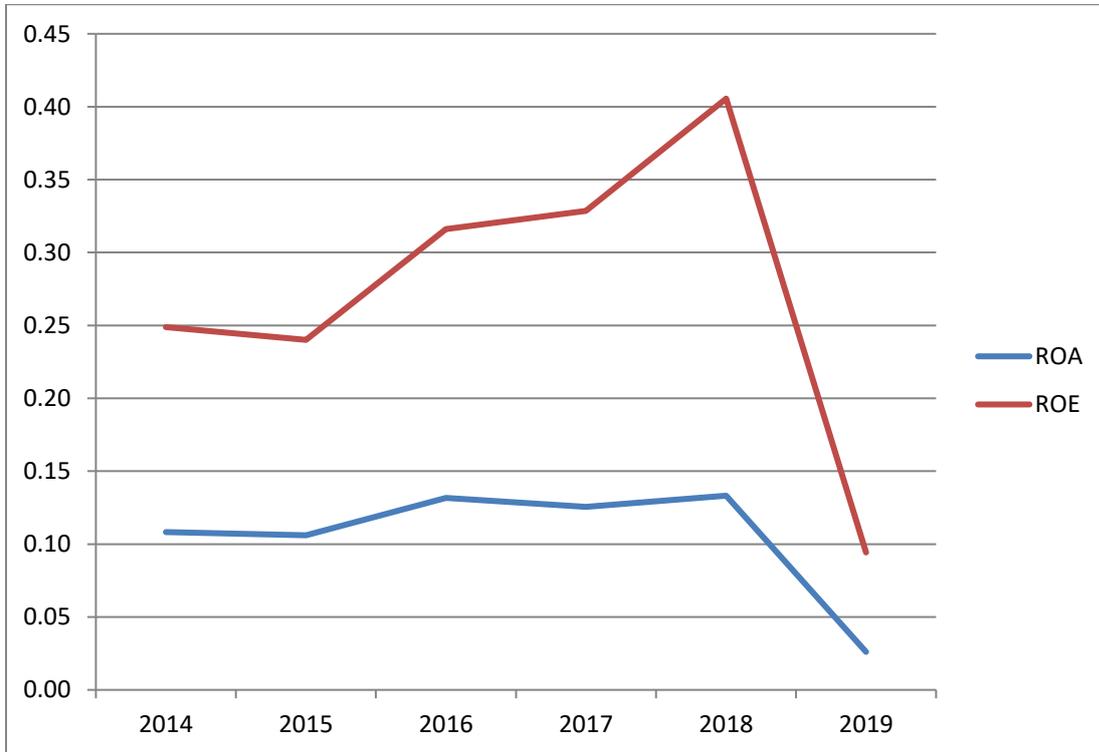
المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

نلاحظ من نتائج الجدول أعلاه أن:

- خلال الخمس سنوات الأولى من فترة الدراسة، كانت نسبة معدل العائد على الاستثمار مرتفعة للغاية، مما يدل على نجاح المؤسسة في استخدام أصولها وكسب الأرباح. ومع ذلك في السنة الأخيرة من الفترة، تم تسجيل انخفاض حاد في هذا المؤشر، ما يشير إلى تراجع كفاءة المؤسسة في استغلال أصولها؛
- سجل معدل العائد على حقوق الملكية ارتفاعاً مستمراً خلال الخمس سنوات الأولى من فترة الدراسة، مما يدل على قدرة وكفاءة مؤسسة الكندي في استغلال أموال الملاك وتحقيق أرباح مرضية. ومع ذلك في سنة 2019، وصل هذا المعدل إلى أدنى مستوى له نتيجة تأثره بالانخفاض في النتيجة الصافية، بسبب انخفاض الإنتاج وزيادة الاستهلاك، مما يعكس تناقص كفاءة الإدارة المالية في استغلال أموال الملاك.

وسنقوم بتلخيص تطور المعدلين من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (02-11): منحنى بياني يوضح تطور ROA و ROE لمؤسسة الكندي للفترة (2019-2014)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على نتائج تحليل القوائم المالية

3. مؤسسة بيوفارم:

لغرض دراسة كفاءة نموذج DUPONT في الوصول إلى تقديم صورة واضحة عن مستوى أداء مؤسسة بيوفارم، سنقوم بتحليل معدلي العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية كسابقتهما.

وسنحاول توضيح نتائج المعدلين في الجدول الموالي:

الجدول رقم (02-19): معدلي العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)

البيان	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ROA	0,12	0,12	0,14	0,13	0,14	0,11
ROE	0,26	0,23	0,24	0,23	0,23	0,20

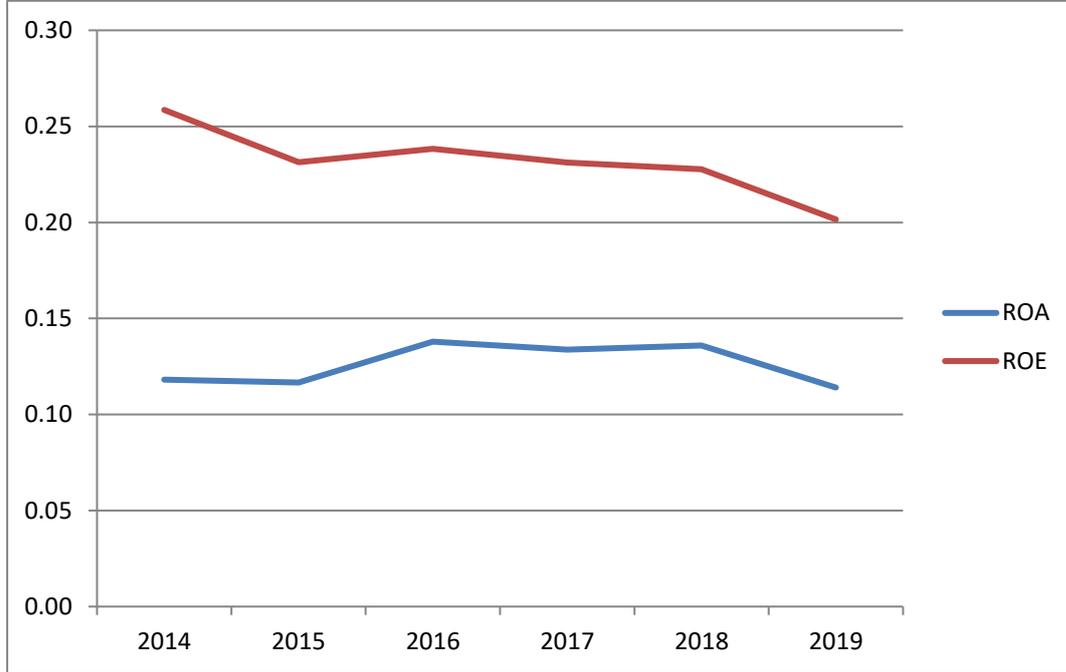
المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

نلاحظ أن:

- عرف معدل العائد على الاستثمار نموا مضطربا خلال سنوات الدراسة، ما يشير إلى أن الإدارة المالية تمتعت بكفاءة جيدة في استغلال أصولها وكانت ربحيتها أفضل؛
- بالرغم من الارتفاع في قيم النتيجة الصافية إلا أن نسبة معدل العائد على حقوق الملكية في انخفاض مستمر طيلة فترة الدراسة، وهذا بسبب الارتفاع في قيم الأموال الخاصة بوتيرة أكبر من وتيرة النتيجة الصافية، كما يتبع هذا الانخفاض في نسبة المؤشر بانخفاض في نسبة الربح التي يسعى الملاك أو المساهمون في تحقيقها. ويدل انخفاض معدل العائد على حقوق الملكية على عدم كفاءة قرارات الاستثمار والتشغيل في المؤسسة.

وتلخص النتائج في الشكل الموالي:

الشكل رقم (02-12): منحى بياني يوضح تطور ROA و ROE لمؤسسة بيوفارم للفترة
(2014-2019)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على نتائج تحليل القوائم المالية

المطلب الثاني: القيمة الاقتصادية المضافة EVA

باعتبار الـ EVA من أحد أهم المؤشرات الحاسمة في تقييم أداء المؤسسات الاقتصادية وفعاليتها، سنقدم في هذا الجزء تحليلاً لمكونات المعادلة الأساسية لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA في كل مؤسسة من العينة، وذلك عن طريق اتباع الخطوات التالية:

- حساب التكلفة الوسطية المرجحة؛
- حساب رأس المال المستثمر؛
- حساب العائد على رأس المال المستثمر.

1. مؤسسة صيدال

باتباع الخطوات المذكورة أعلاه نجد:

1.1 التكلفة الوسطية المرجحة WACC: تعتبر التكلفة المتوسطة المرجحة عنصر مهم في المجال المالي، فهي المعيار الأمثل للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية والمحدد الرئيسي لقيمة المؤسسة، وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$Wacc = K_{cp} \times \frac{CP}{CP+D} + K_d \times \frac{D}{CP+D} \times (1-T)$$

حيث:

K_{cp} : تكلفة الأموال الخاصة؛ K_d : تكلفة الاستدانة؛ CP : الأموال الخاصة؛ DN : الديون المالية؛
 T : معدل الضريبة.

وسنحاول تلخيص نتائجها في الجدول التالي:

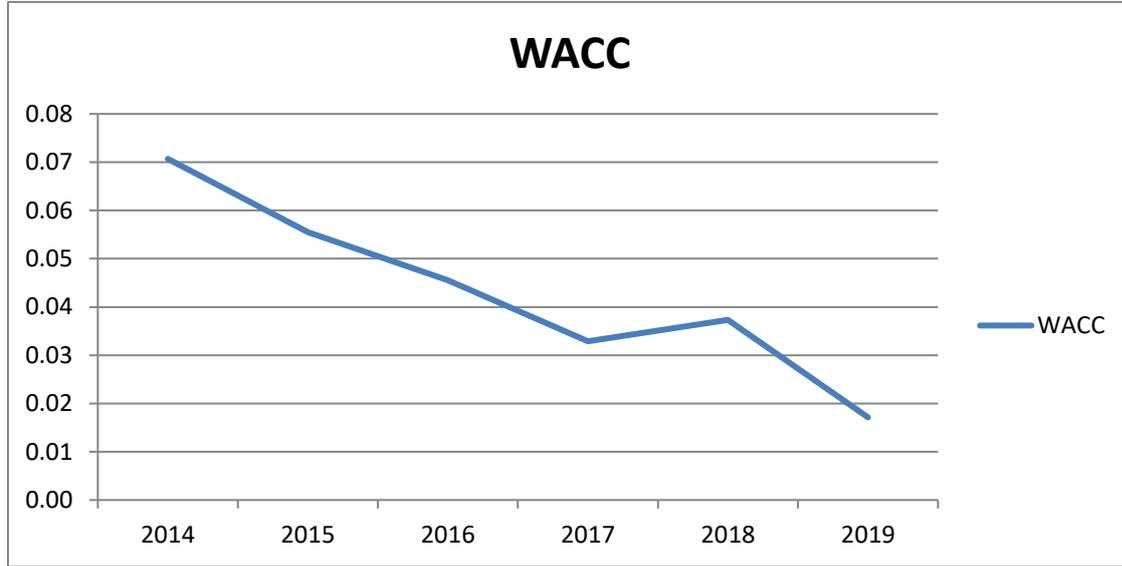
الجدول رقم (02-20): التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)

البيان	2014	2015	2016	2017	2018	2019
K_{cp}	0,077	0,054	0,057	0,043	0,060	0,033
$CP / (D + CP)$	0,95	1,03	0,80	0,77	0,64	0,66
K_d	(0,056)	(0,020)	0,001	0,000	(0,005)	(0,017)
$(1-T)$	0,83	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
$D / (D + CP)$	0,05	(0,03)	0,20	0,23	0,36	0,34
WACC	0,07	0,06	0,05	0,03	0,04	0,02

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة

من الجدول المرفق نلاحظ أن التكلفة الوسطية المرجحة قد بلغت أعلى مستوى لها سنة 2014، وتراجعت بشكل مستمر في السنوات اللاحقة، وذلك نتيجة تراجع تكلفة الأموال الخاصة بسبب ارتفاع الأموال الخاصة، وكذا ارتفاع تكلفة الاستدانة نتيجة الانخفاض الكبير المسجل في الاستدانة الصافية. كما يتضح أن تكلفة الأموال الخاصة تجاوزت التكلفة الوسطية المرجحة في العديد من السنوات، مما يشير إلى اعتماد المؤسسة على أموالها الخاصة بشكل أكبر من الاستدانة الصافية.

الشكل رقم (02-13): منحني بياني يوضح تطور التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة صيدال للفترة (2019-2014)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على نتائج تحليل القوائم المالية

2.1 رأس المال المستثمر CI:

وهو المكوّن الذي يحدث تغييراً عندما يتم إجراء أي تغيير في الأموال المستخدمة. ويحسب بجمع الاستثمارات العينية مع الاحتياج في رأس المال العامل وفق العلاقة التالية:

$$CI = INVE + BFR$$

حيث:

INVE: الاستثمارات العينية؛

BFR: الاحتياج في رأس المال العامل؛

وبعد تطبيق العلاقة على معطيات المؤسسة، يمكننا إجمال النتائج في الجدول الموالي:

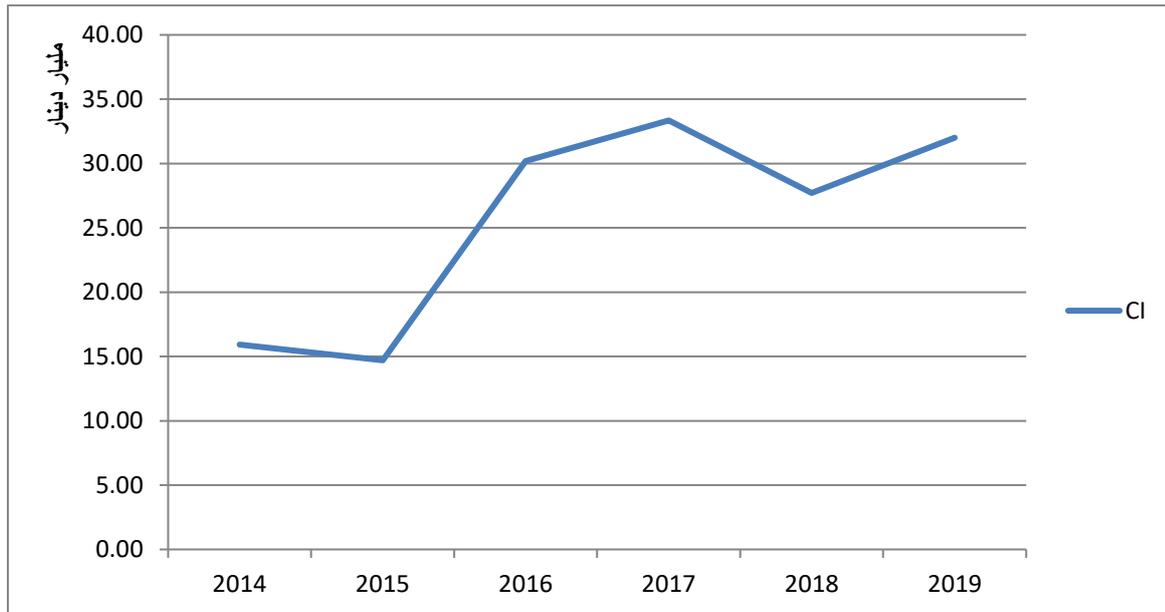
2019	2018	2017	2016	2015	2014	البيان
26 773 207 679,36	24 830 612 573,08	33 959 354 465,81	30 441 796 482,93	15 767 186 133,72	13 003 229 373,47	INVE
5 234 331 746,05	2 888 994 554,95	(610 056 884,65)	(240 792 667,02)	(1 063 615 822,00)	2 916 799 723,19	BFR
32 007 539 425,41	27 719 607 128,03	33 349 297 581,16	30 201 003 815,91	14 703 570 311,72	15 920 029 096,66	CI

الجدول رقم (02-21): رأس المال المستثمر لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة

يتضح لنا من نتائج الجدول أعلاه أن رأس المال المستثمر عرف تذبذبا طيلة فترة الدراسة، نتيجة التذبذب الذي شهده الاحتياج في رأس المال العامل.

الشكل رقم (02-14): منحى بياني يوضح تطور رأس المال المستثمر لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على نتائج تحليل القوائم المالية

3.1 العائد على رأس المال المستثمر ROCI: يحسب العائد على رأس المال المستثمر بقسمة النتيجة

العملية على رأس المال المستثمر كالتالي:

$$ROCI = \frac{RO}{CI}$$

حيث:

RO: النتيجة التشغيلية؛

CI: رأس المال المستثمر؛

ويمكن عرضه في الجدول التالي:

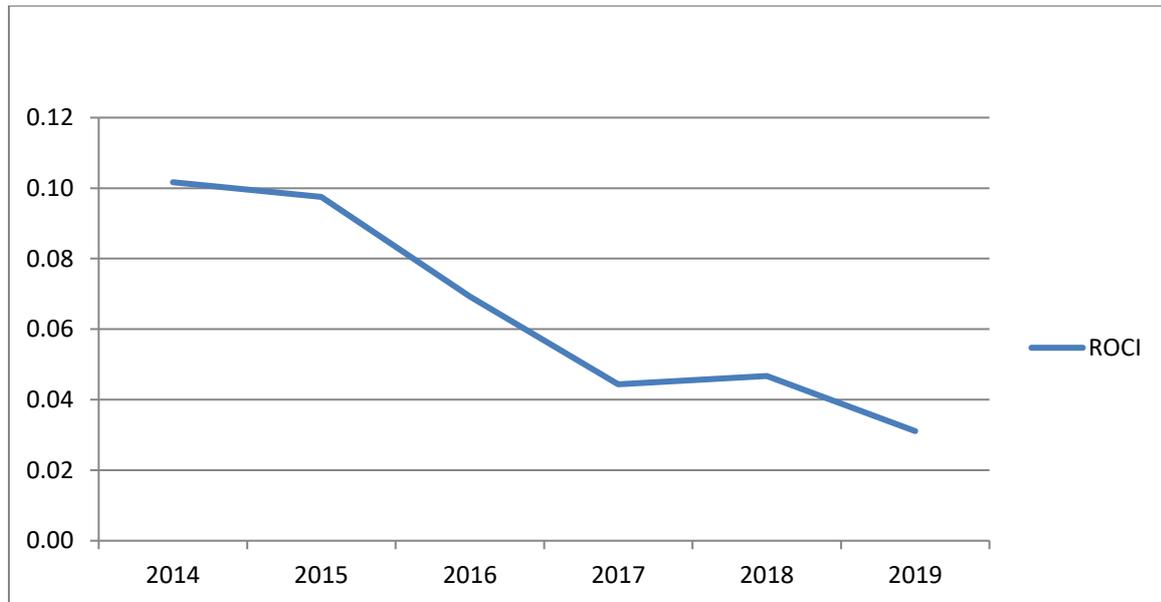
الجدول رقم (02-22): العائد على رأس المال المستثمر لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)

البيان	2014	2015	2016	2017	2018	2019
RO	1 618 736 152,23	1 433 808 241,54	2 093 143 975,07	1 480 241 680,05	1 293 874 389,45	995 270 118,85
CI	15 920 029 096,66	14 703 570 311,72	30 201 003 815,91	33 349 297 581,16	27 719 607 128,03	32 007 539 425,41
ROCI	0,10	0,10	0,07	0,04	0,05	0,03

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة

من الجدول أعلاه، يمكن ملاحظة انخفاض متواصل في العائد على رأس المال المستثمر طيلة فترة الدراسة، ويرجع ذلك إلى انخفاض النتيجة التشغيلية بشكل متزايد مقارنة بنمو رأس المال المستثمر الطفيف.

الشكل رقم (02-15): منحنى بياني يوضح تطور العائد في رأس المال المستثمر لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على نتائج تحليل القوائم المالية

4.1 القيمة الاقتصادية المضافة EVA: تمثل الربح الاقتصادي بعد سداد تكلفة رأس المال، ويمكن حسابها

وفق الصيغة التالية:

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

وتلخص نتائجها في الجدول الموالي:

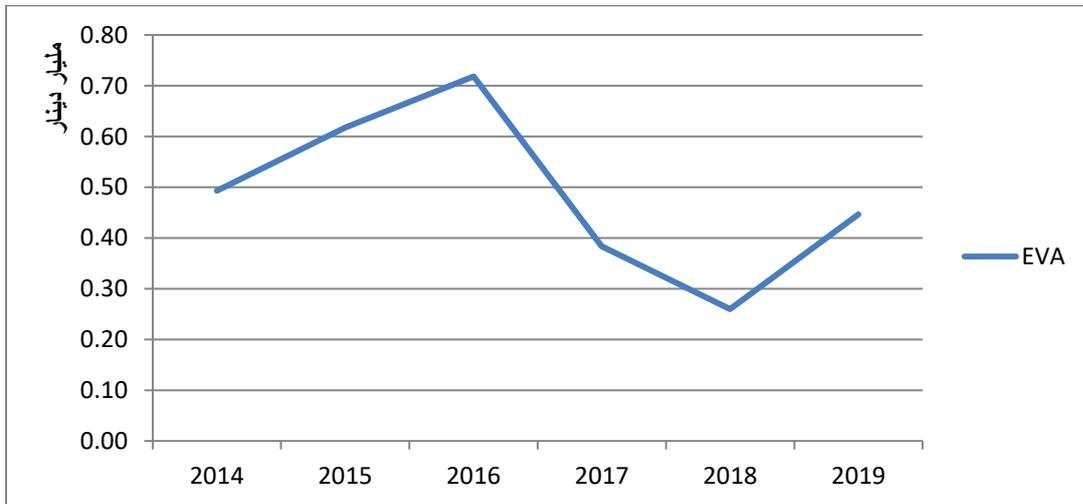
الجدول رقم (02-23): القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)

البيان	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ROCI	0,10	0,10	0,07	0,04	0,05	0,03
WACC	0,07	0,06	0,05	0,03	0,04	0,02
CI	15 920 029 096,66	14 703 570 311,72	30 201 003 815,91	33 349 297 581,16	27 719 607 128,03	32 007 539 425,41
EVA	493311895,53	617837013,59	718299993,66	383626719,87	259802184,81	446724535,65

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة

من الجدول أعلاه، نلاحظ أن EVA عرفت نموا متزايدا خلال الثلاث سنوات الأولى بسبب انخفاض تكلفة رأس المال، لكنها سرعان ما انخفضت في السنوات المتبقية. كما يتضح لنا أن المؤسسة قادرة على خلق قيمة طوال فترة الدراسة، حيث حافظت قيم EVA على نسبة إيجابية طوال الفترة، ما يشير إلى أدائها الاقتصادي المقبول.

الشكل رقم (02-16): منحنى بياني يوضح تطور القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة صيدال للفترة (2014-2019)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على نتائج تحليل القوائم المالية

2. مؤسسة الكندي

باتباع نفس الخطوات السابقة، سنقوم بتحليل القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة الكندي.

1.2 التكلفة الوسطية المرجحة WACC

يمكن تلخيص نتائجها في الجدول التالي:

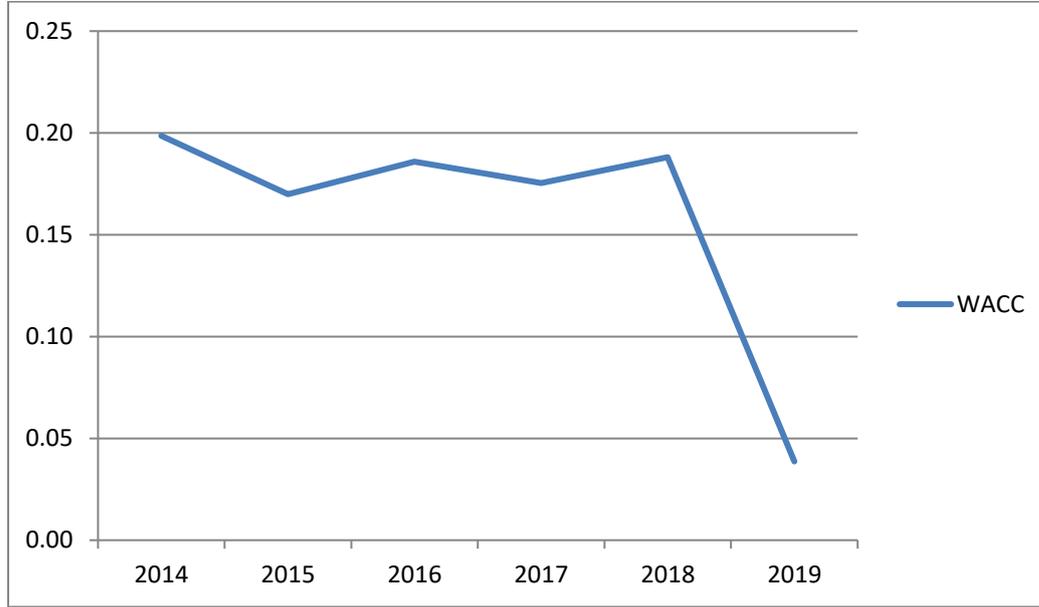
الجدول رقم (02-24): التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)

2019	2018	2017	2016	2015	2014	البيان
0,094	0,406	0,329	0,316	0,240	0,249	Kcp
0,40	0,46	0,53	0,56	0,60	0,64	CP/ (D + CP)
0,002	0,003	0,007	0,028	0,078	0,131	Kd
0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,83	(1-T)
0,60	0,54	0,47	0,44	0,40	0,36	D/ (D + CP)
0,04	0,19	0,18	0,19	0,17	0,20	WACC

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة

نلاحظ أن التكلفة الوسطية المرجحة قد تميزت بأعلى مستوياتها طيلة الخمس سنوات الأولى من فترة الدراسة، إلا أنها انخفضت في السنة الأخيرة لتسجل أدنى مستوى لها، وذلك يرجع إلى الارتفاع والانخفاض في تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الاستدانة. فقد كانت تكلفة الأموال الخاصة في السنة الأخيرة أعلى من تكلفة الاستدانة والتكلفة الوسطية المرجحة في نفس الوقت، مما يشير إلى اعتماد المؤسسة على أموالها الخاصة في هيكلها المالي على عكس السنوات الأولى.

الشكل رقم (02-17): منحى بياني يوضح تطور التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة الكندي للفترة (2019-2014)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على نتائج تحليل القوائم المالية

2.2 رأس المال المستثمر CI

سنوضح نتائجه في الجدول الموالي:

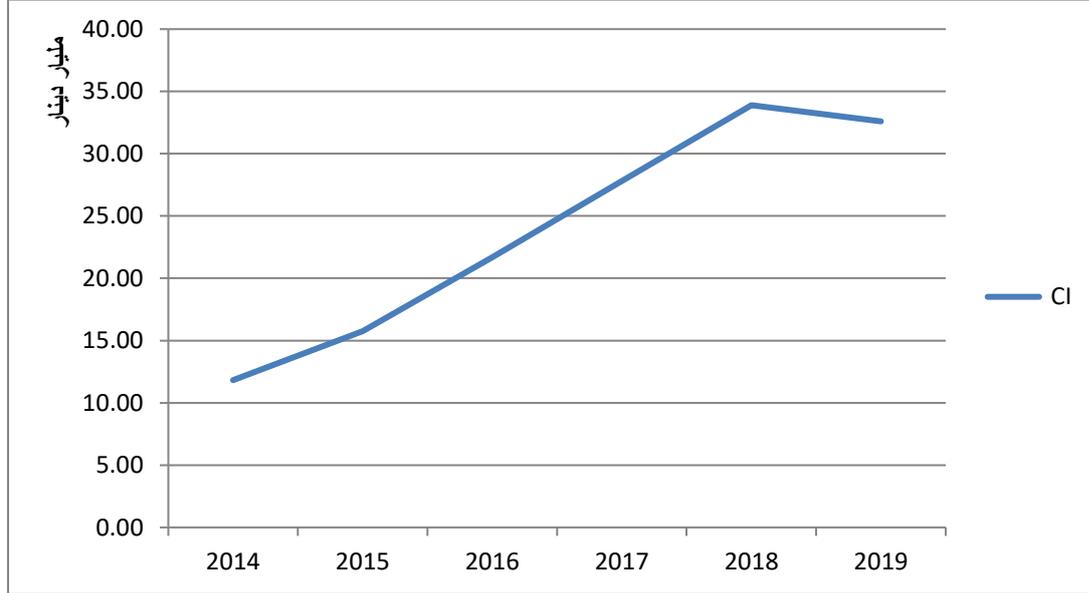
الجدول رقم (02-25): رأس المال المستثمر لمؤسسة الكندي للفترة (2019-2014)

2019	2018	2017	2016	2015	2014	البيان
7 617 265 924,00	8 047 517 513,00	7 566 002 629,00	5 051 013 283,00	3 716 368 416,00	2 096 309 323,00	INVE
24 969 844 148,00	25 843 159 811,00	20 225 454 296,00	16 631 847 192,00	12 043 222 960,00	9 724 641 539,00	BFR
32 587 110 072,00	33 890 677 324,00	27 791 456 925,00	21 682 860 475,00	15 759 591 376,00	11 820 950 862,00	CI

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة

يتضح من خلال نتائج الجدول أعلاه أن حجم رأس المال المستثمر في ارتفاع مستمر طيلة فترة الدراسة، وهذا راجع إلى الارتفاع المسجل في الاستثمارات العينية، كون المؤسسة أقبلت خلال سنوات الدراسة على توسيع قدراتها الاستثمارية والاستفادة من التكنولوجيات الحديثة في بثّ منتجات جديدة ذات جودة عالية.

الشكل رقم (02-18): منحى بياني يوضح تطور رأس المال المستثمر لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على نتائج تحليل القوائم المالية

3.2 العائد على رأس المال المستثمر ROCI

يمكن إجمال نتائجه في الجدول الموالي:

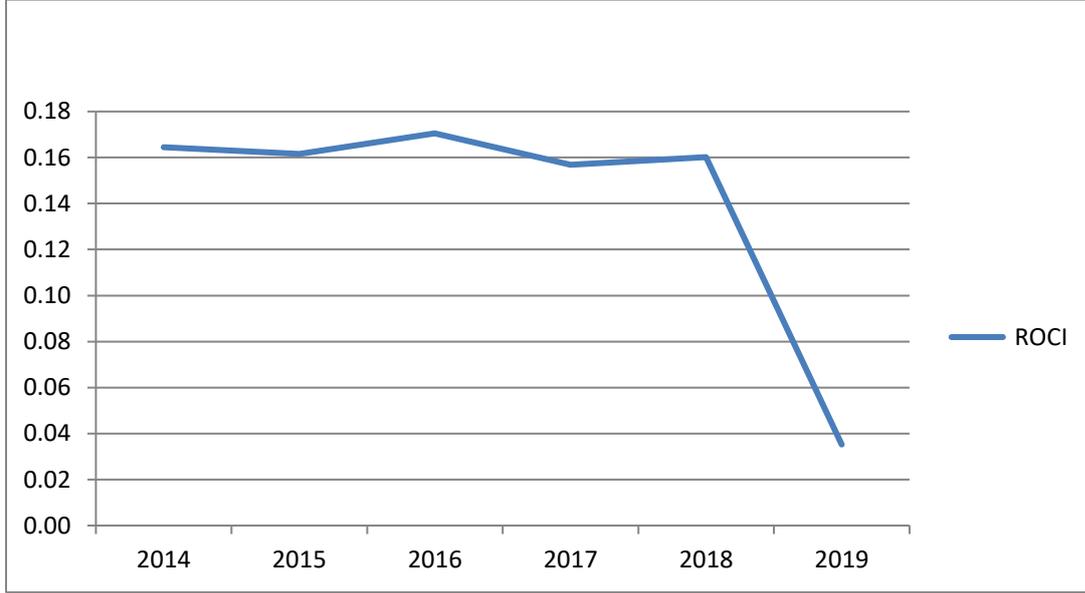
الجدول رقم (02-26): العائد على رأس المال المستثمر لمؤسسة الكندي للفترة (2014-2019)

البيان	2014	2015	2016	2017	2018	2019
RO	1 943 884 499,00	2 546 913 383,00	3 697 117 997,00	4 359 434 965,00	5 428 329 229,00	1 148 236 828,00
CI	11 820 950 862,00	15 759 591 376,00	21 682 860 475,00	27 791 456 925,00	33 890 677 324,00	32 587 110 072,00
ROCI	0,16	0,16	0,17	0,16	0,16	0,04

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة

نلاحظ من الجدول الموضح أعلاه أن المؤسسة سجلت قيم متقاربة للعائد على رأس المال المستثمر طيلة فترة الدراسة، إلا أنه في السنة الأخيرة سجل العائد على رأس المال المستثمر أدنى مستوى له وهذا راجع إلى انخفاض النتيجة العملية وارتفاع حجم رأس المال المستثمر بوتيرة عالية.

الشكل رقم (02-19): منحى بياني يوضح تطور العائد في رأس المال المستثمر لمؤسسة الكندي للفترة (2019-2014)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على نتائج تحليل القوائم المالية

4.2 القيمة الاقتصادية المضافة EVA

تظهر نتائجها في الجدول أدناه:

الجدول رقم (02-27): القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة الكندي للفترة (2019-2014)

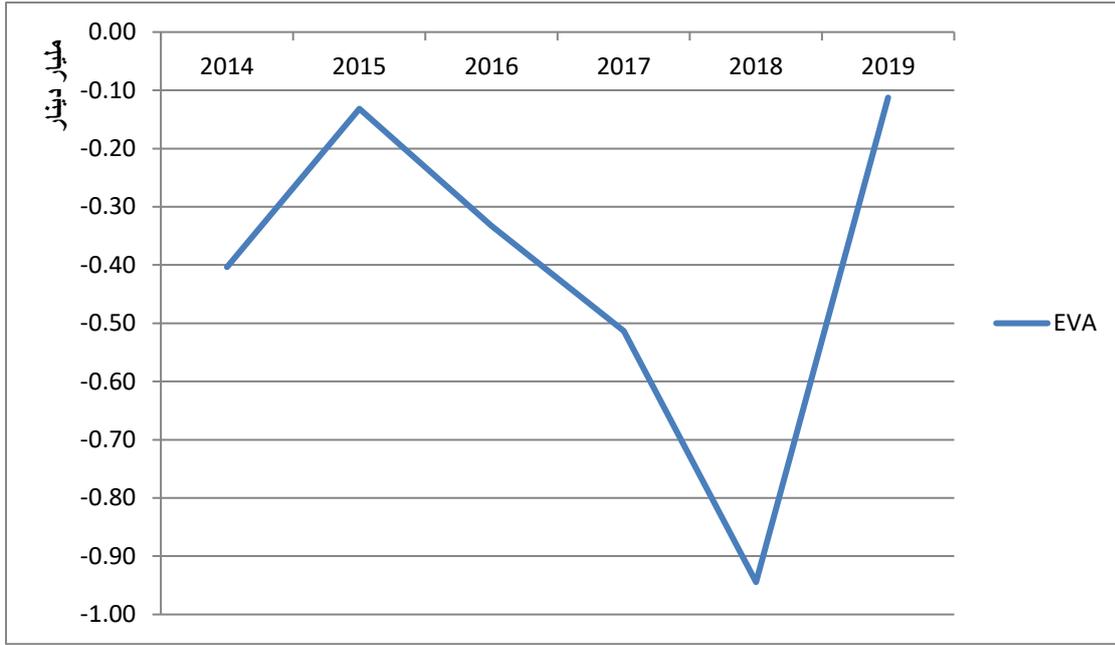
البيان	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ROCI	0,16	0,16	0,17	0,16	0,16	0,04
WACC	0,20	0,17	0,19	0,18	0,19	0,04
CI	11 820 950 862,00	15 759 591 376,00	21 682 860 475,00	27 791 456 925,00	33 890 677 324,00	32 587 110 072,00
EVA	(403617758,40)	(131482137,61)	(332665691,98)	(513076014,11)	(944504889,13)	(112550228,69)

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة

خلصت الدراسة إلى أن المؤسسة لم تحقق أي قيمة اقتصادية مضافة إيجابية خلال فترة الدراسة، حيث سجلت قيمة سالبة. وتعكس هذه القيم السالبة عدم قدرة المؤسسة على إيجاد أو خلق قيمة للمساهمين، ما يتضح ذلك من خلال الفارق الكبير بين العائد على رأس المال المستثمر والتكلفة الوسطية المرجحة. وعليه، يمكن

استنتاج أن أداء المؤسسة المالي غير مقبول، حيث أن عائد رأس المال أقل من تكلفته، وهذا يشير إلى عدم قدرتها على خلق ثروة للمساهمين.

الشكل رقم (02-20): منحني بياني يوضح تطور القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة الكندي للفترة (2019-2014)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على نتائج تحليل القوائم المالية

3. مؤسسة بيو فارم

كما تم في المؤسسات السابقة، سنقوم بإتباع نفس الخطوات في شركة بيو فارم.

1.3 التكلفة الوسطية المرجحة WACC

تظهر نتائجها في الجدول الموالي:

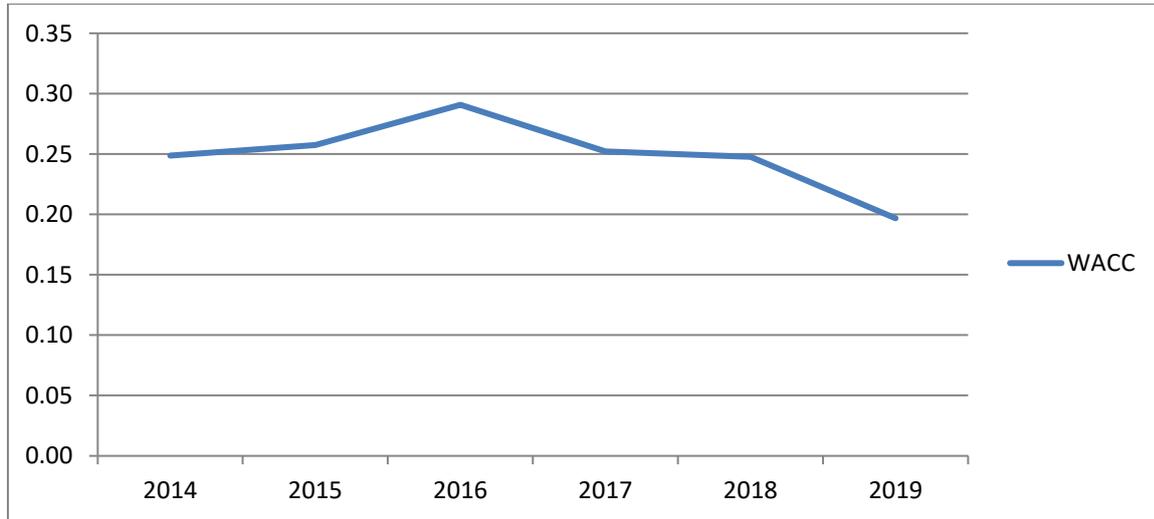
الجدول رقم (02-28): التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة بيو فارم للفترة (2014-2019)

2019	2018	2017	2016	2015	2014	البيان
0,202	0,228	0,231	0,238	0,231	0,259	Kcp
0,98	1,06	1,14	1,23	1,17	1,00	CP/ (D + CP)
(0,010)	(0,140)	0,098	0,016	0,095	(2,148)	Kd
0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,83	(1-T)
0,023	(0,059)	(0,138)	(0,233)	(0,169)	0,005	D/ (D + CP)
0,20	0,25	0,25	0,29	0,26	0,25	WACC

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة

يتضح لنا من الجدول الموضح أعلاه أن التكلفة الوسطية المرجحة شهدت ارتفاعا مستمرا خلال الفترة 2014-2016، حيث كانت تفوق قليلا تكلفة الأموال الخاصة ما يدل على وجود فارق قليل بين التكلفة الوسطية المرجحة وبين التكلفة الخاصة الكبيرة التي تعتمد عليها المؤسسة في هيكلها المالي، لكن سرعان ما انخفضت التكلفة الوسطية المرجحة بقليل في السنوات المتبقية من فترة الدراسة لتسجل أدنى مستوى لها في سنة 2019 بـ 20% وهذا راجع بالأساس إلى الانخفاض في تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الاستدانة.

الشكل رقم (02-21): منحنى بياني يوضح تطور التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة بيو فارم للفترة (2014-2019)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على نتائج تحليل القوائم المالية

2.3 رأس المال المستثمر CI

يمكن إجمال نتائجه في الجدول الموالي:

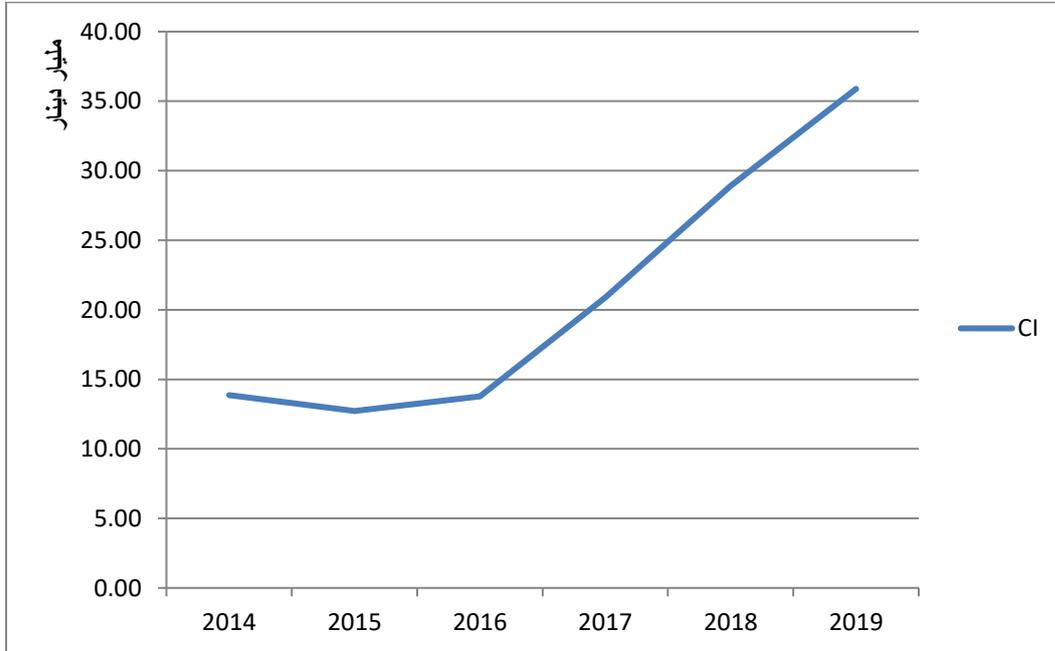
الجدول رقم (02-29): رأس المال المستثمر لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)

البيان	2014	2015	2016	2017	2018	2019
INVE	3 737 411 470,00	4 087 135 550,00	4 273 296 802,00	4 660 703 782,00	6 600 000 000,00	8 961 000 000,00
BFR	10 129 314 649,00	8 634 556 779,00	9 510 185 598,00	16 236 582 771,00	22 295 000 000,00	26 922 000 000,00
CI	13 866 726 119,00	12 721 692 329,00	13 783 482 400,00	20 897 286 553,00	28 895 000 000,00	35 883 000 000,00

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة

يتضح لنا أن حجم الأموال المستثمرة في مؤسسة بيوفارم شهدت ارتفاعا ملحوظا طيلة فترة الدراسة، حيث سجلت أعلى مستوى لها في سنة 2019 بمقدار 35,88 مليار دينار وهذا راجع إلى الارتفاع الذي شهدته كل من الاستثمارات العينية والاحتياج في رأس المال العامل.

الشكل رقم (02-22): منحني بياني يوضح تطور رأس المال المستثمر لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على نتائج تحليل القوائم المالية

3.3 العائد على رأس المال المستثمر ROCI

يوضح الجدول أدناه نتائجه:

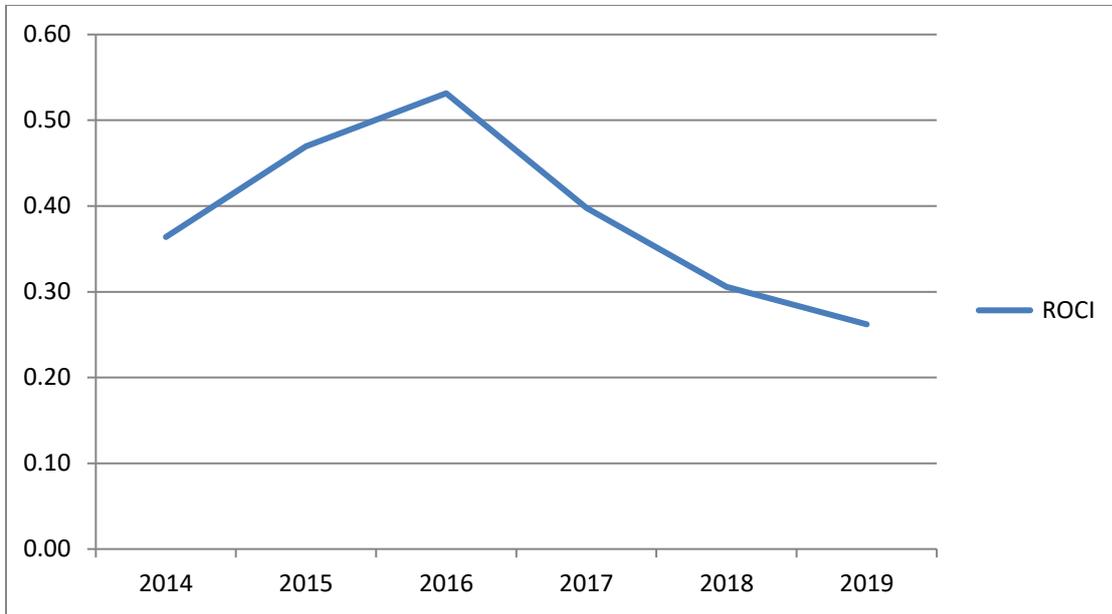
الجدول رقم (02-30): العائد على رأس المال المستثمر لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)

2019	2018	2017	2016	2015	2014	البيان
9 403 000 000,00	8 836 000 000,00	8 309 464 215,00	7 325 243 902,00	5 974 159 809,00	5 044 800 869,00	RO
35 883 000 000,00	28 895 000 000,00	20 897 286 553,00	13 783 482 400,00	12 721 692 329,00	13 866 726 119,00	CI
0,26	0,31	0,40	0,53	0,47	0,36	ROCI

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة

من نتائج الجدول الموضح أعلاه نلاحظ أن العائد على رأس المال المستثمر سجل ارتفاع خلال السنوات الثلاثة الأولى من فترة الدراسة، ولكنه سرعان ما انخفض في الفترة المتبقية ويعود السبب في ذلك إلى الارتفاع الطفيف في النتيجة العملياتية مقارنة بالنمو المرتفع الحاصل في رأس المال المستثمر.

الشكل رقم (02-23): منحنى بياني يوضح تطور العائد على رأس المال المستثمر لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على نتائج تحليل القوائم المالية

4.3 القيمة الاقتصادية المضافة EVA

يمكن توضيح نتائجها في الجدول الآتي:

الجدول رقم (02-31): القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2019)

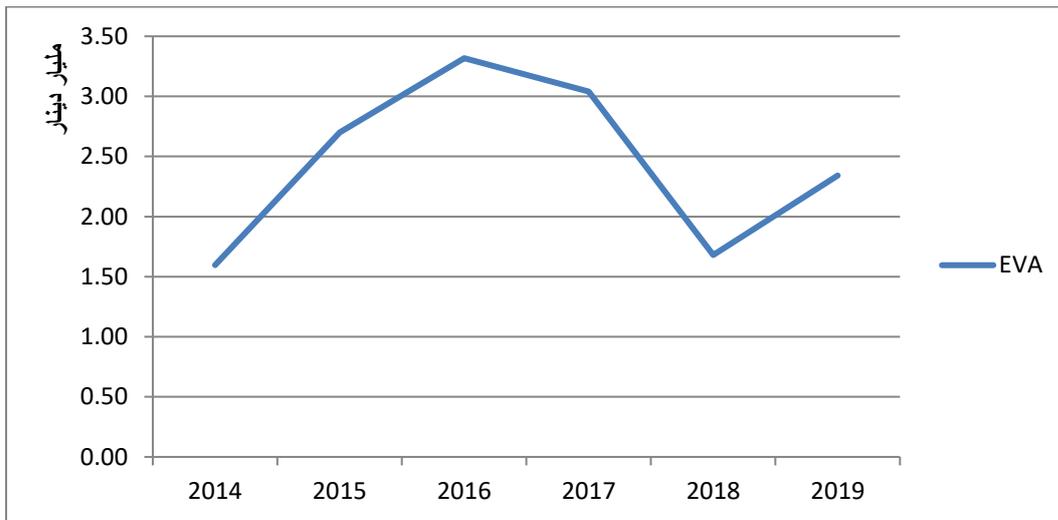
البيان	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ROCI	0,36	0,47	0,53	0,40	0,31	0,26
WACC	0,25	0,26	0,29	0,25	0,25	0,20
CI	13 866 726 119,00	12 721 692 329,00	13 783 482 400,00	20 897 286 553,00	28 895 000 000,00	35 883 000 000,00
EVA	1596208644,73	2699387050,60	3317847623,61	3040403449,80	1679401199,13	2341896518,71

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة

من خلال النتائج أعلاه يظهر لنا أن مؤسسة بيوفارم تمكنت من خلق قيمة طيلة فترة الدراسة، حيث سجلت قيم EVA موجبة في كل سنوات الدراسة ويرجع ذلك إلى الارتفاع في رأس المال المستثمر وانخفاض التكلفة الوسطية المرجحة في نفس الوقت، كما أن قيمة EVA انخفضت في سنة 2018 بسبب الانخفاض الكبير للعائد على رأس المال المستثمر. ويمكننا القول على العموم أن مؤسسة بيوفارم حققت قيم اقتصادية مضافة موجبة خلال فترة الدراسة ما يدل على أنها تتمتع بأداء اقتصادي جيد.

الشكل رقم (02-24): منحنى يباني يوضح تطور القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة بيوفارم للفترة

(2014-2019)



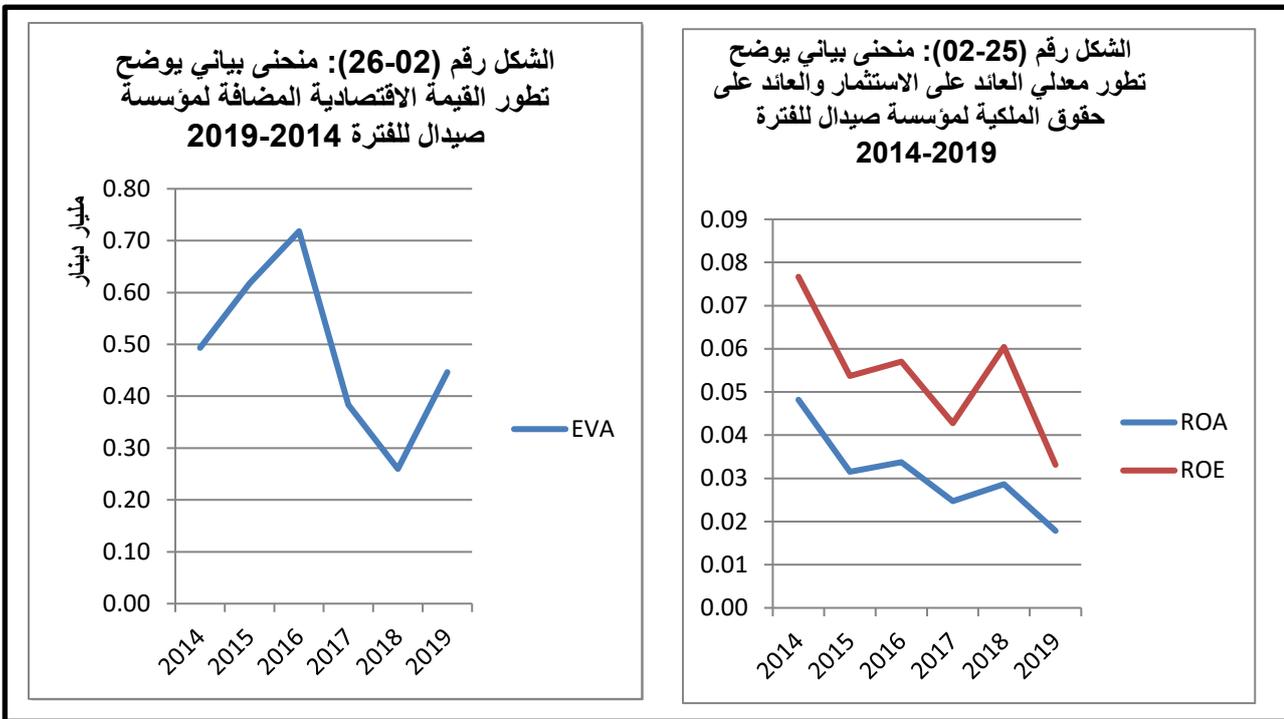
المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على نتائج تحليل القوائم المالية

المطلب الثالث: العلاقة بين متغيرات الدراسة

بعد عرض وتحليل نتائج نموذج DUPONT ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA باستخدام القوائم المالية لكل مؤسسة من عينة الدراسة، سنسلط الضوء في هذا الجزء على العلاقة الموجودة بين المؤشرين، وستتم هذه العملية من خلال استخدام منحنيات بيانية.

1. مؤسسة صيدال

يتم توضيحه في الشكلين الآتيين:



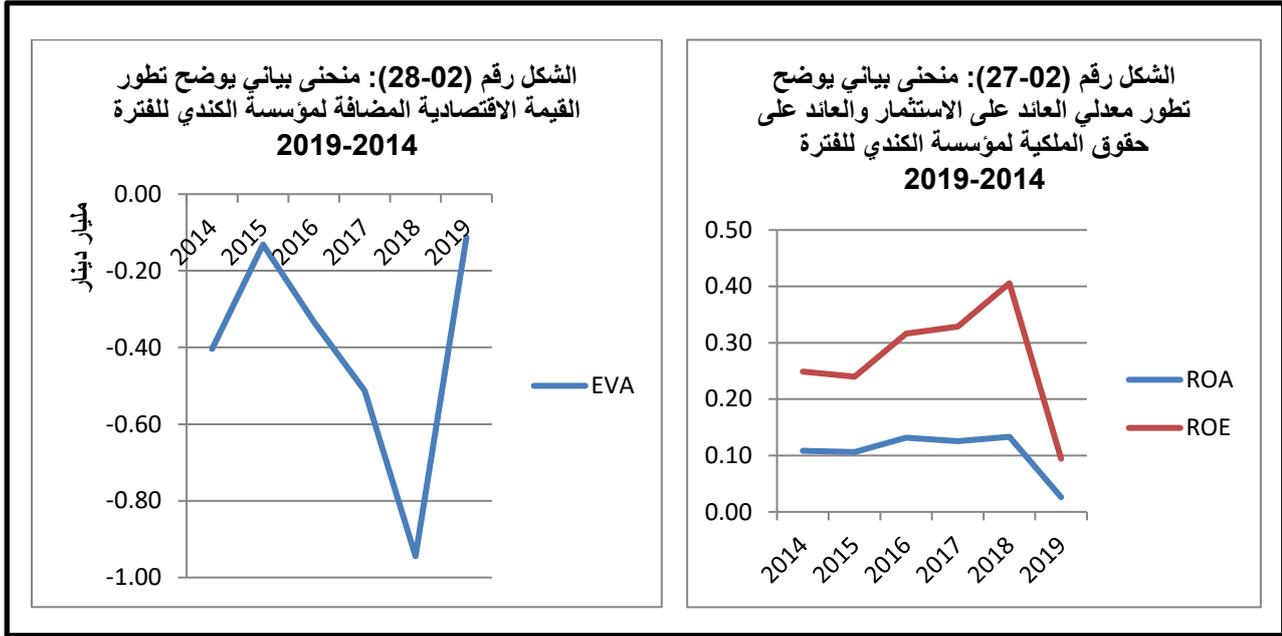
المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على نتائج تحليل القوائم المالية

بناءً على الشكلين المعروضين، يمكن ملاحظة أن مؤسسة صيدال حققت نسب عائد على الاستثمار وعائد على حقوق الملكية موجبة، وذلك يعود إلى تماثل نمو النتيجة الصافية مع حجم الأصول وحجم الأموال الخاصة. وكنتيجة لذلك، فقد كان خلق القيمة في صيدال موجب، حيث ارتفعت بشكل إيجابي، مما يشجع المستثمرين الحاليين والمحتملين (سواء داخليين أو خارجيين) على الاستمرار في الاستثمار والتفكير في ذلك. كما يمكن ملاحظة وجود علاقة طردية بين المعدلين، حيث أن أي تغيير في معدل العائد على الاستثمار يقابله تغيير مواز في نفس الاتجاه في معدل العائد على حقوق الملكية.

وفي الوقت نفسه، يترافق الارتفاع أو الانخفاض في المعدلين مع تغيير مواز في الاتجاه المعاكس للقيمة الاقتصادية المضافة.

2. مؤسسة الكندي:

سيتم توضيحها في الشكلين التاليين:

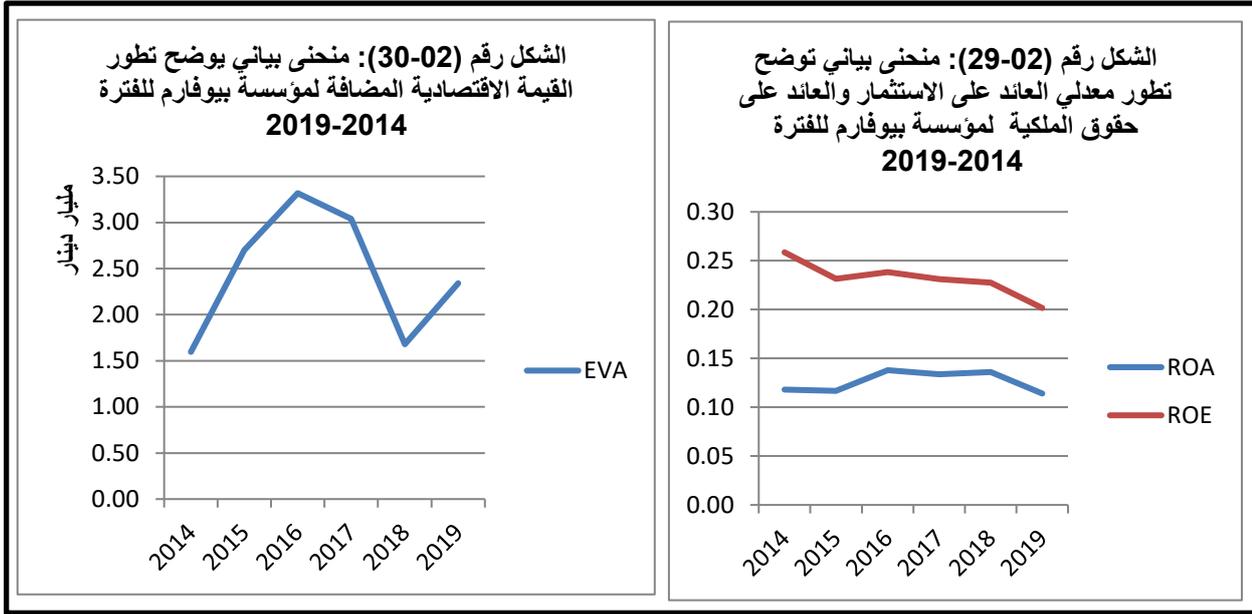


المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على نتائج تحليل القوائم المالية

يمكن ملاحظة من الشكلين السابقين، أن مؤسسة الكندي حققت معدلات إيجابية عالية للعائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية، وذلك نتيجة التحسن المستمر في حجم أصولها وحجم أموالها الخاصة. ومع ذلك، نلاحظ أيضا أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة سالب، مما يشير إلى تدهور وتهالك الثروة، ما يدفع المساهمين للتفكير في التحول والتخلي عن الاستثمار.

كما يمكن ملاحظة أيضا أن معدلي العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية تبعا نفس الاتجاه طوال الفترة، بينما مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة سلك اتجاهها معاكسا للمعدلين. مع وجود تطور إيجابي في معدلات العائد وتطور سلبي في القيمة الاقتصادية المضافة.

3. مؤسسة بيوفارم



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على نتائج تحليل القوائم المالية

من الشكلين السابقين، يمكن التوصل إلى أن مؤسسة بيوفارم حققت معدلات إيجابية وعالية للعائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية، وذلك يعود إلى استمرارية تحسن النتيجة الصافية للمؤسسة على مدى فترة الدراسة. ومن هذا التطور الإيجابي في المعدلين، تم خلق قيمة من خلال تحقيق قيمة اقتصادية مضافة وهو ما يظهر في الشكل أعلاه، الأمر يشجع المستثمرين الحاليين والمحتملين على الاستثمار في المؤسسة.

ومن الملاحظ أيضا، أنه يوجد علاقة طردية بين معدل العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية، حيث يتبع أي تغيير في معدل العائد على الاستثمار ارتفاعا أو انخفاضاً، تغيير مواز يحدث في معدل العائد على حقوق الملكية في الاتجاه نفسه. وترافق الزيادة أو النقصان في المعدلين مع تغيير مواز في الاتجاه المعاكس للقيمة الاقتصادية المضافة.

تمت دراسة مؤشرات العائد على الاستثمار وحقوق الملكية والقيمة الاقتصادية المضافة لكل من المؤسسات المدرجة في عينة الدراسة. وبعد المقارنة بين النتائج، تبين أن قيم معدلات العائد على الاستثمار وحقوق الملكية في مؤسسة الكندي كانت أكبر من تلك في مؤسسة بيوفارم، بينما كانت قيم المؤشرين في مؤسسة صيدال صغيرة جداً. وإذا حاولنا تفسير ذلك، فإن الأمر يتعلق باختلاف في نمو النتيجة الصافية، حيث كان في بيوفارم والكندي أكبر منه في صيدال.

ومع ذلك، فإن تأثير ذلك على القيمة الاقتصادية المضافة كان إيجابياً في مؤسسة بيوفارم وصيدال، مما يشجع المستثمرين الحاليين والمحتملين على الاستمرار والتفكير في الاستثمار في هاتين المؤسستين. ولكن للأسف، كان التأثير سلبياً في مؤسسة الكندي، مما لا يشجع المستثمرين المحتملين على التفكير في استثمار أموالهم، ويدفع المستثمرين الحاليين إلى التخلي عن الاستثمار.

- في هذا الفصل، تمت دراسة وضعية المؤسسات الثلاث ومتغيرات الدراسة، وتوصلنا إلى النتائج التالية:
1. رغم وضعية مؤسسة صيدال المالية الجيدة وقدرتها على خلق قيمة للمساهمين، إلا أنها لم تستغل الوضعية الجيدة بشكل كاف لصالحها، إذ تحتفظ بنسبة كبيرة من السيولة المجمدة بدلاً من الاستفادة منها؛
 2. تواجه مؤسسة الكندي عدة مشاكل أثرت على وضعيتها المالية وتوازنها، مما أدى إلى تراجع المؤشرات المالية الرئيسية، وفقدانها مكانتها في سوق الأدوية؛
 3. تميزت مؤسسة بيوفارم بالكفاءة العالية في إدارة أموالها واستغلال أصولها، مما أثر إيجابياً على وضعيتها المالية.

خاتمة

عامة

تناولت الدراسة تقييم الأداء المالي لعينة من المؤسسات التي تنشط في قطاع الصناعة الصيدلانية في الجزائر باستخدام المؤشرات التقليدية المتمثلة في نموذج DUPONT والمؤشرات الحديثة المتمثلة في القيمة الاقتصادية المضافة، فبعد أن تم التطرق في الجانب النظري إلى الإطار المفاهيمي لتقييم الأداء المالي وكذا خلق القيمة، تم التعرض إلى مختلف المؤشرات المستخدمة في هذه الدراسة بشيء من التفصيل، ليتم بعد ذلك في الجانب التطبيقي اسقاط الدراسة النظرية على المؤسسات محل الدراسة خلال الفترة الزمنية 2014-2019، حيث تم التعرض والتفصيل في المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة واختبار قدرتها على تقييم وتفسير الأداء المالي ومعرفة وجود العلاقة ما بين متغيرات الدراسة.

أولاً: اختبار الفرضيات

- ✓ بالنسبة للفرضية الأولى: "نموذج DUPONT هو أداة تحليلية تركز على فهم أسباب الربحية وتقييم أداء المؤسسات الاقتصادية، ويتم استخدامه في تقييم الأداء المالي للمؤسسات بواسطة مكونين رئيسيين له" هي فرضية صحيحة، إذ يعد نموذج DUPONT أحد الأساليب التقليدية المستخدمة لتقديم تقييم شامل لأداء المؤسسة، فهو يستند إلى العوائد المتوقعة ومستوى المخاطر. بالإضافة إلى ذلك، يعتمد التقييم على عناصره المكونة من معدل العائد على الاستثمار ومعدل العائد على حقوق الملكية.
- ✓ بالنسبة للفرضية الثانية: "تعتبر مؤشرات خلق القيمة مطلباً حيوياً وضرورياً لتحقيق أهداف المؤسسة على المدى البعيد" هي فرضية صحيحة، لأنه لغرض تحقيق قيمة مضافة للمؤسسة، يتعين على الإدارة المالية داخل المؤسسة اعتماد معايير وتنفيذها بشكل فعال. يتعين أيضاً تحسين كفاءة الأداء المالي من خلال الاعتماد على مؤشرات تقييم الأداء الحديثة، والتي أثبتت كفاءتها في دراسة كفاءة الأداء داخل المؤسسة.
- ✓ بالنسبة للفرضية الثالثة: "يساهم تحسين مكونات نموذج DUPONT في التأثير على مؤشر خلق القيمة EVA في المؤسسات محل الدراسة" هي فرضية صحيحة بالنسبة إلى مؤسسة صيدال ومؤسسة بيوفارم، لكن بالنسبة لمؤسسة الكندي فإن الفرضية غير صحيحة وذلك لأن نتائج الدراسة التي تم الوصول إليها بينت أنه بالرغم من النسب العالية لنموذج DUPONT إلا أنه لم يساهم في خلق القيمة للمؤسسة.

ثانياً: نتائج الدراسة:

بعد القيام بدراسة الجانب النظري والتطبيقي لتقييم الأداء المالي باستخدام نموذج DUPONT وأثره على القيمة الاقتصادية المضافة، تم التوصل إلى النتائج التالية:

- ✓ تقييم الأداء المالي عبارة عن وسيلة للكشف عن الوضع المالي القائم في المؤسسة في أي لحظة؛
- ✓ من أهم النماذج المعتمد عليها في تقييم الأداء المالي نموذج DUPONT بمكوناته خاصة المؤشرين ROA، ROE؛
- ✓ ظهر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة بناءً على النقص التي تحتوي عليها المؤشرات التقليدية التي لا تأخذ تكلفة رأس المال في الحسبان؛
- ✓ تستند المؤسسات الثلاث في عينة الدراسة على التقييم بنموذج DUPONT، وتبين أن هذا النموذج حقق أداءً أفضل في كل من مؤسسة الكندي وبيوفارم بالمقارنة مع مؤسسة صيدال، ويمكن تفسير ذلك بناءً على اختلافات في طبيعة الملكية وحجم المؤسسة، حيث:
 - كلما زاد حجم المؤسسة كلما زادت أصولها، ومن المنطقي أنه عند زيادة حجم الأصول تكون نسب معدل العائد على الاستثمار ROA صغيرة، وهذا ما انطبق على مؤسسة صيدال كونها المؤسسة السبّاقة في القطاع والأكثر حجماً مقارنة مع مؤسسة الكندي وبيوفارم اللتان سجلتا نسباً أكبر، ونعزو ذلك إلى حجم الأصول الصغير في كليهما؛
 - كذلك الأمر بالنسبة لمؤشر العائد على حقوق الملكية ROE، فكلما زاد حجم الأموال الخاصة كان التأثير إيجابياً على نسب استقلالية المؤسسات وتوازنها المالي، وسلي على معدل العائد على حقوق الملكية، وهو الأمر الذي شهدته كذلك مؤسسة صيدال لأن حجم أموالها الخاصة كان كبيراً وبالتالي انخفضت قيم ROE، عكس مؤسسة الكندي ومؤسسة بيوفارم أين كانت نسب المؤشر فيهما كبيرة بسبب ارتفاع النتيجة الصافية وحجم الأموال الخاصة صغير؛
- ✓ وفقاً للدراسة التطبيقية كذلك، تم التوصل إلى أن نموذج DUPONT يلعب دوراً في خلق القيمة الاقتصادية المضافة في مؤسسة صيدال وبيوفارم، في حين لم يكن له أي تأثير في خلق القيمة الاقتصادية المضافة في مؤسسة الكندي. يمكن أن يعزى ذلك إلى عدة أسباب بما في ذلك حجم المؤسسة، طبيعة ملكيتها، التوقيت الحديث لتأسيسها، عدم التوسع في هيكلها المالي، والتنافس والاستحواد على السوق من قبل مؤسسة صيدال وبيوفارم.

ثالثاً: الاقتراحات والتوصيات

- بناء على النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة، تم تقديم بعض الاقتراحات والتوصيات التي من شأنها مساعدة المؤسسات قيد الدراسة، وهي:

- ✓ من الضروري استمرار المؤسسات الناشطة في قطاع الصناعة الصيدلانية بالاهتمام الكبير لمراجعة العمليات المالية الحالية وتحليلها وفقاً لنموذج DUPONT. يجب أن تكون هذه المراجعة موضع اهتمام لأنها قد تستدعي تعديلاً أو تحسيناً في بعض العمليات المالية لتحقيق أداء مالي أفضل؛
- ✓ يجب على الإدارة المالية للمؤسسات أن تهدف إلى تحسين إدارة الديون ورأس المال من خلال تحسين سياسات الائتمان وتقليل المخاطر المتعلقة بالديون. وبناءً على ذلك، ترغب الإدارة في تقييم هيكل رأس المال ومراجعة سياسات التمويل والاستثمار، بهدف تحقيق أقصى قيمة للمؤسسة؛
- ✓ ينبغي العمل على إدراج مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في القوائم المالية للمؤسسات، لأنه يؤخذ في الاعتبار تكلفة رأس المال المستثمر عند حسابها. ويعبر هذا المؤشر عن تكلفة الفرصة البديلة للمساهمين.

رابعاً: آفاق الدراسة

يحتل موضوع تقييم الأداء المالي باهتمام كبير من قبل المؤسسات، حيث قمنا بدراسته من كلا الجانبين النظري والتطبيقي بالتركيز على نموذج DUPONT بمكونيه (ROA, ROE)، ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، وكتتمة لما سبق نقترح تطبيق دراستنا على مؤسسات مختلفة النشاط، أو على قطاع المؤسسات المتوسطة والصغيرة، أو التركيز على متغيرات أخرى لم تناولها دراستنا.



قائمة
المراجع

I. المراجع باللغة العربية

أولاً: الكتب

1. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، ذهيبة عبد الرحمن، التسيير المالي، الطبعة الثالثة، الجزء الأول، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2020.
2. حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات، دار الصفاء للنشر والتوزيع، 1998.
3. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2008.
4. حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، الطبعة الثانية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
5. دونالد كيسو، جيرى ويجانت، تيري واريلد، الحاسبة المتوسطة نسخة المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، الجزء الثالث، ترجمة أحمد عبده الصباغ وآخرون، الاسكندرية-مصر، 2022.
6. السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، الطبعة الأولى، دار المريخ للنشر، الرياض، 2002.
7. طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، مصر، 2008.
8. طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
9. مبارك لسوس، التسيير المالي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
10. محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، دار شباب الجامعة، الاسكندرية-مصر، 2008.
11. محمود عزت اللحام وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، دار الاعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، 2016.
12. محمود محمد الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
13. وائل رفعت خليل، أساسيات الإدارة المالية، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2018.
14. وفاء ربيعي، آليات خلق القيمة ودورها في تعزيز المركز التنافسي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، قسم علوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945 قالمة، 2014.

ثانيا: الرسائل والأطروحات

1. امال لعقون، أمان يوسف، خلق القيمة في المؤسسة باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة -دراسة حالة مؤسسة الأوراسي 2002-2019-، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 15، العدد 2، 2021.
2. حسن بوزناق، التسيير الحديث للكفاءات في المؤسسة مدخل لتحقيق الميزة التنافسية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخص اقتصاد تطبيقي وإدارة منظمات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة -1- الحاج لخضر، 2020/2019.
3. دنيا جرمان، دور نموذج Dupont في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة بمؤسسة ملبنة الكاهنة أم البواقي-، مذكرة مقدمة ضمن نيل متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، تخصص محاسبة، قسم مالية ومحاسبة، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، 2021/2020.
4. عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير، جامعة منتوري -قسنطينة-، 2012/2011.

ثالثا: المقالات

1. باسل أسعد، أهمية استخدام نموذج القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر أداء لشركة المساهمة من وجهة نظر المساهمين، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 34، العدد 05، 2012.
2. حمزة رملي، تقييم الأداء المالي لمؤسسات صناعة الأدوية بالاعتماد على معدلي العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول -دراسة مقارنة بين مؤسسة صيدال ومؤسسة بيوفارم، مجلة البحوث الإدارية والاقتصادية، العدد 03، 2018.
3. عبد الغني دادن، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 4، 2006.
4. عماد عبد الحسين دلول، تقييم الأداء المالي باستخدام بعض مؤشرات خلق القيمة -دراسة تحليلية لعينة مختارة من المصارف العراقية-، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 99، المجلد 23، 2017.
5. محمد زرقون، عمر الفاروق زرقون، فاعلية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية مقارنة بالمؤشرات التقليدية، دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 05، العدد 02، جوان 2014.

6. هاشمي عباسية، الدور المحوري لتسيير الموارد البشرية في خلق القيمة لجميع الأطراف الآخذة، أبحاث اقتصادية وإدارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، العدد الثالث، جوان 2008.

7. هوارى سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد 07، 2009-2010.

رابعاً: الملتقيات

1. شمال بن نذير، مراقبة التسيير كآلية لحكومة المؤسسات وتفعيل الابداع، مداخلة للمشاركة في المؤتمر الوطني الأول حول مراقبة التسيير كآلية لحكومة المؤسسات وتفعيل الابداع جامعة البليدة 02، مخبر البحث حول الابداع وتغير المنظمات والمؤسسات، الجزائر، 2017/04/25.

خامساً: التشريعات والقوانين

1. قرار مؤخر في 23 رجب عام 1429 الموافق ل 26 يوليو سنة 2008، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 19، الصادرة بتاريخ 25 مارس 2009.

سادساً: المواقع الالكترونية

1. [https:// www.biopharm.dz/](https://www.biopharm.dz/)

II. المراجع باللغة الأجنبية:

أولاً: الكتب:

1. Bernard Guerrien, Dictionnaire d'analyse économique, La découverte, Paris, 1996.

ثانياً: المقالات:

1. Ahsan Uddin Haider, comparative analysis of financial efficiency of bank of Baroda and HDFC bank using dupont model, international journal of research in management economics and commerce, volume 06, Issue 08, August 2016.
2. Kathryn change, on the dupont analysis in the health care industry, journal of accounting and public policy, volume 33, Issue 01, January 2013.

3. Florence Noguera, Djamel Khouatra, **Gestion des ressources humaines et création de valeur organisationnelle : concepts et outils de mesure** » Revue de gestion des ressources, Jul-Sep 2004, Edition ESKA.
4. Hicham sadok et autre, **La perception du capital immatériel par le marché financier marocain :une étude exploratoire**, working papers from departement of research, Ipag Business school, Econpapers,N°314, 2014.
5. Ottosson Erik & Weissenrieder Fredrik, **CVA cash value added- a new method for measuring financial performance**, Gothenburg studies financial economic, Vol 01, N° 02, 1996.
6. Largani Mahmoud Samadi & Taleghani Mohammad, **The investigation and analysis application factors in financial decision with focused on criteria of shareholder value added and its effects on market performance evaluation**, Hournal of basic and applied scientific research, textroad publication, Vol 04, N° 02, 2012.

الملخص:

تهدف الدراسة إلى تقييم الأداء المالي باستخدام نموذج DUPONT ومساهمته في التأثير على القيمة الاقتصادية المضافة لعينة من المؤسسات الناشطة في قطاع الصناعة الصيدلانية بالجزائر المتمثلة في: مؤسسة صيدال، مؤسسة الكندي، مؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2014-2019.

وفقاً للدراسة، تم التوصل إلى أن استخدام نموذج DUPONT في تقييم الأداء المالي يعزز القيمة الاقتصادية المضافة في مؤسسة صيدال وبيوفارم. على الجانب الآخر، كانت المؤشرات التقليدية في مؤسسة الكندي تظهر تأثيراً إيجابياً، ولكن استخدام نموذج DUPONT كان له تأثير سلبي على القيمة الاقتصادية المضافة.

الكلمات المفتاحية: تقييم الأداء المالي، نموذج DUPONT، خلق القيمة، القيمة الاقتصادية المضافة.

Abstract:

The study aims to evaluate financial performance using the DUPONT model and its contribution to the impact on the added economic value for a sample of institutions operating in the pharmaceutical industry sector, represented by : Saidal company, El-Kendi company and Biopharm company during the period 2014-2019.

According to the study, it was concluded that using the Dupont model in evaluating financial performance enhances the added economic value in Saidal company and Bipharm company. On the other hand, traditional indicators in El-Kendi company showed a positive impact, but the use of the Dupont model had a negative effect on the added economic value.

Key words: financial performance evaluation, DUPONT model, value creation, economic value added.