

قياس مدى قدرة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية على خلق القيمة دراسة حالة مجمع

صيدال لصناعة الصيدلانية

الأستاذ الدكتور: ربحان الشريف

الباحثة: نايت عطية مريم

جامعة باجي مختار عنابة الجزائر

ملخص:

تهدف هذه الدراسة للكشف عن مدى قدرة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية تحديدا حالة "مجمع صيدال" على خلق القيمة للمساهمين وكافة الأطراف ذات المصالح وذلك من خلال قياس، متابعة و تحليل تطور القيمة المحققة من قبل المجمع خلال فترة الدراسة المحددة من سنة 2010 إلى 2014 وهذا بالإعتماد على جملة من مؤشرات قياس خلق القيمة وهي: مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، مردودية الأموال الخاصة، الأداء البورصوي، القيمة الجوهرية، فائض القيمة و القيمة السوقية المضافة للمجمع. خلصت الدراسة إلى أن المجمع و رغم تحقيقه للأرباح و مردودية خلال فترة الدراسة، إلا أنه لم يكن قادر على خلق قيمة مضافة إنطلاقا من نشاطه الرئيسي خلال معظم سنوات الدراسة ماعدا سنة 2012، لذلك يجب على المجمع الإهتمام أكثر بتطبيق أسس خلق القيمة و الإعتماد على المصادر التي تحقق خلق للقيمة على مستواه، بإضافة إلى ضرورة تبني إطار مؤسسي لخلق القيمة و هو ما يعرف بحوكمة المؤسسات.

الكلمات المفتاحية: خلق القيمة، أسس خلق القيمة، مصادر خلق القيمة، مؤشرات

خلق القيمة.

Résumé:

Objectif de cette étude est de révéler la capacité de l'entreprise algérienne spécifiquement le «complexe Saidal» a la création de la valeur pour les actionnaires et les parties prenantes, et cela est à travers La mesure ; le suivie et l'analyse de l'évolution de la valeur réalisée par le complexe

pendant la période de l'étude déterminée de l'année 2010 jusqu' à 2014, cela on se basant sur un ensemble d'indicateurs de la création de valeur qui sont: le profit économique ou l'Economic Value Added (EVA), la rentabilité des fonds propres, la performance boursière, la valeur intrinsèque de l'action, le goodwill et la valeur ajoutée par le marché. L'étude a conclu que malgré que le complexe a réalisé des profits et une bonne rentabilité durant la période de l'étude, mais il N'a pas pu créer une valeur ajoutée de son activité principale et cela pendant La plupart des années de l'étude sauf l'année 2012. donc il faut prêter plus d' attention a L'application des principes de la création de valeur, et se baser sur les Sources qui crée la valeur Au niveau du complexe, en plus de la nécessité d'adopter un cadre institutionnel pour la création de valeur qui est connu comme « la gouvernance d'entreprise ».

Les mots clés: la création de valeur, les principes de la création de valeur, les Sources de la création de valeur, les indicateurs de la création de valeur.

مقدمة:

يعتبر تحقيق البقاء والاستمرار الهدف الأول للمؤسسة الاقتصادية، لذلك تسعى هذه الأخيرة دائما لتحقيق النمو وذلك من خلال توليد فوائض إنطلاقا من مختلف أنشطتها وتحديد نشاطها الإستغلالي وهو ما يعرف بعملية خلق القيمة حيث أصبحت هذه الأخيرة تحظى بمكانة جد هامة على مستوى مراكز القيادة والتسيير بالمؤسسات الاقتصادية، ضمن هذا الإطار لم تعد المؤسسات الكبرى تسعى لتحقيق أرباح و مردودية مرتفعة فحسب وإنما لتوليد قيمة مضافة تفوق الموارد المستخدمة من قبلها، توجه هذه القيمة المحققة إلى كافة الأطراف ذات المصالح مع المؤسسة على وجه العموم وللمساهمين

على وجه الخصوص وفقا لنظرية المالية. ضمن هذا السياق نحاول من خلال دراستنا الحالية الكشف عن مدى قدرة المؤسسات الجزائرية على خلق الثروة.

مشكلة الدراسة: بعد توجه الإقتصاد الجزائري نحو إقتصاد السوق و خصخصة المؤسسات العمومية مطلع التسعينات، تخلت هذه الأخيرة عن طابعها الإجتماعي الضيق الأفق و أصبحت تصبو هي الأخرى لتحقيق خلق القيمة للمساهمين على وجه الخصوص و لكافة الأطراف ذات العلاقة بالمؤسسة بصفة عامة و يعتبر مجمع صيدال أحد أهم هذه المؤسسات الوطنية الجزائرية التي توجهت نحو تحقيق هدف خلق الثروة. من هنا تبرز إشكالية الدراسة و التي يمكن صياغتها كما يلي:

ما مدى قدرة المجمع الصناعي " صيدال للإنتاج الصيدلاني " على خلق القيمة ؟
فرضية الدراسة: للإجابة عن التساؤل المحوري السابق الذكر نضع الفرضية التالية:
- "مجمع صيدال" قادر على خلق الثروة للمساهمين و لكافة الأطراف ذات المصالح خلال فترة الدراسة.

أهمية الدراسة:

يحظى موضوع خلق القيمة بمكانة هامة على مستوى مراكز القيادة و التسيير بالمؤسسات الإقتصادية بشكل عام و المؤسسات الكبرى منها بشكل خاص حيث أصبح بمثابة ميزة مرتبطة بها و ذلك كونه يعتبر مؤشر نمطي لتقييم نشاط هذه المؤسسات و كذا مقياس شامل يساهم في إتخاذ القرارات الإستراتيجية و الدائمة على مستواها. من ناحية أخرى تبرز مكانة موضوع خلق القيمة على مستوى الإقتصاد ككل حيث يهدف هذا الأخير بدوره لتحقيق خلق الثروة و تساهم في هذا الإطار المؤسسات الإقتصادية بإعتبارها نواة الإقتصاد في تحقيق ذلك من خلال خلقها للقيمة المضافة. من هنا تنبع أهمية موضوع دراستنا الحالية حيث نحاول الكشف عن مدى قدرة واحد من أهم المؤسسات الصناعية الجزائرية على خلق القيمة.

الهدف من الدراسة: نهدف من خلال دراستنا الحالية إلى:

- الكشف عن ميكانيزمات خلق القيمة على مستوى المؤسسات الاقتصادية؛
- تقديم أهم مؤشرات قياس الأداء أو قياس خلق القيمة على مستوى المؤسسات الاقتصادية؛
- الكشف عن مدى قدرة "المجمع الصناعي صيدال" على خلق القيمة خلال سنوات الدراسة.

منهجية الدراسة و مصادر المعلومات: من أجل دراسة المشكلة موضوع الدراسة، و تحصيل أبعادها و محاولة إختبار صحة الفرضية الموضوعية، قمنا باستخدام المنهج الوصفي التحليلي فيما يخص الجانب النظري و ذلك من خلال إعتدنا على مجموعة من: الكتب، الرسائل العلمية، الأبحاث العلمية المحكمة و مواقع الأنترنت و ذلك قصد الإلمام بكافة الجوانب النظرية لموضوع الدراسة، بينما قمنا بإستخدام منهج دراسة الحالة على مستوى الجانب التطبيقي بإعتبار أنه الأنسب لتحديد الحقائق و لفهم مكونات الموضوع. أما عن المجال الزمني فقد حددنا فترة الدراسة بخمس سنوات من سنة 2010 إلى غاية سنة 2014 و قد إقتصرت دراستنا على المجمع الصناعي صيدال للإنتاج الصيدلاني الكائن بالجزائر العاصمة و تمثلت مصادر المعلومات في القوائم المالية المصادق عليها و المعلن عنها من قبل المجمع لفترة الدراسة و تقارير بورصة الجزائر المعدة من قبل لجنة تنظيم عمليات بورصة الجزائر و مراقبتها.

أولاً: ميكانيزمات خلق القيمة على مستوى المؤسسة الاقتصادية: تعتمد عملية خلق القيمة على مستوى المؤسسة الاقتصادية على جملة من الميكانيزمات هذه الأخيرة هي عبارة عن مجموعة من الأسس و المصادر التي يعتمد عليها مسيري المؤسسات للوصول لتحقيق هدف خلق القيمة، فيما يلي نقدم بداية تعريفا لمفهوم خلق القيمة ثم أسس و مصادر خلقها.

1-2 تعريف مفهوم خلق القيمة: لا يعتبر مفهوم خلق القيمة حديثا، فقد تنطرق إليه "ألفراد مارشال" سنة 1890 تحت إسم الربح الإقتصادي و يعرف بأنه: " رأس المال

المستثمر مضروب في الفارق بين العائد على الإستثمار و تكلفة رأس المال "، كما أنه " الربح المتبقي المتاح للمساهمين بعد حسم مكافأة رأس المال " (بريكة و مسعي، 2009، ص 8). من هنا نقول أن مؤسسة قامت بخلق قيمة عندما تحقق مرودية للأصل الإقتصادي أكبر من تكلفة التمويل و هي تكلفة الديون و الأموال الخاصة أو ما يعرف بتكلفة رأس المال المستثمر. يوجه جزء من هذه القيمة المحققة وفقا لنظرية المالية للمالكي المؤسسة و آخر لمختلف الأطراف ذات العلاقة معها. (Charreaux et Desbrières, 1998, p: 60).

2-1 أسس خلق القيمة: يمكن حصر أهم أسس خلق القيمة إجمالاً في ثلاثة عناصر أساسية و هي: "المؤسسة و هدف تعظيم الثروة للمالكيين"، "خلق القيمة و تكلفة رأس المال" و "مستوى العائد".

أ- المؤسسة و هدف تعظيم ثروة المالكيين: النموذج الذي يعتقد بأنه يخلق القيمة هو عبارة عن حصيلة لمدخل تعاقدية بين المسيرين و المالكيين و الذي يهتم بثروة المؤسسة الإقتصادية، حيث يسهل على المساهمين إختيار المسيرين أو الوفد القائم على تسيير الأموال، كما يسهل عملية إعداد التقارير حول الأجراء و كذا مختلف الأطراف ذات المصالح. من ناحية أخرى يسمح هذا النموذج بمقارنة هذه التقارير مع نشاط الغير بهدف خلق القيمة للمساهم (بريكة و مسعي، 2009، ص 10).

ب- خلق القيمة و تكلفة رأس المال: بعد جملة من الدراسات التي أثبت أن هدف المؤسسة هو خلق القيمة، أكدت هذه الدراسات ضمن نفس الإطار أن تحديد تكلفة رأس المال يسهل على المؤسسة رسم إستراتيجيتها تماشياً مع تطور السوق، لكن تواجه في هذا الخضم المؤسسات مشكلة التحديد الدقيق و كيفية ضبط و التحكم في هذه التكلفة مما يحقق بالتالي رفعا لقيمة المؤسسة. (Vernimmen, 2012, p: 785).

ج- مستوى العائد: المؤسسة التي لا تعمل على تحقيق مستوى عائد إما أعلى من تكلفة الموارد المستخدمة أو على الأقل مساوي لها تعتبر خارج هدف خلق القيمة.

تُمكن هذه العناصر المتعاملين من خارج المؤسسة من معرفة حالتها من خلال تقييم تكلفة الفرصة البديلة للإستثمارات، أما داخليا فهي تمكن المؤسسة من تحديد و تقييم

الوضع الحالي و المستقبلي من خلال الإعتماد على المعطيات المتوقعة و مراعاة تطور السوق ككل و بالتالي بناء إستراتيجية تحقق بها أهداف جميع الأطراف و شركاء من خارج المؤسسة.

3-1 مصادر خلق القيمة: تعتبر القرارات الإستراتيجية التي يتم إتخاذها من قبل الطاقم المسير للمؤسسة أهم مصادر خلق القيمة داخلها و نميز ضمن هذا الإطار بين كل من الروافع الإستراتيجية و المالية. تتمثل الروافع الإستراتيجية أساسا في:

أ-التنافسية: حيث سلط ME.Porter الضوء في مقاله "سلسلة خلق القيمة" سنة 8619 على القيمة التي تحققها المؤسسة نتيجة للإكتسابها لمزايا تنافسية تميزها عن المؤسسات المنافسة (Hirigoyen et Caby, 1998, p: 23) ؛

ب-النمو الداخلي: أشارت العديد من الدراسات التطبيقية إلى التأثير الملحوظ للإستثمارات المادية و نفقات البحث و التطوير على قيمة المؤسسة (Hirigoyen et Caby, 2001, p: 36).

ج-النمو الخارجي: أبرزت العديد من الدراسات التطبيقية ضمن هذا الإطار العلاقة القوية بين كل من مرودية OPA و إستراتيجية المؤسسة فيما يتعلق بقرارات النمو الخارجي، حيث توصلت معظمها إلى أن المردودية الغير عادية المحققة من قبل المؤسسات الهدف أعلى من المردودية الغير عادية المحققة من قبل مؤسسات الحياة (Hirigoyen et Caby, 1998, p: 24) .

أما فيما يتعلق بالروافع المالية فنذكر على سبيل المثال لا الحصر كل من: إعادة شراء الأسهم و إدارة المخاطر المالية، حيث تعتبر عملية إعادة شراء الأسهم أداة مالية إستراتيجية بيد المؤسسة من أجل بناء هيكل مالي عقلائي (Hirigoyen et Caby, 2001, p: 39)، في حين أكدت العديد من المناقشات النظرية و الدراسات التطبيقية دور إدارة المخاطر المالية من قبل المؤسسة في التخفيض من معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين أو في الرفع من التدفق المنتظر من قبلهم و ذلك من خلال التأثير على كل من الضرائب عن طريق تخفيض الوعاء الضريبي و التخفيض في كل من تكلفة الإفلاس و الوكالة، و هو ما ينعكس

بإيجاب على قيمة المؤسسة (محمد علي، 2005، ص ص: 26، 27). لكن الجدير بالذكر أنه لضمان توجيه السياسة العامة للمؤسسة و بالتالي القرارات الإستراتيجية نحو هدف خلق القيمة لا بد من وجود إطار مؤسسي يسهر على تحقيق هذا الهدف و هو ما يعرف بحوكمة الشركات.

نشير إلى أنه هنالك كذلك العديد من العوامل الخارجية التي منها ما يساهم في رفع من قيمة المؤسسة لكن من صعب على هذه الأخيرة التحكم في هذه العوامل لذلك لا يمكن أن نعتبرها كمصادر لخلق القيمة للمؤسسة وإنما هي بمثابة فرصة متاحة توفرها البيئة المحيطة بها من أمثلة هذه العوامل نجد: إنخفاض معدلات الضريبة. أما لقياس القيمة المحققة من قبل المؤسسة يتم الإعتماد على مجموعة من المؤشرات التي سنتطرق لها بشيء من التفصيل فيما يلي.

ثانيا: مؤشرات قياس خلق القيمة: تتعدد مؤشرات قياس خلق القيمة كما تتميز هذه المؤشرات بالحركية و التجدد و عمليا فإن لكل فترة لها معاييرها الخاصة في التقييم على إثر ذلك نميز بين المؤشرات التي تركز على الربح، المؤشرات التي تركز على المردودية و المؤشرات التي تركز على القيمة، من هنا إرتأينا تقسيم مؤشرات قياس خلق القيمة إلى:

1-2- المؤشرات المحاسبية: إستخدمت هذه المؤشرات في منتصف الثمانينيات و أخذت كقيم مطلقة دون الأخذ بمبدأ النسبية (بن ضب و عياد، 2012، ص 113)، نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر ما يلي:

أ- مؤشر العائد على الإستثمار: يقدم هذا المؤشر في شكل نسبة محاسبية تسمح بقياس عائد الأموال الخاصة المستثمرة و ذلك بتشكيل علاقة بين الأموال المستثمرة و النتيجة المصاحبة لها (السويسي، 2009، ص 56).

ب- العائد على حقوق الملكية **Return on Equity (ROE)**: نسبة تقيس عائد الأموال الخاصة المستخدمة و تربط بين النتيجة الصافية للإستغلال و مبلغ الأموال الخاصة و يحدد من خلال قسمة النتيجة الصافية للإستغلال للمؤسسة خلال فترة معينة على مبلغ الأموال الخاصة للمؤسسة خلال نفس الفترة. يسمح هذا المؤشر بتحديد مدى

قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح للمساهمين و يجمع بين نسبتيهما معدل العائد على الأصول و نسبة الرفع المالي (بريكة و مسعي، 2009، ص: 14).

ج- مؤشر العائد على السهم الواحد: وهو عبارة عن النتيجة الصافية للسهم الواحد ربح/خسارة لسنة معينة، و له أهمية بالغة بالرغم من النقائص التي تشوبه و يحسب بتقسيم النتيجة الصافية لدورة على عدد الأسهم (بن ضب و عياد، 2012، ص 114).

2-2- المؤشرات المالية: يعتبر مؤشر القيمة الحالية الصافية المؤشر الوحيد ذو الطبيعة المالية كونه يأخذ في الحسبان القيمة الزمنية لنقود بالإضافة إلى البعد التوقعي الخارجي و معدل التحيين المتمثل في تكلفة التمويل (Vernimmen, 2012, P: 666).

2-3- المؤشرات المحاسبية / المالية: جمعت هذه المؤشرات بين النوعين السابقين أي المؤشرات المحاسبية و المالية، تعرف هذه المؤشرات كذلك بإسم المؤشرات الهجينة و تتمثل أساسا في مؤشر معدل التدفق النقدي على الإستثمار و مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة. أ- معدل التدفق النقدي على الإستثمار: يقيس هذا المعدل القيمة التي قامت المؤسسة بخلقها نتيجة لإستثماراتها، حيث يمثل الفارق بين عائد التدفق النقدي على الإستثمار و تكلفة رأس المال مضروبا في مبلغ إجمالي الإستثمار. (Denglos, 2003, p: 27)

ب- القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) Economic Value Added: طور هذا النموذج من قبل كل من G.B Stewart 1990 & J.M Stern و يقيس القيمة المضافة أو الثروة الإضافية التي حققتها المؤسسة في سنة معينة مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الديون و الأموال الخاصة المستخدمة في تمويل الأصول الاقتصادية للمؤسسة خلال نفس الفترة (السويس، 2009، ص 60)، و يتم حساب القيمة الاقتصادية المضافة كما يلي:

القيمة الاقتصادية المضافة = صافي الأرباح الناتجة عن العمليات التشغيلية بعد الضريبة - (تكلفة رأس المال * رأس المال المستثمر)

لحساب القيمة الاقتصادية المضافة يتم الإعتماد على المعلومات المحاسبية للمؤسسة مع مجموعة من التعديلات لتقليص الانحرافات بين القيم المحاسبية و الاقتصادية و الوصول بذلك للقيمة العادلة، من بين أهم هذه التعديلات نجد: تعديلات القرض

الإيجاري، تعديلات مصاريف البحث و التطوير، تعديلات فائض القيمة، التعديلات الخاصة بالإهلاك.

3-4- المؤشرات البورصوية: يعد النمو المتزايد لنسبة التمويل عن طريق الأسهم من أهم الدوافع التي أدت إلى البحث عن مؤشرات خلق القيمة على مستوى الأسواق المالية، و من أبرز هذه المؤشرات نذكر على سبيل المثال لا الحصر:

أ- مؤشر القيمة السوقية إلى العائد **Price / Earning Ratio (PER)** : من المعايير الأساسية لتقييم الأسهم و السوق معا كما أن تحليل هذا المؤشر يبين هدم أو خلق القيمة للمساهم من قبل المؤسسة (بريكة و مسعي، 2009، ص 13) و تعطى بالعلاقة التالية:

القيمة السوقية إلى العائد = قيمة سعر السهم العادي في السوق / العائد الصافي لسهم الواحد
ب- مؤشر العائد الإجمالي لسهم **TSR (Total Shareholder Return)**: يمثل هذا المؤشر معدل المردودية المتوقعة من قبل المساهمين و يقىس ما تستطيع مؤسسة مسعرة في البورصة تحقيقه لمساهميها (Denglos, 2003, P:16) و يعطى المؤشر وفقا للعلاقة التالية:

$$TSR = \frac{(P_1 - P_0) + D_1}{P_0}$$

حيث: P_1 : سعر السهم في نهاية المدة، P_0 : سعر السهم في بداية المدة، D_1 : توزيعات الأرباح المدفوعة.

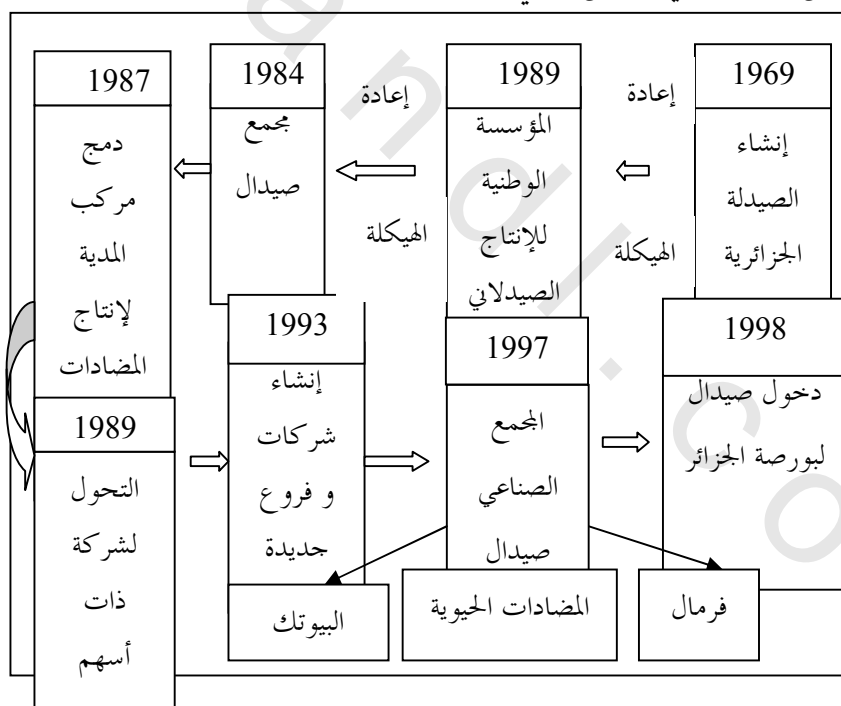
ج- القيمة السوقية المضافة **Market Value Added (MVA)**: طور هذا المؤشر من قبل كل G.B Stewart 1990 & J.M. Stern عرف هذا المؤشر على أنه يمثل القيمة الحالية للقيم الإقتصادية المضافة المستقبلية المتوقعة من قبل الأسواق المالية مخصصة بتكلفة رأس المال التي تمثل معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين (200, p: 24, Denglos, 3)، كما تمثل الفرق بين القيمة الإقتصادية و السعر السوقي للأسهم المؤسسة.

محور الثالث: قياس و تحليل مدى قدرة " مجمع صيدال " على خلق القيمة خلال الفترة 2010-2014: سنحاول على مستوى هذا المحور الكشف عن قدرة المجمع على خلق القيمة خلال فترة الدراسة الممتدة من 2010 إلى 2014 و ذلك بالإعتماد على جملة من مؤشرات قياس خلق القيمة التي سبق و أن أشرنا لها في الجانب النظري لدراسة.

3-1- تقديم مجمع صيدال: يحتل مجمع صيدال مركزا هاما في مجال الصناعة الصيدلانية، و يعتبر الرائد في هذه الصناعة في الجزائر، حيث يمثل قطبا صناعيا مهما على مستوى السوق الجزائرية، كما يحتل المجمع مكانة لا بأس بها على مستوى دول بحر الأبيض المتوسط. فيما يلي سنقدم تعريفا وجيزا و لمحة تاريخية عن المجمع.

أ- تعريف مجمع صيدال: شركة ذات أسهم برأس مال قدر ب 52, مليار دينار جزائري، 80% من رأسمال المجمع ملك للدولة و 20% المتبقية قد تم التنازل عنها في سنة 1999 عن طريق البورصة إلى المستثمرين من مؤسسات و أشخاص عادين، تكمن مهمة مجمع صيدال في تطوير و إنتاج المواد الصيدلانية الموجهة للإستغلال البشري. و يشمل الهدف الإستراتيجي للمجمع في تعزيز مكانته كرائد في إنتاج الأدوية و المساهمة بشكل نهائي في تجسيد السياسة الوطنية لدواء التي وضعت من قبل السلطات العمومية (مجمعنا، 2015).

ب- نشأة مجمع صيدال: عرفت نشأة المجمع الصناعي صيدال مجموعة من المراحل، نلخصها في الشكل التالي:



الشكل (1): مراحل نشأة المجمع الصناعي صيدال لصناعة الصيدلانية
المصدر: من إعداد الباحثين

3-2- تحليل و متابعة تطور مؤشرات قياس خلق القيمة لـ "مجمع صيدال" خلال الفترة الدراسة: سنقوم فيما يلي بتحليل و متابعة تطور المؤشرات التالية: مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، المردودية المالية، الأداء البورصوي، القيمة الجوهرية، فائض القيمة و القيمة السوقية المضافة للمجمع خلال فترة الدراسة. هذا ما من شأنه أن يقدم حكم صادق حول مدى قدرة المجمع على توليد قيمة مضافة للمساهمين خاصة و لكافة الأطراف ذات المصالح عامة خلال هذه الفترة.

أ- تحليل مؤشر EVA للمجمع و تطوره خلال فترة الدراسة: يوضح الجدول رقم (1) مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة للمجمع خلال فترة الدراسة.

الجدول (1): حساب القيمة الاقتصادية المضافة للمجمع (القيمة: بالآلف و الوحدة: دج)

البيان	السنة	2010	2011	2012	2013	2014
النتيجة التشغيلية بعد الضريبة		1605418	2177969	2017735	1932969	679379
+التغير في المؤونات		-	(2896679)	247459	(2778580)	(27135239)
النتيجة التشغيلية المعدلة		1605418	(2618710)	2265194	(845612)	(2645560)
الأموال الخاصة		11785525	13795482	14746506	16748436	15957077
المؤونات		6778920	3882241	4129700	1351120	1413893
الديون الطويلة الأجل		1622583	1595341	1851741	2911046	2736300
رأس المال المستثمر		20187028	19273064	20727947	21010602	20107270
K نسبة		19%	22%	10%	17%	18%
K قيمة		38355353	42400741	2072795	357180234	6.3619308
القيمة الاقتصادية المضافة		(2230117)	(6858784)	192399	(4417414)	(6264868)
تطور EVA		-	(4628667)	51183,170	(4609813,34)	(26,1847454)

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على القوائم المالية لمجمع صيدال للفترة 2010-2014

لتحديد مؤشر EVA لابد من تقدير تكلفة التمويل و التي تحسب وفقا للمعادلة

التالية: $K = k_{cp} \frac{v_{cp}}{v_d + v_{cp}} + k_d (1 - ts) \frac{v_d}{v_d + v_{cp}}$ وهي محدد وفقا للجدول رقم (2)

الموضح أدناه:

البيان	السنة	2010	2011	2012	2013	2014
الفائدة المدفوعة		261601	201298	225135	221326	58896
الديون المالية		1622583	1595341	1851741	2911046	2736300
Kd		16%	13%	12%	8%	2%
Rf		3%	3%	3%	3%	3%
B		0,483	0,755	0,055-	0,314	0,343
Rm		0,39	0,2933	0,4054	0,4389	0,4756
B(Rm-Rf)		0,17	20, 0	0,0206-	0,1283	1528, 0
kcp		20%	23%	1%	16%	18%
Vcp		%88	89%	88%	85%	98%
Is		27%	17%	20%	17%	%17
vd		12%	11%	12%	15%	2%
K		19%	22%	10%	17%	18%

الجدول رقم (2): تقدير تكلفة التمويل للمجمع (القيمة بالآلف، الوحدة:دج)

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على القوائم المالية للمجمع للفترة 2010-2014 و

حيث: **K**: تكلفة رأس المال، **Kd**: تكلفة الدين، **Is**: معدل الضرائب على أرباح الشركات، **vd**: نسبة الديون ضمن الهيكل المالي للمجمع، **kcp**: تكلفة الأموال الخاصة و تحسب وفقا $k_{cp} = R_f + \beta(R_m - R_f)$ ، **Rf**: العائد الخالي من المخاطرة في دراستنا هذه

إعتمدنا على معدل الفائدة لسندات الخزينة العمومية المقدّر بـ 3 %، R_m : عائد السوق يمثل مجموع عوائد الأوراق المالية المتداولة في البورصة، و في حالة بورصة الجزائر هي: سهم مجمع صيدال، سهم الأوارسي، سهم الرويبة، سهم أليانس، و سند الدين لمؤسسة دحلي، و هي محددة وفقا للجدول رقم (3)، B : معامل حساسية سهم المؤسسة لمخاطرة السوق ويحدد وفقا لما يلي: $\beta = \frac{COV(R_s, R_m)}{VAR R_m}$ و هو محدد في الجدول رقم (3).

الجدول (3): حساب بيتا للمجمع للفترة الدراسة

السنة	البيان	cov (Rs, Rm)	var(Rm)	بيتا
2010		0,00039019	0,00062118	0,483
2011		0,00318162	0,00421052	0,755
2012		0,00072944-	0,01318193	0,055-
2013		0,0020711	0,00658517	0,314
2014		0,00238997	0,0069531	0,343

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على أسعار الإقفال و الإفتتاح لأسهم مجمع صيدال و مؤشر بورصة الجزائر، تقارير نشاط بورصة الجزائر المعدة من قبل لجنة تنظيم عمليات بورصة الجزائر و مراقبتها و برنامج إكسال.

وفقا للجدول رقم (1) الموضح أعلاه نلاحظ أن المؤشر أخذ قيم سالبة خلال معظم سنوات الدراسة ما عدا سنة 2012، هذا ما يترجم عدم قدرة المجمع على خلق القيمة للمساهمين خلال هذه الفترة أي سنوات 2010، 2011، 2013 و 2014 بل ضيع أو إحتزل القيمة. يمكننا تفسير النتائج السابقة للمؤشر بالمقارنة بين هامش الإستغلال المحقق وتكلفة رأس المال للمجمع خلال فترة الدراسة، حيث نلاحظ الفرق الكبير بينهما خلال كافة سنوات التي سجل فيها المجمع ضياع للقيمة أي 2010، 2011، 2013 و 2014، في حين أن خلال سنة 2012 حقق المجمع نتيجة تشغيلية تفوق تكلفة رأس المال مما أدى إلى خلق ثروة للمساهمين إنطلاقا من النشاط الإستغلالي للمجمع. أما من خلال متابعة تطور المؤشر المبين وفقا للجدول رقم (1) نلاحظ أنه عرف تطور بما قيمته 7051183 دج خلال

سنة 2012 و يعود ذلك للإنخفاض المسجل في كل من حجم المؤونات و تكلفة رأس المال بشكل ملحوظ خلال هذه السنة، في حين أنه خلال سنة 2013 عرف المؤشر إنخفاض حادا قدر ب 9813,3460 دج و هو ما يترجم تضييع المجمع للقيمة خلال هذه السنة و ذلك يعود بالدرجة الأولى إلى الإنخفاض في النتيجة التشغيلية للمجمع مقارنة بسنة 2012 الراجع للإنخفاض في رقم الأعمال بما قيمته 2433184 دج هذا من ناحية و الإرتفاع في حجم رأس المال المستثمر و نسبة تكلفة رأس المال من ناحية أخرى خلال هذه السنة. أما خلال سنة 2014 عرف المؤشر تحسنا نوعا ما لكن مع بقاءه سالباً أي أنه رغم تضييع المجمع للقيمة إلا أن القيمة المختزلة خلال هذه السنة أقل من سنة 2013 بما قيمته 1847454,26 دج و يعود ذلك إلى الإنخفاض الذي عرفه رأس المال المستثمر خلال هذه السنة.

ب- تحليل مردودية الأموال الخاصة للمجمع خلال الفترة الدراسة: يوضح الجدول رقم (4) المبين أدناه مؤشر ROE للمجمع و كذا تطوره، يقيس هذا المؤشر المردودية المالية للمجمع خلال فترة الدراسة.

الجدول (4): مؤشر ROE للمجمع خلال الفترة الدراسة (القيمة بالآلف، الوحدة: دج)

البيان	السنة	2010	2011	2012	2013	2014
النتيجة الصافية	1102191	2060480	1965160	2658147	825046	
الأموال الخاصة	11785525	13795482	14746506	16748436	15957077	
ROE	9%	15%	13,3%	16%	0,517%	
تطور ROE	-	6%	-1,7%	2,7%	-15,5%	

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على القوائم المالية للمجمع خلال فترة 2010-2014

من خلال الجدول رقم (4) نلاحظ أن المجمع حقق مردودية للأموال الخاصة خلال مختلف سنوات الدراسة، و عند متابعة تطور المؤشر المبين من خلال نفس الجدول نلاحظ الإرتفاع الملحوظ ل ROE خلال سنة 2011 بما نسبته 6% مقارنة بسنة 2010 لينخفض فيما بعد بشكل ملحوظ سنة 2012 بما نسبته 1,7%، ليعرف فيما بعد إرتفاعاً ثم إنخفاضاً مرة أخرى لسنتي 2013 و 2014 بما نسبته 2,7% و 15,5% على التوالي. يمكن أن نفسر النتائج

التي أخذها مؤشر ROE للمجمع خلال فترة الدراسة من خلال متابعة تطور حجم الأرباح الصافية والأموال الخاصة للمجمع خلال هذه الفترة، حيث عرفا كل منها إرتفاعا خلال سنوات 2010 و 2011 و هو ما يفسر إرتفاع قيمة المؤشر خلال سنة 2011، في حين إنخفضت قيمة الأرباح الصافية للمجمع خلال سنة 2012 مع إرتفاع في حجم الأموال الخاصة مما أدى إلى إنخفاض قيمة المؤشر خلال هذه السنة، أما خلال سنة 2013 عرفت الأرباح الصافية للمجمع وكذا حجم الأموال الخاصة إرتفاعا و هو ما يفسر بذلك إرتفاع مردودية المجمع خلال سنة 2013، بينما تراجعت بشكل كبير قيمة الأرباح الصافية للمجمع نتيجة لتراجع الكبير في رقم أعماله خلال سنة 2014 بما قيمته 1833101 دج مما أدى إلى الإنخفاض الحاد للمؤشر خلال هذه السنة. إن النتائج التي أخذها مؤشر مردودية الأموال الخاصة خلال فترة الدراسة يسمح لنا بالحكم على مردودية المجمع خلال هذه الفترة كما سبقا و رأينا أن المجمع حققا مردودية مرتفعة خلال سنوات 2010، 2011 و 2013 في حين أنه حقق مردودية منخفضة مقارنة بالسنوات السابقة الذكر خلال 2012 و 2014.

ج- تحليل الأداء البورصوي للمجمع خلال الفترة الدراسة: الجدول رقم (5) يبين العائد للسهم BNPA و القيمة السوقية إلى العائد PER للمجمع خلال فترة الدراسة وفقا لما يلي:

الجدول (5): العائد الصافي لسهم و PER للمجمع (القيمة بالآلف، الوحدة دج)

البيان	السنة	2010	2011	2012	2013	2014
النتيجة الصافية		1102191	2060480	1965160	2658147	825046
الأسهم العادية		10000000	10000000	10000000	10000000	10000000
BNPA		1,102	2,06	0,1965	0,2685	0,0825
تطور ال BNPA		-	958 ،0	1-، 8635	072 ،0	- 186 ،0
سعر السهم بالسوق		443,3	670	663,38	573,68	538
PER		402,3	325,24	3376	2003	6507
تطور PER		-	-77,06	3051	-1373	4504

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على القوائم المالية للمجمع للفترة 2010-2014 و أسعار المتوسطة لأسهم المجمع الميمنة في بورصة الجزائر.

نلاحظ من الجدول رقم (5) أن مؤشر العائد الصافي لسهم أخذ قيم موجبة خلال كافة فترة الدراسة و هو ما يدل على قدرة المؤسسة على تحقيق عائد للمساهمين، أما فيما يتعلق بمؤشر ال PER فقد أخذ هذا الأخير قيم موجبة كذلك خلال كافة فترة الدراسة مما يفسر أن المستثمرين مستعدين لدفع ما قيمته 4023 دج سنة 2010 على سبيل المثال للحصول على أرباح صافية للمجمع المقدرة ب 1102 دج خلال هذه السنة، كما أن المستثمرين يحتاجون تقريبا 400 سنة للحصول على رأس مالهم في شكل أرباح موزعة أو محتجزة، هذه القيم تفسر عادة بجاذبية أسهم المؤسسة للمستثمرين مقارنة بالمؤسسات المنافسة، لكن في حالة مجمع صيدال و عند متابعة كل من تطور الربح الصافي لسهم المجمع و نمو PER خلال فترة الدراسة وفقا للجدول رقم (5) نجد أنهما متعاكسان و هو ما يفسر أن القيم التي أخذها المؤشر لا تدل على جاذبية سهم المجمع وإنما على محدودية أسهم المجمع في سوق المالي و طبيعة هذا الأخير مما يؤثر على أسعار أسهم المؤسسات المدرجة بهذا السوق. أما فيما يتعلق بتطوره الذي يبين هدم أو خلق القيمة من قبل المجمع، فقط عرفت قيمة المؤشر إنخفاضا خلال سنة 2011 و 2013 بما و هو ما يدل على هدم القيمة من قبل المجمع خلال هاتين السنتين، في حين عرفت قيمة المؤشر إرتفاعا خلال 2012 و 2014 و هو ما يدل على خلق القيمة من قبل المجمع خلال هذه الفترة.

ح- تفسير و تحليل القيم المحققة من قبل المجمع: نقدم في ما يلي كل من القيمة الجوهرية لسهم المجمع وكذا فائض القيمة و القيمة السوقية المضافة للمجمع.

الجدول (6): القيمة الجوهرية للمجمع (القيمة بالآلف، الوحدة دج)

البيان	السنة	2010	2011	2012	2013	2014
الثبات الصافية	13212823	11161030	11454745	11308739	11280738	
الأصول المتداولة	15038364	16116940	18566400	18790834	18202927	
المؤونات	(6778920)	(3882241)	(4129700)	(1351120)	(1413893)	
الديون	(8601408)	(8445261)	(9676414)	(11268000)	(11390122)	
قيمة الأصل الصافي	18971886	14950467	16215030	17480482	16679649	
القيمة الجوهرية	1,9	1,5	1,6	1,75	1,7	
تطور القيمة الجوهرية	-	4 ،0-	1 ،0	15 ،0	05 ،0-	

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على القوائم المالية للمجمع للفترة 2010-2014

- القيمة الجوهرية: من خلال الجدول رقم (6) الذي يبين القيمة الجوهرية لسهم المجمع و تطور هذه القيمة، نلاحظ أنها عرفت إنخفاضا قدر ب 0، 2 دج خلال سنة 2011 لترتفع مرة أخرى خلال سنة 2012 بما قدره 0، 1 دج و سنة 2013 بنفس القيمة تقريبا لتتخفض مرة أخرى سنة 2014. يفسر هذا التذبذب في القيمة الجوهرية لسهم المجمع خلال فترة الدراسة من خلال التذبذب الذي عرفته القيمة الصافية للأصل الإقتصادي للمجمع خلال نفس الفترة حيث عرفت إنخفاضا خلال سنة 2011 بما قيمته 4021419 دج و يعود ذلك إلى الإنخفاض في قيمة الأصول الثابتة للمجمع، لترتفع مرة أخرى خلال سنة 2012 و 2013 بما قيمته 1264563 دج و 1265452 دج على التوالي وذلك نظرا للإرتفاع في حجم الأصول المتداولة خلال هاتين السنتين، لتعاود فيما بعد هذه القيمة الإنخفاض خلال سنة 2014 نظرا للإنخفاض في قيمة الأصول الثابتة و كذا الأصول المتداولة و إرتفاع حجم الديون و المؤنونات.

الجدول رقم (7): ضياع القيمة و القيمة السوقية المضافة للمجمع (القيمة بالألف، الوحدة: دج)

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014
الأصل الصافي	18971886	14950467	16215030	17480482	16679649
القيمة السوقية	4433000	6700000	6633800	5736800	5369700
ضياع القيمة	(14538886)	(8250467)	(9581230)	(11743682)	(11309949)
سعر السوق	443,3	670	663,38	574	538
قيمة الاقتصادية	01، 2	9، 1	07، 2	1، 2	01، 2
عدد الأسهم	10000000	10000000	10000000	10000000	10000000
MAV	4412000	6681000	6613100	5719000	5359900
تطور ضياع القيمة	-	288196	(1330763)	(2162452)	337334
تطور MAV	-	4800226	(67000)	(894100)	(359100)

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على القوائم المالية للمجمع للفترة 2010-2014 و أسعار المتوسطة لأسهم المجمع الميمنة في بورصة الجزائر.

- فائض القيمة (ضياح القيمة Badwill): تعبر عن القيمة المعنوية الإضافية الذي يعطيها السوق لمؤسسة ما و تتمثل في الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة و الأصل الصافي الإقتصادي، من خلال الجدول رقم (7) نجد أن المجمع حقق خلال كافة فترة الدراسة ضياح للقيمة و ذلك عند مقارنة القيمة السوقية للمجمع مع قيمته الجوهرية، مما يدل على عدم قدرة المجمع من تحقيق مردودية إضافية من السوق خلال كامل فترة الدراسة. و عند متابعة تطور Badwill للمجمع خلال فترة الدراسة من خلال نفس الجدول نجد أن المجمع حسن من ضياح القيمة إذا أمكننا القول خلال السنوات 2011، 2012 و 2014 .

- القيمة السوقية المضافة للمجمع: حقق المجمع قيمة سوقية مضافة خلال كافة سنوات الدراسة و هو ما يوضحه الجدول رقم (7)، تتمثل هذه القيم في القيمة المضافة التي حققها المجمع نتيجة التسعير في السوق المالي، لكن عند متابعة تطور هذه القيمة خلال سنوات الدراسة نجد أنها في تناقص خلال كافة سنوات الدراسة، و يفسر ذلك بعدم تحقيق المجمع لقيمة مضافة داخلية مما ينعكس بالضرورة على القيمة السوقية المضافة للمجمع. رابعا: نتائج الدراسة و الإقتراحات: إنطلاقا مما سبق توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج و جملة من الإقتراحات نذكرها ملخصة فيما يلي:

4-1- نتائج الدراسة: توصلت الدراسة لنتائج التالية:

أ- بعد القيام بقياس خلق القيمة للمجمع بإعتماد على جملة من أهم مؤشرات قياس خلق القيمة بينت معظم النتائج التي أخذتها هذه المؤشرات خلال فترة الدراسة أن المجمع غير قادر على خلق القيمة خلال فترة الممتدة من 2010 إلى 2014 ما عدا سنة 2012 و هو ما ينفي فرضية الدراسة؛

ب- حقق المجمع خلال كافة الدراسة أرباحا و مردودية لا بأس بها كما بينه مؤشر ROE، إلا أنه عجز عن خلق قيمة مضافة إنطلاقا من نشاطه الإستغلالي و ذلك وفقا للأهم المؤشرات الحديثة لقياس خلق القيمة و هو EVA مما يؤكد أن خلق القيمة لا يعني تحقيق أرباح أو مردودية فحسب بل لابد من مقارنة هذه المردودية مع تكلفة رأس المال؛ ج- بينت بعض مؤشرات قياس خلق القيمة خلال الدراسة أن المجمع قادر في بعض السنوات على خلق القيمة (ما عدا سنة 2012) مثل مؤشر: ROE و MAV، لا يعتبر ذلك

تناقض بالضرورة مع المؤشرات الأخرى و بأخص مؤشر EVA، وإنما يفسر بحدود كل المؤشر في قياس خلق القيمة أو العناصر التي يعتمد عليها المؤشر عند قياس خلق القيمة؛

ح- من خلال عملية تحليل مؤشرات قياس خلق القيمة للمجمع خلال فترة الدراسة تبين أن من أهم أسباب عجز المجمع عن تحقيق ثروة للمساهمين هو الإرتفاع في تكلفة التمويل للمجمع خاصة لسنوات 2010، 2011 و 2014 هذا العنصر يعتبر من أهم أسس خلق القيمة على مستوى المؤسسة، و من جهة أخرى نجد أن المجمع خلال كامل فترة الدراسة ماعدا سنة 2012 لم يستطيع توليد هامش إستغلال كافي لتغطية تكلفة رأس المال مما يدل على الإستخدام الغير فعال للموارد المالية المتاحة للمجمع.

د- بالعودة إلى المؤشرات البورصوية للمجمع خلال فترة الدراسة كشفت معظمها عن قدرة المجمع إلى حد ما على تحقيق عوائد للمساهمين خلال بعض سنوات الدراسة تحديدا سنة 2012؛

ذ- حقق المجمع خلال كافة فترة الدراسة ضياع للقيمة مما يدل على عدم قدرته على تحقيق مردودية إضافية إنطلاقا من السوق. من ناحية أخرى إستطاع المجمع تحقيق قيمة سوقية مضافة خلال كافة فترة الدراسة عرفت هذه القيمة إرتفاع ملحوظا خلال سنة 2012، إلا أنها سرعان ما إنخفضت خلال السنوات اللاحقة.

4-2-الإقتراحات: من خلال ما سبق نستطيع تقديم بعض الإقتراحات التي من شأنها تحسين قدرة المجمع على خلق القيمة و التي تتمحور حول ضرورة إهتمامه بأسس و مصادر خلق القيمة:

-لابد على المجمع من إيجاد تلك التوليفة من رأس المال التي تحقق له تخفيض لتكلفة رأس المال و كذا التحسين من النشاط المجمع و ذلك من خلال تفعيل إستغلال الموارد المتاحة للمجمع؛

-السعي للإكتساب مزايا تنافسية مستدامة و الإهتمام أكثر بعناصر رأس المال الفكري كبديل مستحدث لخلق القيمة؛

-لابد من إرساء نظام حوكمة على مستوى المجمع يضمن حقوق المساهمين و يسهر على تحقيق الهدف الأول لأي مؤسسة إقتصادية و هو خلق القيمة.

قائمة المصادر و المراجع:

قائمة المصادر و المراجع باللغة العربية:

- بريكة السعيد، مسعي سمير (2009). تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة. تم إسترجاعها بالتاريخ: 2015 / 02 / 12، من الموقع: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/03>
- السويسي هوارى (2009). دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة. مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد رقم (07)، الجزائر.
- بن ضب علي، عياد سيدي أحمد (2012). تكلفة رأس المال و مؤشرات إنشاء القيمة. مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد (2)، الجزائر.
- مجمعنا، موقع مجمع صيدال (2015). تم إسترجاعها بالتاريخ: 2015 / 08 / 18، من الموقع: <https://www.saidalgroup.dz/ar/notre-groupe/qui-sommes-nous>
- محمد علي، محمد علي (2005). إدارة المخاطر المالية في شركات المساهمة المصرية. أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة القاهرة كلية التجارة، القاهرة، مصر.

قائمة المصادر و المراجع باللغة الأجنبية:

- Charreaux , G et Desbrières , P. (1998).Gouvernance des entreprises: valeur partenariale contre valeur actionnariale. **Finance Contrôle Stratégie**, Volume 1 N° 2
- Denglos , G. (2003). **La création de valeur: modèles , mesure, diagnostic**. Paris, France, Dubod.
- Hirigoyen , G. et Caby , J. (1998). **Histoire de la valeur en finance d'entreprise**. Consulté le: 01/05/2015, sur le site: <http://cref.uboreaux4.fr/cahiers/1998-01.htm>
- Hirigoyen , G. et Caby , J. (2001). **La création de valeur de l'entreprise** (2 édition). Paris, France, Economica.
- Vernimmen , P.(2012). **Finance d'entreprise** (10 édition). paris, France, Dalloz.