



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة عمار ثليجي الأغواط

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة

تخصص مالية المؤسسة

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماستر أكاديمي

في العلوم المالية والمحاسبة

بعنوان

تقييم أداء المؤسسة الاقتصادية من منظور انشاء القيمة

دراسة حالة مؤسسة بيوفارم للأدوية للفترة 2018 – 2020

تحت إشراف:

من إعداد الطالبتين:

- د. سميرة مشراوي

- فاطمة مقوسي

- مريم سيرين جراي

لجنة المناقشة

رئيسا

استاذ محاضر -أ-

د. عبد القادر قرادي

مشرفا ومقررا

استاذ محاضر -أ-

د. سميرة مشراوي

ممتحنا

استاذ مساعد -أ-

أ. عامر براهيم

محضر رقم: 14/م.م/2023 بتاريخ 2023/07/02

السنة الجامعية: 2023/2022

شكر وتقدير

بسم الله الرحمن الرحيم

"رَبِّهِ أَوْزَعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ طَالِبًا تَرْضَاهُ وَأُصَلِّحْ لِي فِي خَلْقِي إِنَّي تَوَكَّلْتُ عَلَىكَ وَإِنِّي مِنَ الْمُسْلِمِينَ"

النمل الآية - 19 -

نشكر الله عز وجل ونحمده حمدا كثيرا كما ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه على منحه لنا القوة والإرادة لإتمام هذا العمل المتواضع ونسأله السداد والتوفيق

باسم كل معاني الشكر والعرفان ، التقدير والإحترام لا يسعنا إلا أن نتقدم بالشكر لأشخاص كانوا سببا في سيرنا في طريق العلم والمعرفة ، أناروا المظلم من الطريق وشجعونا على استكمال المنير منه ، إلى الشخص الذي يمسح دما الطالب ويرويه ، إلى مربي الأجيال وحاخما ، إلى مستقبل الأمة وقائدا

إلى المعلم الذي قدسه الله من بين كل مخلوقاته:

إلى الأستاذ صاحب الأخلاق العالية والمكارم الفاضلة : الأستاذ بوخلال خالد سيمع الإسلام الذي ساعدنا على إتمام هذه المذكرة حفظه الله ورحمه .

شكر خاص للأستاذة التي ساندتنا في مشوار الخمس سنوات بالكلية الأستاذة سميرة مشراوي إلى الشخص الذي لطالما كان متواجدا بكل الأوقات الصعبة يدعمنا وينير بصيرتنا نحو الأفضل على الدوام : الأستاذ عمار صغير حفظه الله وجزاه عنا خير الجزاء .

الشكر موصول لجميع من ساندنا دعمنا وجهنا أرشدنا وهدت عنادنا وقتب خيقتنا ،

شكرا لكل من مررت مسيرتنا الدراسية به من الطور الابتدائي إلى هذا اليوم .

فاطمة مقوسي

مريم سيرين جواي

الإهداء

الحمد لله وكفى والصلاة على الحبيب المصطفى وأهله ومن وفى أما بعد:
الحمد لله الذي وفقنا لتتمة هذه الخطوة في مسيرتنا الدراسية بمذكرتنا هذه
الممددة :

إلى من علمني كيف أقف بكل ثبات فوق الأرض

أبي المحترم

إلى نبع المحبة والإيثار والكرم

أمي الموقرة

إلى ملائكتي وسندي بعد الله

إخوتي

إلى أقرب الناس إلي نفسي

زوجي

إلى روعي وقرّة عيني ونبيض فؤادي

ابنتي رويدة

إلى جميع من تلقى منهم النصح والدعم بدون استثناء

مريم سيرين

الإهداء

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ لَقَدْ نَشَكَرْتُمْ لَأَزِيدَنَّكُمْ إِبْرَاهِيمَ الْآيَةَ -7-

إلهي لا يطيب عملي إلا بذكرك، ولا يبارك إلا بشكرك، فاللهم لك الحمد على أن وفقتنا لهذا العمل المتواضع حمداً كثيراً طيباً مباركاً فيه.

أهدي ثمرة جهدي المتواضع هذا لي:

ما مرّ بذكرك إلا وارتسمت له كأنه العيد والباقون أيام ، أوحاه طيفك إلا وسررت أتبعه
عائتك الحقيقة والجلّاس أوحاه ، إلى روحك الزكية الطاهرة: جدتي رحمها الله .

إلى من كان سدي حين حسرتي ، وكان يقيني حين أدركتني ، إلى من علمني العطاء
دون انتظار والذي أحمل اسمه بكل افتخار : أبي الغالي حفظه الله .

إلى ملائكتي وأعلى أملاكتي إلى من تتماثل فيها كل معاني الحب والحنان إلى من كان
دعاءها سر نجاحي إليك ياسمك الحبابي : أمي الغالية أطال الله في عمرها .

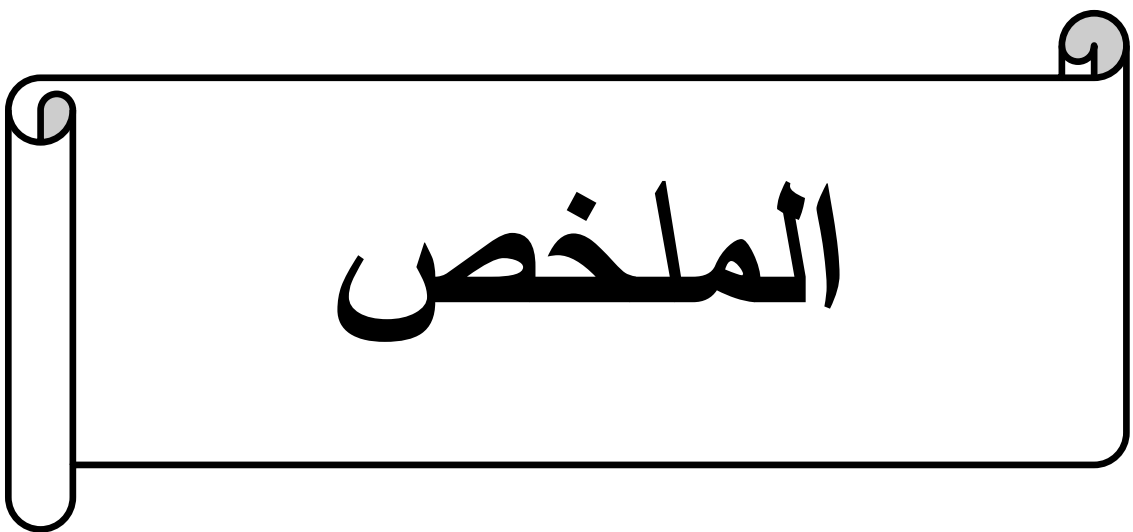
إلى بسمتي وفرحة عمري دغار قلبي حفظهم الله وسدد خطاهم .

إلى العهد المتين بحياتي إلى سدي ومتكفي أحواتي وأخوتي .

إلى صديقاتي العمر وأخواتي من رحمة الحياة .

إلى كل عائلتي بدون أدنى استثناء.

فاطمة



المخلص IV

هدفت الدراسة إلى إبراز دور المؤشرات الحديثة والمتمثلة في القيمة الإقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة في قياس وتقييم الأداء المالي لمؤسسة بيوفارم للصناعة الصيدلانية خلال الفترة الممتدة من (2018_2020) .

لقد تم التوصل إلى مجموعة من النتائج من بحثنا تجلى أهمها فيما يلي: أن الأداء المالي ومؤشرات تقييمه تطورا مع تطور المحيط الخارجي للمؤسسة، فقد أضافت المؤشرات الحديثة تميزا واضحا عن سابقتها التقليدية فنجد أن مؤسسة بيوفارم سجلت إنشاء قيمة على مدى ثلاث سنوات متتالية وهذا ما أوضح لنا وضعها الاقتصادي الذي يمكننا القول بأنه في مرحلة جيدة.
الكلمات المفتاحية: أداء مالي؛ إنشاء قيمة؛ مؤشرات؛ مؤسسة بيوفارم للصناعة الصيدلانية.

Abstract :

The study aimed to highlight the role of modern indicators, represented by the added economic value and added market value, in measuring the financial performance of BioPharm pharmaceutical industry company during the period (2020-2018).

The research yielded a number of results, the most important of which are as follows: financial performance and its evaluation indicators have evolved along with the company's external environment. The modern indicators have added a clear distinction compared to traditional ones. It was found that BioPharm has achieved value creation over three consecutive years, indicating its favorable economic position.

Keywords: Financial Performance, Value Creation, Indicators, BioPharm pharmaceutical industry company.


فهرس المحتويات

فهرس المحتويات V

الصفحة	العنوان
	كلمة الشكر
	الإهداء
IV	ملخص الدراسة
VI - V	فهرس المحتويات
VII	قائمة الجداول
VIII	قائمة الأشكال
IX	قائمة المختصرات
أ - هـ	المقدمة
الفصل الأول: الإطار النظري حول تقييم الأداء المالي وإنشاء القيمة	
02	تمهيد الفصل
03	المبحث الأول: ماهية الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية
03	المطلب الأول: تعريف الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية وأهميته
06	المطلب الثاني: مصادر المعلومات لتقييم الأداء المالي ومراحله
11	المطلب الثالث: معايير تقييم الأداء المالي وأهدافه
13	المبحث الثاني: إنشاء القيمة وكيفية إسهم القرارات المالية في ذلك
13	المطلب الأول: مفهوم إنشاء القيمة
15	المطلب الثاني: القيمة كهدف بديل عن الربح
18	المطلب الثالث: القرارات المالية وتعظيم قيمة المؤسسة
22	المبحث الثالث: مؤشرات تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية
22	المطلب الأول: ماهية مؤشرات تقييم الأداء المالي
26	المطلب الثاني: المؤشرات التقليدية (النموذج المحاسبي) لتقييم الأداء
34	المطلب الثالث: المؤشرات الحديثة (النموذج الاقتصادي) لتقييم الأداء
44	خلاصة الفصل الأول

فهرس المحتويات VI

الفصل الثاني: تقييم الأداء المالي لمؤسسة بيوفارم	
46	تمهيد
47	المبحث الأول: تقديم مؤسسة بيوفارم للصناعة الصيدلانية
47	المطلب الأول: التعريف والبطاقة الفنية والتطور الهيكلي لمؤسسة بيوفارم
50	المطلب الثاني: الهيكل القانوني والتنظيمي لمؤسسة بيوفارم
53	المطلب الثالث: نشاط واستراتيجية المؤسسة
56	المبحث الثاني: القوائم المالية لمؤسسة بيوفارم للصناعة الصيدلانية وتقييم أدائها المالي
56	المطلب الأول: الميزانية وجدول حسابات النتائج لمؤسسة بيوفارم
61	المطلب الثاني: تقييم الأداء المالي لمؤسسة بيوفارم وفق المؤشرات التقليدية
72	المطلب الثالث: تقييم الأداء المالي لمؤسسة بيوفارم وفق المؤشرات الحديثة
79	خلاصة الفصل الثاني
82-81	الخاتمة
87-84	قائمة المراجع
89	الملاحق



قائمة الجداول

قائمة الجداول VII

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
56	جانب الأصول في قائمة المركز المالي للفترة (2018-2020)	(01-02)
58	جانب الخصوم في قائمة المركز المالي للفترة (2018-2020)	(02-02)
59	جدول حسابات النتائج لمؤسسة بيوفارم للفترة (2018-2020)	(03-02)
61	الاحتياج في رأس المال العامل BFR خلال الفترة 2018-2020	(04-02)
62	المردودية الاقتصادية لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2018-2020	(05-02)
64	المردودية المالية لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2018-2020	(06-02)
66	مؤشرات الربحية (ROE ، ROA ، ROI) لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2018-2020	(07-02)
69	نسبة مجمل وهامش الربح لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2018-2020	(08-02)
70	ربحية السهم لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2018-2020	(09-02)
72	التكلفة الوسطية المرجحة	(10-02)
73	القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2018-2020	(11-02)
76	القيمة السوقية المضافة لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2018-2020	(12-02)
77	الربح الاقتصادي لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2018-2020	(13-02)

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال VIII

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
10	مراحل تقييم الأداء المالي	(01-01)
25	مؤشرات الأداء المالي	(02-01)
35	تطور المؤشرات المالية	(03-01)
50	الهيكل القانوني لمؤسسة بيوفارم	(01-02)
51	الهيكل التنظيمي لمؤسسة بيوفارم	(02-02)
62	منحنى بياني يمثل عناصر حساب مؤشر المردودية الاقتصادية	(03-02)
63	منحنى بياني يمثل تطور المردودية الاقتصادية خلال الفترة 2018-2020	(04-02)
64	منحنى بياني يمثل تطور النتيجة الصافية والأموال الخاصة خلال الفترة 2018-2020	(05-02)
65	منحنى بياني يمثل المردودية المالية لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2018-2020	(06-02)
67	أعمدة بيانية تمثل مؤشرات الربحية (ROI ، ROA ، ROE) لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2018-2020	(07-02)
70	منحنى بياني يمثل ربحية السهم لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2018-2020	(08-02)
74	منحنى بياني يمثل القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2018-2020	(09-02)
76	منحنى بياني يمثل القيمة السوقية المضافة لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2018-2020	(10-02)
78	منحنى بياني يمثل الربح الاقتصادي لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2018-2020	(11-02)

قائمة المختصرات

قائمة المختصرات IX

المختصرات		الدلالة
RE	Rentabilité économique	المردودية الاقتصادية
RCP	Rentabilité capital privé	مردودية الأموال الخاصة
ROI	Return on investments	معدل العائد على الإستثمار
ROA	Retur non assests	معدل العائد على الأصول
ROE	Retur on equity	معدل العائد على حقوق الملكية
EPS	Earnings per share	ربحية السهم
EVA	Economic Value Added	القيمة الإقتصادية المضافة
MVA	Market value added	القيمة السوقية المضافة
WACC	Weighted average cost of capital	التكلفة الوسطية المرجحة
VAN	Value actuelle nette	القيمة الحالية الصافي
CVA	Cash Value Added	القيمة النقدية المضافة
SVA	Shareholder value added	القيمة المضافة للمساهم
CFROI	Investment cash flow on return	عائد التدفق النقدي على الإستثمار
TBR	Total business return	عائد الأعمال الإجمالي
TSR	Total Shareholder Return	العائد الاجمالي للمساهم
SPA	Société par actions	شركة أسهم
BFR	Besoin en fond de roulement	إحتياج في رأسمال
AE	Actifs économique	الأصول الاقتصادية
CI	Capital investisseur	رأس المال المستثمر
EP	Economic profit	الربح الاقتصادي

المقدمة

تباشر العديد من المؤسسات الاقتصادية إصلاحات تساهم في تحسين أدائها المالي لكن هذه الإصلاحات لا يمكن أن تكون ناجحة إلا إذا مست الجوانب المتعلقة بالتقييم ككل وذلك بتغيير أنماط وآليات التقييم مواكبة مع ما هو موجود في الأسواق الخارجية وتأهيل المؤسسات وجعلها قادرة على المنافسة. وهذا أحد أهم أسباب تزايد الاهتمام بالمؤشرات وتطورها في الإدارة المالية المعاصرة.

لقد حظيت دراسة المؤسسة الاقتصادية باهتمام كبير من قبل الباحثين والعلماء ويرجع هذا الاهتمام إلى الوظائف التي تحوز عليها المؤسسة، إذ تشكل الإدارة المالية أحد الوظائف الأساسية في إدارة المؤسسات، فهي تهتم باتخاذ قرارات الاستثمار الأمثل للأموال وبكفاءة تامة، لتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة أو تعظيم ثروة المساهمين، وبالتالي المساهمة في تحقيق أهداف المؤسسات المتعلقة بالنمو والبقاء، وبناءً على ذلك فإن الإدارة المالية تتعلق بإدارة استثمارات المؤسسة بما يساهم بتعظيم العائد على الاستثمارات عند أقل مستوى من المخاطر.

تعتبر كل من المؤشرات التقليدية والحديثة من أبرز أدوات تقييم الأداء المالي إذ تستخدم في استنتاج وفهم أرقام القوائم المالية وبالتالي قياس وتقييم الأداء المالي للمؤسسة، إذ يساعد أصحاب المصالح على اتخاذ قراراتهم، كما يساعد المؤسسة على مقارنة الأداء الحالي مع الأداء السابق ومن ثم تحسينه وتطويره، كما تعطي المؤشرات الحديثة للمسير المالي حقيقة أقرب لقياس أدائها المالي فالقيمة الاقتصادية المضافة تقيس مدى قدرة المؤسسة على إنشاء القيمة لفترة طويلة الأجل بعكس الربح المحاسبي، وهذا ما أضفته المؤشرات الحديثة كميزة جديدة وقيمة على المؤشرات التقليدية.

انطلاقاً مما سبق يمكننا طرح الإشكالية الآتية:

الإشكالية الرئيسية:

كيف يتم تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية من منظور انشاء القيمة؟ وماهي اهم مؤشرات التقييم من منظور انشاء القيمة لمؤسسة بيوفارم خلال افتره 2018-2020؟

الإشكاليات الفرعية:

1. ماهي المفاهيم المرتبطة بالأداء المالي؟
2. ما مدى مساهمة المؤشرات التقليدية والحديثة في تقييم الأداء المالي لمؤسسة بيوفارم للصناعة الصيدلانية؟

الفرضيات:

- في ضوء العرض السابق لإشكالية البحث يمكن طرح الفرضيات الأساسية التالية واختبار صحتها:
1. تضيف المؤشرات الحديثة ميزة جديدة تساعد في قياس إنشاء القيمة في مؤسسة بيوفارم للصناعة الصيدلانية؛
 2. المؤشرات التقليدية لتقييم الأداء تلائم تقييم الأداء المالي لمؤسسة بيوفارم للصناعة الصيدلانية.

منهجية البحث:

تتعلق منهجية البحث من طبيعة البحث نفسه والإشكالية المدروسة والإمكانيات العلمية والمادية المتوفرة والأهداف التي تصب الدراسة تحقيقها، كل ما ذكر سابقا يفرض اختيار منهج يتناسب ودراسته، لذا عنيت دراستنا بالمنهج الوصفي والتحليلي، فقد تم الاستخدام الأول في الجانب النظري أما الثاني فقد حاولنا من خلاله لإسقاط الجوانب النظرية بناءً على معطيات مؤسسة بيوفارم للصناعة الصيدلانية في الجزائر.

أهمية الدراسة:

تأتي أهمية الدراسة من أهمية تقييم الأداء المالي ودور المؤشرات الاقتصادية التي تهدف إلى قياسه في المؤسسات الاقتصادية، ومن بين أهم هذه المؤشرات تلك المبنية على منظور خلق القيمة باعتبار أن هذا الأخير يعد الهدف الذي يرضي الأطراف المهتمة بالمؤسسة، خاصة المساهمين منهم ومساعدتهم على اتخاذ القرار الأنسب والأفضل وضمان استمراريتها في محيط تغلب عليه التغيرات والحدة التنافسية.

أهداف الدراسة:

- التعريف بالمؤشرات الاقتصادية (مفهومها، خصائصها، كيفية حسابها) لقياس الأداء من منظور إنشاء القيمة؛
- مساعدة متخذي القرار من خلال اختيار المؤشر الأنسب الذي يؤثر على القيمة السوقية للأسهم؛
- تحديد مدى قدرة المؤسسة الاقتصادية على إنشاء القيمة والثروة للمساهمين وكافة الأطراف الذين لهم مصلحة مشتركة مع المؤسسة؛
- إبراز مكانة وكفاءة المؤشرات المالية الحديثة في قياس وتقييم الأداء؛

مبررات اختيار الموضوع:

من بين الأسباب التي دفعتنا للبحث في هذا الموضوع ما يلي:

- التحولات الاقتصادية والاجتماعية التي تفرض تأهيل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وذلك باختيار أساليب ومعايير تواكب ما هو موجود في البيئة الاقتصادية المعاصرة؛
- محاولة التقرب بالجانب النظري لموضوع التقييم المالي بالمؤشرات الحديثة وواقع المؤسسات الجزائرية؛
- تحديد مكانة المؤسسات الجزائرية انطلاقا من أدائها المالي؛
- الأهمية البالغة التي يكتسبها الموضوع في السنوات الأخيرة لكونه يعطي صورة قريبة منها للدقة عن الأداء المالي وحالته؛

الدراسات السابقة:

➤ دراسة عادل عشي الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس وتقييم 2001_2002 دراسة حالة مؤسسة صناعات الكوابل .

وقد توصلت الدراسة إلى أن القيام بعملية التقييم الجيد للمؤسسة مجموعة من الفوائد التي من شأنها أن تحسن من السير الجيد للمؤسسة، ولا يمكن التوصل إلى أداء مالي جيد ما لم يحسن المسيرين اختبار وانتقاء المؤشرات التي تعكس أداء المؤسسة ،حيث تم تقييم مؤسسة صناعات الكوابل بسكرة لثلاث سنوات 2000_2001_2002 عن طريق حساب مختلف مؤشرات التوازن والنسب المالية ومن خلال هذا التحليل تبين بأن المؤسسة تملك سيولة جيدة في السنوات المدروسة كما أن الأثر المالي للمؤسسة موجب وهذا دليل على الدور الإيجابي الذي تلعبه المديونية على المر دودية فالافتراض كان له تأثير موجب على مرد ودية الأموال الخاصة.

➤ دراسة خالد سيف الإسلام بوخلخال "قياس وتقييم الأداء المالي باستخدام المؤشرات الحديثة والتقليدية ودراسة فعاليتها في خلق القيمة" دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة 2009_2019.

سعت هذه الدراسة إلى قياس وتقييم الأداء المالي بواسطة المؤشرات التقليدية (EPS_ROI_ROA_ROE_BFR_ROS) والمؤشرات الحديثة ممثلة في القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة الاقتصادية السوقية MVA مع تحديد مدى قدرتها وفعاليتها في تفسير الأداء المالي ،وقد تطرقت هذه الدراسة إلى تحليل الوضعية المالية لمجمع صيدال خلال الفترة 2009_2019 والتي تنشط في بورصة الجزائر ،مع دراسة إحصائية للعلاقة بين المؤشرات الحديثة والتقليدية .فقد توصلت الدراسة أن هناك علاقة بين بعض المؤشرات والقيمة الاقتصادية المضافة.

➤ دراسة رقية شطبيبي: "الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية ومؤشرات تقييم" دراسة ميدانية لمؤسسة ملبنة نوميديا قسنطينة.

توصلت دراسة الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية ومؤشرات التقييم لمؤسسة ملبنة نوميديا باستخدام المؤشرات التقليدية والحديثة ومؤشرات التوازن إلى استعراض كيفية القيام بالتخطيط لعملية تقييم الأداء المالي واختبار معايير التقييم، تمت الإشارة إلى المراحل التي تمر بها عملية التقييم والتي تتمثل في جمع البيانات والمعلومات ثم تحليلها من خلال حساب كافة المؤشرات التي تتوافق والدراسة النظرية، كما هدفت الدراسة إلى تقييم النتائج بغرض التعرف على إمكانية تحقيق الهدف التي تسعى إليها المؤسسة ومدى نجاحها في التنسيق فيما بينها لتحقيق الهدف الرئيسي المتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة، فنجد المؤسسة في نفس الوقت تسعى لتحقيق الأهداف الخاصة التي تتمثل في السيولة، والتوازن المالي وإنشاء القيمة والتي تعد من أهم معايير تقييم الأداء المالي .

حدود الدراسة:

- **الحدود الموضوعية:** سنقوم ببحث حول موضوع "تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية من منظور إنشاء القيمة" حيث نصب اهتمامنا حول المؤشرات الحديثة وتحديد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وكيف تساهم في قياس قيمة المؤسسة.
- **الحدود المكانية:** من أجل الإلمام بجميع جوانب الموضوع سلطنا ضوء دراستنا على مؤسسة بيوفارم للصناعة الصيدلانية بالجزائر العاصمة.
- **الحدود الزمنية:** تم الاعتماد على المعلومات المنشورة والمصرح بها من طرف المؤسسة على الرابط الإلكتروني الخاص بها، خلال الفترة الممتدة ما بين (2018_2020) .

صعوبات البحث:

- من أبرز الصعوبات التي شكلت عائقا أمام دراسة بحثنا والتي واجهتنا خلال انجازه هي:
- تغيير دراسة الحالة مرات عدة بسبب عدم تماثلها وموضوع البحث.
 - صعوبة توافق مصطلحات المؤشرات نظرا لتعدد المراجع.
 - نقص بعض المعلومات أدى إلى عدم حساب عدة مؤشرات.

هيكل الدراسة

للإلمام بجميع جوانب البحث والإجابة عن الإشكالية الرئيسية والتساؤلات الفرعية تم تقسيم البحث إلى فصلين، الفصل الأول يحتوي على الأدبيات المتعلقة بموضوع الدراسة والذي تطرقنا فيه إلى أهم

المقدمة

المفاهيم الأساسية لتقييم الأداء المالي وإنشاء القيمة أما الثاني فقد خصص للدراسة التطبيقية للبحث بغرض إسقاط المعارف النظرية المدروسة في الفصل الأول على مؤسسة بيوفارم للصناعة الصيدلانية للفترة الممتدة 2018-2020.



الفصل الأول

تمهيد

للمحلل المالي أساليب ومؤشرات متنوعة لتقييم أداء المؤسسة الاقتصادية، الأمر الذي أدى إلى استخدام بعض المؤشرات التي تمكنه من قياس الأداء في فترة تنفيذه لمهمته، بعد أن كانت المؤشرات المحاسبية تعد أكثر الوسائل استعمالاً في عملية قياس الأداء، لتصبح لمؤشرات قياس الأداء من منظور إنشاء القيمة دوراً هاماً في إبراز جوانب إضافية لأداء المؤسسة عند قياس وتقييم الأداء.

وقد خصص هذا الفصل للإحاطة بكل ما ورد أعلاه من خلال تقديم نبذة عن الأداء المالي، وتطوره ومصادر المعلومات لقياس الأداء وذلك في المبحث الأول، وأهمية قياس الأداء وأهدافه، ثم عرض أهم المفاهيم حول القيمة في المبحث الثاني، وصولاً إلى إظهار مؤشرات قياس الأداء من منظور إنشاء القيمة من خلال المبحث الثالث.

وعليه يقسم الفصل إلى ثلاثة مباحث وهي:

- المبحث الأول: ماهية الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية؛
- المبحث الثاني: إنشاء القيمة وكيفية إسهام القرارات المالية في ذلك؛
- المبحث الثالث: مؤشرات تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية.

المبحث الأول: ماهية الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

سيتم في هذا المبحث التعرف على أهم ما ورد من تعاريف حول الأداء المالي ومصادر المعلومات لقياسه وأهميته وأهدافه والمعايير المتبعة في عملية تقييم الأداء المالي.

المطلب الأول: تعريف الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية وأهميته

سيتم في هذا المطلب الإحاطة بمفهوم الأداء المالي من خلال تقديم بعض التعريفات له، وعرض

أهميته.

1. تعريف الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

توجه العديد من الباحثين والكتاب والمنظمات إلى تقديم تعريف الأداء المالي ونذكر منها:

يعرف الأداء المالي على أنه: "عنصر من العناصر الأساسية للعملية الإدارية حيث يوفر للإدارة معلومات وبيانات تستخدم في قياس مدى تحقيق أهداف المؤسسة والتعرف على اتجاهات الأداء فيها ولهذا يعتبر أساساً في تحديد مسيرة المؤسسة ونجاحها ومستقبلها، فالقيام بعملية الأداء يمكن المؤسسة من معرفة نقاط قوتها والعمل على تنميتها ونقاط الضعف والعمل على تحسينها أو تجاوزها، فهو بالأساس يعد ويقوم بتوفير الكشوف المالية (القوائم المالية)"¹.

كما عرّف بأنه: "تقديم حكماً ذو قيمة على إدارة الموارد الطبيعية والمادية والمالية المتاحة لإدارة المؤسسة وعلى طريقة الاستجابة لإشباع رغبات أطرافها المختلفة، وبمعنى حرفي يعتبر تقييم الأداء المالي للمؤسسة قياساً للنتائج المحققة أو المنتظرة في ضوء معايير محددة سلفاً"².

وبأنه "استقراء لدلالات ومؤشرات الملومات الرقابية لكي يتم الوصول إلى قرارات جديدة لتصحيح مسارات الأنشطة في حالة انحرافها، والعمل على تدعيمها". أي الوصول إلى حكم بعد القياس، في حين يرى آخرون أن تقييم الأداء هو قياس الأداء الفعلي ومقارنة النتائج المحققة بالنتائج المطلوبة (الأهداف)،

¹ حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لتقييم الأداء والتنبؤ بالفشل المالي، دار الوراق، عمان، الأردن، 2000، ص 85.

² رقية شطيبي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية ومؤشرات تقييمه، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، 2010 - 2011، ص 25.

بما يكفل اتخاذ الإجراءات الملائمة لتحسين الأداء .من خلال التعريفين السابقين يتضح بأن قياس الأداء هو خطوة أساسية للقيام بعملية التقييم ، ومن ثمة مقارنته مع المؤشرات والمعايير المحددة والحكم عليها¹. كما عرف أيضا بأنه: " تحليل نتائج أعمال المؤسسة بهدف كشف مواطن الخلل والانحراف وبيان أسبابها تمهيدا لإتخاذ الإجراءات اللازمة لتصحيحها ،أي أنه قياس للنتائج المحققة أو المنتظرة في ضوء معايير محددة نسبيا وتقديم حكم على إدارة الموارد الطبيعية والمالية المتاحة للمؤسسة وهذا لخدمة أطراف لها علاقة بالمؤسسة"².

ومن خلال التعاريف السابقة يمكننا استنتاج التعريف الآتي:

يعبر تقييم الأداء المالي عن مجموعة الدراسات التي تهدف لمعرفة مدى كفاءة الوحدة الاقتصادية من إدارة مختلف وظائفها خلال فترة زمنية محددة، كما انه يعد تشخيصا لوضعية المؤسسة المالية ومدى نجاح هذه الأخيرة في خلق قيمة للمؤسسة المعنية بالقياس لمجابهة كل الانحرافات التي يمكن ان تواجهها. فتشخيص الوضعية المالية يعطي صورة واضحة ودقيقة لما آلت إليه المؤسسة خلال فترة زمنية معينة انطلاقا من مؤشرات القياس بمختلف أنواعها.

2. أهمية تقييم الأداء المالي

تحظى عملية التقييم الأداء المالي بأهمية بالغة وبارزة لتبينها وضعية المؤسسة المالية وأين وصلت هذه الأخيرة، تتجلى هذه الأهمية في النقاط الآتية³:

- يساعد تقييم الأداء المالي في التحقق من مدى قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها؛

¹ عادل بوجمان، تأهيل الموارد البشرية لتحسين أداء المؤسسة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص57.

² محمد الفاتح محمود بشير المغربي، التحليل المالي، الطبعة الأولى، دار الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، القاهرة، مصر، 2022، ص113.

³ ربيعة أحمد صغير، تقييم أداء المؤسسات الصناعية باستخدام بطاقة الأداء المتوازن، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة قسنطينة 2، 2013-2014، ص23.

الهاشمي بن واضح، تأثير متغيرات البيئة الخارجية على أداء المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف 1، 2013-2014، ص136-137.

الفصل الأول: الإطار النظري حول تقييم الأداء المالي وإنشاء القيمة

- إن عملية تقييم الأداء المالي تشجع على التوجه بشكل بناء نحو حلّ المشاكل حيث أن التقييم يوفر بيانات حقيقة ملموسة يمكن الاستناد إليها في اتخاذ القرارات السليمة حول عمليات المؤسسة؛
- إن عملية تقييم الأداء المالي تسلط الضوء على مدى الكفاءة في استغلال المؤسسة لمواردها المتاحة؛
- عملية تقييم الأداء المالي يظهر مدى إسهام المؤسسة في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية من خلال تحقيق أكبر قدر من الإنتاج بأقل تكاليف، وتنشيط القدرة الشرائية وزيادة الدخل القومي؛
- توفر عملية التقييم قاعدة معلومات تستعملها المؤسسة لأغراض متنوعة كالرقابة والتخطيط.
- يوفر تقييم الأداء المالي مقياساً لمدى نجاح المؤسسة في سعيها لتحقيق أهدافها من خلال نشاطها.
- يمكننا تقييم الأداء من الحكم على مستوى تطور المؤسسة زمنياً إذا قورنت نتائج التقييم الحديثة مع السنوات السابقة، كما يسمح بمعرفة وضعيتها المالية تجاه منافسيها في حالة مقارنة النتائج المحصلة للمؤسسة محل التقييم مع المؤسسات الأخرى.
- يؤدي تقييم الأداء إلى تحقيق الأهداف المحددة مسبقاً، والعمل على إيجاد نظام فعال وسليم للاتصالات.
- تحديد معدلات الأداء المرغوب من أجل تسهيل عملية المقارنة، ويفضل أن تحدد هذه المعدلات بمشاركة العاملين لمسيرهم، لتكون تحفيزاً لهم لبلوغ الأهداف.

المطلب الثاني: مصادر المعلومات لتقييم الأداء المالي ومراحله

قبل قياس الأداء المالي لابد من جمع معلومات تقوم على أساسها عملية القياس وتختلف مصادر المعلومات حسب تصنيف كل باحث، لذا سنذكر نوعين من المصادر:

1. المصادر الخارجية

وهي تشمل كل المعلومات الموجودة بالمحيط الخارجي للمؤسسة¹:

1.1. المعلومات العامة: تتعلق هذه المعلومات بالظرف الاقتصادي، حيث تبين الوضعية العامة للاقتصاد في فترة زمنية محددة، وبسبب اهتمام المؤسسة بهذا النوع من المعلومات هو تأثير نتائجها بطبيعة الحالة الاقتصادية السائدة كالتضخم، التدهور، وتساعد هذه المعلومات على تفسير نتائجها والوقوف على حقيقتها.

2.1. المعلومات القطاعية: تقوم بعض المنظمات المتخصصة بجمع المعلومات الخاصة بالقطاع ونشرها لتستفيد منها المؤسسات في إجراء مختلف الدراسات المالية والاقتصادية، ويمكن الحصول على هذا النوع من المعلومات من أحد الأطراف مثل النقابات المهنية، النشرات الاقتصادية المجالات المتخصصة.... الخ، لكن هذا النوع من المعلومات يظل غائبا في معظم الدول النامية كالجزائر وبالتالي صعوبة القيام بدراسة اقتصادية ومالية وافية.

2. المصادر داخلية: تشمل جميع المعلومات المقدمة من مصلحة المحاسبة:

1.2. الميزانية: هي مرآة عاكسة للوضع المالي للمؤسسة في وقت معين فتبين ما لدى المؤسسة من موجودات وما عليها من مطالبات من قبل الملاك، ومن قبل الغير. ولهذا تسمى أيضا قائمة المركز المالي، تتمثل في جدول يظهر جانبه الأيمن مجموع الاستخدامات وتسمى الأصول أي ممتلكات وموجودات المؤسسة، وفي الجانب الأيسر مجموعة الموارد وتسمى الخصوم، أو المطالبات، حيث تحافظ الميزانية دائما على توازنها لأن مصادر الأموال تساوي استخداماتها².

¹ عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس وتقييم، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2001-2002، ص39.

² حنيفة بن الربيع، الواضح في المحاسبة المالية وفق المعايير الدولية الجزء الأول، الطبعة الثانية، منشورات كليك، 2015، ص43.

2.2. جدول حسابات النتائج: هو كشف محاسبي يستخدم في التحليل المالي كمتتم للميزانية المحاسبية الغرض منه تحليل نتيجة السنة، فإن كانت الميزانية تعطي وضعية المؤسسة في لحظة معينة عادة مع نهاية دورة معينة، فإن جدول حسابات النتائج يحلل أنشطة المؤسسة للحكم على نجاح أو فشل القرارات المالية المتخذة من طرف المؤسسة للوصول إلى القرارات التقييمية، ويبين الجدول مصادر الأموال واستخداماتها، من أين أتت وأين صرفت خلال الدور.¹

3.2. جدول تدفقات الخزينة: يعتبر جدول تدفقات الخزينة قائمة مالية أساسية من القوائم المالية التي نص عليها المعيار المحاسبي الدولي الأول، ولقد حدد المعيار المحاسبي الدولي السابع "قائمة التدفق النقدي" محتواه وطريقة عرضه وهو ضروري للعديد من الفئات كالمسيرين والمحللين والمالين والمساهمين لأنه يسمح بإعطاء مستعملي القوائم المالية أساس لتقييم مدى قدرة المؤسسة والنقدية المعادلة وكذا المعلومات حول استخدام هذه التدفقات، كما يقدم جدول تدفقات الخزينة التدفقات الحاصلة أثناء الدورة مصنفة إلى أنشطة تشغيلية استثمارية وتمويلية .

4.2. جدول تغير الأموال الخاصة: يشكل جدول تغير الأموال الخاصة تحليلاً للحركات التي أثرت في كل عنصر من العناصر التي تشكل منها رؤوس الأموال الخاصة للمؤسسة خلال الدورة، وتتمثل هذه المعلومات الدنيا المطلوب تقديمها في هذه القائمة والتي تخص الحركات المرتبطة ب:²

- النتيجة الصافية للدورة.
- تغير الطرق المحاسبية وتصحيح الأخطاء التي يسجل تأثيرها مباشرة ضمن الأموال الخاصة في إطار تصحيح الأخطاء الهامة.
- توزيع النتيجة والمخصصات المقررة للدورة.

5.2. الملاحق: هي قائمة توضيحية لا يشترط أن تكون في شكل جدول يحتوي على كل التفاصيل المتعلقة بإعداد القوائم المالية السابقة (الطرق والسياسات المحاسبية المعتمدة، طرق التقييم، الإيضاحات التفسيرية الأخرى...).

¹مبارك لسوس، التفسير المالي لتحليل نظري مدعم بأمثلة وقمارين محلولة، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2012، ص17.
²بن الربيع حنيفة و آخرون، الواضح في المحاسبة المالية وفق النظام المحاسبي المالي والمعايير الدولية، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، منشورات كليك، 2013، ص436-443.

كما تعد عناصر المعلومات العديدة الواردة في ملحق وفق نص المبادئ والطرق التي أعدت بها القوائم المالية الأخرى. ويشمل الملحق على معلومات تخص النقاط الآتية حين تكون هذه المعلومات مفيدة لفهم العمليات الواردة في القوائم المالية¹:

- القواعد والطرق المحاسبية المعتمدة لمسك المحاسبة واعتماد القوائم.
- المعلومات المكتملة والتي تعتبر ضرورية أحسن فهم الميزانية وحساب النتائج وجدول تدفقات الخزينة وجدول تغيرات رؤوس الأموال الخاصة.
- المعلومات التي تخص المؤسسات المشاركة والفروع أو المؤسسة الأم وكذلك المعاملات التي تتم عند الاقتضاء مع هذه الكيانات أو مسيرها.
- المعلومات ذات الطابع العام والمتعلقة ببعض العمليات الخاصة والضرورية للحصول على الصورة الصادقة.

3. مراحل تقييم الأداء المالي

لوصول إلى عملية التقييم لابد من المرور على مراحل متعددة حتى يكون التقييم على النتائج المتحصل عليها تقييماً مالياً يعكس ما هو موجود للمؤسسة.

1.3. قبل عملية التقييم: ويتوجب في هذه المرحلة دراسة تامة للبيئة الخارجية والداخلية للمؤسسة:

1.1.3. تشخيص البيئة الخارجية للمؤسسة: وذلك لاكتشاف الفرص المتاحة ومحاولة استغلالها، واكتشاف التهديدات أو المخاطر التخفيف من حدتها ومحاولة القضاء عليها.

2.1.3. تشخيص البيئة الداخلية للمؤسسة: وذلك بدراسة مختلف وظائف المؤسسة من حيث الأهداف، فكل وظيفة من وظائف المؤسسة (تموين، إنتاج، تسويق، مالية، أفراد، بحث وتطوير...) لها أهدافها وتسعى لتحقيقها، وبتحقيق أهداف هذه الوظائف تتحقق أهداف المؤسسة ككل.

¹ نفس المرجع السابق، ص 444.

2.3. التحضير لعملية التقييم: وفي هذه المرحلة يتم التعرف على النقاط الآتية¹:

- تحديد أهداف برنامج تقييم الأهداف، للوصول إلى حكم عام عن نشاط المؤسسة، بتحفيز الأفراد، وترشيد قرارات المسيرين وتزويد المؤسسة بنظام إعلامي جيد.
- توفير المعلومات عن المقيمين وتكوينهم، وذلك بإعلام المقيمين بحقوقهم ومجال تقييمهم، وتطويرهم إمكانياتهم.
- اختيار معايير التقييم المناسبة، والتي سيتم التطرق إليها بدقة في المطلب القادم، ومن بين هذه المعايير معايير كمية ومعايير نوعية.
- اختيار أساليب وطرق التقييم، وذلك باختيار أفضل الطرق من بين الطرق المتاحة لعملية تقييم الأداء في المؤسسة حسب خصائص ومميزات كل وظيفة.

3.3. مرحلة القياس: تتم في هذه المرحلة جمع كافة المعلومات الضرورية للشيء المدروس في صيغة كمية أو نوعية، فهذا يساعد المؤسسة لتحسين أدائها الاقتصادي والحصول على مزايا تنافسية.

وتجدر الإشارة أنّ هناك فرق بين التقييم والقياس، فالقياس هو تحديد كمية أو طاقة عنصر معين في صيغة رقم أو عدد أو مبلغ أو نسبة مئوية، مصحوبة بوحدة القياس، وذلك على شكل نتيجة صماء من غير تعليق، أما التقييم فهو عبارة عن الحكم الذي يصدر على النتائج المتحصل عليها أو التي ينبغي الوصول إليها استناداً إلى مبادئ وفرضيات النظرية المالية والتحليل المالية، لذا يكمن الفرق بأن القياس هو إعطاء نتيجة بدون أدنى تعليق بينما التقييم هو الحكم على تلك النتائج.

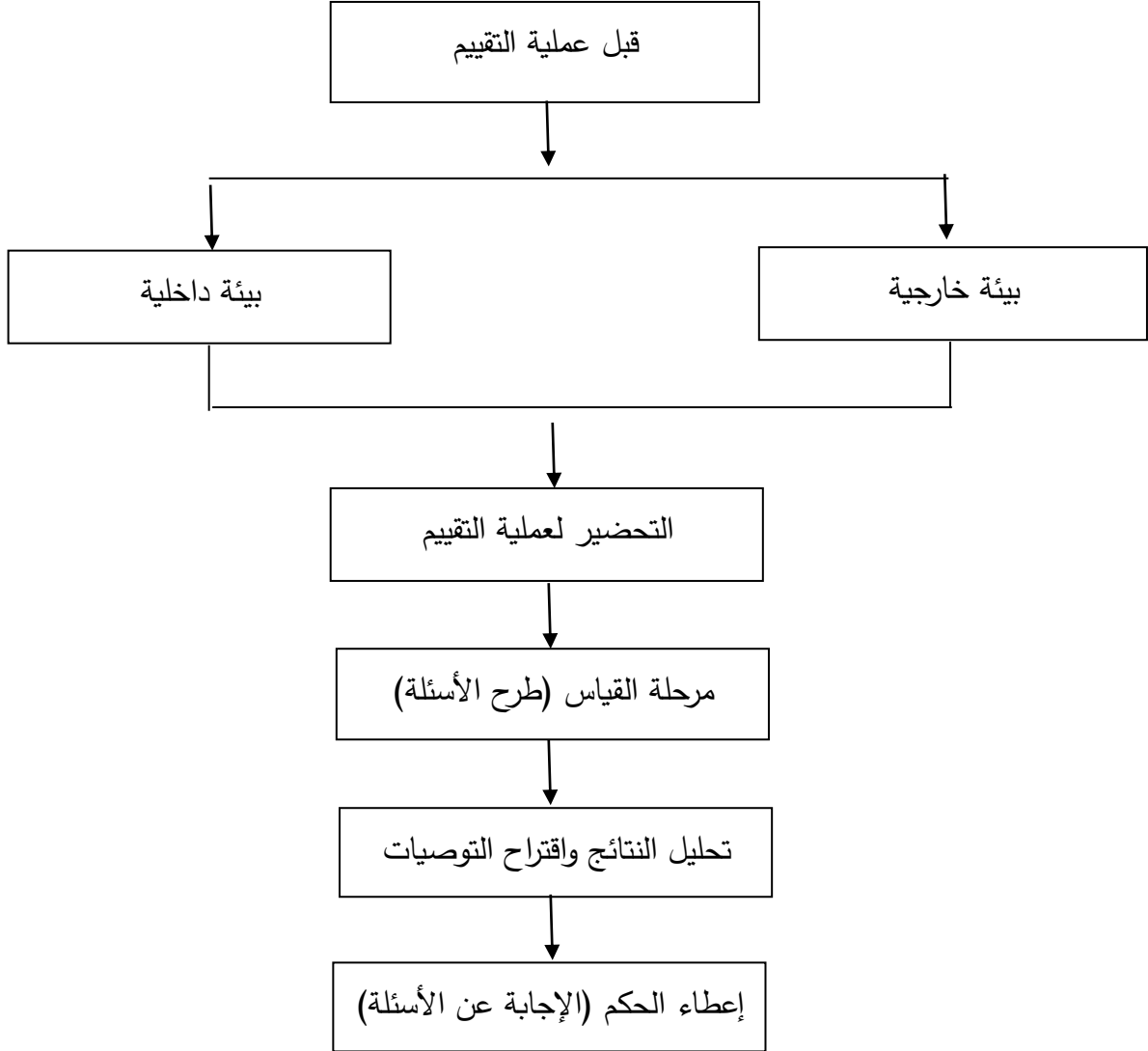
4.3. تحليل النتائج وتقديم توصيات: تحليل النتائج وإيجاد استنتاجات تتلاءم مع هاته النتائج أي تفسيرها مبدئياً، مع اقتراح توصيات تتبع توجهات جديدة لعملية التقييم لا يكمن أن يتجاوز تنفيذها الوصول إلى أهداف ومهمات جديدة².

¹ الهاشمي بن واضح، مرجع سبق ذكره، ص 138-139.

² رقية شطبي، مرجع سبق ذكره، ص 51.

ويلخص الشكل التالي مراحل التقييم:

الشكل رقم (01-01): مراحل تقييم الأداء المالي



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على ما ورد أعلاه

المطلب الثالث: معايير تقييم الأداء المالي وأهدافه

سيتم في هذا المطلب التطرق إلى أهم المعايير المعتمدة في التقييم المالي لأن اختيارها يعد من الأمور الضرورية لنجاح تنفيذ التقييم، وكذا أهدافه.

1. معايير تقييم الأداء

1.1.1. المعايير المعتمدة في التقييم المالي: من المعروف بين الأوساط المالية أن نتائج التحليل المالي وحدها غير كافية لعكس المعلومة المناسبة وتحقيق أهداف التحليل، لذا لابد من القائم بعملية التحليل من اعتماد معايير للحكم على كفاءة نتائج ومن المعايير الشائعة الاستخدام نجد¹:

1.1.1.1. المعيار المطلق: ويقاس كفاءة السيولة المؤسسة في الأجل القصير، ويأخذ المعيار قيمة مطلقة ثابتة في ضوءها تقارن القيمة المماثلة للمؤسسة مع هذه القيمة. ومن المعايير الشائعة لهذا المجال هو معيار نسبة التداول مرة، ومعيار نسبة السيولة السرية مرة.

2.1.1.1. معيار الصناعة (المعيار القطاعي): ويستخدم هذا المعيار لقياس وضع المؤسسة ضمن القطاع الذي تعمل به المؤسسة. كما يمكن أن يكون معيار على مستوى النوعي للصناعة. عادة هذه المعايير تُعد من قبل جهات خارجية مثل بورصة الأوراق المالية، بعض مؤسسات خدمة الاستثمار وغيرها.

3.1.1.1. المعيار المستهدف: إذ تعد الإدارة مسبقاً ضمن خططها السنوية مؤشرات مستهدفة تسعى للوصول إليها ضمن الخطة، وعليه يتم مقارنة الواقع مع هذا المعيار للحكم على نتائج التحليل المالي.

4.1.1.1. المعيار التاريخي: تعتمد هذه المعايير على مجموعة من المؤشرات المالية والتاريخية لسنوات سابقة لنفس المؤسسة ومقارنتها بالنتائج الحالية فمثلاً: تتم مقارنة نسبة الفائدة على الاستثمار أو نسب السيولة للعام الحالي مع نسب السنوات السابقة وملاحظة مدى تطور هذه النسب نحو الأحسن أو الأسوأ².

¹عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، التحليل المالي اتجاهات معاصرة، الطبعة العربية، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2008.

²عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، دار المسيرة، عمان، الأردن، ص12.

2. أهداف التقييم المالي: تتميز عملية تقييم الأداء المالي بأهداف عدة نذكر منها ما يلي¹:

- أداة تحفيز لاتخاذ القرارات الاستثمارية وتوجيهها اتجاه الشركات الناجحة (يعمل التقييم على تحفيز المستثمرين للتوجه لشراء أسهم المؤسسة من عدمه حسب ما نجم من نتائج عن هذا التقييم)؛
- أداة لتشجيع العاملين والإدارة في المؤسسة لبذل المزيد من الجهد بهدف تحقيق نتائج ومعايير مالية أفضل من سابقتها؛
- أداة للتعرف على الوضع المالي القائم في المؤسسة في لحظة معينة ككل أو لجانب معين من أداة المؤسسة أو لأداء أسهمها في السوق المالي في يوم محدد وفترة معينة؛
- تقنية تسمح باختيار مدى استغلال الموارد المتاحة والمتوفرة داخل المؤسسة بشكل فعال وفق الأهداف المسطرة؛
- تهدف إلى تقييم أداء الشركات من عدة زوايا وبطريقة تخدم مستخدمي البيانات ممن لهم مصالح مالية في المؤسسة لتحديد جوانب القوة وجوانب الضعف فيها والاستفادة من البيانات التي يوفرها الأداء المالي لترشيد القرارات المالية للمستخدمين؛
- يسمح بتقييم الأداء المالي بتقادي الفوارق الناتجة مستقبلا من سوء التوازن في التسيير عموما التي تظهر بمقارنة النتائج الفعلية مع النتائج المرتقبة، فالتقييم يهدف أساسا للتحكم في الحدث قبل وقوعه؛
- التأكد من تنفيذ الأهداف الموضوعية بأعلى درجة من الكفاءة؛
- التأكد من سير التطورات الاقتصادية والاجتماعية طبقا للأهداف المرسومة سلفا؛
- تحقيق أفضل عائد رفع التنمية، حيث أن تحقيق هذه الأخيرة يتم من خلال التوسع وتعزيز قدرات المؤسسة لتحسين أدائها.

¹خنفري خيضر، بورنيسة مريم، دور النسب والمؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، مجلة دراسات الاقتصادية، العدد 27، ص58-59.

ريغة احمد صغير، مرجع سبق ذكره، ص24.

المبحث الثاني: إنشاء القيمة وكيفية إسهام القرارات المالية في ذلك

سنتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم إنشاء القيمة وكيفية تعظيم قيمة المؤسسة من خلال تعظيم ثروة المساهمين وذلك بترابط وانسجام القرارات المالية في المؤسسة (قرارات الاستثمار، التمويل، توزيع الأرباح) فهي تسعى لتعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين.

المطلب الأول: مفهوم إنشاء القيمة

احتل مصطلح إنشاء القيمة مكانة كبيرة في الآونة الأخيرة حيث برز لدى المؤسسات الاقتصادية، فقد أصبحت الأطراف المسيرة للمؤسسة تضع هذا المصطلح كهدف استراتيجي لها، وسيتم من خلال هذا المطلب التطرق أولاً لتعريف القيمة ثم تعريف إنشاء القيمة، وفرضيات إنشائها.

1. تعريف القيمة: مصطلح القيمة تم تداوله في عدة دراسات وفي مجالات مختلفة، ولعل أقدم من أتى بنظرية القيمة ابن خلدون في مضمون السلع والخدمات، حيث عرف القيمة قائلاً: "الإفادات والمكتسبات (السلع والخدمات)، كلها أو أكثرها إنما هي قيم الأعمال الإنسانية" حيث ربط قيمة السلع والخدمات بالجهد البشري المبذول للحصول عليها، أي إبراز أهمية العمل في إعطاء قيمة للأشياء".

وتلت نظرية ابن خلدون عدة نظريات ودراسات من أبرزها ستيوارت ميل، كارل ماركس، آدم سميث..... الخ، عبر مرّ العصور وباختلاف الدراسات والتوجهات، حيث أقرّ آدم سميث بأن القيمة "يجب ملاحظة أن كلمة القيمة لها معنيين مختلفين فهي تعني أحياناً منفعة شيء محدد، وأحياناً تعني الاختيار الذي تمنحه حياة هذا الشيء بشراء أشياء أخرى، ويمكننا تسمية الأولى بقيمة الاستعمال، والأخرى قيمة الاستبدال"¹.

2. تعريف إنشاء القيمة: إنشاء القيمة في الوقت الراهن، تم التطرق له سابقاً لكن بتسميات أخرى، ويعد الباحث ألفرد مارشال من الأوائل الذين أشاروا له من خلال التطرق لدراسة الربح الاقتصادي والذي عرفه بأنه: "الربح المتبقي المتاح للمساهمين بعد تخفيض تكلفة رأس المال"².

¹ معاليم سعاد، بوحفص سميحة، إنشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 30، سبتمبر 2017، جامعة خنشلة، الجزائر، ص 400-401.

² نفس المرجع السابق.

لا يمكن أن نذكر القيمة على حدا من دون أن نتناول موضوع إنشاء القيمة فهو مرتبط أساسا بمدى تعظيم ثروة المساهمين، وبالتالي هناك ارتباط وثيق بمدى قدرة المؤسسة على تمويل احتياجاتها المالية وقدرتها على إنشاء فائض في القيمة ذلك لأن الكفاءة في تمويل الاحتياجات المالية مرتبطة بمدى تحول تلك الإمكانيات المالية إلى إيرادات مالية، تكون في الأخير ثروة المؤسسة، وذلك بعد خصم مختلف التكاليف سواء تلك المتعلقة بالاستغلال، أو المتعلقة بتكلفة التمويل. أما الفكر الأكثر حداثة والذي مفهومه أقرب لمفهوم إنشاء القيمة فقد اهتم به عدة باحثين لسنوات طويلة ومن أبرزهم نجد ما جاء في دراسة فيشر حيث بيّن أن المفهوم المالي للقيمة يجمع بين سعر الأصل والدخل المحتمل الحصول عليه في المستقبل¹.

3. فرضيات إنشاء القيمة: هناك فرضيتين رئيسيتين لإنشاء القيمة وهما²:

1.3. فرضية وجود هيكل مالي أمثل: يسعى كافة المفكرين لإثبات وجهات نظرهم فيما يخص إنشاء القيمة بناء على فرضيات يضعونها ويحاولون إثبات صحتها وفرضية وجود هيكل مالي أمثل يعظم قيمة المؤسسة هي إحدى هاتاه الفرضيات التي تم الاهتمام بها خلال الفترة الأولى من تطور مفهوم إنشاء القيمة، إذ نجد أنه في سنة 1958 طور كل من Miller و Modigliani و شرحا الفرضية على اعتبار أن قيمة المؤسسة لا علاقة لها بالهيكل المالي، إلا أنه في سنة 1963 عاد الاقتصاديان وأثبتا أن قيمة المؤسسة تزداد مع كل زيادة في الأموال المقترضة، وفي سنة 1973 أكد scholies و black على أن الاقتراض لا يؤثر على قيمة هذه الأخيرة، وهذا يرجعنا إلى الدراسة الأولى سنة 1958 التي أشارت إلى أن الاستثمارات هي الأصل وجوهر إنشاء القيمة في المؤسسة، وهذا ما جاء في دراسة Fisher والتي أكدها williams حيث بيّن أن المفهوم المالي للقيمة يجمع بين سعر الأصل والدخل المحتمل الحصول عليه في المستقبل؛

2.3. فرضية كفاءة سوق رأسمال: في هذه الفرضية حاول كافة من عمل على أساسها معرفة ما

إذا كان هناك سوق رأسمال كفاء لا ومن أبرز العاملين فيها كانت دراسة Bernard و thomas سنة 1989 حيث قاما بمقارنة أسهم لمؤسسات تقوم بالدعاية ونشر معلومات مشجعة وأسهم لمؤسسات أخرى

¹ خالد سيف الإسلام بوخلخال، بن ثابت علال، قياس وتقييم الأداة باستخدام المؤشرات والتقليدية ودراسة فعاليتها في خلق القيمة، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 12، العدد 01، جامعة الاغواط، جانفي 2021، ص146.

² معاليم سعاد، بوخفص سميحة، مرجع سبق ذكره، ص401.

ذات سمعة سيئة وهذا لفترة ستة أشهر فكانت النتيجة أن العائد المتوسط للمحفظة المالية للمؤسسات الأولى أكبر بنسبة 6% من العائد المتوسط للمحفظة المالية للمؤسسات الثانية، وهو ما يدل على وجود سوق مالي كفاء.

المطلب الثاني: القيمة كهدف بديل عن الربح

سيتم من خلال هذا المطلب توضيح كيف أن القيمة هدف بديل للربح.

1. أهداف المؤسسة:

1.1. هدف تعظيم الربح: (لا يوفر معيارا مثاليا لصناعة القرارات) بعدما كانت المؤسسة تسعى لتعظيم الربح كهدف لقياس الأداء التشغيلي للمؤسسة أصبح سعيها اشمل من هذا بكثير نظرا للانتقادات التي واجهها هذا الهدف من قبل المحللين الماليين، والتي لا يمكن القول بوجودها أن هدف تعظيم الربح يؤدي بصفة آلية إلى تعظيم ثروة المساهمين، وتتمثل هذه الانتقادات في ما يلي¹:

- **التركيز على الأرباح :** يركز هدف تعظيم الربح على إجمالي الأرباح بدلا من تركيزه على ربحية السهم الواحد، والتي يتم الحصول عليها من خلال قسمة الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية على عدد الأسهم الحالية، فالمؤسسة التي تحقق إجمالي أرباح مرتفعة قد تحقق أرباحا منخفضة للسهم الواحد، وانخفاضا أيضا في سعر السهم بالمقارنة مع الشركات الأخرى المماثلة لها، فثروة المساهم يعبر عنها أما بربحية السهم أو سعره، ومع ذلك فان تعظيم ربحية السهم لن يؤدي في الغالب إلى تعظيم رفاهية المساهم لأنه يأخذ بالحسبان كل من مخاطر وتوقيت وتوزيعات عوائد هذه المؤسسة.
- **تجاهل توزيعات الأرباح:** يفشل هدف تعظيم الربح في الأخذ في الحسبان طريقة توزيع عوائد المؤسسة، أو تقضيلات المساهمين في استلام هذه العوائد (توزيعات نقدية - أرباح رأسمالية ناتجة من ارتفاع سعر السهم في المستقبل فهدف تعظيم الربح لا يأخذ في الاعتبار أيضا ذلك التأثير المحتمل للتوزيعات على أسعار الأسهم.
- **إهمال البعد الزمني في الحسابات:** على عكس تعظيم ثروة المساهمين، فان تعظيم الربح لا يوفر لنا وسيلة صريحة وواضحة يتم من خلالها المقارنة بين الأرباح التي تتحقق في الأجل

¹ فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، الطبعة الأولى، رام الله فلسطين، 2008، ص 10-11.

القصير مع تلك التي تتحقق في الأجل الطويل، فهو يعامل الأرباح المحققة حالياً ومستقبلياً على حد سواء ويتجاهل القيمة الزمنية للنقود.

- **تجاهل المخاطرة** : يفترض هدف تعظيم الربح، إن المساهمين لا يهتموا بعنصر المخاطرة وعدم التأكد، فمن المعروف أن القرارات المالية تحتوي على العلاقة التبادلية بين العائد والمخاطرة والتي تعني أن المؤسسة تبادل المخاطرة بالعوائد المتوقعة العالية أيضاً، فالمخاطرة - ببساطة - هي احتمال أن العائد المحقق الفعلي سيختلف عن العائد المتوقع، فهدف تعظيم الربح لا يأخذ في اعتباره المخاطرة، ولكن هدف تعظيم الثروة يراعي ذلك العنصر¹.

2.1. تعظيم ثروة المساهمين:

بعد هدف تعظيم ثروة المساهمين أسمى أهداف المؤسسة، فقد ركزت الإدارة المالية المعاصرة على أن المؤسسة يجب أن يتم إدارتها بالشكل الذي من شأنه أن يعزز ويزيد ثروة المساهمين بتعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية وتعظيم هذه الثروة يكون محصلة القرارات المالية والتي تتمثل في القرارات الاستثمارية والتمويلية، وتؤثر القرارات المالية على ثروة المساهمين أي قيمة المؤسسة وذلك من خلال تأثيرها على حجم العائد الذي يتوقع أن تحققه المؤسسة، وأيضاً من خلال تأثيرها على حجم المخاطر التي تتعرض لها من جراء تلك القرارات، ويجدر الإشارة إلى أنّ العلاقة بين العائد والمخاطرة علاقة تعويضية توازنه ذلك انه كلما زادت المخاطر المترتبة على القرار المالي، زاد العائد المطلوب للتعويض عن تلك المخاطر².

يعتبر المساهمون من حملة الأسهم أهم مجموعة من المجموعات المستفيدة من تحليل القوائم المالية لذا فإنهم يهدفون لتعظيم قيمة المؤسسة من خلال تعظيم القيمة السوقية للأسهم كنتيجة للقرارات المالية المتخذة مسبقاً والمتمثلة في تسعى المؤسسة لتحقيق عدة أهداف، ولعل من أبرزها تعظيم ثروة المساهمين الذي يعد الهدف الأسمى لها بعدما كانت تسعى لتعظيم الربح الذي يقتصر فقط على ما تقدمه المؤسسة الاقتصادية، لكن هذا الأخير واجه انتقادات عديدة وعيوب من بينها³:

¹ محمود صبح، الإدارة المالية طويلة الأجل (3) قرارات محورية لتعظيم ثروة المساهمين، الطبعة الأولى، البيان الطباعة والنشر، 2000، ص 21-23.

² منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2000، ص 30.

³ فهمي مصطفى الشيخ، مرجع سبق ذكره، ص 10-11.

- عدم أخذ مخاطر الاستثمار بالحسبان؛
- تجاهل القيمة الزمنية للنقود؛
- الغموض في احتساب الربح.

لذا ركزت الإدارة المالية المعاصرة على أن المؤسسة يجب أن يتم إدارتها بالشكل الذي من شأنه أن يعزز ويزيد من ثروة المساهمين، وتعضم هذه الأخيرة بتعظيم القيمة السوقية للسهم الذي يمتلكه المساهمون¹.

2. أسباب تعظيم هدف القيمة عن هدف الربح:

من بين أسباب تعظيم هدف القيمة عن هدف الربح نجد²:

هي إستراتيجية طويلة الأجل، تعمل على تعظيم القيمة الحالية لاستثمار الملاك، بإقرار المقترحات الاستثمارية التي تزيد من القيمة السوقية للأوراق المالية. وفي ظل هذه الإستراتيجية فإن المدير المالي يعمل في ظروف عدم التأكد، لذلك فهو يقارن بين العوائد المختلفة والمخاطر المصاحبة لكل منهما.

وتأخذ استراتيجية تعظيم الثروة في الاعتبار أن الملاك يعطون أهمية خاصة للتوزيعات النقدية المنتظمة التي يحصلون عليها بصرف النظر عن حجمها، لذلك تعمل معظم المؤسسات في ظل افتراض أن سياسة التوزيعات لها تأثير في جذب مستثمرين جدد وبذلك نجد أن للمعرفة بسياسة المؤسسة ومدى استقرارها بخصوص التوزيعات تأثير على القيمة السوقية للسهم.

إن هدف تعظيم القيمة على العكس من هدف تعظيم الربح يأخذ في الحسبان حجم الأرباح توقيتها ودرجة التأكد من تحقيقها، فتحقق قيمة المؤسسة عندما يفوق صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة، صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة، لأن ثروة الملاك هي الفرق بين إجمالي القيمة الحالية وتكلفة المؤسسة.

¹ محمود صبح، مرجع سبق ذكره، ص 19 - 20.

² يحيوش حسين، لطرش سميرة، المخاطر وتأثيرها على هدف تعظيم قيمة المنشأة، مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة منتوري قسنطينة، العدد 7، ديسمبر 2014، ص 22-23.

المطلب الثالث: القرارات المالية وتعظيم قيمة المؤسسة

سنتطرق في هذا المطلب إلى كيفية إسهام القرارات المالية في تعظيم قيمة المؤسسة.

1.1.1. قرار الاستثمار:

الاستثمار هو عملية اقتصادية مدروسة من قبل شخص طبيعي أو قانوني يقوم على أسس أو قواعد عملية أو عقلانية بموجبها يجري توجيه أصول مادية أو مالية أو بشرية أو معلوماتية نحو تحقيق عوائد اقتصادية أو اجتماعية أو ثقافية أو عملية ... في المستقبل بتدفقات مستمرة عادة تضمن قيما تتجاوز القيم الحقيقية الحالية للأصول الرأسمالية (المطلوبة) وفي ظروف تتسم بالأمان والتأكد قدر المستطاع مع عدم استبعاد هامش مقبول للمخاطرة¹.

ويعد قرار الاستثمار مهما كان شكله من أصعب القرارات وأكثرها حساسية، فهذا القرار في جوهره يمثل عملية تخصيص للموارد، هذا من ناحية، ومن ناحية ثانية فإنه يعد شكلا من أشكال توزيع الدخل القومي، الكينونة تفرض بالضرورة أن يكون هذا القرار سليما ومستندا على أسس زمنية.

2.1. المقومات الأساسية للقرار الاستثماري: تلزم الضرورة أن يكون القرار الاستثماري ناجحا،

ولكي يكون ذلك لا بد وأن يستند على 03 أسس²:

1.2.1. اعتماد إستراتيجية ملائمة: وتتوقف بشكل أساسي على أولويات المستثمر، والتي يكشف

عنها أو يعبر عنها بمنحنى الفضيحة الاستثماري والذي يتشكل من رغبات المستثمر اتجاه كل من الربحية والسيولة والأمان هذه المتغيرات تحدد في الوقت نفسه ميل هذا المنحنى فضلا عن عوامل ذاتية خاصة بالمستثمر (العمر - الوظيفة - الدخل ...). فالربحية تتأثر من خلال العائد المتوقع من الاستثمار السيولة والأمان فيعبر عنها بالمخاطر التي يكون المستثمر مستعدا لقبولها في ضوء العائد المتوقع من الاستثمار.

¹ بن سنة ناصر، قاشي يوسف، أهمية القرارات المالية المعبر عنها بالعائد على الاستثمار والتكلفة الوسطية في خلق القيمة الاقتصادية المضافة، مجلة الأفق للدراسات الاقتصادية، العدد السادس، المجلد الثاني، 2021، جامعة البويرة، ص 356.

² ملكاوي مولود، الإستراتيجية والتسيير المالي، الطبعة الأولى، دار هومه للنشر، 2018، ص 121-124.

2.2.1. الاسترشاد بالأسس العلمية في اتخاذ قرار الاستثمار: وهذا بقصد أن يكون القرار راشداً، وحتى يكون كذلك على المستثمر أن يوظف أولاً المنهج العلمي في اتخاذ القرار لناحية تحديد الهدف من الاستثمار، تهيئة البيانات أو المعلومات الملائمة لاتخاذ القرار.

3.2.1. مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة: من البديهي أن المستثمر يربط قراره الاستثماري بمتغيرين أساسيين هما: العائد المتوقع من الاستثمار ودرجة المخاطرة المرافقة للأداة الاستثماري وأن يعرف مسبقاً كل من العائد المتوقع ودرجة المخاطرة.

3.1. العلاقة بين قرار الاستثمار وتعظيم ثروة المساهمين

تعمل المؤسسات على توجيه قراراتها المالية للحفاظ على ثروة مساهميها أو تعظيمها من ضمنها قرار الاستثمار الذي يعني تخصيص جزء من الأموال بهدف الحصول على تدفقات نقدية في المستقبل فالمؤسسات التي ترغب في تجميع المزيد من الاستثمارات، يجب أن تتبنى تعظيم ثروة المساهمين كإستراتيجية تنافسية، فنتيجة للأدوار البارزة لتعظيم ثروة المساهمين يتم تقييم القرارات الإدارية والسياسات المالية للتأكد من فعاليتها وكفاءتها في زيادة ثروة المساهمين والتي يعبر عنها بالقيمة السوقية لأسهم المؤسسة والتي تعتمد بدورها على استثمارات المؤسسة باختلافها (قصيرة وطويلة الأجل).¹

2. قرار التمويل:

1.2. القواعد المتحكمة في عملية التمويل: يمكن عرض بعض القواعد المتحكمة في عملية اختيار التوليفة المثلى للتمويل وفيما يلي نعرض أهم القواعد:

1.1.2. قاعدة التوازن المالي الأدنى: وتعنى استخدام الموارد المالية الدائمة لتمويل الاستخدامات الثابتة، على سبيل المثال كأن تمول الاستثمارات بديون متوسطة الأجل، أو طويلة الأجل، أو عن طريق التمويل الذاتي، أو الأموال الخاصة كما يتوجب أن تمول استخدامات الاستغلال باستخدام موارد الاستغلال، أي يجب تغطية حقوق العملاء والمخزون عن طريق ديون الموردين وما يماثلها.

¹عربي نوال، محرز نورالدين، أثر قرار الاستثمار على تعظيم ثروة المساهمين، مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 5، العدد الأول، جوان 2022، جامعة مساعديه محمد الشريف، سوق أهراس، ص 628.

إن الإخلال بهذه القاعدة عند اتخاذ القرار التمويلي قد يؤدي إلى عدة مشاكل أهمها العجز المفاجئ في الخزينة وانخفاض حاد في رأسمال العامل.

2.1.2. قاعدة الاستدانة العظمى (الاستقلالية المالية): مفاد هذه القاعدة ان مجموع الديون المالية (باستثناء الاعتماد البنكي) يجب إلا تفوق الأموال الخاصة، ويمكن التعبير عن هذه القاعدة باستعمال نسبة الاستقلالية المالية والتي يمكن التعبير عنها بالصيغة الآتية:

$$\text{الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الديون المالية}}$$

الالتزام بهذه القاعدة يوجب أن تكون هذه النسبة أكبر من 1

تهدف هذه القاعدة إلى منح المؤسسة المالية أي أن أموالها الخاصة تفوق مجموع ديونها وان تظل مساهمة ملاك الأسهم في المؤسسة في احتياجاتها المالية من مقرضها.

3.1.2. قاعدة قدرة السداد: تركز هذه القاعدة على أن ديون المالية للمؤسسة يجب ألا تفوق ثلاثة أضعاف قدرتها على التمويل الذاتي السنوية المتوسطة المقدره، ويستعمل متخذ القرار المالي النسبة الآتية تمثل أداة مساعدة على المراقبة:

$$\text{القدرة على السداد} = \frac{\text{الديون المالية}}{\text{القدرة على التمويل الذاتي}}$$

تعبر هذه النسبة عن المدة المتوسطة بين المؤسسة ودائنيها والتي تقل عن ثلاث سنوات ولهذا يجب أن تكون النسبة اقل من ثلاثة، فهي تترجم مدى استطاعة المؤسسة على تغطية مجمل ديونها باستعمال قدرتها على التمويل الذاتي، وذلك مؤشر على زيادة احتمال عدم القدرة على السداد وبالتالي التوقف عن دفع الديون في آجال استحقاقها وبالتالي ارتفاع احتمال الإفلاس، كما تؤثر هذه النسبة على سمعة المؤسسة اتجاه القروض فهي تمثل بالنسبة إليهم قدرة المؤسسة على السداد.

4.1.2. قاعدة الحد الأدنى للتمويل الذاتي: تهدف هذه القاعدة إلى تنويع مصادر تمويل المشاريع الاستثمارية بالنسبة للمؤسسة أي يكون تمويل مشاريع المؤسسة على الأقل بثلاث الأموال الذاتية للمؤسسة، وما تبقى يكون بالاستدانة وهذا حتى يتسنى للمؤسسة الابتعاد عن جملة المخاطر كزيادة مصاريف خدمة الديون مقارنة بمرودية المشروع الاستثماري.

2.2. العلاقة بين قرار التمويل وتعظيم ثروة المساهمين: يتمثل الهدف الاستراتيجي في التمويل في تعظيم ثروة الملاك من خلال تعظيم قيمة المؤسسة التي تقاس بالقيمة السوقية لأسهمها العادية، لذلك يتعين على المؤسسة تحديد الكيفية التي من خلالها تحصل على الأموال اللازمة وبأقل تكلفة ممكنة¹.

3. قرار توزيع الأرباح:

تصاحب قرارات الاستثمار وقرارات التمويل نوعا ثالثا من القرارات وهي قرارات توزيع الأرباح، وتتضمن مجموعة قرارات هذا النشاط كافة الأمور التي تحدد النسبة المئوية للأرباح النقدية التي توزع على المساهمين من حملة الأسهم العادية، وزمن توزيع هذه الأرباح.

وهذا يعني ومن خلال نسبة التوزيع وتحديد الأرباح التي يجب أن تحتفظ بها الإدارة المالية داخل شركة الأعمال بشكل مقسوم أرباح على الأرباح المحتجزة (احتياطي الأرباح) والذي يعتبر مصدرا مهما من مصادر التمويل الداخلي يعزز قرارات الإدارة المالية عندما تبحث عن مصادر تمويل مناسبة.

ومن المؤكد أن مجموعة القرارات التي تدخل في عملية التوزيع تكون مهمة للإدارة المالية نظرا للربغبات المتعارضة فيما بين المستثمرين والإدارة، فالمستثمرون يرغبون بزيادة مكاسبهم النقدية من خلال توزيع نسبة أكبر من الأرباح عليهم. في حين تفضل الإدارة زيادة الجزء المحتجز لضمان أموال مهمة لأغراض التوسع الاستثماري داخل شركة الأعمال².

¹ زهواني رضا، وصيف فائزة خير الدين، سمير بوعاقبة، دور الإدارة المالية في وضع القرارات المالية (قرار التمويل، قرار الاستثمار، وتوزيع الأرباح، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد 1، العدد 1، ديسمبر 2017، جامعة الشهيد محمد لخضر بالوادي - الجزائر، ص 242-243.

² حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001، ص 60.

المبحث الثالث: مؤشرات تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

تعتبر كل من المؤشرات التقليدية والحديثة من أبرز أدوات تقييم الأداء المالي، إذ تستخدم في استنتاج وفهم أرقام القوائم المالية وبالتالي قياس وتقييم وتقييم الأداء المالي للمؤسسة، إذ يساعد أصحاب المصالح على اتخاذ قراراتهم، كما يساعد المؤسسة على مقارنة الأداء الحالي مع الأداء السابق ومن ثم تحسينه وتطويره.

المطلب الأول: ماهية مؤشرات تقييم الأداء المالي

يعتمد التقييم أساساً على قدرة المسيرين في اختيار أفضل المؤشرات التي تعكس الأداء المراد قياسه. لذا سنتطرق في هذا المطلب إلى التعريف بمعنى المؤشر ومؤشر الأداء خاصة وأهم خصائص المؤشرات وأهميتها وكذا أنواعها.

1. تعريف مؤشر الأداء: المؤشر عبارة عن " مفهوم عام يبين ويخصص أداة للقياس، أو معيار لتحديد حالة ظاهرة في وقت محدد"، في حين يعرف مؤشر الأداء بأنه "عبارة عن معلومة تسمح وتساعد الفرد أو الجماعة على قيادة سيرورة عملية تقييم المخرجات أو النتائج، وما مدى ما حققته المؤسسة من أهدافها"¹.

2. خصائص المؤشرات: أشار العديد من الباحثين إلى مجموعة من الخصائص بالنسبة للمؤشرات ويمكن إيضاحها فيما يلي²:

- **الملائمة:** أي ارتباط المؤشرات بطريقة مباشرة ومنطقية بالأهداف الأساسية، أو بعبارة أخرى مدى قابلية المؤشر لتفسير الهدف من القياس، أي أن المعلومة التي يقدمها المؤشر تعكس بصورة دقيقة الظاهرة المدروسة، ولكي يكون المؤشر أكثر ملائمة ودلالة (معنوية)، يجب أن يكون ذا موثوقية ولديه القدرة على الاستجابة، أي أن المعلومات التي يعكسها المؤشر دقيقة وصالحة للاستخدام وتعكس الهدف من القياس.

¹ عادل بوجمان، مرجع سبق ذكره، ص 58.

² المرجع السابق، ص 61.

- الثبات: أي أن استخدام المؤشر في حالة استخدامه مرات عديدة، وفي نفس الظروف والشروط تكون نتائجه ثابتة (تخص أكثر الجوانب الكمية).
- الوضوح: أي أن المؤشر يعطي معلومات بطريقة يسهل على الجميع فهمها واستيعابها.
- المقارنة: الهدف من إعداد المؤشرات بصفة عامة، هو قابليتها للمقارنة بهدف الوقوف على ما تم التخطيط له وما تم الوصول إليه فعلا.
- الاستفادة: أي إعطاء المؤشرات معلومات ونتائج ذات قيمة.
- التوافق: أي المؤشر متكاملًا ومغطيا للجوانب المختلفة في الأداء.

3. أهمية المؤشرات :

تكمن أهمية المؤشرات في النقاط التالية¹:

- تحديد مدى قدرة المؤسسة على مواجهة الالتزامات الجارية.
- قياس درجة نمو المؤسسة والكشف عن مواطن الضعف والقوة.
- توفير البيانات والمعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات ورسم السياسات وإعداد الموازنات التقديرية.
- قياس الفعالية الكلية للمؤسسة ومستوى أدائها.
- قياس الفعالية التي تحصل عليها المؤسسة باستغلالها مختلف مجهوداتها لتحقيق الربحية.

4. مؤشرات قياس القيمة:

هذه المؤشرات تقلص استعمالها مع الوقت ومع تجربة المستثمرين وتأثير الأسواق المالية المتزايدة ويمكن تقسيمها حسب طبيعتها إلى أربعة أنواع نوجزها فيما يلي²:

1. مؤشرات محاسبية: حتى منتصف الثمانينات كل جل اهتمام المؤسسات موجه حول النتيجة الصافية وربحية السهم، ومن ثم تحول الاهتمام بدرجة مكثفة لنتيجة الاستغلال أو الفائض الإجمالي للاستغلال التي طورت مفهوم إنشاء القيمة بإقصاء تأثير الحسابات الاستثنائية جيل ثاني من المؤشرات المحاسبية

¹ خنفري خيضر، بورنيسة مريم، مرجع سبق ذكره، ص 59.

² رقية شطيبي، مرجع سبق ذكره، ص 100-101.

أصبح أكثر استعمالاً وتداولاً عندما أصبح التركيز على المردودية بمعنى كفاءة التي تدل على النتائج المحصل عليها من الأموال المستخدمة لبلوغها.

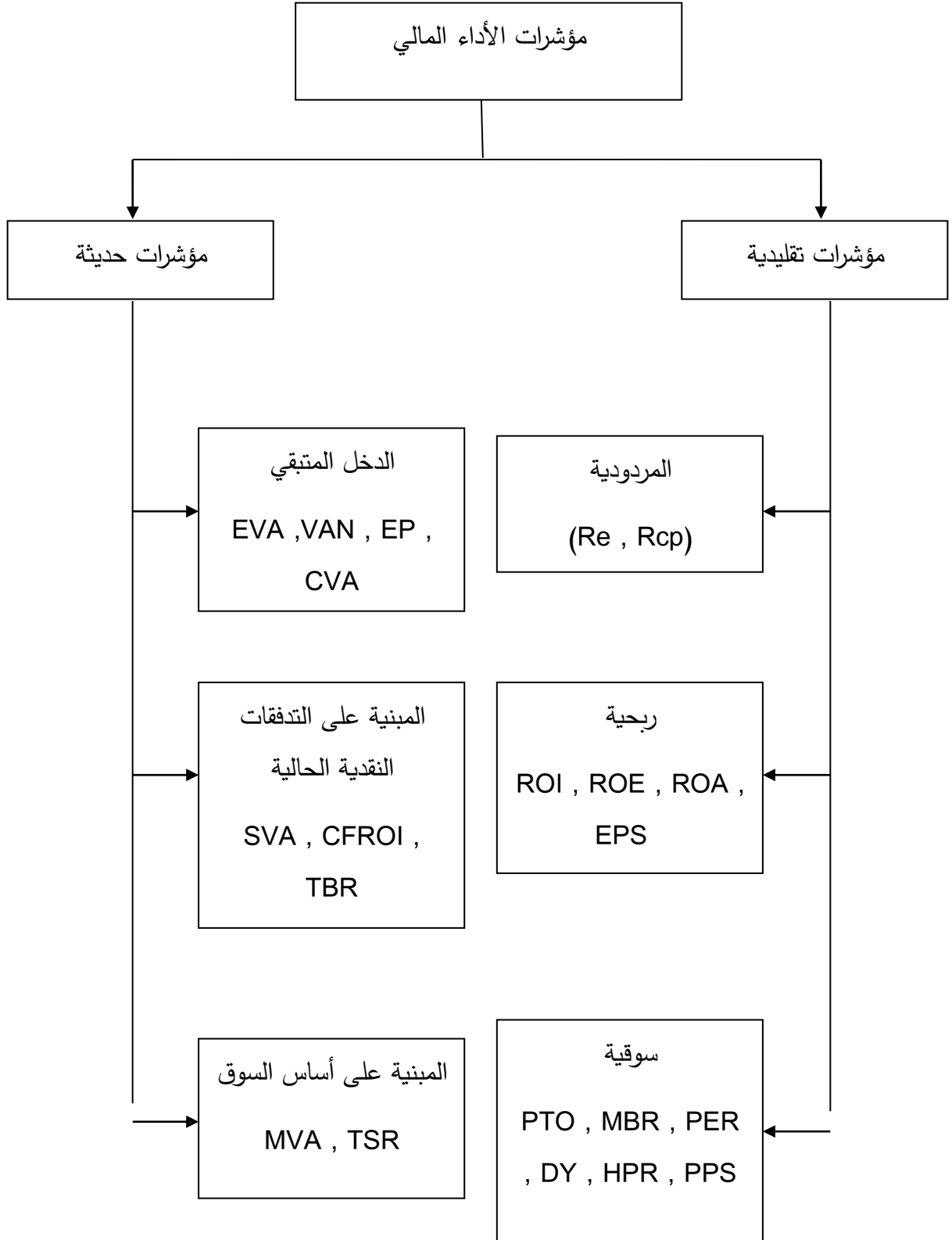
2. مؤشرات مالية: إن الأفضل من كل هذه المؤشرات بدون نقاش القيمة الحالية الصافية VAN، لأنه عند حسابها يتم حساب القيمة التي أنشئت، إلا أن الإشكالية التي تطرح في حسابها بالنسبة للمحلل الخارجي تتمثل في صعوبة الحصول على المعلومات الضرورية التي تشمل عدة سنوات.

3. مؤشرات هجينة: وهي نصف محاسبة مالية، ظهرت مع تفتن المؤسسات أن المردودية معيار غير كافي فيما يخص موضوع القيمة لأنها لا تأخذ بعين الاعتبار الخطر، فالمردودية المتحصل عليها تبقى المقارنة مع الأموال المستخدمة ROCE-WACE بمعنى التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال أو تكلفة المال لقياس إذا ما تم إنشاء القيمة (مردودية الأصل الاقتصادي أكبر من تكلفة الأموال المستخدمة) أو إذا تم تخفيض القيمة (في حالة العكس) كما يمكن من هنا إدخال الأموال المستخدمة في أول الفترة لقياس إنشاء القيمة خلال الدورة والذي يتم التعبير عنه بقيمة مطلقة هذا المؤشر لإنشاء القيمة أطلق عليه اسم القيمة الاقتصادية المضافة.

4. مؤشرات سوقية (بورصية): تعتبر كل من القيمة السوقية المضافة، معدل العائد الإجمالي لحقوق المساهمين من المؤشرات التي تتأثر بالسوق المالية. ويعبر عن معدل العائد الإجمالي لحقوق المساهمين **TSR** بالنسبة المئوية وهو عبارة عن معدل المردودية الذي يعود للمساهم الذي اشترى السهم في بداية الفترة وتحصل على توزيعات يفترض دوماً أنه تم إعادة استثمارها بشراء أسهم جديدة مما يؤدي إلى تنوع في نهاية الفترة محفظته المالية على أساس سعر السهم الجاري لنهاية الفترة، وهو يعبر عن العلاقة بين السعر السهم في نهاية الفترة وسعر السهم في بداية الفترة.

ويبين الشكل التالي مؤشرات الأداء المالي:

الشكل رقم (01-02): مؤشرات الأداء المالي



المصدر: من إعداد الطالبتين.

المطلب الثاني: المؤشرات التقليدية (النموذج المحاسبي) لتقييم الأداء

تعد المؤشرات المالية الأقدم والأكثر استعمالاً في التحليل المالي والتقييم الأول، حيث يوجد عدد هائل من هذه المؤشرات التقليدية، سوف نعرض في هذا المطلب البعض منها.

1. **مؤشرات المردودية:** تعتبر المردودية على أنها ذلك الارتباط بين النتائج والوسائل التي ساهمت في تحقيقها حيث تحدد مدى مساهمة رأس المال المستثمر في تحقيق النتائج المالية، وتنقسم إلى¹:

1.1 **المردودية الاقتصادية:** تهتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيسي، وتستبعد النشاطات الثانوية وذات الطابع الاستثنائي، حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال من جدول حسابات النتائج والأصول الاقتصادية من الميزانية. تقاس المردودية بمعدل المردودية الاقتصادية:

$$\text{معدل المردودية الاقتصادية (Re)} = \text{نتيجة الاستغلال بعد الضريبة} / \text{الأصول الاقتصادية.}$$

أي تقيس مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال، أي حساب مساهمة كل وحدة نقدية مستثمرة كأصول في تكوين نتيجة الاستغلال.

2.1 **مردودية الأموال الخاصة:** حيث تحدد العلاقة أدناه، مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية تمكن المؤسسة من استعادة ورفع حجم الأموال الخاصة، ويمكن بقراءة معمقة، تعريف مردودية الأموال الخاصة، على أنها معدل المردودية الاقتصادية عند مستوى استدانة معدوم. وتُقاس مردودية الأموال الخاصة:

$$\text{مردودية الأموال الخاصة (Rcp)} = \text{النتيجة الصافية} / \text{الأموال الخاصة}$$

2. **مؤشرات الربحية:** تعتبر الربحية هدفاً أساسياً، وأمرًا ضروريًا لبقاء عمل المؤسسة واستمرارها، وغاية يتطلع إليها المساهمون وهي عبارة عن العلاقة بين الأرباح التي تحققها المؤسسة والاستثمارات التي ساهمت في تحقيق هذه الأرباح، لذا نجد أن جهداً كبيراً يوجه نحو الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة

¹ يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، 2006، ص 267-

يهدف تحقيق أفضل عائد ممكن للمساهمين، لا تقل قيمته عن العائد الممكن تحقيقه على الاستثمارات البديلة التي تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر.

وتستخدم مؤشرات الربحية لتقييم قدرة المؤسسة على توليد الأرباح من أنشطتها التشغيلية مقارنة بالنفقات وغيرها من التكاليف التي تتكبدها خلال فترة محددة من الزمن، وهي أيضا أداة هامة لقياس كفاءة الإدارة في استخدام الموارد الموجودة بحوزتها بكفاءة. مثال عن مؤشرات الربحية: هامش صافي الربح ومجمل الربح والعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية والعائد على الاستثمار وصافي ربح السهم.

1.2. المعدل المحاسبي للعائد على الاستثمار

من مؤشرات تحليل ربحية أي مؤسسة، وهي المؤشرات التي تقيس مدى القدرة الكسبية للمؤسسة أي قدرتها على تحقيق أرباح من المبيعات أو الأصول المستثمرة فيها، وهو ذو أهمية خاصة لإدارة المؤسسة ولأصحابها ومقرضيها أو دائنيها خاصة أصحاب القروض أو الديون طويلة الأجل، ذلك من الأرباح التي تحققها وليس من بيع الأصول التي تمتلكها، ويستخدم في حسابه عناصر من جدول حسابات النتائج وعناصر أخرى من الميزانية للمؤسسة، ويتم حسابه كما يلي¹:

$$\text{المعدل المحاسبي للعائد على الاستثمار} = \text{نتيجة الاستغلال} / \text{رأس المال المستثمر} \times 100^2$$

2.2. معدل العائد على الأصول

يعتبر معدل العائد على الأصول مؤشر الربحية حيث يعبر عن العلاقة بين الأرباح وحجم الأموال المتاحة للإدارة، بغض النظر عن طريقة تمويلها، فهو يعكس الأنشطة التشغيلية والاستثمارية للمؤسسة ولا يعكس الأنشطة التمويلية في ربحية المؤسسة، ويتم حسابه كما يلي³:

$$\text{معدل العائد على الأصول} = \text{النتيجة العملياتية} / \text{إجمالي الأصول} \times 100$$

¹ عبد المنعم عوض الله و آخرون ، تحليل ونقد القوائم المالية أساسيات وتطوير، الطبعة الأولى، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح للنشر والتوزيع، القاهرة، 2001، ص 343 - 344.

² خالد سيف الاسلام بوخلخال، مرجع سبق ذكره، ص 147.

³ محمد الفاتح محمود بشير المغربي، مرجع سبق ذكره، ص 115.

3.2. معدل العائد على حقوق الملكية

يعتبر من المؤشرات المهمة في التحليل المالي، وهو المعدل العائد المتحقق من استثمار أموال المالكين، إذ أن ارتفاع معدل العائد على حقوق الملكية هو دليل أداء الإدارة الكفؤة، والعكس يحصل عندما تنخفض قيمة المعدل، كما يقيس ربحية كل دينار مستثمر من قبل ملاك المشروع (حملة الأسهم العادية والممتازة) ويعكس كل من الأنشطة التشغيلية والتمويلية والاستثمارية، وبالتالي يتأثر بالرفع المالي وحجم الديون في هيكل رأس المال، ويتم حسابه كما يلي¹:

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \text{صافي الربح بعد الضريبة} / \text{حقوق الملكية} \times 100$$

4.2. معدل العائد على حقوق المساهمين:

تعكس هذه النسبة العائد على حقوق المساهمين و إلى أي مدى هذا العائد يرضي استثمارات المساهمين، وبالتالي النسبة في حد ذاتها هي مؤشر لملاءة أو لكفاية العائد على أموال الملاك ولكن عندما تقارن هذه النسبة على مستوى عدد من السنوات تظهر القيمة الحقيقية لأهمية هذه النسبة حيث هذه المقارنة تعكس مدى التطور والنمو في العائد على أموال الملاك ويتم حسابها على النحو التالي²:

$$\text{معدل العائد على حقوق المساهمين} = \text{صافي الدخل} / \text{حقوق المساهمين} \times 100$$

5.2. نسبة مجمل الربح:

يقصد بها الفرق بين صافي المبيعات وكلفة تلك المبيعات، حيث أنها تعكس كفاءة الإدارة في التعامل مع عناصر كلفة البضاعة المباعة ومدى قدرة الإدارة على ضبطها والسيطرة عليها وذلك بمتابعة هذه النسبة على مدى فترات زمنية متعاقبة، وتعتبر هذه النسبة مهمة في تقسيم الأداء الاستراتيجي لإدارة مؤسسة الأعمال، فارتفاعها قياساً بمعيار المقارنة يجعل الأداء في مركز قوة أو هو من مؤشرات قوة الإدارة، لأنها تكون قادرة على مواجهة الظروف الصعبة التي قد تنشأ بسبب هبوط مفاجئ في سعر البيع أو الارتفاع في نفقات التصنيع أو هبوط في حجم المبيعات، بينما يشير انخفاضها إلى حالة من حالات

¹ أنس مصلح ذياب الطروانة، العوامل المأثرة في تقييم الأداء المالي لشركات التأمين الأردنية، رسالة ماجستير كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، 2015، ص 21.

² عبد الله عبد العزيز هلال وآخرون، التحليل المالي للقوائم المالية وتقييم الأداء، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، 2019، ص 76.

الضعف الناتجة في الجزء الأكبر منها عن انفلات السيطرة على عناصر الكلفة المختلفة، وحسب كما يلي:

$$\text{نسبة مجمل الربح} = \text{مجمل الربح} / \text{صافي المبيعات} \times 100$$

6.2. نسبة هامش الربح

من المؤشرات الربحية المهمة والتي تحدد بنسبة صافي الربح بعد الضريبة إلى صافي المبيعات وتعتبر عن مستوى ربحية الدينار الواحد من المبيعات، حيث كلما زادت النسبة كلما تحسن الأداء لإدارة المؤسسة والعكس صحيح دائماً، حيث أن الانخفاض يشير إلى هبوط وتدهور ربحية المبيعات باعتبارها أهم عناصر التشغيل في مؤسسة الأعمال، ويتم حسابه كما يلي¹:

$$\text{نسبة هامش الربح} = \text{صافي الربح بعد الضريبة} / \text{صافي المبيعات} \times 100$$

7.2. ربحية السهم

تعد هذه النسبة مؤشراً مالياً مهماً لمقدار الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية، تعكس شكل الأداء الذي مارسته الإدارة لتعظيم مركز قوتها في السوق، كما تدل على النمو المحتمل في حقوق الملكية الذي يؤثر على الأسعار السوقية للأسهم لتحقيق الأرباح الرأسمالية، فتعظيم ربحية السهم الواحد يؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين في الأجل الطويل، حيث يتم استبعاد توزيعات الأسهم الممتازة، كونها التزاماً على المؤسسة يستحق من صافي الدخل من قبل حملة الأسهم العادية، ويتم حسابه كما يلي²:

$$\text{ربحية السهم} = \text{صافي الدخل} - \text{الأرباح الممتازة} / \text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية}$$

3. مؤشرات السوق: تعتبر مؤشرات السوق ذات أهمية لحملة الأسهم والمستثمرين والمحللين، لقياس العائد على الاستثمار في الأسهم، ولمحلي الأوراق المالية، كما أنها مهمة في تقييم أداء الإدارة الاستراتيجي وتأثيره على أسعار الأسهم العادية في السوق وتحقيق هدفها المرتبط بتعظيم ثروة المساهمين عن طريق تعظيم القيمة السوقية للسهم.

¹ حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل المالي، مرجع سبق ذكره، ص 186-187، 189-190.

² أنس سمير أمين صالح، أثر رأسمال الفكري على الأداء المالي في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، جامعة الزرقاء، الأردن، 2014-2015، ص 40.

1.3. نسبة القيمة السوقية إلى التدفق النقدي

تكتسي هذه النسبة أهمية كبيرة في تقييم جودة أرباح المؤسسة، حيث تعتمد بشكل أساسي على التدفق النقدي التشغيلي الناتج عن الأنشطة التشغيلية، والذي له أهمية كبيرة في تحديد جودة الأرباح، وكذلك وجود وسيلة لدى المؤسسة تساعد على النمو وعلى توزيع الأرباح، تتمحور أهمية هذه النسبة في إمكانية احتواء القوائم المالية للمؤسسة على أرباح أو خسائر غير مسجلة، وكذا أرباح وخسائر إعادة التقييم، والتي تؤثر على صافي ربح المؤسسة، في حين يتم استثناء الأرباح والخسائر غير المسجلة عند احتساب التدفقات النقدية الناتجة عن العمليات التشغيلية للمؤسسة، التي تأسست لأجلها، وبالتالي إعطاء صورة أوضح للمستثمر من أجل اتخاذ القرار الاستثماري، ويحسب كما يلي¹:

$$\text{نسبة القيمة السوقية إلى التدفق النقدي} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{حصّة السهم من التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية}} \times 100$$

2.3. نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية

يعطي هذا المؤشر آخر لنظرة المستثمر إلى المؤسسة وبتحديد آخر فإن هذه النسبة توضح ما يضيفه السوق (أي سوق المال) من قيمة على السهم العادي قياساً بما هو مسجل كقيمة دفترية لذلك السهم في السجلات ويتم حساب ويتم حساب هذه النسبة بعدد المرات، حيث تستخرج أولاً القيمة الدفترية للسهم التي تساوي مجموع حق الملكية مقسوماً على عدد الأسهم أي²:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \text{الأسهم العادية} + \text{احتياطي الأرباح} / \text{عدد الأسهم}$$

وبالتالي يتم حسابها:

$$\text{نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم (سعر السوق)}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}}$$

¹ مجد سامي الحجلة، مدى انعكاس مؤشرات الأداء المالي على أسعار الأسهم للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2016، ص 57.

² حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لتقييم الأداء والتنبؤ بالفشل المالي، مرجع سبق ذكره، ص 234.

وكما زادت هذه النسبة عن المعيار كلما عكست كفاءة الإدارة المالية في المؤسسة في المساهمة في تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد وهو ما يرغب به حملة الأسهم العادية وراغبى الاستثمار.

3.1. نسبة القيمة السوقية إلى العائد

تسمى هذه النسبة بمضاعف السعر ، لأنها تظهر مدى استعداد المستثمرين للدفع مقابل الحصول على حصة نسبية من الأرباح السنوية الموزعة أو المحتجزة التي تجنيها المؤسسة للسهم الواحد ، والتي يمكن أن تفسر على أنها عدة سنوات من الأرباح لتسديد ثمن الشراء ، وهي نسبة مالية تستخدم في التقييم ، فإذا كانت مرتفعة فإن هذا يعني أن المستثمرين سيدفعون أكثر عن كل وحدة من الدخل ، وبالتالي ارتفاع تكلفة السهم مقارنة مع أسهم مماثلة، ويحسب كما يلي¹:

نسبة القيمة السوقية إلى العائد: القيمة السوقية للسهم / حصة السهم من صافي الربح

4.3. عائد توزيعات السهم

معدل الربح الموزع للسهم أو نسبة الأرباح الموزعة للسهم الواحد: وهي نسبة الأرباح السنوية الموزعة لكل سهم إلى قيمة السهم السوقية، هذه النسبة هامة بالنسبة للمستثمر الذي يهتم بالعائد النقدي الدوري، لنفترض أن مستثمرا يريد أن يشتري أسهما لكي يحصل علي عائد سنوي لا يقل عن قيمة معينة، في هذه الحالة فإن معرفة هذه النسبة يؤثر علي قراره بشراء السهم أو عدم شرائه. وتحسب من خلال العلاقة التالية²:

عائد توزيعات السهم: الأرباح الموزعة / قيمة السهم السوقية × 100

5.3. عائد الاحتفاظ بالسهم

يقوم المحللون الماليون باحتساب هذه النسبة لما لها من أهمية خاصة كونها تأخذ بعين الاعتبار كافة المكاسب التي يحصل عليها حامل السهم، سواء كانت مكاسب رأسمالية نتيجة ارتفاع السعر السوقي للسهم خلال الفترة المالية أو المكاسب النقدية نتيجة الأرباح النقدية الموزعة، ويحسب كما يلي:

¹ فهمي مصطفى شيخ، مرجع سبق ذكره، ص 66 - 67.

² شعيب شنوف، التحليل المالي الحديث طبقا للمعايير الدولية للإبلاغ المالي، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص

عائد الاحتفاظ بالسهم = القيمة السوقية للسهم في نهاية الفترة - القيمة السوقية للسهم في بداية الفترة + حصة السهم من الأرباح الموزعة / القيمة السوقية للسهم في بداية الفترة

كما يمكن استخدام المعادلة ذاتها في احتساب العائد على الاستثمار في السهم ، بهدف تحديد المردود الذي يحققه المستثمر من توظيف أمواله في أسهم المؤسسة ، وفي هذه اللحظة يتم استبدال القيمة السوقية للسهم في بداية ونهاية الفترة بسعر بيع وشراء السهم، ويتم حسابه كما يلي¹:

عائد الاحتفاظ بالسهم = (سعر البيع - سعر الشراء) + حصة السهم من الأرباح الموزعة / سعر شراء السهم

6.3. السعر السوقي للسهم (قيمة السهم)

يقصد بسعر السهم السوقي قيمته السوقية، والمفروض أن يعكس هذا السعر مستوى ربحية السهم الواحد حيث تزداد القيمة السوقية للسهم كلما زادت أرباحه، وبالمقابل قد تنخفض القيمة السوقية دون القيمة الدفترية للسهم (قيمة الإصدار) عندما تحقق المؤسسة خسائر، وتتوقف القيمة السوقية للسهم العادي على الربح الذي يحققه السهم على مثل هذه الأنواع من الاستثمارات الذي يرغب فيه المستثمرون، فالقيمة السوقية للسهم عبارة عن رسمة أرباح السهم العائد المطلوب، ويتم حسابه كما يلي²:

قيمة السهم السوقية = نسبة الربح لكل سهم عادي / معدل العائد المطلوب في السوق

وبافتراض ثبات معدل العائد المطلوب فإن كل زيادة في صافي الربح الذي يوزع على المساهمين لا بد وأن يزيد من القيمة السوقية للسهم.

أهم الانتقادات الموجهة إلى المؤشرات التقليدية للأداء المالي³:

- المؤشرات المالية تاريخية بطبيعتها وتميل لأن تكون مؤشرات ضعيفة للأداء.
- عدم كفاية المؤشرات المالية التقليدية في مجال تقييم الأداء لمتغيرات البيئة الحديثة.

¹ فهمي مصطفى شيخ، مرجع سبق ذكره، ص 74 - 75.

² حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل المالي، مرجع سبق ذكره، ص 230.

³ أمل بدر أبو حويلة، مدى استخدام مقاييس الأداء المالية وغير المالية في ظل بيئة التصنيع الحديثة، رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2012، ص 36.

- عدم الشمولية والموضوعية، فمؤشرات الأداء المالية تركز على جوانب المالية فقط، وتهمل الجوانب غير المالية وبالتالي ذلك يشكل نقطة ضعف لمؤسسات الأعمال فالمؤشرات المالية تهدف في المقام الأول إلى التقييم الربحية المالية للمؤسسة، وهذا غير ملائم لتحقيق الأهداف التي تسعى إلى تحقيق النجاح والنمو في بيئة التصنيع الحديثة، وأيضا المؤشرات المالية تهتم بتقييم الأداء في الأجل القصير، وفي ظل ظروف بيئية تقليدية، بينما تتجاهل عملية تقييم الأداء في الأجل الطويل.

- مؤشرات الأداء المالية التقليدية قد تعطي نتائج مضللة، ففي ظل بيئة التصنيع الحديثة لا يجب أن تعتمد المؤسسة على معدلات الربحية كأساس لتقييم الأداء.

- مؤشرات الأداء المالية التقليدية لا تعكس الوضع التنافسي للمؤسسة لأنه في ظل البيئة التقليدية تكون المنافسة ضعيفة، وفي ظل بيئة التصنيع الحديثة فأن المنافسة تشد وتتسع بما يحتم أن تشمل مؤشرات الأداء الحديثة على مؤشرات جديدة لقياس الموقف التنافسي للمؤسسة.

- مؤشرات الأداء المالية التقليدية قد تعرقل عملية التطوير والتحسين المستمر حيث أنه ينصب اهتمام الإدارة على حجم الإنتاج دون وضع اعتبارات لجودة المنتج وتطويره بينما في بيئة التصنيع الحديثة تزداد درجة المنافسة وينصب اهتمام الإدارة على عمليات تطوير وتحسين مستمرة للمنتج.

- مؤشرات الأداء المالية التقليدية ونظم التكاليف التقليدية تعطي أهمية كبيرة لتكاليف العمل المباشر على الرغم من تناقص أهمية عنصر العمل المباشر في بيئة التصنيع الحديثة.

يمكن القول أن مؤشرات الأداء المالي التقليدية أصبحت غير كافية ولا تتماشى مع متطلبات البيئة الحديثة لأنها تركز على النتائج المالية فقط، في حين أن البيئة الحديثة تحتاج إلى مؤشرات تتماشى مع متغيرات ومتطلبات وظروف المنافسة الحالية.

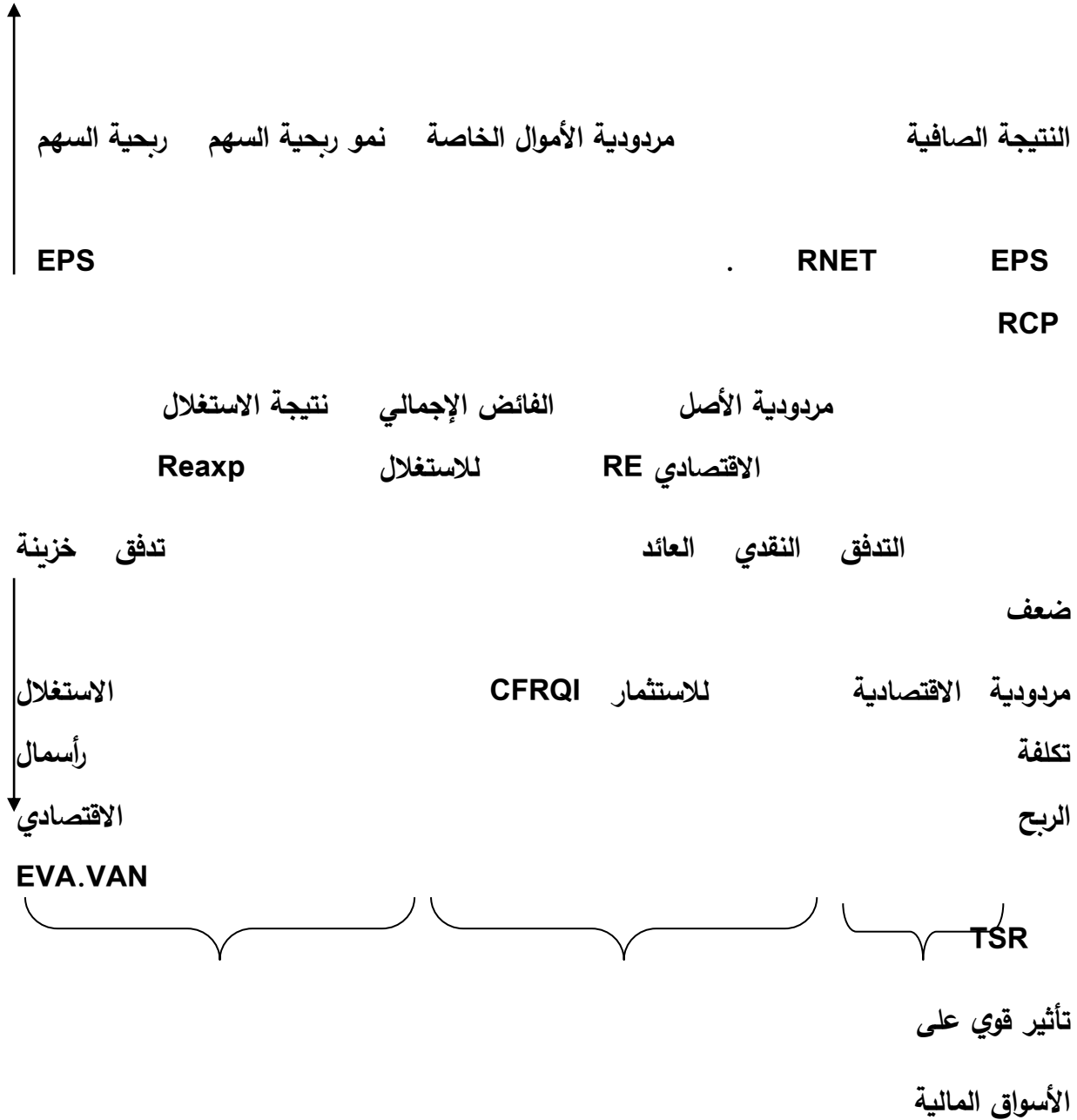
المطلب الثالث: المؤشرات الحديثة (النموذج الاقتصادي) لتقييم الأداء

تكمن أهمية المؤشرات الحديثة في التركيز على القيمة طويلة الأجل بدلا من الأرباح المحاسبية قصيرة الأجل، وإيجاد الطريقة المثلى لإنشاء القيمة في الوقت الحاضر والمستقبل، وسنقوم بعرض أهمها في هذا المطلب.

1. تطور مؤشرات إنشاء القيمة: كانت الإدارة المالية تولي الاهتمام بربحية الأسهم ونموها من أجل إنشاء القيمة للمساهمين خصوصا بعد اتساع النشاط وانفصال الإدارة عن المالكين بسبب ظهور عدة مساهمين في المؤسسة الواحدة، الأمر الذي أدى إلى تطوير عدد كبير من المؤشرات التي تهدف لقياسها. حيث نجد معظم المؤسسات تستغل عدم الوضوح وغياب معايير موحدة في الحسابات، حيث تقوم باختيار مؤشر يخدم مصالحها الظرفية مع تغيير باستمرار من سنة إلى أخرى، لذلك ظهرت الحاجة إلى استخدام مؤشرات أداء جديدة لتقدم معلومات مباشرة حول كيفية قيام المنظمة بالمساهمة في تعظيم ثروة المالكين وتوليد القيمة لهم، حيث يبني النموذج الاقتصادي على فرضية أساسية للنظرية المالية، مفادها أن المستثمر الرشيد يقوم بتقييم سهم المؤسسة التي يريد الاستثمار فيها، بناء على قيمة التدفقات النقدية المستقبلية التي يمكن أن يحصل عليها من هذا السهم، الأمر الذي أدى إلى زيادة الاهتمام بالقيمة الاقتصادية المضافة كأداة مباشرة تركز على الجانب الاقتصادي والنظرة إلى الأمام، وهي تعتبر مؤشرا شموليا للربحية وإدارة المخاطر معا¹.

¹ مريم شكري محمود نديم، تقييم الأداء المالي باستخدام بطاقة الأداء المتوازن، رسالة ماجستير، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2012-2013، ص 35-36.

الشكل رقم (01-03): تطور المؤشرات المالية



2. مؤشرات الدخل المتبقي:

تعتبر مؤشرات الدخل المتبقي كمؤشرات للأداء الدوري من منظور خلق القيمة، فتحقيق دخل متبقي موجب (سالب) يعني أن الإدارة قد استطاعت إضافة (تهديم) القيمة للمساهم في فترة معينة. ويندرج تحت هذا الصنف مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA ومؤشر الربح EP كمتغيرين لمفهوم الدخل المتبقي الذي يتمثل في الربح الصافي مطروحا منه تكلفة حقوق الملكية، لكن مع إدراج بعض التعديلات

المحاسبية من أجل حساب الربح على أساس اقتصادي بدلاً من المحاسبي، أما مؤشر CVA فيضيف تعديلات أخرى تتعلق بمعدل التضخم.

1.2. القيمة الاقتصادية المضافة:

يمثل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال العائد المتوقع على رأس المال المستثمر. فإذا كان العائد على رأس المال المستثمر ROI أكبر من المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC، فإن المؤسسة تنشأ عائداً زائداً أو قيمة اقتصادية مضافة (قيمة لحملة الأسهم). فالربح المحاسبي (الربح التشغيلي) لا يعني بالضرورة إنشاء القيمة. ولكي ينشأ هذه القيمة، فإن الربح المحاسبي المقاس كنسبة مئوية من رأس المال المستثمر ROI يجب أن يتجاوز تكلفة رأس المال WACC.

القيمة الاقتصادية المضافة = (العائد على رأس المال المستثمر - المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال) * رأس المال المستثمر

*العائد على رأس المال المستثمر ROI = تعبر هذه النسبة عن العائد على رأس المال المستثمر في نتيجة الاستغلال للمؤسسة كنسبة مئوية والتي يجب مقارنتها مع العوائد على استثمارات بديلة لها نفس درجة المخاطرة ويتم حسابه كمايلي :

العائد على رأس المال المستثمر ROI = (نتيجة الاستغلال / رأس المال المستثمر) × 100 .

* المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال wacc = هو المتوسط المرجح لمعدل العائد المطلوب من قبل كل فئات المستثمرين ، وتتضمن الصيغة التالية¹:

$$Wacc = [NIBD/(NIBD+E)]*rd*(1-t)+[E/(NIBD+E)]*re$$

NIBD: القيمة السوقية لصافي الديون بفائدة؛

E: القيمة السوقية لحقوق الملكية؛

Rd : معدل العائد المطلوب على صافي الديون بفائدة؛

¹ سلمان حسين الحكيم، تحليل القوائم المالية - مدخل صناعة القرارات الاستثمارية والائتمانية، دار ومؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، 2017، الأردن، ص 164، ص 361، ص 159.

Re : معدل العائد المطلوب على الملكية؛

t : معدل الضريبة.

يهدف EVA إلى قياس الربح الاقتصادي الناتج عن وحدة إنتاجية خلال فترة معينة من الأصول الموجودة.

2.2. القيمة الحالية الصافية :

صافي القيمة الحالية لمشروع استثماري هو الفرق بين مجموع التدفقات النقدية المتوقعة المخصومة التي يمكن التنبؤ بها والتكلفة الأولية للاستثمار.

يمكن ذكر أهميتها الاقتصادية في الشروط التالية¹:

- إذا كانت القيمة الحالية الصافية موجبة هو أن الفوائد النقدية المخصومة تجعل من الممكن إعادة تكوين الاستثمار الأولي وإنشاء ثروة إضافية، يجب على المشروع أن يكون لها تأثير إيجابي على ثروة المؤسسة ويجب قبولها.

- إذا كانت القيمة الحالية الصافية سالبة، فذلك لأن التدفقات النقدية لا تجعل من الممكن إعادة تكوين دفعة أولى أولية، مع مراعاة الوقت اللازم للحصول عليها، يدعم المشروع لذلك عمل حقيقي ويجب رفضه.

إما مشروع استثماري يتطلب استثمار رأسمالي أولي من المؤسسة F_0 وإنشاء مجموعة "التدفقات النقدية المتوقعة" ، F_1, F_2, \dots, F_n خلال عمرها الافتراضي من السنوات.

إذا كان معدل الخصم الذي تطبقه المؤسسة هو r ، فيمكن صياغة VAN كالتالي:

$VAN(r) = -F_0 + \text{مجموع التدفقات النقدية المتوقعة المخصومة} .$

$$VAN(r) = -F_0 + F_1/(1+r) + F_2/(1+r)^2 + \dots + F_n/(1+r)^n$$

$$VAN(r) = -F_0 + \sum_{i=1}^n \left(\frac{f_i}{(1+r)^i} \right)$$

¹ Elie cohen , Gestion financiere de l'entreprise et développement financier, canada , 1991 , p262.

3.2. الربح الاقتصادي:

لقد تم تطوير مقياس الربح الاقتصادي من طرف مكتب McKinsey & Co، حيث يقيس هذا المؤشر مقدار القيمة الاقتصادية الذي تحققه المؤسسة خلال فترة واحدة. ويحسب الربح الاقتصادي EPT الذي تحققه المؤسسة لفترة معينة بالفرق ما بين الربح التشغيلي الصافي بعد خصم الضرائب المعدلة NOPLAT وتكلفة رأس المال المستثمر، أو بالفرق ما بين العائد على رأس المال المستثمر ROIC وتكلفة رأس المال مضروبا في حجم رأس المال المستثمر IC.

وتكتب معادلته كما يلي:

$$EPT = NOPLAT_t - WACC_t \cdot IC_{t-1} = (ROIC_t - WACC_t) \cdot IC_{t-1}$$

وتبعا للمعادلة السابقة، تحقق المؤسسة قيمة مضافة لمساهميها خلال فترة معينة عندما يتحسن ربحها الاقتصادي، أما في حالة انخفاض ربحها الاقتصادي ففي هذه الحالة تكون المؤسسة قد هدمت القيمة لمساهميها. ويمتاز مؤشر الربح الاقتصادي بنفس خصائص القيمة الاقتصادية المضافة غير أن الاختلاف الأساسي بينهما يتمثل في عدد التعديلات المحاسبية المطلوب تنفيذها، أين يزيد عدد التعديلات المطلوبة بالنسبة لمؤشر EVA مقارنة بمؤشر EP.

4.2. القيمة النقدية المضافة:

لقد تم تقديم مؤشر القيمة النقدية المضافة CVA من طرف مكتب Boston (BCG) Group Consulting كمؤشر بديل ومحسن لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA. وتعرف القيمة النقدية المضافة بأنها الربح المتبقي الناتج عن الفرق بين التدفقات النقدية التشغيلية الإجمالية Flows (OGCF) Operating Gross Cash مطروحا منها تكلفة رأس المال المحسوبة على إجمالي الأموال المستثمرة من طرف المؤسسة أو الاستثمار الإجمالي (GI) Gross Investment. وتكتب علاقتها كما يلي:

$$CVAt = OGCFt - WACCT \cdot CIt-1$$

ويشبه مؤشر CVA في حسابه مؤشر EVA لكنه لا يتطلب القيام بالكثير من التعديلات المحاسبية مقارنة بحساب EVA ومن مزايا هذا المؤشر إمكانية تطبيقه على مستوى المؤسسة ككل وعلى مستوى

أقسامها، كما يتطلب حساب CVA تعديلات تتعلق بالتضخم من خلال حساب الاستثمار الإجمالي بالقيمة الحالية حتى يعكس مستوى التضخم.

3. مؤشرات القيمة المبنية على التدفقات النقدية الحالية :

تقوم مؤشرات القيمة المبنية على التدفقات النقدية الحالية على مبادئ النظرية المالية التي تعتبر أن مقدار القيمة المحقق من طرف المؤسسة يتمثل في مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية. وتشتق هذه المؤشرات من نموذج التدفق النقدي المخصوم DCF، ويندرج تحت هذا الصنف المؤشرات التالية :

1.3. القيمة المضافة للمساهم :

لقد تم تطوير مؤشر القيمة المضافة للمساهم SVA من طرف الباحث الأمريكي Alfred Rappaport من مكتب الاستشارات LEK/Alcar Consulting. ويعرف رابابورت القيمة من وجهة نظر المساهم Shareholder Value بأنها قيمة المؤسسة مطروحا منها قيمة الديون. وتساوي قيمة المؤسسة للتدفقات النقدية المخصومة للمؤسسة مضافا إليها قيمة الأصول غير التشغيلية والأوراق المالية القابلة للتداول. ويهتم مؤشر SVA بالتغيير في القيمة من وجهة نظر المساهم، حيث يكون من السهل حسابه خلال كل فترة إذا ما توافرت لدينا القيمة السوقية للديون وحقوق الملكية لكل فترة. وتحسب القيمة المضافة للمساهم SVAt للفترة t بالفارق مابين القيمة في نهاية الفترة (SHVt+1) وفي بدايتها (SHVt)

وفق العلاقة التالية:

$$SVAt = SHVt+1 - SHVt$$

إن مؤشر القيمة المضافة للمساهم مؤشر جذاب يسمح بتقييم إنشاء القيمة خلال كل فترة زمنية، ويمكن المديرين من معرفة تأثير العملية التشغيلية وقرار تخصيص الأموال على القيمة. إلى جانب ذلك، يعد مؤشر SVA من أفضل المؤشرات على المستوى الداخلي للمؤسسة بالنسبة للأقسام ووحدات الأعمال لأنه يربط بين أداء وحدة الأعمال وإنشاء القيمة للمساهم على مستوى المؤسسة.

2.3. عائد التدفق النقدي على الإستثمار:

هذا المؤشر تم تطويره من طرف مكتب الاستشارات Associate Holt Value – Braxton والذي تم تنبيهه من طرف مكتب بوسطن للاستشارات BCG. ويعرف عائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI

بأنه معدل العائد على جميع الاستثمارات المنجزة من طرف المؤسسة، ويكافئ هذا المعدل معيار معدل المردود الداخلي IRR وبالتالي يعتبر كمعدل الخصم الذي تتساوى عنده القيمة الحالية للتدفقات النقدية مضافا إليها القيمة النهائية مع قيمة الاستثمار الإجمالي.

ويحسب كما يلي:

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

ومن أجل حساب هذا العائد يجب تقدير مكوناته الأربعة التالية:

- الاستثمار الإجمالي (GI) GROSS CASH = القيمة الصافية للأصل + الانخفاض المتراكم في الأصل + تعديلات تعلق بالتضخم .
- التدفق النقدي الإجمالي (CF) GROSS CASH FLOW = نتيجة الاستغلال (1- الضريبة) + الإهلاكات والمؤونات - التغير في الحاجة من رأس المال العامل
- مدة الحياة المتوقعة للأصول أو مدة حياتها الاقتصادية n .
- القيمة النهائية (TV) TERMINAL VALUE أو القيمة المتوقعة للأصول في نهاية حياتها.

ويمتاز هذا المؤشر بفعاليته في قياس المردودية الاقتصادية للأصول، ويمكن مقارنته مع التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال WACC من أجل الحكم على إنشاء أو هدم القيمة، ويكمن الهدف الأساسي لهذا المؤشر في دراسة الأداء الإجمالي للمؤسسة باعتبارها تمثل مشروعا واحدا.

3.3. عائد الأعمال الإجمالي:

قدم مكتب بوسطن للاستشارات BCG مؤشر عائد الأعمال الإجمالي كمؤشر داخلي مكمل لمؤشر عائد المساهم الإجمالي TSR. يعبر مؤشر العائد الأعمال الإجمالي عن عوائد الأصول الموجودة بحوزة المؤسسة والنمو المستقبلي في الأصول (معبرا عنها كنسبة مئوية من القيمة السوقية للمؤسسة)، ويحسب بجمع عائد التدفقات النقدية الحرة FCF بالنسبة للقيمة السوقية للمؤسسة مضافا إليها نسبة التغير الحاصل في القيمة السوقية للمؤسسة بين بداية الفترة Mvt ونهايتها Mvt-1. وتكتب علاقة عائد الأعمال الإجمالي لفترة واحدة كما يلي:

$$TBR_t = FCF_t / MV_{t-1} + MV_t - MV_{t-1} / MV_{t-1}$$

يشير مكتب الاستشارات BCG إلى إمكانية استخدام مؤشر عائد الأعمال الإجمالي TBR كأساس لقياس الأداء من خلال مقارنته مع تكلفة رأس المال ، تحديد المكافآت وتقييم السياسات الاستثمارية.

4. مؤشرات القيمة المبنية على أساس السوق:

تختلف هذه المؤشرات عن مؤشرات القيمة السابقة لكونها خارجية لا تستخدم على مستوى الداخلي من طرف إدارة المؤسسة بل للتدليل عن مدى إنشاء الثروة للمساهم التي يمكن لمجتمع المستثمرين في السوق المالي الحصول عليها. ويتدرج تحت هذا الصنف المؤشرات التالية:

1.4. القيمة السوقية المضافة:

تعرف القيمة السوقية المضافة MVA للمؤسسة على أنها الفرق بين القيمة السوقية لكل عناصر رأس المال مطروحا منها مقدار رأس المال المستثمر التاريخي، وتكتب معادلتها كما يلي :

$$\text{القيمة السوقية المضافة MVA} = \text{القيمة السوقية لرأس المال} - \text{رأس المال المستثمر.}$$

وتمثل القيمة السوقية لرأس المال مجموع القيم السوقية للديون ولحقوق الملكية، أما مقدار رأس المال المستثمر فيتحدد من خلال القيمة الدفترية الاقتصادية بدال من القيمة الدفترية لرأس المال، وهذا يتطلب حسب Stewart & Stern إجراء بعض التعديلات لكي تعكس القيمة الدفترية لرأس المال القيمة الاقتصادية الحقيقية للأصول. ويعتبر مؤشر القيمة السوقية المضافة MVA من أدق المؤشرات في حساب مقدار إنشاء الثروة للمساهم. فمقياس MVA يعبر عن المقدار المتراكم الناتج عن الزيادة في ثروة المساهم في حالة ما إذا كانت $(MVA > 0)$ ، (أو عن الانخفاض في ثروة المساهم إذا ما حصل العكس $(MVA < 0)$ ¹.

القيمة الاقتصادية المضافة تمثل الربح الاقتصادي الذي حققته المؤسسة على مدى فترة (من t إلى t-1) ويمكن الحصول على الربح الاقتصادي (المتوقع والمخصوم) على مدار جميع الفترات المستقبلية عن طريق تحديث سجل EVA المتوقع.

¹ هشام بحري، تقييم مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة للمساهم، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 42، ديسمبر 2014، المجلد ب، جامعة قسنطينة 2، ص 92 - 96.

- يتم تكبدها في المستقبل في تكلفة رأس المال تسمى هذه القيمة الحالية من EVA المستقبلية "القيمة السوقية المضافة" أو MVA، لذلك فإن قيمته في الوقت (0) أي هي¹:

يمثل E التوقع عند t=0

$$MVA = \frac{E_0(EVA_t)}{t=1(wacc)} t$$

التاريخ الذي يتم فيه حساب MVA

2.4. العائد الإجمالي للمساهم:

إن معدل العائد الإجمالي للمساهم TSR خلال فترة زمنية معينة يتمثل في معدل العائد السوقي الذي عليه المساهم، ويتكون من توزيعات الأرباح الحالية (D) مضافا إليها المكاسب الرأسمالية (الفرق بين سعر شراء السهم P0 في الزمن t=0 وسعر التنازل عليه P1 في الزمن t=0) التي يمكن أن يتحصل عليها المساهم خلال تلك الفترة.

ونكتب علاقته كما يلي:

$$TSR = P1 - P0 / P0 + D / P0$$

ويمتاز معدل العائد الإجمالي للمساهم بالعديد من المزايا أهمها أنه مؤشر يعكس القرارات المتخذة من طرف إدارة المؤسسة مثل: (التغيرات في توزيعات الأرباح، عمليات إعادة شراء الأسهم، توسع المؤسسة). ويقدم هذا المؤشر إشارة للمستثمرين عن مدى فعالية الاستراتيجيات المتبعة من طرف المؤسسة. كما يلبي هذا المؤشر رغبات المستثمرين على اعتبار أنه يضم المكاسب الرأسمالية وتوزيعات الأرباح التي سيحصل عليها المستثمر من الأسهم المشكلة لمحفظته أوراقه المالية².

ولا تخلو المؤشرات الحديثة لتقييم الأداء من بعض العيوب أهمها:

- تحد القيمة الاقتصادية المضافة من الاستعمال الجيد لمؤشر EVA، لكونها تهمل بعض التغيرات والتعديلات المحاسبية.

¹ Roland porfait , Patrica CHarley, Denis Dubois , Philippe Noubel , OP-Cit, p

² هشام بحري، مرجع سبق ذكره، ص 96.

- القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة لا يمثلان سوى طريقة القيمة الحالية الصافية، إذ لم يحملا أي إضافة عليها، وكل ما تم التطرق إليه من خلالهما هو عبارة عن إعادة صياغتها بشكل بسيط.
- من عيوب طريقة القيمة السوقية المضافة MVA أنها لا تأخذ بعين الاعتبار كلفة الفرصة البديلة أي العوائد المتوقع تحقيقها فيها.¹
- يتجاهل مؤشر MVA بالأساس لتوزيعات الأرباح وهو مكون أساسي لثروة المساهم. يضاف إلى ذلك، أن القيمة السوقية المضافة لا يمكن حسابها إلا بالنسبة للشركات المدرجة في البورصة، ويكون من الصعب كذلك قياس MVA لوحة الأعمال أو لقسم من أقسام المؤسسة.
- يعتمد CVA على القيم المحاسبية التاريخية التي لا تعكس التدفقات النقدية المستقبلية المحققة من طرف المؤسسة، كما يمتاز بالتعقيد في حسابه خاصة فيما تعلق بالتعديلات المتعلقة بالتضخم.
- SVA مؤشر يفترض أن التحسن في الأداء الحالي يبقى ثابتا إلى ما لا نهاية على الرغم من أن الأداء قابل للتغير مستقبلا، كما أن اعتماد المؤشر على التنبؤات يجعله نوعا ما صعب المعالجة مثل مؤشر التدفق النقدي المخصوم DCF.
- CFROI مؤشر ذو نظرة خلفية ويتهم بالاستثمار الأصلي فقط ويتجاهل فرص النمو المستقبلية للمؤسسة، كما يمتاز بصعوبة حسابه نظرا للتعديلات المحاسبية الكثيرة المطلوبة.
- يتجاهل TBR تكلفة رأس المال في حسابه مقارنة ببقية المؤشرات من نفس الصنف التي تدمجها كمعدل للخصم، كما يعتمد في حسابه على المعلومات السوقية مما يثير التساؤل بمدى قبوله لإدارة الأداء الداخلي.
- لا يمتاز TSR بالقوة لتأثره بالاضطرابات التي تصيب السوق المالي، كما لا يمكن استخدامه من الشركات غير المدرجة في البورصة إضافة إلى وحدات الأعمال التابعة للمؤسسة.²

¹ خنفري خيضر، بورنيسه مريم، مرجع سبق ذكره، ص 64.

² هشام بحري، مرجع سبق ذكره، ص 96.

خلاصة الفصل

تميز هذا الفصل بعرض مبسط حول بعض المفاهيم والمصطلحات المتعلقة بالتقييم المالي ومؤشرات الأداء وإنشاء القيمة، حاولنا من خلال المبحث الأول التعرض لمفهوم مصطلح الأداء المالي من خلال عدة رؤى ومقاربات للباحثين والمهتمين بالمالية المعاصرة، وإبراز أهميته وإلى ما يهدف تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية أهم مصادر المعلومات المعتمدة في عملية التقييم والمعايير المتبعة في ذلك.

أما المبحث الثاني فتطرقنا إلى أهم المصطلحات الخاصة بإنشاء القيمة فرضياتها، أسباب استبدال هدف الربح بهدف تعظيم القيمة في المؤسسة، كيفية إسهام القرارات المالية في تعظيم قيمة المؤسسة، العلاقة بين العائد والمخاطرة وكيف يساهمان في تعظيم القيمة.

وفي المبحث الثالث تم التطرق إلى بعض المؤشرات المالية الهامة التي يستند إليها لتقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، والتي اتسمت في الوهلة الأولى بالطابع المحاسبي نظرا لسيادة مفهوم العوائد والأرباح ومن ثم إعادة صياغة أغلب المؤشرات وفق ما تمليه مقتضيات البيئة المعاصرة، حيث مزجت بين البعد المحاسبي دون إهمال البعد المستقبلي كأسلوب لقياس الأداء والقيمة.



الفصل الثاني

تمهيد الفصل

بعد ما تطرقنا في الفصل السابق إلى أهمية المؤشرات في تقييم الأداء المالي من منظور إنشاء القيمة، سنحاول في هذا الفصل إسقاط ما توصلنا إليه نظريا على مؤسسة بيوفارم للصناعة الصيدلانية، والخروج بنتائج تعكس الأداء المالي للمؤسسة.

لذا قسمنا الفصل إلى مبحثين هي:

- المبحث الأول: تقديم مؤسسة بيوفارم للصناعة الصيدلانية ؛
- المبحث الثاني: القوائم المالية و تقييم الأداء المالي لمؤسسة بيوفارم وفق المؤشرات التقليدية والحديثة.

المبحث الأول: تقديم مؤسسة بيوفارم للصناعة الصيدلانية

في هذا المبحث سوف يتم التعرف على مؤسسة بيوفارم من خلال عرض لمحة حول المؤسسة مع عرض هيكلها القانوني والتنظيمي، كما تطرقنا إلى النشاط الأساسي للمؤسسة والإستراتيجية المتبعة فيها.

المطلب الأول: التعريف والبطاقة الفنية والتطور الهيكلي لمؤسسة بيوفارم

سنعرض في هذا المطلب تعريف المؤسسة وكذا عرض بطاقتها الفنية بالإضافة إلى تطورها الهيكلي عبر السنوات.

1. تعريف المؤسسة:

بيوفارم مختبر جزائرية للأدوية، هي مجموعة صناعية وتجارية استثمرت في قطاع الأدوية في أوائل التسعينات ولديها اليوم وحدة إنتاج تلبى المعايير الدولية وشبكة توزيع لتجار الجملة والصيدليات.¹

2. البطاقة الفنية:

- القطاع: الأدوية والأعشاب الطبية
- الفئة الاجتماعية: شركة أدوية جزائرية
- المقعد الاجتماعي (الموقع، العنوان): 18 المنطقة الصناعية وادي سمار، القطعة رقم 62، طريق 36، الجزائر العاصمة 16000، الجزائر.
- الشكل القانوني: شركة أسهم.
- المدة القانونية للشركة: 99 سنة.
- رأسمال الاجتماعي: 5104375000 .
- النشاط الاجتماعي: من 01 جانفي إلى 31 ديسمبر.
- دفع الأرباح: يتم تحديد طرق دفع الأرباح من قبل الجمعية العامة.
- مدقق الحسابات: رباح بارما. لخضر سينيا.
- المسير عبد المجيد كرار .

¹ www. Biopharmdz .com

3. التطور الهيكلي للمؤسسة:

بدأت BIOPHARM أنشطتها في أوائل التسعينيات، وتم تطوير المجموعة على عدة مراحل كما هو موضح في التسلسل الزمني الموجز التالي:

- سنة 1990: تم الانتهاء من دراسات الجدوى والهندسة حول إنتاج الأدوية الجينية وتطوير النسخ الأولى من خطط أعمال BIOPHARM .

- سنة 1991: تمت الموافقة على BIOPHARM من قبل مجلس المال والتسليف لإنتاج وتسويق المنتجات الصيدلانية في الجزائر.

- سنة 1995: افتتحت شركة BIOPHARM أول مركز توزيع لها للمنتجات الصيدلانية في أولاد يعيش ، البلدية ، وبذلك تشارك في تحسين توافر الأدوية في السوق الجزائري .

- سنة 1997: تفتتح مركز توزيع في وهران BIOPHARM .

- سنة 1999: تفتتح مركز توزيع في سطيف BIOPHARM .

- سنة 2002: تفتتح BIOPHARM منصة توزيع جديدة في دار البيضاء بما في ذلك مركز توزيع مصمم ليحل محل مركز Yaich-Ouled. كما تم في نفس السنة افتتاح وحدة التدريب والتعبئة والتغليف في دار البيضاء كمرحلة أولى من نشاطها الصناعي BIOPHARM .

- سنة 2003: قامت BIOPHARM بإنشاء شركة متخصصة في الترويج والمعلومات الطبية تسمى HHI (Human Information Healt) والتي تروج لمنتجات BIOPHARM بالإضافة إلى منتجات شركائها.

- سنة 2005: وتمكن BIOPHARM من تصنيع أشكال جالينيك مختلفة (جافة ، سائلة ، معجنات) من نطاقها الخاص أو في إطار اتفاقيات مع شركائها BIOPHARM تفتتح وحدتها الإنتاجية الواقعة في المنطقة الصناعية بوادي السمار بالجزائر العاصمة ، بطاقة 50 مليون وحدة بيع في السنة. تم تصميم هذه الوحدة وفقاً للمعايير الدولية لإنتاج المستحضرات الصيدلانية .

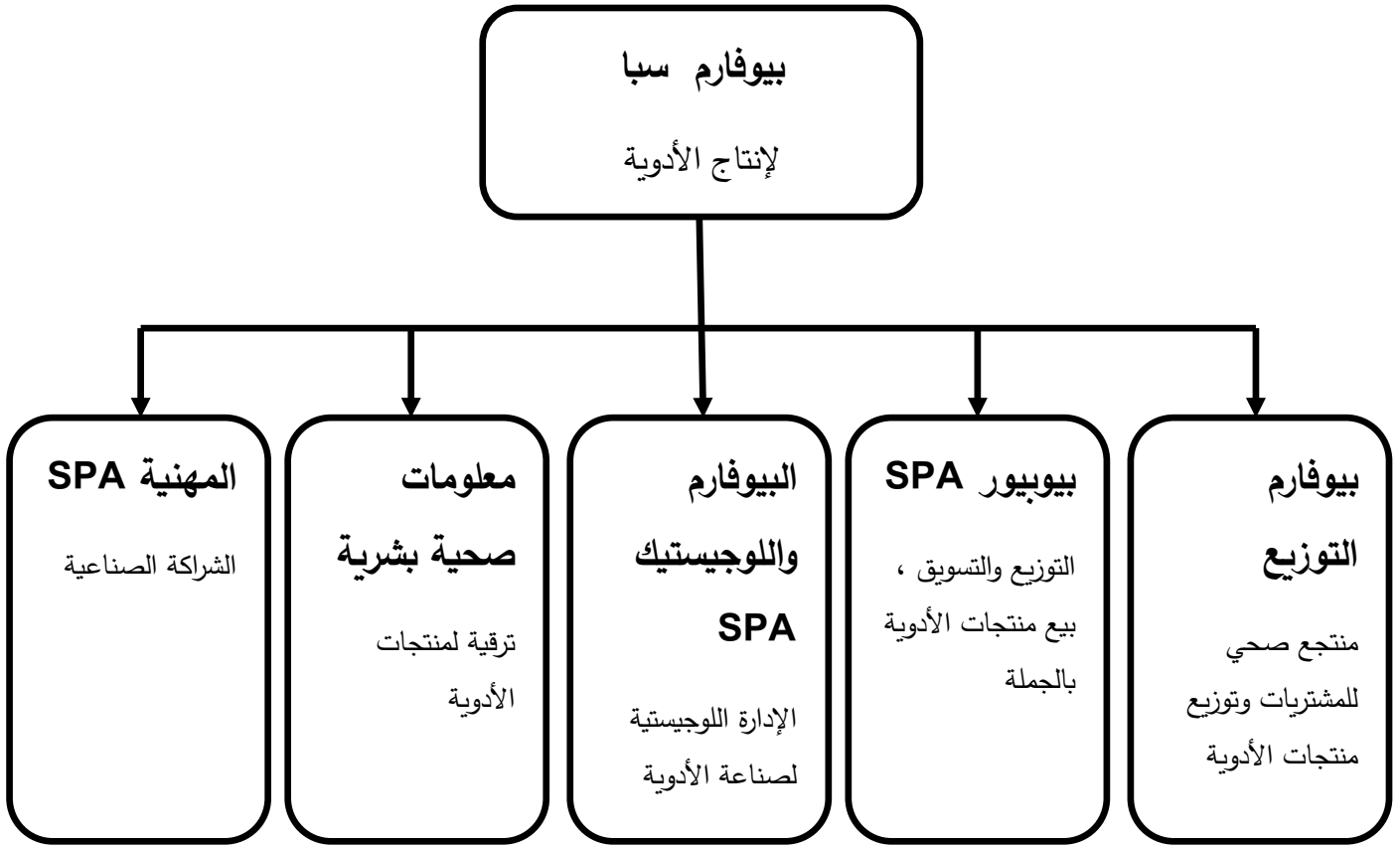
- سنة 2006: تطلق BIOPHARM شركة توزيع للصيديات تسمى BIOPURE تقع في أولاد يعيش ، البلدية ، بهدف تطوير شبكة توزيع للصيديات تغطي التراب الجزائري.
- سنة 2008: تصادق BIOPHARM على شبكة التوزيع بالجملة الخاصة بها وفقاً لمعيار 2008 .Version 9001 ISO
- سنة 2010: افتتحت شركة BIOPURE التابعة لـ BIOPURE مركز توزيع في قسنطينة وورقلة.
- سنة 2011: شركة BIOPURE الفرعية تفتتح مركز توزيع في وهران.
- سنة 2012: تفتتح BIOPHARM مركز توزيع جديد في قسنطينة لأنشطة التوزيع والتوزيع بالجملة BIOPURE (لتحل محل المركز في سطيف) .
- سنة 2012: افتتحت شركة BIOPURE التابعة لـ BIOPURE مركز توزيع في تيزي وزو.
- سنة 2013: تدخل شركة Distribution BIOPHARM الفرعية نشاطاً في مجال استيراد وتوزيع المنتجات الصيدلانية بالجملة. يتولى الأنشطة التي نفذتها الشركة الأم Spa BIOPHARM. كما تفتتح BIOPHARM رأس مالها بنسبة تصل إلى 49% لمجموعة من المستثمرين الدوليين (WLL Entreprises ADP).
- سنة 2014: الإصدار 2008 للمرة الثانية ISO 9001 تجدد شهادة Distribution BIOPHARM .
- سنة 2015: (ANSM) هي أول شركة صيدلانية جزائرية تحصل على شهادة الامتثال لممارسات التصنيع الجيدة لأحد خطوط إنتاجها الصادرة عن الوكالة الوطنية الفرنسية لسلامة الأدوية والمنتجات الصحية BIOPHARM¹.

¹ www. Biopharmdz. Com, notice d'information, s. d, p24-25 .

المطلب الثاني: الهيكل القانوني والتنظيمي لمؤسسة بيوفارم

تعتمد المؤسسة على مجموعة من المنشآت وعلى هيكلها القانوني والتنظيمي من أجل القيام بنشاطها فنجد الهيكل القانوني لها بالشكل الآتي:

الشكل رقم (01-02): الهيكل القانوني لمؤسسة بيوفارم

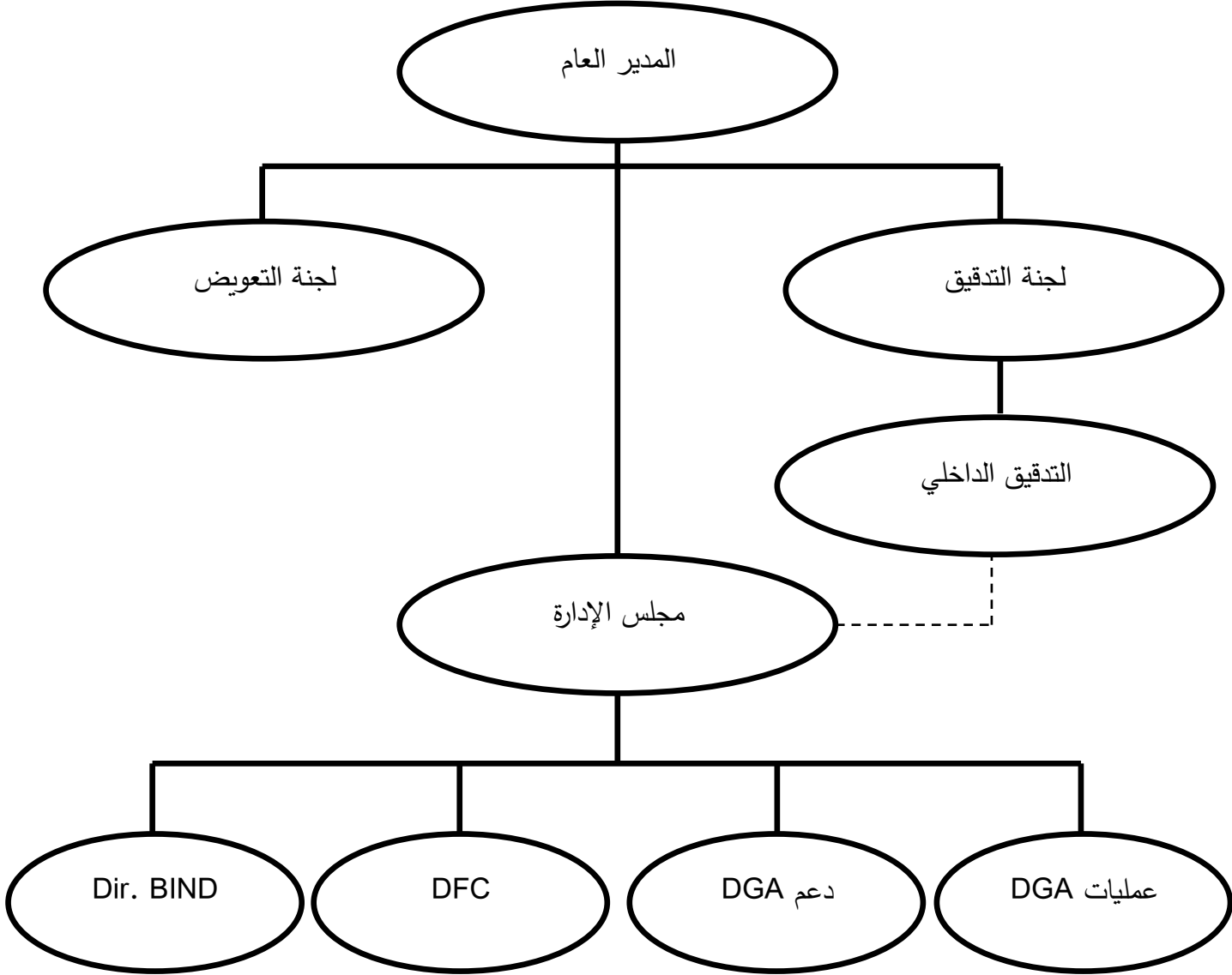


المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة المتاحة على الرابط التالي:

la source: (www. Biopharmdz. Com, notice d'information, s. d, p.24) .

بالإضافة إلى ذلك فهي تملك نظام جودة وتدقيق مسؤول عن مساعدة الهياكل المختلفة من حيث الإجراءات والإبلاغ، وفيما يلي الهيكل التنظيمي لمؤسسة بيوفارم:

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



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة المتاحة على الرابط التالي:

la source: (www. Biopharmdz. Com, notice d'information, s. d, p. 25)

وفيما يلي توضيح لأهم محاور الهيكل التنظيمي:

- مجلس الإدارة: يتكون من مجموعة أعضاء ينتمون إلى لجنتي التدقيق والتعويضات، ويعقد المجلس اجتماعاته بصفة دورية وذلك بغرض متابعة المستجدات ودراستها واتخاذ القرارات

- الملائمة في الوقت المناسب، ومن المهام الرئيسية للمجلس الموافقة على الميزانية السنوية، كما يتم مناقشة وتحليل الانحرافات عن الإنجازات وتصميم السياسات.
- **لجنة التدقيق:** تتكون من أعضاء مجلس الإدارة وتجتمع مرتين في السنة، وهي مسؤولة عن دراسة وتقييم جميع التوصيات لمجلس الإدارة في المجالات التالية: الحسابات الاجتماعية والرقابة الخارجية والمخاطر، وتجتمع مرتين في السنة عند بداية السنة وفي نهايتها.
 - **لجنة التعويضات:** وهي لجنة مسؤولة عن دراسات واقتراحات مجلس الإدارة وجميع التوصيات من حيث سياسة التعويض، وتجتمع لجنة التعويضات مرتين في السنة.
 - **التدقيق الداخلي:** وظيفته ضمان احترام الإجراءات الرقابية فهو مسؤول على ضمان الجودة في إنتاج المؤسسة.
 - **المدير العام:** ومهمته الإشراف العام على عمليات التنفيذ ومتابعة سير الأنشطة على مستوى المديرية العامة، وتسند له مهمة التسيير وفقا للخطط والاستراتيجيات التي أقرها مجلس الإدارة.
 - **المديرية العامة للعمليات:** مختصة بإدارة وتنفيذ العمليات كالإنتاج والتوزيع.
 - **المديرية العامة للدعم والتمويل:** تقوم بتوفير كل المستلزمات والتمويلات الضرورية لكي تمارس المؤسسة نشاطاتها.
 - **مديرية المحاسبة المالية:** تختص بأداء المهام المالية من تمويل ودفع للمستحقات وتحصيل للإيرادات.
 - **مديرية البحث والتطوير:** تعمل على تسيير مشاريع البحث والتطوير التي تتبناها المؤسسة.

المطلب الثالث: نشاط وإستراتيجية المؤسسة

سنعرض في هذا المطلب الإستراتيجية المتبعة لمؤسسة بيوفارم وأهم الأنشطة التي تقوم بها.

1. إستراتيجية المؤسسة

■ إن إستراتيجية بيوفارم تتمثل في السعي لتحقيق معدل نمو مدفوع بالطلب القوي من سوق الأدوية الجزائري، واعتماد تخصص تشغيلي على مستوى المؤسسة، مما يسمح لها بترشيد التكاليف واستخدام مواردها بشكل أفضل وتحسينها، يسمح نموذج التكامل الرأسي الخاص بها بضمان تصنيع منتجاتها وتوزيعها على الصيدليات، وذلك بفضل أعمالها المتنوعة مع احترام معايير الجودة الدولية التي تشكل أصولها الرئيسية.

■ تم تكريس الالتزام بالجودة في عام 2015 من خلال شهادة GMP الصادرة عن (ANSM) الوكالة الوطنية الفرنسية لسلامة الأدوية والمنتجات الصحية في موقع الإنتاج في الجزائر العاصمة (واد السمار).

■ تقوم أداة الإنتاج الخاصة بمؤسسة بيوفارم بتصنيع الأدوية الجنسية المعدة والمصممة في مختبر البحث والتطوير الخاص بالمؤسسة.

■ قيم المؤسسة الالتزام بالنزاهة، الامتثال والشفافية و هي القيم التي توجه مؤسسة بيوفارم، والطريقة التي تتفاعل بها مع البيئة الخاصة بها، حيث أن احترامها وتطبيقها من قبل جميع الموظفين في أنشطتهم اليومية هو في صميم أولوياتها ويتم التعبير عنه من خلال مسؤولياتها تجاه الشركاء، هذه القيم منصوص عليها في مدونة الأخلاقيات الخاصة بالمؤسسة.¹

2. نشاط المؤسسة

تتكون مؤسسة بيوفارم من خمسة شركات تابعة تؤدي كل منها نشاطا معينا، وتتمثل هذه النشاطات في:

الإنتاج: تقوم BIOPHARM بتصنيع 59 منتجاً بأشكال جرعات مختلفة وفئات علاجية من مجموعتها الخاصة والتي يتم إنتاجها لأطراف ثلاثة 41. منتجاً من المنتجات التي تحمل علامة BIOPHARM التجارية. يتم تصنيع المنتجات الأخرى بموجب اتفاقية تعاقدية مع المختبرات الشريكة.

¹ www. Biopharmdz. Com

في عام 2014، أنتجت 31 BIOPHARM مليون وحدة مبيعات بأشكال جافة وسائلة ومعجونة، وهو ما يمثل ، في وحدة المبيعات (UV)، 24% من إجمالي المركبات فوق البنفسجية المباعة من قبل المجموعة. بلغت مساهمة أنشطة إنتاج السلع والخدمات 9% في المبيعات الموحدة للمجموعة و 21% في صافي دخل المجموعة.

تنص خطة التطوير على إطلاق 25 منتجاً جديداً خلال السنوات الثلاث القادمة من أجل تعزيز مكانة BIOPHARM في قطاع الأعمال هذا.

تقوم BIOPHARM بتصدير حوالي خمسة عشر من منتجاتها إلى السوق الأفريقية منذ عام 2011 (موريتانيا ومالي والنيجر).

تفتح الموافقة على وحدة الإنتاج في عام 2015 من قبل الوكالة الوطنية الفرنسية لسلامة الأدوية (ANSM) ، على المدى الطويل ،إمكانيات التصدير إلى السوق الأوروبي .

الاستيراد والتوزيع: أقامت شركة DISTRIBUTION BIOPHARM الفرعية ، على مدار عقدين من الزمن ، علاقات ثقة مع العديد من أكثر الموردين شهرة في العالم. توزع شركة DISTRIBUTION BIOPHARM اليوم مجموعة من أكثر من 50 معملاً دولياً وتوفر للمهنيين والمرضى ما يقرب من 500 منتج من فئات علاجية مختلفة.

توزع DISTRIBUTION BIOPHARM حصرياً مجموعة المنتجات المصنعة بواسطة SPA BIOPHARM. عميلها الأول هو أيضاً شركة فرعية تابعة للمجموعة مسؤولة عن التوزيع في الصيدليات ، BIOPURE .

التوزيع على الصيدليات: قامت شركة BIOPURE الفرعية التي تم إنشاؤها في عام 2006 ، على مدى عقد من الزمان ، بتطوير شبكة توزيع للصيدليات تقدم أكثر من 3000 عميل صيدلاني أكثر من 4000 منتج. تغطي BIOPURE كامل الأراضي الجزائرية بفضل مراكز التوزيع الموجودة في البلدة ووهران وتيزي وزو وورقلة وقسنطينة.

المعلومات الطبية والترويج: بفضل موظفيها البالغ عددهم 130 موظفاً، بما في ذلك 90 ممثلاً طبياً، توفر (HHI) معلومات صحة الإنسان التابعة لها المعلومات والترويج الطبي للأطباء والممارسين للنطاق الذي تصنعه BIOPHARM ولكن أيضاً لبعض شركائها .

الخدمات اللوجستية الصيدلانية: تقدم شركة LOGISTIC BIOPHARM الفرعية، التي بدأت العمل في عام 2014، الخدمات اللوجستية بما في ذلك إنشاء وتشغيل البنية التحتية اللوجستية. هدفها الأول هو تقديم الخدمات اللوجستية التي تلبى معايير الجودة الدولية لصناعة الأدوية المدرجة في الممارسات الجيدة لتوزيع المنتجات الصيدلانية. تعمل LOGISTIC BIOPHARM أيضاً على تجميع موارد الدعم وتحسينه المختلف الشركات الموجودة في مجموعة BIOPHARM.¹

¹ www. Biopharmdz. Com, notice d'information, s. d, p 29,30 .

المبحث الثاني: القوائم المالية لمؤسسة بيوفارم للصناعة الصيدلانية وتقييم أدائها

المالي

سيتم التطرق في هذا المبحث الى عرض القوائم المالية لمؤسسة بيوفارم، كما سيتم تقييم الأداء المالي للمؤسسة عن طريق المؤشرات التقليدية والحديثة.

المطلب الأول: الميزانية وجدول حسابات النتائج لمؤسسة بيوفارم

سنعرض في هذا المطلب أهم القوائم المالية التي تعكس المعلومات المتعلقة بالمؤسسة والتي تساعدنا في استخراج المعلومات ومن ثم معالجتها والخروج بأهم النتائج المتعلقة بالدراسة.

1. الميزانية: سنعرض الميزانية لمؤسسة بيوفارم وذلك بعرض جانب الأصول وجانب الخصوم خلال الفترة (2018-2020) .

1.1. جانب الأصول للفترة (2018-2020)

الجدول رقم (01-02): جانب الأصول في قائمة المركز المالي خلال الفترة (2018-2020)

2020	2019	2018	الأصول (الوحدة: مليون دينار جزائري)
			الأصول غير جارية
683	445	445	فرق إعادة التقييم موجب أو سالب

الفصل الثاني: تقييم الأداء المالي لمؤسسة بيوفارم

114	156	170	تثبيات غير ملموسة
			تثبيات الملموسة
2018	1508	1508	• أراضي
617	576	627	• مباني
4259	3216	2186	• تثبيات مادية أخرى
-	-	-	• تثبيات في شكل امتياز
4139	3216	945	• التثبيات الجاري انجازها
			الأصول الثابتة المالية
-	-	-	• سندات تحت المعادلة (عناوين التكافؤ)
5	5	5	• المشاركات والذمم المدينة الأخرى المرفقة
-	-	50	• الأوراق المالية الأخرى
392	331	331	• القروض وغيرها من الأصول المالية غير جارية
850	382	333	• الضرائب المؤجلة النشطة
13078	8961	6600	إجمالي الأصول غير جارية
			الأصول الجارية

23628	24438	21187	المخزونات الجارية
			الذمم المدينة
24060	22666	20135	• الزبائن
5798	5291	3751	• الذمم المدينة الأخرى
1211	1258	531	• الضرائب والرسوم
-	-	-	• المدينون الآخرون ولأصول المماثلة النقديات والعناصر المماثلة
1002	540	48	• التوظيفات والأصول المالية الأخرى الجارية
5560	3546	3135	• الخزينة

الفصل الثاني: تقييم الأداء المالي لمؤسسة بيوفارم

61259	57738	48786	أجمالي الأصول الجارية
74336	66700	55387	إجمالي الأصول

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

2.1. جانب الخصوم للفترة (2018-2020)

الجدول رقم (02-02): جانب الخصوم في قائمة المركز المالي للفترة (2018-2020)

2020	2019	2018	الخصوم:(الوحدة: مليون دينار جزائري)
			الأموال الخاصة
5104	5104	5104	• رأسمال الصادر
-	-	-	• رأسمال غير المستدعى
9874	9512	7194	• الأقساط والاحتياطات_الاحتياطات الموحدة
-	-	-	• فارق إعادة التقييم
-	-	-	• فارق المعادلة (الفرق المكافئ)(1)
5570	7604	7525	• النتيجة الصافية - الجزء الخاص بالمجمع (1)
19867	15507	13246	• الأموال الخاصة الأخرى _ الرصيد المرحل من جديد
40113	37494	32872	- حصة الشركة الموحدة (1)
303	244	197	- حصة الأقليات (1)
40416	37737	33069	إجمالي حقوق الملكية
			الخصوم غير جارية
3600	3505	223	• القروض والديون المالية
638	647	304	• الضرائب (المؤجلة والمخصصة)
-	-	-	• ديون أخرى غير جارية
1	1	19	• المخصصات والإيرادات المدفوعة مقدما
4238	4154	546	إجمالي الخصوم غير جارية

الفصل الثاني: تقييم الأداء المالي لمؤسسة بيوفارم

			المطلوبات الجارية
19729	19169	17299	• الموردين والحسابات ذات الصلة
1558	1347	627	• الضرائب
5565	3481	3047	• ديون أخرى
2831	812	799	• خزينة الخصوم
29683	24809	21772	إجمالي الخصوم الجارية
74336	66700	55387	إجمالي الخصوم وحقوق الملكية

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة

2. جدول حسابات النتائج للفترة (2018-2020):

اعتمادا على تقارير التسيير السنوية المتوفرة على الموقع الإلكتروني للمؤسسة تم إعداد الجدول الموالي والذي يعرض قائمة الدخل للمؤسسة للفترة (2018-2020).

الجدول رقم (02-03): جدول حسابات النتائج لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة (2018-2020)

2020	2019	2018	البيان (الوحدة: دينار جزائري)
71457	67838	63055	• المبيعات والمنتجات الملحقة 17
148	(172)	477	• التغير في مخزون المنتجات الجاهزة والمنتجات قيد الإنتاج
-	-	-	• الإنتاج المرسل (المثبت)
-	-	-	• إعانات الاستغلال
71623	67666	63532	إنتاج السنة المالية
(55447)	(51115)	(48315)	المشتريات المستهلكة
(1481)	(2086)	(2024)	الخدمات الخارجية والإستهلاكات الأخرى
(56928)	(53201)	(50339)	استهلاك سنة 18
14694	14464	13193	القيمة المضافة للاستغلال
(3510)	(3448)	(3004)	أعباء المستخدمين
(1180)	(1123)	(1107)	الضرائب والرسوم والمدفوعات المماثلة

الفصل الثاني: تقييم الأداء المالي لمؤسسة بيوفارم

			20
10004	9893	9082	إجمالي فائض التشغيل
482	271	663	الإيرادات التشغيلية الأخرى 21
(2093)	(89)	(170)	الأعباء التشغيلية الأخرى 22
(2356)	(1844)	(1598)	مخصصات الإهلاك والمؤونات
1380	1171	859	مخصصات الخسائر وانخفاض القيمة
			23
7418	9401	8835	النتيجة التشغيلية (العملياتية)
392	120	547	الإيرادات المالية
(921)	(129)	(290)	الأعباء المالية
(529)	(9)	256	النتيجة المالية
6889	9392	9092	النتيجة العادية قبل الضريبة
(1670)	(1493)	(1509)	الضريبة المستحقة على النتيجة العادية
			25
351	(295)	(57)	الضريبة المؤجلة (التغيرات) على النتيجة العادية
5570	7604	7525	النتيجة الصافية من الأنشطة العادية
-	-	-	العناصر غير العادية (الإيرادات)
-	-	-	العناصر غير العادي (الأعباء)
-	-	-	النتيجة العادية
5570	7604	7525	النتيجة الصافية لسنة المالية
5554	7557	7482	حصة المجموعة
16	48	43	نصيب ثانوي
218	296	293	ربحية السهم، حصة المجموعة (دج)

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

المطلب الثاني: تقييم الأداء المالي لمؤسسة بيوفارم وفق المؤشرات التقليدية

سنقوم في هذا المطلب بحساب بعض المؤشرات التقليدية لتقييم أداء المؤسسة ومن ثم التعليق على كل واحدة منها.

1. مؤشرات المردودية

1.1. المردودية الاقتصادية

تمثل المردودية الاقتصادية نتيجة الاستغلال بعد الضريبة مقسومة على الأصول الاقتصادية، وتمثل نتيجة الاستغلال بعد الضريبة تساوي نتيجة الاستغلال - IBS

$$IBS = \text{نتيجة الاستغلال} \times \text{معدل IBS} ، \text{ ومعدل IBS (19\%) ، وأنتيجة الاستغلال} \times 0.81$$

أما الأصول الاقتصادية AE فتساوي الأصول الثابتة + BFR

$$\text{حيث: BFR} = [\text{الأصول المتداولة} - \text{الخبزينة}] - [\text{الخصوم المتداولة} - \text{الخبزينة}] .$$

وتلخص نتائج حساب BFR في الجدول الموالي:

الجدول رقم (02-04): الاحتياج في رأس المال العامل BFR خلال الفترة 2018-2020

2020	2019	2018	البيان	
54697	53653	45604	أصول م-الخبزينة	1
26852	23997	20973	الخصوم م-الخبزينة	2
27845	29656	24631	BFR	1-2= 3

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية لمؤسسة بيوفارم 2018-2020

التعليق :

نلاحظ من خلال الجدول أن احتياجات رأس المال قد زادت في 2019 وهذا راجع بالأساس لزيادة الأصول المتداولة بنسبتي 15.3% و 12.6% في المخزون والعملاء على التوالي . (أنظر الملحق الخاص بميزانية الأصول لسنة 2019).

وبناء على النتائج أعلاه يلخص الجدول التالي نتائج حساب المردودية الاقتصادية:

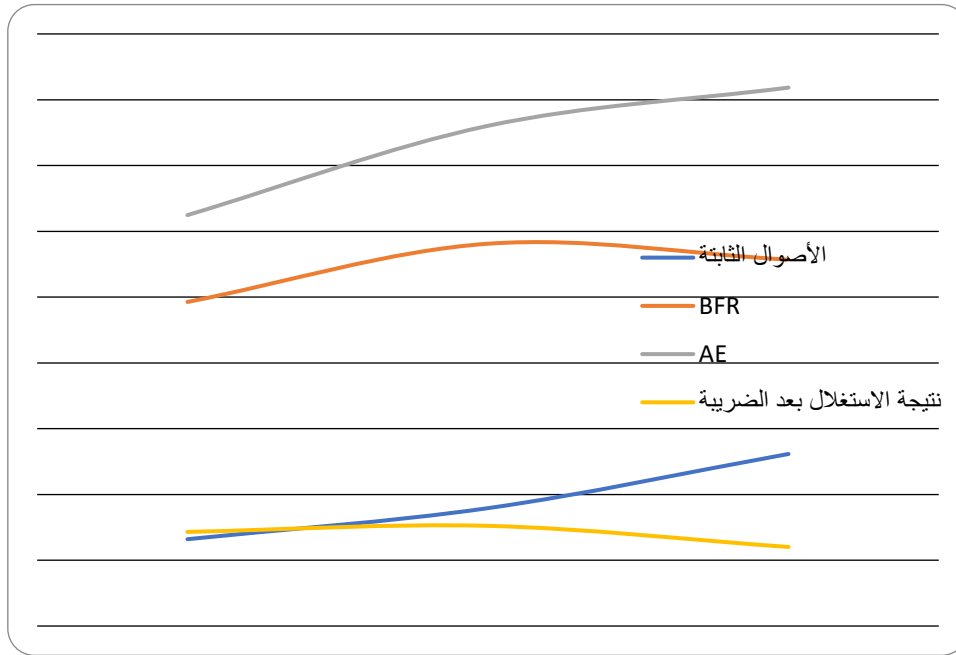
الجدول رقم (02-05): المردودية الاقتصادية لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2018-2020

2020	2019	2018	البيان	
13078	8961	6600	الأصول الثابتة	1
27845	29056	24631	BFR	2
40923	38017	31231	AE	1 + 2 = 3
6008.58	7614.81	7156.35	نتيجة الاستغلال بعد الضريبة	4 = نتيجة الاستغلال × 0.81
15%	20%	23%	RE	4 / 3 = 5
15%-20%=-5	20%-23%=-3	-	التغير Δ	

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية لمؤسسة بيوفارم 2018-2020

ويظهر الشكل الموالي معطيات الجدول أعلاه:

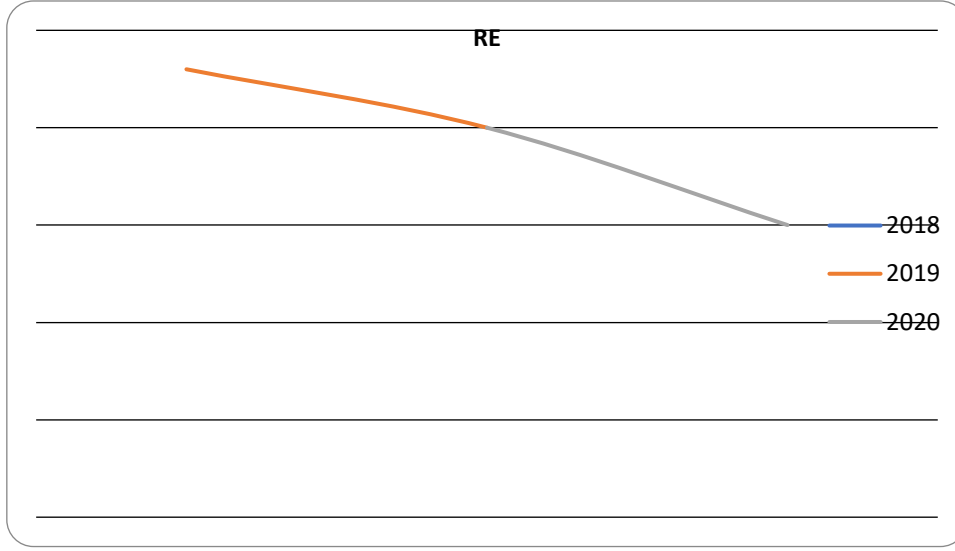
الشكل رقم (02-03): منحنى بياني يمثل عناصر حساب مؤشر المردودية الاقتصادية



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول أعلاه.

كما بين الشكل الموالي تطور مؤشر المردودية الاقتصادية خلال الفترة 2018-2020

الشكل رقم (02-04): منحني بياني يمثل تطور المردودية الاقتصادية خلال الفترة 2018-2020



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول أعلاه.

التعليق:

يمثل المنحني المردودية الاقتصادية لثلاث سنوات متتالية 2018، 2019، 2020 لمؤسسة بيوفارم، اذ نلاحظ ما يلي:

- في السنة الأولى كانت نسبة المردودية الاقتصادية 23%، ثم انخفضت في السنة الثانية إلى 20%، وعاودت الانخفاض في السنة الثالثة لتصبح 15%.

حيث تعتبر سنة 2018 هي الأفضل لأنها الأكبر من حيث المردودية الاقتصادية، كما أن الانخفاض المسجل في 2019 راجع بالأساس إلى الارتفاع المسجل في احتياج رأس المال العامل BFR، وقد فسرنا سابقاً كون أن الارتفاع سجل في العملاء. قد يعزى لظهور جائحة كورونا التي طغت باحتياجاتها الخاصة على السوق الصيدلانية، أما في 2020 كذلك انخفضت المردودية الاقتصادية ويرجع سبب ذلك إلى انخفاض في احتياج رأس المال العامل BFR ونتيجة الاستغلال بعد الضريبة. تقيس المردودية الاقتصادية مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال، أي حساب مساهمة كل وحدة نقدية مستثمرة كأصول في تكوين نتيجة الاستغلال.

1.1. المردودية المالية

تمثل المردودية المالية النتيجة الصافية / الأموال الخاصة، ويُلخص الجدول الموالي نتائج حسابها:

الجدول رقم (06-02): المردودية المالية لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2018-2020

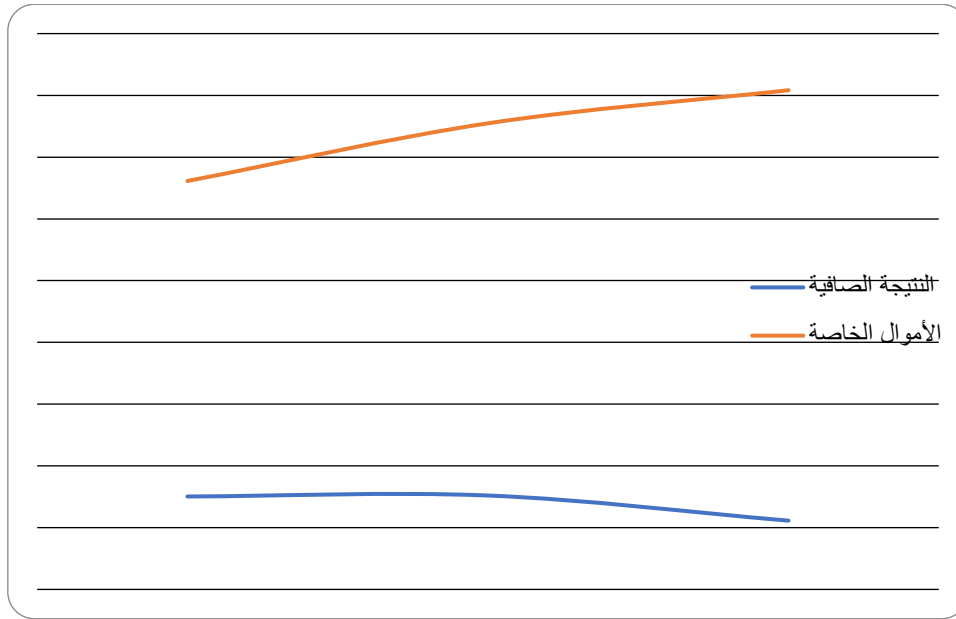
2020	2019	2018	البيان	
5570	7604	7525	النتيجة الصافية	1
40416	37737	33069	الأموال الخاصة cp	2
14%	20%	23%	مردودية الاموال الخاصة Rcp	1 / 2 = 3

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية لمؤسسة بيوفارم 2018-2020

ويظهر الشكل الموالي نتائج الجدول أعلاه:

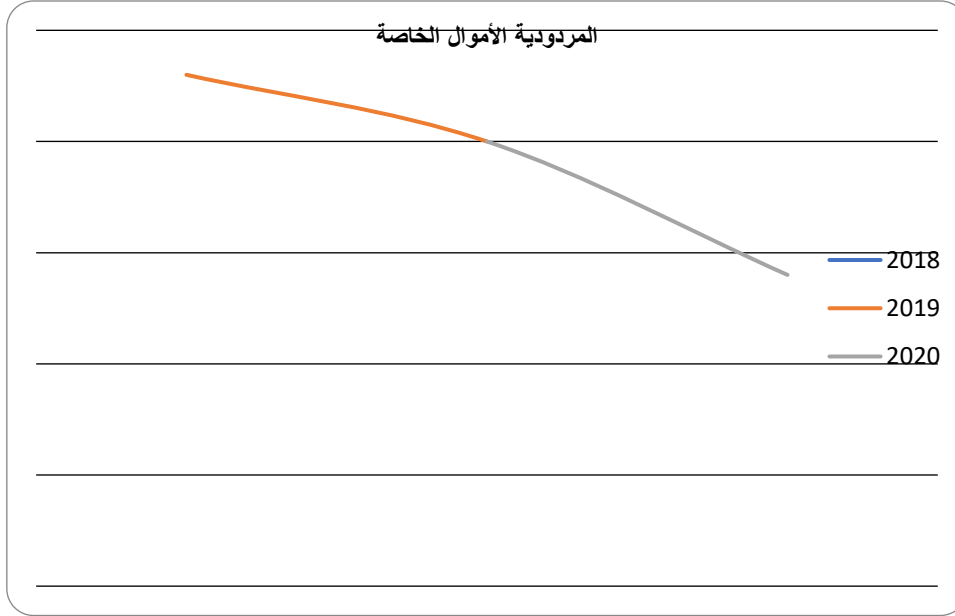
الشكل رقم (05-02): منحنى بياني يمثل تطور النتيجة الصافية والأموال الخاصة خلال الفترة 2018-

2020



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج الجدول أعلاه.

الشكل رقم (02-06): منحى بياني يمثل المردودية المالية لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2018-2020



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج الجدول أعلاه.

التعليق:

سجلت النتيجة الصافية تراجعاً بالرغم من التقدم الطفيف في سنة 2019 لكن سجلت انخفاً ملحوظاً في 2020 راجع بالأساس إلى ارتفاع تكاليف الاستغلال الأخرى بنسبة قدرت بـ: 2243% عن السنة الماضية.

يمثل المنحى المردودية المالية لثلاث سنوات متتالية 2018، 2019، 2020 لمؤسسة بيوفارم، فنلاحظ أنه في سنة 2018 كانت نسبة المردودية المالية 23%، ثم انخفضت في سنة 2019 إلى 20%، وهذا يرجع إلى النتيجة المحققة مقارنة بالأموال الخاصة المستثمرة تعتبر منخفضة، وكذلك انخفضت في سنة 2020 لتصبح 14%.

وفي سنة 2020 انخفضت أكثر مقارنة بالسنتين السابقتين لتصبح 14% ويعود ذلك إلى ارتفاع الأموال الخاصة وفي المقابل النتيجة منخفضة، وكان من المفروض أن تكون هناك زيادة متساوية بين النتيجة الصافية والأموال الخاصة لكن ما لاحظناه في مؤسسة بيوفارم أن نتيجة الصافية سجلت انخفاً

الفصل الثاني: تقييم الأداء المالي لمؤسسة بيوفارم

معتبرا في سنة 2020 مما أثر على مستوى مردودية الأموال الخاصة في الوقت الذي كان من المتوقع أن تزيد فيه المؤسسة من تحقيق النتائج الجيدة.

كذلك في المردودية المالية تعتبر سنة 2018 هي الأفضل لأنها النسبة الأكبر 23%، حيث تقيس مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية أي العائد الذي يحققه الملاك من استثمار أموالهم.

3.1. مؤشرات الربحية: يمثل العائد على رأس المال المستثمر ROI = نتيجة الاستغلال / الأموال

المستثمرة، ومنه الأموال المستثمرة CI = BFR + الأصول الثابتة.

معدل العائد على الأصول ROA = النتيجة العملياتية / مجموع الأصول.

معدل العائد على حقوق الملكية ROE = صافي الربح بعد الضريبة / حقوق الملكية

ويلخص الجدول الموالي نتائج حساب مؤشرات الربحية:

الجدول رقم (02-07): مؤشرات الربحية (ROI، ROA، ROE) لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة

2020-2018

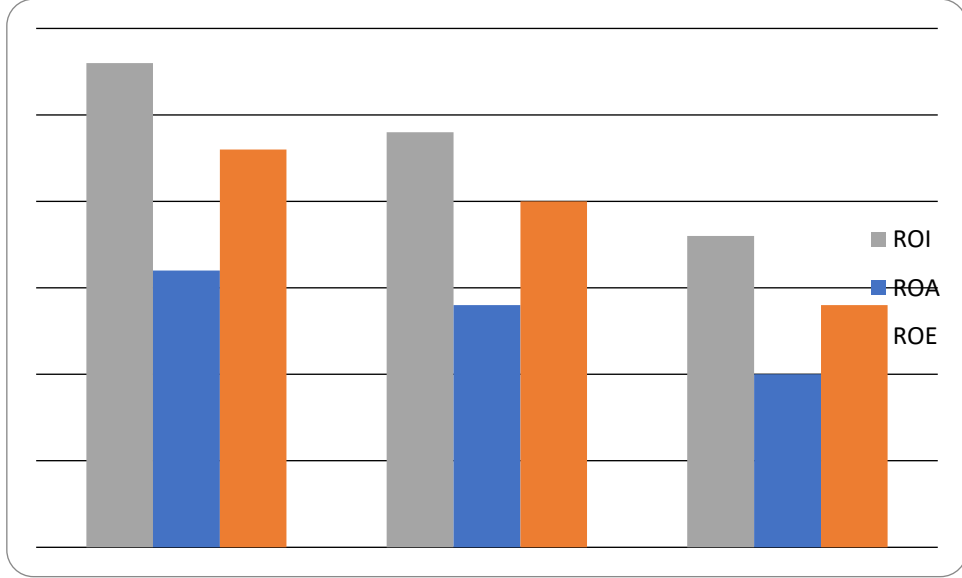
2020	2019	2018	البيان	
7418	9401	8835	نتيجة الاستغلال	1
27845	29656	24631	BFR	2
13078	89061	6600	أصول ثابتة	3
40923	38617	31231	CI أموال مستثمرة	2 + 3 = 4
18%	24%	28%	ROI	1 / 4 = 5
7418	9401	8835	النتيجة العملياتية	6
74336	66700	55387	مجموع الأصول	7
10%	14%	16%	ROA	6 / 7 = 8
5570	7604	7525	صافي الربح بعد الضريبة	9
40416	37737	33069	إجمالي حقوق الملكية	10
14%	20%	23%	ROE	9 / 10 = 11

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية لمؤسسة بيوفارم 2020-2018

ويظهر الشكل الموالي نتائج الجدول أعلاه:

الشكل رقم (02-07): أعمدة بيانية تمثل مؤشرات الربحية (ROI ، ROA ، ROE) لمؤسسة

بيوفارم خلال الفترة 2018-2020



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج الجدول أعلاه.

التعليق:

تمثل الأعمدة البيانية مؤشرات الربحية (ROI ، ROA ، ROE) للفترة الممتدة (2018_2020)

لمؤسسة بيوفارم .

معدل العائد على الاستثمار ROI : حيث نلاحظ انه انخفض هذا المؤشر عبر ثلاث السنوات

المتتالية 2018، 2019، 2020، فكان في سنة 2018 يساوي 28% ومن ثم انخفض في سنة 2019

إلى 24% وذلك لان نتيجة الاستغلال و الأموال المستثمرة سجلت ارتفاعا طفيفا في سنة 2019 مقارنة

بسنة 2018 ، لكن سرعان ما انخفض بمستوى معتبر في 2020 بنسبة 18% يرجع ذلك إلى الارتفاع

المفاجئ لرصيد تكاليف الاستغلال الأخرى مما أثر النتائج المحققة لتلك السنة.

كما يدل انخفاض معدل العائد على الاستثمار ROI على انخفاض المبيعات لديها مقارنة بالأصول التي استثمرتها، حيث يقيس هذا المؤشر مدى قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح من المبيعات أو الأصول المستثمرة فيها (الأصول التي تمتلكها).

معدل العائد على الأصول ROA: حيث نلاحظ أن هذا المؤشر كذلك انخفض عبر السنوات المتتالية 2018، 2019، 2020، فكان في سنة 2018 بنسبة 16% ومن ثم في سنة 2019 بنسبة 14% ومن ثم في سنة 2020 بنسبة 10%، والسبب يرجع إلى عدم الاستغلال الأمثل للأصول لهذا نلاحظ تذبذب في النتيجة التشغيلية لمؤسسة بيوفارم.

يعبر هذا المؤشر عن العلاقة بين الأرباح وحجم الأموال المتاحة للإدارة، بغض النظر عن طريقة تمويلها، فهو يعكس الأنشطة التشغيلية والاستثمارية للمؤسسة ولا يعكس الأنشطة التمويلية في ربحية المؤسسة.

معدل العائد على حقوق الملكية ROE: نلاحظ أن هذا المؤشر انخفض عبر السنوات المتتالية 2018، 2019، 2020 حيث كان في سنة 2018 بنسبة 23% ومن ثم في سنة 2019 بنسبة 20% ومن ثم في سنة 2020 بنسبة 14% وهذا يدل على أن أداء الإدارة لم يكن كفؤ خلال هذه السنوات، كما لم يتم استغلال الأنشطة بجميع أنواعها استغلالاً يمكن المؤسسة من تحقيق ربحاً صافياً مقارنة بحقوق الملكية لمؤسسة بيوفارم .

يعتبر هذا المؤشر من المؤشرات المهمة في التحليل المالي، وهو المعدل العائد المتحقق من استثمار أموال المالكين، إذ أن ارتفاع معدل العائد على حقوق الملكية هو دليل أداء الإدارة الكفؤ، والعكس يحصل عندما تنخفض قيمة المعدل، كما يقيس ربحية كل دينار مستثمر من قبل ملاك المشروع (حملة الأسهم العادية والممتازة) ويعكس كل من الأنشطة التشغيلية والتمويلية والاستثمارية، وبالتالي يتأثر بالرفع المالي وحجم الديون في هيكل رأس المال.

1.1. نسبة مجمل الربح وهامش الربح

تمثل نسبة مجمل الربح مجمل الربح / صافي المبيعات

أما نسبة هامش الربح فتساوي صافي الربح بعد الضريبة / صافي المبيعات

ويمثل الجدول الموالي نسبة مجمل وهامش الربح:

الجدول رقم (02-08): نسبة مجمل وهامش الربح لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2018-2020

2020	2019	2018	البيان	
71457	67828	63055	المبيعات	1
			مجمل الربح	2
5570	7604	7525	صافي الربح	3
			نسبة مجمل الربح	2/1 = 4
8%	11%	12%	نسبة هامش الربح	3/1 = 5

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية لمؤسسة بيوفارم 2018-2020

التعليق:

تمثل نتائج الجدول أعلاه نسبة هامش الربح للسنوات الثلاثة (2018_2020) لمؤسسة بيوفارم،

حيث نلاحظ أنه في سنة 2018 كانت تمثل نسبة هامش الربح 12% وفي سنة 2019 انخفضت إلى 11% ومن ثم انخفضت أكثر في سنة 2020 لتصبح 8%، ويعود سبب ذلك إلى تراجع صافي الربح خلال السنوات الثلاثة كما يشير الانخفاض إلى هبوط وتدهور ربحية المبيعات باعتبارها أهم عناصر التشغيل في المؤسسة.

تعتبر نسبة هامش الربح من المؤشرات الربحية المهمة والتي تحدد بنسبة صافي الربح بعد الضريبة إلى صافي المبيعات وتعتبر عن مستوى ربحية الدينار الواحد من المبيعات.

ملاحظة : تعذر لدينا حساب نسبة مجمل الربح وذلك لغياب بعض المعطيات التي لم تصرح بها المؤسسة (مجمل الربح = قيمة المبيعات - تكلفة البضاعة المباعة).

5.1. ربحية السهم

يلخص الجدول أدناه ربحية السهم لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2018-2020

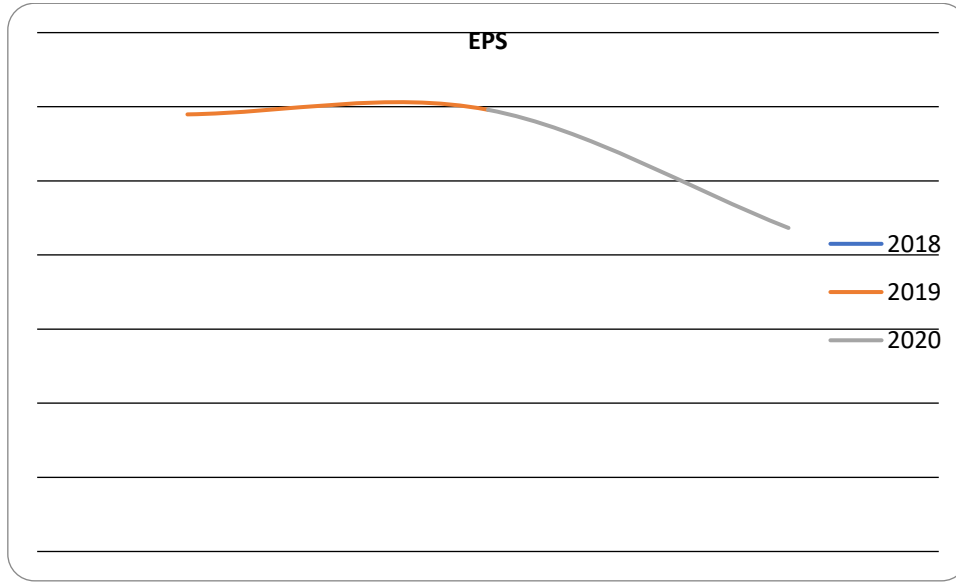
الجدول رقم (02-09): ربحية السهم لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2018-2020

البيان	2018	2019	2020
ربحية السهم	294.85	297.94	218.24

حيث عدد الأسهم = 25.521.875 سهم

ويبين الشكل الموالي نتائج الجدول السابق:

الشكل رقم (02-08): منحنى بياني يمثل ربحية السهم لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2018-2020



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج الجدول أعلاه

التعليق:

يمثل المنحنى البياني ربحية السهم للسنوات الثلاثة 2018، 2019، 2020 لمؤسسة بيوفارم، حيث في سنة 2018 كانت ربحية السهم تقدر بـ 294.85، وفي سنة 2019 ارتفعت إلى 297.94 ويعود ذلك إلى ارتفاع صافي الربح بمقدار 79، أما في سنة 2020 قدرت ربحية السهم بـ 218.24 أي

انخفضت مقارنة بالسنتين 2018 و2019 ويرجع سبب ذلك في انخفاض صافي الربح بمقدار 2.034، وهذا يعني تراجع أداء الإدارة لتعظيم قيمتها السوقية.

تعد هذه النسبة مؤشرا ماليا مهما لمقدار الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية، تعكس شكل الأداء الذي مارسته الإدارة لتعظيم مركز قوتها في السوق، كما تدل على النمو المحتمل في حقوق الملكية الذي يؤثر على الأسعار السوقية للأسهم لتحقيق الأرباح الرأسمالية، فتعظيم ربحية السهم الواحد يؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين في الأجل الطويل، حيث يتم استبعاد توزيعات الأسهم الممتازة، كونها التزاما على المؤسسة يستحق من صافي الدخل من قبل حملة الأسهم العادية.

ملاحظة: يتعذر لدينا حساب المؤشرات السوقية لأن السوق المالي (البورصة) في الجزائر سوق غير نشط وغياب بعض العناصر كمعدل العائد المطلوب في السوق وغيرها للحساب.

المطلب الثالث: تقييم الأداء المالي لمؤسسة بيوفارم وفق المؤشرات الحديثة

سنقوم في هذا المطلب بحساب بعض المؤشرات الحديثة لتقييم الأداء المالي وقياس القيمة لمؤسسة بيوفارم، ومن أهمها القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة.

1. مؤشرات الدخل المتبقي:

1.1. حساب القيمة الاقتصادية المضافة Eva = (العائد على رأس المال المستثمر - التكلفة

$$\text{EVA} : (\text{ROI} - \text{WACC}) * \text{CI} \quad \text{الوسيطية المرجحة} \times \text{رأس المال المستثمر}.$$

لحساب القيمة الاقتصادية المضافة يجب علينا أن نحسب التكلفة الوسطية المرجحة:

- التكلفة الوسطية المرجحة wacc = تكلفة الأموال الخاصة (الأموال الخاصة / الأموال الخاصة + صافي الديون) + تكلفة الديون (1 - معدل الضريبة) (صافي الديون / صافي الديون + الأموال الخاصة).
- تكلفة الأموال الخاصة KCP = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة .
- صافي الديون D = خصوم غير جارية + خزينة الخصوم - أموال جارية أخرى - خزينة الأصول .
- تكلفة الديون KD = المصاريف المالية / صافي الديون.

ويخلص الجدول التالي نتائج حساب التكلفة الوسطية المرجحة

الجدول رقم (02-10): التكلفة الوسطية المرجحة

2020	2019	2018	البيان	
40416	37737	33069	الأموال الخاصة	1
0.14	0.20	0.23	تكلفة الأموال الخاصة	2
507	880	(1838)	صافي الديون	3
(1.82)	(0.15)	0.16	تكلفة الديون	4
0.19	0.19	0.19	نسبة الضرائب	5
%12	%19	%24	التكلفة الوسطية المرجحة	6

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية لمؤسسة بيوفارم 2018-2020

- التكلفة الوسطية المرجحة 2018 = $0.23 \left(\frac{-1838+33069}{33069} \right) + (0.16)(-1)(0.19) + (0.16)(-1838/33069)$.
- التكلفة الوسطية المرجحة 2018 = 24%
- التكلفة الوسطية المرجحة 2019 = $0.20 \left(\frac{880 + 37737}{37737} \right) + (-0.15)(-1)(0.19) + (0.15)(37737+880/880)$.
- التكلفة الوسطية المرجحة 2019 = 19%
- التكلفة الوسطية المرجحة 2020: $0.14 \left(\frac{507 + 40416}{40416} \right) + (-1.82)(-1)(0.19) + (0.15)(40416+507/507)$.
- التكلفة الوسطية المرجحة 2020 = 12%

ويمثل الجدول الموالي نتائج حساب القيمة المضافة الاقتصادية

الجدول رقم (02-11): القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2018-2020

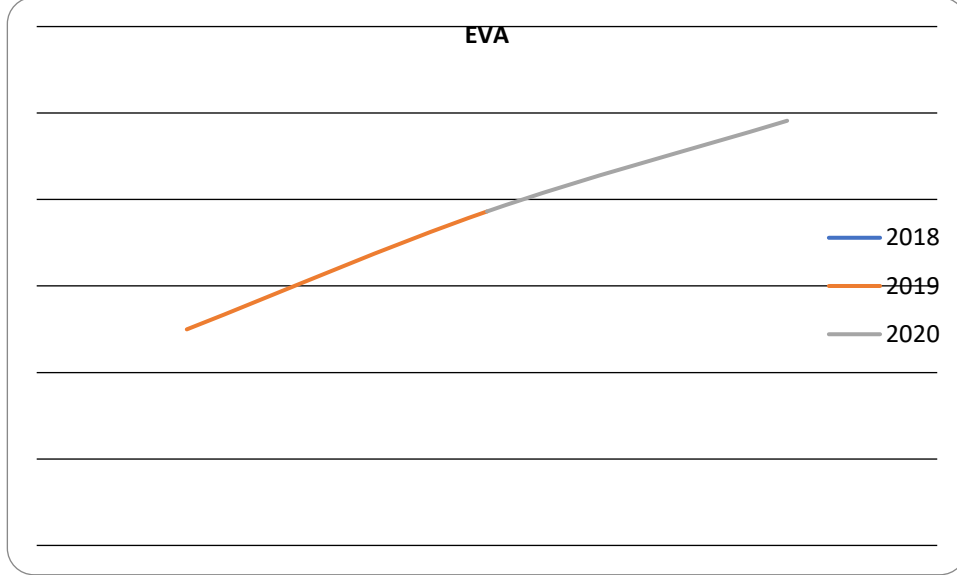
2020	2019	2018	البيان	
18%	24%	28%	ROI	1
12%	19%	24%	WACC	2
40923	38617	31231	CI	3
2455.38	1930.85	1249.24	EVA	$(1-2)*3 = 4$

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية لمؤسسة بيوفارم 2018-2020

ويظهر الشكل التالي نتائج الجدول أعلاه:

الشكل رقم (02-09): منحني بياني يمثل القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة

2020-2018



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج الجدول أعلاه

التعليق:

يمثل المنحني البياني القيمة الاقتصادية المضافة خلال ثلاث سنوات 2018، 2019، 2020 لمؤسسة بيوفارم، إذ يمثل هذا المؤشر قياس أداء المؤسسات وتحديد مدى قدرتها على إنشاء القيمة للمساهمين فيها، فهي مؤشر مناسب لتحديد مدى كفاءة المديرين وقدرتهم على تعظيم ثروة المساهمين.

نلاحظ في هذا المثال أن منحني القيمة الاقتصادية المضافة في تزايد عبر ثلاث سنوات، حيث في سنة 2018 القيمة الاقتصادية المضافة تساوي 1249.24 وفي سنة 2019 تساوي 1930.85 وفي سنة 2020 تساوي 2455.38، ففي كل السنوات موجبة ويدل ذلك على أن العائد على رأس المال المستثمر أعلى من تكلفة رأس المال وهنا المؤسسة تكون لها قدرة على إنشاء ثروة للمساهمين في مؤسسة بيوفارم.

بالرغم من تحقق نتائج منخفضة كمحصلة لأداء المؤسسة لكن لم تجد صداها في مؤشر EVA كون EVA لا تعتمد في حسابها على ما تحققه المؤسسة من النتائج بل تعتمد على الأداء الفعلي للمؤسسة كمحصلة تفاعل بين تكلفة الأموال والعائد على الأموال المستثمرة ما نلاحظه في تكلفة الأموال

أنها شهدت انخفاضا متساويا بينها وبين العائد على الأموال المستثمر مما جعل القيمة داخل المؤسسة تشهد ارتفاعا مستمرا راجع بالأساس لارتفاع الأموال المستثمر كون أن المؤسسة تسعى جاهدة لتحقيق للرفع من قدرتها تدريجيا سواء القدرات الصناعية أو التسويقية مما يسمح لها من مواكبة التغيرات الحاصلة في البيئة الصناعية والتسويقية مستقبلا.

2.1. حساب القيمة الحالية الصافية VAN :

$$VAN = \sum_{i=0}^n EVA(1 + WACC)^{-i} - AE$$

$$VAN = 1249.24 - 31231(1+0.24)^{-1} + 1930.85 - 38017(1+0.19)^{-2} + 2455.38 - 40923(1+0.12)^{-3}$$

$$VAN = - 77042.10039$$

التعليق:

صافي القيمة الحالية هو الفرق بين مجموع التدفقات النقدية المتوقعة المخصومة التي يمكن التنبؤ بها والتكلفة الأولية للاستثمار، وفي مؤسسة بيوفارم وجدنا أنها تساوي (- 77042.10039) سالبة، وذلك لا تجعل من الممكن إعادة تكوين الاستثمار الأولي وإنشاء ثروة إضافية، مع مراعاة الوقت اللازم للحصول عليها، يدعم المشروع لذلك عمل حقيقي ويجب رفضه.

3.1. حساب القيمة السوقية المضافة MVA:

$$MVA = EVA / (1 + wacc)$$

$$MVA = 1249.24 / (1 + 0.24)$$

$$MVA = 1007.45$$

$$MVA = 1930.85 / (1 + 0.19)$$

$$MVA = 1622.56$$

$$MVA = 2455.38 / (1 + 0.12)$$

$$MVA = 2192.30$$

الجدول رقم (02-12): القيمة السوقية المضافة لمؤسسة بيوفارم 2018-2020

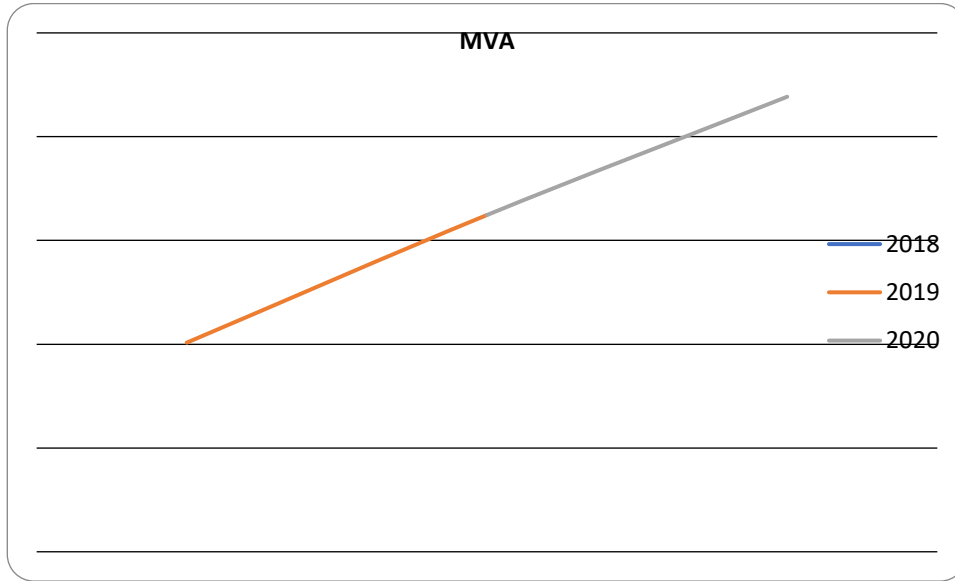
البيان	2018	2019	2020
MVA	1007.45	1622.56	2192.30

المصدر: من إعداد الطالبتين.

ويبين الشكل التالي نتائج الجدول أعلاه:

الشكل رقم (02-10): منحنى بياني يمثل القيمة السوقية المضافة لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2018-2020

2020



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج الجدول أعلاه.

التعليق:

يمثل المنحنى البياني القيمة السوقية المضافة لثلاث سنوات 2018 و 2019 و 2020 لمؤسسة بيوفارم، وهي مؤشر يستخدم لتقدير قدرة المؤسسة على إنشاء القيمة المضافة، إذ يرتبط تطور هذا المؤشر ارتباطاً وثيقاً بتطور سعر السهم، وهو الفرق بين القيمة السوقية لكل عناصر رأس المال مطروحاً منها

الفصل الثاني: تقييم الأداء المالي لمؤسسة بيوفارم

مقدار رأس المال المستثمر، وتمثل القيمة السوقية لرأس المال مجموع القيم السوقية للديون ولحقوق الملكية، أما مقدار رأس المال المستثمر فيحدد من خلال القيمة الدفترية الاقتصادية بدلا من القيمة الدفترية لرأس المال.

فلاحظ من خلال المنحى أن القيمة السوقية المضافة في تزايد خلال ثلاث سنوات، في سنة 2018 تساوي 1007.45 ثم ارتفعت في سنة 2019 إلى 1622.56 وفي سنة 2020 ارتفعت كذلك إلى 2192.30 ويدل ذلك على أن المؤسسة حققت قيمة الناتج عنها الزيادة في ثروة المساهم.

4.1. حساب الربح الاقتصادي (EP)

$$EP = (ROI_t - WACC) \cdot CI_t^{-1}$$

$$EP = (0.28 - 0.24) \cdot 24700$$

$$EP = 988$$

$$EP_{2019} = (0.24 - 0.19) \cdot 31231$$

$$EP = 1561.55$$

$$EP_{2020} = (0.18 - 0.12) \cdot 38617$$

$$EP = 2317.02$$

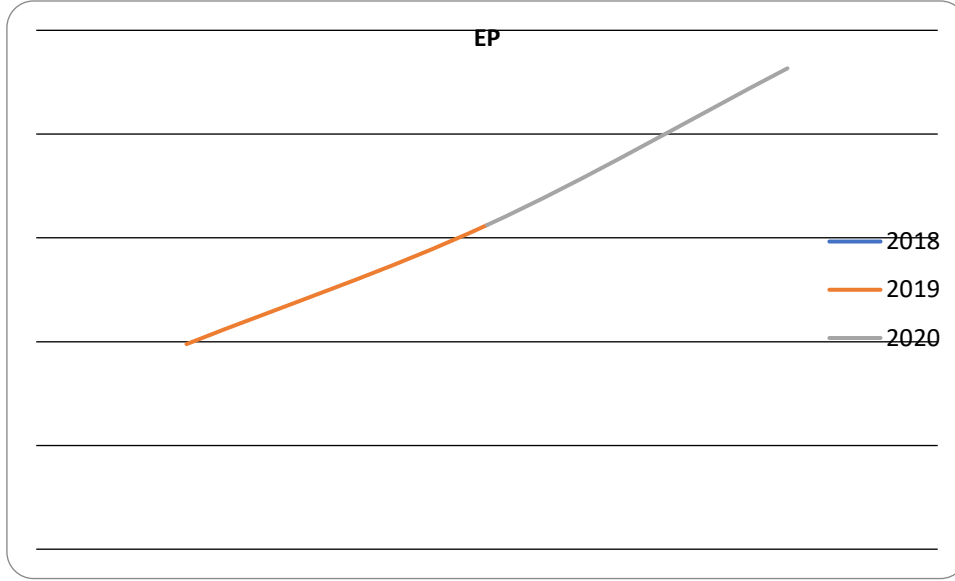
الجدول رقم (02-13): الربح الاقتصادي لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2018-2020

البيان	2018	2019	2020
EP	988	1561.55	2317.02

المصدر: من إعداد الطالبتين.

ويظهر الشكل الموالي نتائج الجدول أعلاه:

الشكل رقم (02-11): منحنى بياني يمثل الربح الاقتصادي لمؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2020-2018



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج الجدول أعلاه.

التعليق:

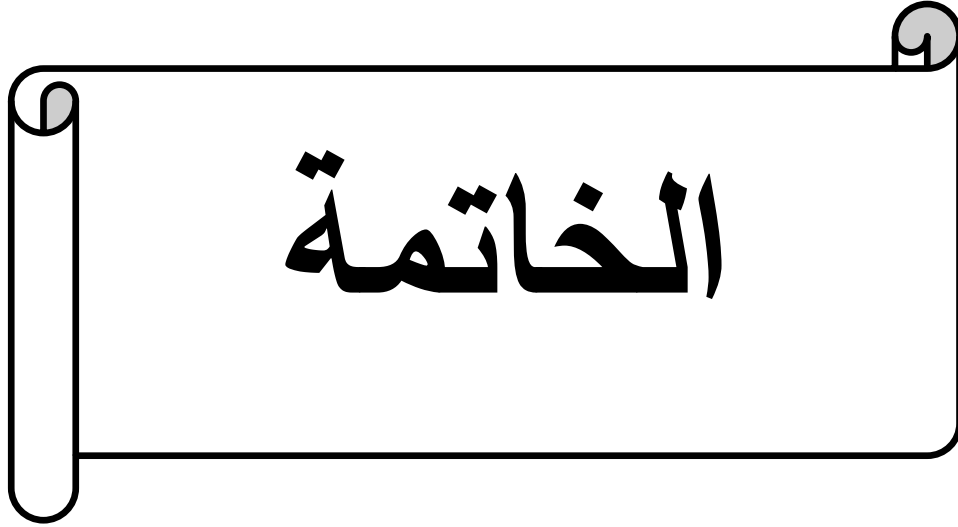
يمثل المنحنى البياني الربح الاقتصادي لمؤسسة بيوفارم خلال ثلاث سنوات متتالية، إذ يقيس هذا المؤشر مقدار القيمة الاقتصادية التي تحققها المؤسسة خلال فترة واحدة، ويحسب الربح الاقتصادي EPT الذي تحققه المؤسسة لفترة معينة بالفرق ما بين الربح التشغيلي الصافي بعد خصم الضرائب المعدلة NOPLAT وتكلفة رأس المال المستثمر، أو بالفرق ما بين العائد على رأس المال المستثمر ROIC وتكلفة رأس المال مضروباً في حجم رأس المال المستثمر IC.

حيث نلاحظ من خلال المنحنى أن الربح الاقتصادي متزايد لثلاث سنوات، ففي سنة 2018 حققت المؤسسة ربح اقتصادي قدره 988 وفي سنة 2019 ربح قدره 1561.55 وفي سنة 2020 ربح قدره 2317.02، وهذا يدل على تحقق المؤسسة قيمة مضافة لمساهميها خلال الثلاث سنوات لأن ربحها الاقتصادي في تحسن. ويمتاز مؤشر الربح الاقتصادي بنفس خصائص القيمة الاقتصادية المضافة.

خلاصة الفصل

حاولنا في هذا الفصل تطبيق أهم ما جاء في الجزء النظري على مؤسسة بيوفارم، فبعد استعراض البطاقة الفنية لمؤسسة بيوفارم وتعريفها وتطورها التاريخي وهيكلها التنظيمي والقانوني واستراتيجياتها ونشاطها، وعرض أهم قوائمها المالية لها، وبعد إتباع القواعد والخطوات الأساسية للقيام بعملية التقييم قمنا بقياس مختلف المؤشرات التي تم التطرق إليها في الجانب النظري وأهمها:

- مؤشرات المردودية: لمعرفة مدى مساهمة الأصول والأموال الخاصة في تكوين النتيجة قمنا بحساب المردودية الاقتصادية والمالية حيث سجلت مؤسسة بيوفارم انخفاض في كلا منهما على مدار ثلاث سنوات.
- مؤشرات الربحية (ROA ROI ROE): حيث لاحظنا أن كل من المؤشرات الثلاثة سابقة الذكر شهدت انخفاضا وذلك بسبب عدم الاستغلال الأمثل للأصول الذي يمكن المؤسسة من تحقيق ربحا صافيا .
- مؤشرات إنشاء القيمة: لاحظنا أن مؤسسة بيوفارم قامت بأداء جيد خلال ثلاث سنوات المدروسة وذلك من خلال المؤشرين EVA و MVA .



على ضوء ما ورد في هذه الدراسة يمكن القول بأن مفهوم الأداء المالي تطور بتطور مؤشرات قياسه والتي أعدت من قبل الباحثين والمحللين الماليين، إذ يعتبر الأداء المالي مرحلة من مراحل العملية الإدارية، يتم فيها مقارنة الأداء الفعلي بالأداء المستهدف مسبقاً باستخدام مؤشرات محددة وذلك من أجل الوقوف على النقص أو القصور في الأداء وبالتالي اتخاذ القرارات اللازمة أو المناسبة لتصحيح هذا القصور خلال فترة زمنية معينة.

ف تقييم الأداء من خلال المؤشرات التقليدية أو الحديثة أو الاثنان معا متوقف على قدرة المسير في إدارة مالية المؤسسة، لذا واجهت المؤشرات التقليدية العديد من الانتقادات بسبب قصورها في إعطاء قياس دقيق لقيمة المؤسسة وتقييم مكانة أدائها المالي. فباشر العديد من المسيرين بتغيير طرق قياس القيمة للمؤسسات واتبعوا المؤشرات الحديثة لما تحمله من كفاءة في التقييم، ولعل من أبرز هذه المؤشرات القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة اللتان تقيسان مدى قدرة المؤسسة على إنشاء قيمة لفترة طويلة الأجل.

إن ارتباط المؤشرات بطريقة مباشرة ومنطقية بالأهداف الأساسية، أو بعبارة أخرى مدى قابلية المؤشر لتفسير الهدف من القياس أي أن المعلومة التي يقدمها المؤشر تعكس بصورة دقيقة الظاهرة المدروسة في المؤسسة، ولكي يكون المؤشر أكثر ملائمة ودلالة (معنوية)، يجب أن يكون ذا موثوقية ولديه القدرة على الاستجابة، فالمؤشر يعطي معلومات بطريقة يسهل على الجميع فهمها واستيعابها.

الهدف من إعداد المؤشرات بصفة عامة، هو قابليتها للمقارنة بهدف الوقوف على ما تم التخطيط له وما تم الوصول إليه فعلاً، متكاملًا ومغطياً للجوانب المختلفة في الأداء.

وبعد تقييم الأداء المالي لمؤسسة بيوفارم للسنوات 2018، 2019، 2020 أمكننا من استنتاج النتائج التالية:

أولاً: نتائج اختبار الفرضيات

- **الفرضية الأولى:** تضيف المؤشرات الحديثة ميزة جديدة تساعد في قياس إنشاء القيمة في المؤسسات، تم إثبات صحة الفرضية الأولى فالمؤشرات الحديثة المتمثلة في الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة أضافت ميزة جديدة تساعد في قياس إنشاء القيمة؛
- **الفرضية الثانية:** المؤشرات التقليدية لتقييم الأداء ثلاثم تقييم الأداء المالي لمؤسسة بيوفارم للصناعة الصيدلانية، تم إثبات صحة الفرضية.

ثانياً: نتائج الدراسة:

- ولقد توصلنا من خلال مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة أن مؤسسة بيوفارم أنشأت قيمة خلال ثلاث سنوات وذلك لارتفاع الأموال المستثمرة وبالتالي التأثير ايجابي في ثروة المساهمين.
- وكذلك مؤشر القيمة السوقية المضافة لاحظنا خلال ثلاث سنوات أنه كان موجبا وفي تزايد، ويدل ذلك على وجود قيمة أي زيادة في ثروة المساهم.
- كما توصلت نتائج الدراسة إلى أن: المردودية الاقتصادية انخفضت طيلة سنوات الدراسة وهذا راجع بالأساس إلى الارتفاع في احتياجات في رأسمال العامل والذي سببه بالأساس في زيادة المحزون والعملاء.
- أما المردودية المالية فكانت هي الأخرى في انخفاض على مدار الثلاث سنوات المدروسة وهذا بسبب انخفاض في النتيجة الصافية في المؤسسة.
- كذلك هو الحال بالنسبة لي مؤشرات الربحية فقد سجلت جميعها انخفاضا على مدى الثلاث سنوات بسبب عدم الاستقرار في نتيجة الاستغلال وصافي الربح بعد الضريبة كلها سجلت ارتفاعا. كما سجل انخفاضا في كل من نسبة مجمل الربح وهامشه.
- إلا أن مؤسسة بيوفارم سجلت قيمة اقتصادية مضافة خلال سنوات الدراسة الثلاث وهذا يعني أنها تقوم بأداء اقتصادي جيد.

آفاق الدراسة:

- تقييم العلامة التجارية للمؤسسات الاقتصادية؛
- تقييم أداء المؤسسات الناشئة؛
- أثر الهيكل التمويلي على تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

الكتب

1. بن الربيع حنيفة، الواضح في المحاسبة المالية وفق المعايير الدولية، الجزء الأول، الطبعة الثانية، منشورات كليك، 2015.
2. بن الربيع حنيفة، حساني عبد الحميد، صالح بوعلام، الواضح في المحاسبة المالية وفق النظام المحاسبي المالي والمعايير الدولية، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، منشورات كليك، 2013.
3. حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2001.
4. حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل المالي، دار الوراق، عمان، الأردن، 2000.
5. سلمان حسين الحكيم، تحليل القوائم المالية - مدخل صناعة القرارات الاستثمارية والانتمانية، دار ومؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، 2017.
6. شعيب شنوف، التحليل المالي الحديث طبقاً للمعايير الدولية للإبلاغ المالي، الطبعة الأولى، دار الزهران، الأردن، 2012.
7. عبد الله عبد العزيز هلال، سعد بيومي، محمد سامي، التحليل المالي للقوائم المالية وتقييم الأداء، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، 2019.
8. عبد المنعم عوض الله، محمود عباس حمدي، أحمد سباعي قطب، تحليل ونقد القوائم المالية أساسيات التطوير، الطبعة الأولى، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح للنشر والتوزيع، القاهرة، 2001.
9. عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، التحليل المالي اتجاهات معاصرة، الطبعة العربية، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2008.
10. عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، 2007.
11. فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، الطبعة الأولى، رام الله فلسطين، 2008.
12. مبارك لسوس، التسيير المالي تحليل نظري مدعم بأمثلة وتمارين محلولة، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2012.
13. محمد شفيق حسين طنيب، محمد ابراهيم عبيدات، أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، المستقبل، عمان، الأردن، 1997.

14. محمد الفاتح محمود بشير المغربي، التحليل المالي، الطبعة الأولى، دار الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، القاهرة، مصر، 2022.
15. محمود صبح، الإدارة المالية الطويلة الأجل (3) قرارات محورية لتعظيم ثروة المساهمين، الطبعة الأولى، البيان للطباعة والنشر، 2000.
16. ملكاوي مولود، الاستراتيجية والتسيير المالي، الطبعة الأولى، دار هومه للنشر، 2018.
17. منير ابراهيم هنيدي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2000.
18. ميلاوي مولود، الإستراتيجية والتسيير المالي، الطبعة الأولى، دار هومة للنشر، 2018.
19. يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، 2006.

المقالات

1. زهواني رضا، وصيف فائزة خير الدين، سمير بوعاقبة، دور الإدارة المالية في وضع القرارات المالية (قرار التمويل، قرار الاستثمار، وتوزيع الأرباح، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد 1، العدد 1، ديسمبر 2017، جامعة الشهيد محمد لخضر بالوادي - الجزائر.
2. زينب شلال عكار، عادل حاتم ناصح، تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة دراسة تحليلية في عين من شركات القطاع الخاص العراقية، المجلد 11، العدد 23، كانون 2019، مجلة دورية تصدر عن كلية الادارة والاقتصاد، جامعة البصرة.
3. معاليم سعاد، بوحفص سميحة، انشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA، مجلة العلوم الانسانية والاجتماعية، العدد 30، سبتمبر 2017، جامعة خنشلة الجزائر.
4. خالد سيف الاسلام بوخلال، بن ثابت علال، قياس وتقييم الاداة باستخدام المؤشرات والتقليدية ودراسة فعاليتها في خلق القيمة، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 12، العدد 01، جانفي 2021، جامعة الاغواط.
5. خنفري خيضر، بورنيسة مريم، دور النسب والمؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، مجلة دراسات الاقتصادية، العدد 27.
6. هشام بحري، تقييم مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة للمساهم، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 42، ديسمبر 2014، المجلد ب، جامعة قسنطينة 2.
7. رايح شليق، عمار بن نوار، الموازنة بين العائد والمخاطرة كأساس اختيار القرارات المالية، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 7، العدد 13، 30 ديسمبر 2016، جامعة زيان عاشور، الجزائر.

8. زينب شلال عكار، عادل حاتم ناصح، تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة دراسة تحليلية لعينة من شركات القطاع الخاص العراقية، المجلد 11، العدد 23، 2019، جامعة البصرة.
9. غربي نوال، محرز نورالدين، أثر قرار الاستثمار على تعظيم ثروة المساهمين، مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 5، العدد الأول، جوان 2022، جامعة مساعدية محمد الشريف سوق أهراس.
10. بن سنة ناصر، قاشي يوسف، أهمية القرارات المالية المعبر عنها بالعائد على الاستثمار والتكلفة الوسيطة في خلق القيمة الاقتصادية المضافة، مجلة الأفاق للدراسات الاقتصادية، العدد السادس، المجلد الثاني، 2021، جامعة البويرة.
11. يحيوش حسين، لطرش سميرة، المخاطر وتأثيرها على هدف تعظيم قيمة المنشأة، مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة منتوري قسنطينة، العدد 7، ديسمبر 2014.

الأطروحات والرسائل الجامعية

1. نفيسة حجاج، أثر الاستثمار في تكنولوجيا المعلومات والاتصال على الأداء المالي، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2016-2018.
2. رقية شطبي، الأداء للمؤسسة الاقتصادية ومؤشرات تقييمه، رسالة ماجستير، كلية العلوم والتجارية وعلوم التسيير جامعة 8 ماي 1945 قالمة، 2010-2011.
3. الهاشمي بن واضح، تأثير متغيرات البيئة الخارجية على أداء المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف 1، 2013-2014.
4. عادل بومجان، تأهيل الموارد البشرية لتحسين أداء المؤسسة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015.
5. عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس وتقييم، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2001-2002.
6. ريغة أحمد صغير، تقييم أداء المؤسسات الصناعية باستخدام بطاقة الأداء المتوازن، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، 2013-2014.
7. مريم شكري محمود نديم، تقييم الأداء المالي باستخدام بطاقة الأداء المتوازن، رسالة ماجستير، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط الأردن، 2012-2013.
8. أمل بدر أبو حويلة، مدى استخدام مقاييس الاداء المالية وغير المالية في ظل بيئة التصنيع الحديثة، رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2012.

9. مجد سامي الحجلة، مدى انعكاس مؤشرات الأداء المالي على أسعار الأسهم للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2016.
10. أنس سمير أمين صالح، أثر رأسمال الفكري على الأداء المالي في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، جامعة الزرقاء الأردن، 2014-2015.
11. أنس مصلح ذياب الطروانة، العوامل المأثرة في تقييم الأداء المالي لشركات التأمين الأردنية، رسالة ماجستير، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، 2015.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

les ouvrages

1. Roland porfait , Patrica CHarlety , Denis Dubois , Philippe Noubel , LES Décisions Financières de l'entreprise Méthodes et Applications .
2. Elie cohen , Gestion financière de l'entreprise et développement financier, canada , 1991 .

les Sites

1. www. Biopharmdz. Com, notice d'information, s. d.
2. www. Biopharmdz. Com



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

Actif						
(en millions de DZD)	Note	31/12/2019	12/31/2018	Var	%	
Actifs non courants						
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif	1	445	445	-	-	-
Immobilisations incorporelles	2.1	156	170	(14)	(8,4%)	
Immobilisations corporelles						
Terrains		1 508	1 508	-	-	
Bâtiments		576	627	(51)	(8,2%)	
Autres immobilisations corporelles		3 216	2 186	1 030	47,1%	
Immobilisations en concession		-	-	-	n/a	
Immobilisations encours	3	2 342	945	1 397	147,8%	
Immobilisations financières						
Titres mis en équivalence		-	-	-	n/a	
Autres participations et créances rattachées		5	5	-	-	
Autres titres immobilisés		-	50	(50)	(100,0%)	
Prêts et autres actifs financiers non courants		331	331	0	0,1%	
Impôts différés actif	5	382	333	49	14,7%	
Total actifs non courants		8 961	6 600	2 361	35,8%	
Actifs courants						
Stocks et encours	6	24 438	21 187	3 251	15,3%	
Créances et emplois assimilés						
Clients	7	22 666	20 135	2 530	12,6%	
Autres débiteurs	8	5 291	3 751	1 540	41,1%	
Impôts et assimilés		1 258	531	727	137,1%	
Autres créances et emplois assimilés		-	-	-	n/a	
Disponibilités et assimilés						
Placements et autres actifs financiers courants	9	540	48	492	1 034,9%	
Trésorerie	10	3 546	3 135	411	13,1%	
Total actifs courants		57 738	48 786	8 952	18,3%	
Total actifs		66 700	55 387	11 313	20,4%	

الملحق رقم (1)

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

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

الملحق رقم (2)

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

Compte de résultat					
(en millions de DZD)	Note	31/12/2019	12/31/2018	Var	%
Ventes et produits annexes	17	67 838	63 055	4 783	7,6%
Variation stocks produits finis et en cours		(172)	477	(650)	(136,1%)
Production immobilisée		-	-	-	n/a
Subventions d'exploitation		-	-	-	n/a
Production de l'exercice		67 666	63 532	4 133	6,5%
Achats consommés		(51 115)	(48 315)	(2 800)	5,8%
Services extérieurs et autres consommations	18	(2 086)	(2 024)	(62)	3,1%
Consommation de l'exercice		(53 201)	(50 339)	(2 862)	5,7%
Valeur ajoutée		14 464	13 193	1 271	9,6%
Charges de personnel	19	(3 448)	(3 004)	(444)	14,8%
Impôts, taxes et versements assimilés	20	(1 123)	(1 107)	(16)	1,5%
Excédent brut d'exploitation		9 893	9 082	811	8,9%
Autres produits opérationnels	21	271	663	(392)	(59,2%)
Autres charges opérationnelles	22	(89)	(170)	81	(47,6%)
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs	23	(1 844)	(1 598)	(246)	15,4%
Reprise sur pertes de valeur et provisions		1 171	859	312	36,3%
Résultat opérationnel		9 401	8 835	566	6,4%
Produits financiers		120	547	(427)	(78,0%)
Charges financières		(129)	(290)	162	(55,6%)
Résultat financier	24	(9)	256	(265)	(103,4%)
Résultat ordinaire avant impôt		9 392	9 092	301	3,3%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	25	(1 493)	(1 509)	16	(1,1%)
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		(295)	(57)	(237)	413,4%
Résultat net des activités ordinaires		7 604	7 525	80	1,1%
Éléments extraordinaires (produits)		-	-	-	n/a
Éléments extraordinaires (charges)		-	-	-	n/a
Résultat extraordinaire		-	-	-	n/a
Résultat net de l'exercice		7 604	7 525	80	1,1%
Dont Part du Groupe		7 557	7 482		
Part des minoritaires		48	43		
Bénéfice par action, part du Groupe (DZD)		296	293		

الملحق رقم (3)

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

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

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

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

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

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