



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الشهيد حمزة لخضر - الوادي

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم: المالية والمحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

ميدان العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير وعلوم التجارية

الشعبة: العلوم المالية والمحاسبة

التخصص: مالية مؤسسة

التقييم وفق مقاربة تدفقات الخزينة المخصصة وعلاقتها بالقيمة السوقية للشركة
-دراسة حالة شركة بيوفارم خلال الفترة (2016-2023)-

إشراف الأستاذ:

أ.د. وليد مرغني

إعداد الطلبة:

- أية مسعي عون.
- علجية قليده.
- مروة مصباحي.

لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	الرتبة	الإسم واللقب
رئيسا	جامعة الشهيد حمزة لخضر بالوادي	أستاذ	أ.د. فيصل مايدة
مشرفا ومقررا	جامعة الشهيد حمزة لخضر بالوادي	أستاذ	أ.د. وليد مرغني
مناقشا	جامعة الشهيد حمزة لخضر بالوادي	دكتور	د. حمزة تجانية

السنة الجامعية: 2025/2024



وزارة التعليم العالى والبحث العلمى

جامعة الشهيد حمه لخنر - الواءى

كلية العلوم الاقصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم: المالية والمحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماسر أكاديمى

ميدان العلوم الإقصادية والتجارية وعلوم التسيير

الشعبة: العلوم المالية والمحاسبة

التخصص: مالية مؤسسة

التقييم وفق مقارنة تدفقات الخزنه المخصومة وعلاقتها بالقيمة السوقية للشركة

-دراسة حالة شركة بيوفارم خلال الفترة (2016-2023)-

إشراف الأستاذ:

أ.د. وليد مرغنى

إعداد الطلبة:

- أية مسعى عون.
- علجية قليده.
- مروة مصباحى.

لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	الرتبة	الإسم واللقب
رئيسا	جامعة الشهيد حمه لخنر بالواءى	أستاذ	أ.د. فيصل مايدة
مشرفا ومقررا	جامعة الشهيد حمه لخنر بالواءى	أستاذ	أ.د. وليد مرغنى
مناقشا	جامعة الشهيد حمه لخنر بالواءى	دكتور	د. تجانية حمزة

السنة الجامعية: 2025/2024

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

"يَرْفَعُ اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَ الَّذِينَ أوتُوا الْعِلْمَ دَرَجَاتٍ"

سورة المجادلة الآية 11

الإهداء

الحمد لله حبا وشكرا وامتنان على البدء والمحتام

(وآخر دعواهم أن الحمد لله رب العالمين)

لم تكن الرحلة قصيرة ولا الطريق مخوفاً بالتسهيلات

لكننا فعلناها .

فالحمد لله الذي يسر البدايات وبلغنا النهايات بفضلته وكرمه

نهدي هذا النجاح لأنفسنا الطموحة أولاً ابتدأت بطموح وانتهت بنجاح ثم إلى كل

من سعى معنا لإتمام مسيرتنا الجامعية دمت لنا سنداً الأخر عمر

إلى كل من ساندنا ودعمنا بكلمة أو دعاء

نهدي هذا العمل عربون شكر وامتنان لهم

مراجينا من الله أن يكون بداية لمشوار علمي مشرق .

شكر وتقدير

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات، وبفضله تحقق الغايات، و الصلاة والسلام على اشرف الخلق و المرسلين، نبينا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين.

في هذا المقام نود أن نتقدم باسمنا وباسم آيات الشكر وعظيم الامتنان لكل من كان له الفضل بعد الله تعالى في انجاز هذا البحث العلمي.

نتوجه بخالص الشكر و التقدير إلى أستاذنا المشرف الفاضل " الدكتور وليد مرغني" لما بذله من جهد كريم، ونصائح وتوجيهات علمية رصينة كان لها بالغ الأثر في إثراء هذا العمل.

ولا يفوتنا أن نعبر عن عظيم امتناننا لأسرتنا الكريمة، التي كانت السند والداعم الأول، فبفضل دعواتهم وتشجيعهم المتواصل استطعنا أن نمضي قدما رغم التحديات.

أسأل الله إن يجعل هذا العمل خالصا لوجه الله الكريم، و أن ينفع به العلم وأهله انه ولي على ذلك والقادر عليه.

المخلص

تهدف هذه الدراسة إلى تقييم شركة بيوفارم وفق طريقة التدفقات النقدية المخصومة وعلاقتها بالقيمة السوقية خلال الفترة الممتدة ما بين 2016 إلى غاية 2023 بالاعتماد على قوائمها المالية، مع إتباع المنهج الوصفي التحليلي في الأدبيات النظرية ومنهج دراسة حالة في الجانب التطبيقي.

بحيث كانت الدراسة تحتوي على ثلاث متغيرات أساسية وكل متغير تم عرضه بالتفصيل، بداية بالتقييم وأهميته الكبيرة في المؤسسات، و بالإضافة إلى أهم طرق التقييم كانت طريقة التدفقات النقدية المخصومة وبالتالي تم شرح كيفية العمل بها وبرز القوانين فيها، وأخيرا تم التطرق للقيمة السوقية من حيث تعريفها وحسابها وهذا كله استنادا لقوائم شركة بيوفارم.

وكانت نتيجة هذه الدراسة توضيح العلاقة بين القيمة السوقية وتدفق الخزينة المخصومة، حيث مثلت القيمة المحسوبة وفق طريقة تدفقات الخزينة المخصومة 57% من القيمة السوقية في نهاية سنة 2024 تعتبر قيمة متوسطة.

الكلمات المفتاحية :

تقييم، تدفق نقدي مخصوم، قيمة سوقية، قيمة المؤسسة، قيمة متبقية، قيمة نهائية، معدل نمو، معدل خصم (استحداث).

Abstract :

This study aims to evaluate Biopharm Company using the discounted cash flow method and its relationship to market value over the period from 2016 to 2023, based on its financial statements. The study adopts the descriptive analytical approach found in the theoretical literature and a case study approach in the practical aspect.

Our study included three main variables, each of which we discussed in detail. We began with valuation and its significant importance in organizations. In addition to the most important valuation methods, we also discussed the discounted cash flow method. We then explained how it works, its most prominent laws, how to implement it, and clarified its role. Finally, we discussed market value, its definition and calculation, all based on Biopharm's statements. The result of this study was to clarify the relationship between market value and discounted cash flow, as the value method represented 57% of the market value at the end of 2024, which is considered a relatively moderate percentage.

Keywords:

Valuation, Discounted Cash-Flow, Market Value, Enterprise Value, Residual Value, Terminal Value, Growth Rate, Discount Rate.

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
I	البسمة
II	الإهداء
III	شكر وتقدير
IV	الملخص
V	فهرس المحتويات
VI	قائمة الجداول
VII	قائمة الأشكال
VIII	قائمة الملاحق
IX	قائمة الاختصارات
أ-ج	مقدمة
الفصل الأول: الإطار النظري لتقييم وفق مقارنة تدفقات الخزينة المخصوصة	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: تقييم المؤسسة
3	المطلب الأول : مفهوم تقييم المؤسسة
5	المطلب الثاني : مراحل وأغراض عملية التقييم
7	المطلب الثالث : مقاربات تقييم المؤسسة
21	المبحث الثاني: طريقة تدفقات الخزينة المخصوصة DCF
21	المطلب الأول: التعريف بمقارنة تدفقات الخزينة المخصوصة CASHFLOWS DISCOUNTED وأهميتها بالنسبة للشركة
22	المطلب الثاني: طرق تدفقات الخزينة المخصوصة
25	المطلب الثالث: قيمة المؤسسة وفق DCF
27	المطلب الرابع: مزايا وعيوب مقارنة DCF
29	المبحث الثالث: القيمة السوقية
29	المطلب الأول: نظرة عامة عن القيمة السوقية
31	المطلب الثاني: أهمية ونسب القيمة السوقية
33	المطلب الثالث: قياس القيمة السوقية ومحدداتها
34	المطلب الرابع: القيمة السوقية والقيمة الدفترية للشركة
35	المبحث الرابع : الدراسات السابقة
35	المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة
40	المطلب الثاني : مناقشة الدراسات السابقة
42	خلاصة الفصل

الفصل الثاني : الإطار التطبيقي (دراسة حالة) تقييم شركة بيوفارم وفق مقارنة تدفقات الخزينة المخصصة	
44	تمهيد:
45	المبحث الأول :تقديم شركة بيوفارم BIOPHARM
45	المطلب الأول : التعريف بالمؤسسة محل الدراسة بيوفارم BIOPHARM
47	المطلب الثاني :منتجات شركة بيوفارم BIOPHARM
49	المطلب الثالث : الهيكل التنظيمي لشركة بيوفارم BIOPHARM
52	المبحث الثاني : قراءة مالية لوضع شركة بيوفارم خلال الفترة (2023-2016)
52	المطلب الأول :عرض ميزانية مؤسسة بيوفارم خلال الفترة (2023-2016)
58	المطلب الثاني : عرض حسابات النتائج لشركة بيوفارم خلال الفترة (2023-2016)
61	المطلب الثالث : عرض جدول تدفقات الخزينة خلال الفترة (2024-2015)
64	المبحث الثالث :تقييم مؤسسة بيوفارم وفق مقارنة تدفقات الخزينة المخصصة DCF
64	المطلب الأول :طريقة حساب FCFF من الفترة 2015 إلى 2023 ومعدل الخصم
77	المطلب الثاني :حساب التدفق النقدي المخصوم التقديري لشركة بيوفارم من 2031-2025 وقيمة الشركة وفق DCF
81	المطلب الثالث :القيمة السوقية للشركة بيوفارم
85	خلاصة الفصل
86	خاتمة
90	قائمة المراجع
97	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	الجدول
15	جدول رقم (3-1): المضاعفات المختلفة .
23	جدول رقم(1-2): قيم التدفقات النقدية الحرة لشركة.
24	جدول رقم(2-2): التدفقات النقدية المتاحة للمساهمين
28	جدول رقم(4-1): افتراضات DCF والواقع العلمي.
40	جدول رقم (2-1): أوجه التشابه بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية.
40	جدول رقم(2-2): أوجه الاختلاف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة في بعض النقاط.
47	جدول رقم (1-1): البيانات الخاصة بشركة بيوفارم.
47	جدول رقم (2-1): بيوفارم بالأرقام.
48	جدول رقم (1-2): بعض منتجات شركة بيوفارم خلال سنوات الدراسة.
52	الجدول رقم (1-1): قيم إجمالي الأصول والأصول الجارية والغير جارية.
55	جدول رقم (2-1): قيم إجمالي الخصوم ورؤوس الأموال الخاصة والخصوم جارية والغير جارية
58	الجدول رقم(2-1): قيم القيمة المضافة للاستغلال، الفائض الإجمالي للاستغلال، النتيجة التشغيلية، النتيجة المالية، النتيجة الصافية للأنشطة العادية.
61	جدول رقم (3-1): قيم تدفق خزينة الاستغلال، تدفق خزينة الاستثمار، تدفق خزينة التمويل، إجمالي تدفقات الخزينة.
65	جدول رقم(1-1): قيم التدفق النقدي للمنشأة FCFF من الفترة 2015 إلى 2023.
66	جدول رقم(2-1): معدل نمو التدفق النقدي للمنشأة FCFF.
68	جدول رقم (3-1): قيم التوزيع لسهم الواحد.
69	الجدول (4-1): قيم الأموال الخاصة .
70	جدول رقم (5-1): قيم إجمالي الديون .
70	جدول رقم(6-1): قيم معدل النمو المستدام .
74	جدول رقم (7-1): قيم تكلفة الأموال الخاصة .
74	جدول رقم (8-1): قيم معدل الضريبة.
75	جدول رقم(9-1): قيم تكلفة الاستدانة.

75	جدول رقم (1-10): يوضح قيم إجمالي الأموال الخاصة والديون.
76	جدول رقم (1-11): يوضح طريقة حساب معدل الخصم .
77	جدول رقم (2-1): يوضح إيجاد قيمتي a و b لإيجاد معادلة خط الانحدار .
78	جدول رقم (2-2): قيم التدفق النقدي التقديري للمنشأة.
79	جدول رقم (2-3): قيم التدفق النقدي التقديري المخصص للمنشأة. (الوحدة بمليارات الدينارات)
80	جدول رقم (2-4): قيم نتائج سابقة.
80	جدول رقم (2-5): قيمة النهائية، القيمة المتبقية، قيمة المؤسسة. (الوحدة بمليارات الدينارات)
80	جدول رقم (2-6): قيمة الشركة وفق DCF.
81	جدول رقم (3-1): القيمة السوقية لسهم الواحد. (الوحدة: دينار جزائري).
81	جدول رقم (3-2): القيمة السوقية الإجمالية. (الوحدة: دينار جزائري).
83	الجدول رقم (3-3): قيمة الشركة في البورصة في 2024.
83	جدول رقم (3-4): تمثيل قيمة DCF بالنسبة لقيمة السوقية.

قائمة الأشكال

الصفحة	الشكل
6	الشكل رقم (1-2): مخطط توضيحي لمراحل التقييم .
20	شكل رقم (2-1): مخطط توضيحي لمقاربات التقييم.
49	الشكل رقم (1-3): هيكل فروع لشركة بيوفارم .
51	شكل رقم (2-3): الهيكل التنظيمي لشركة BIOPHARM.
54	شكل رقم(1-1): قيم إجمالي الأصول والأصول الجارية والغير جارية .
57	الشكل رقم(2-1): قيم اجمالي الخصوم ورؤوس الاموال الخاصة والخصوم جارية والغير جارية .
61	الشكل رقم(1-2): قيم القيمة المضافة للاستغلال ،الفائض الاجمالي للاستغلال ،النتيجة العملية، النتيجة المالية، النتيجة الصافية للأنشطة العادية.
64	الشكل رقم(1-3): قيم تدفق خزينة الاستغلال، تدفق خزينة الاستثمار، تدفق خزينة التمويل ، إجمالي تدفقات الخزينة.
67	شكل رقم (1-1): معدل نمو التدفق النقدي للمنشأةFCFF.
73	شكل رقم (2-1): معدل النمو المستدام.
77	شكل رقم (1-2) : سحابة الانتشار ومعادلة خط الانحدار.
82	الشكل رقم (1-3) : القيمة السوقية الإجمالية
84	الشكل رقم (2-3) : تمثيل نسبة طريقة DCF بدلالة للقيمة السوقية.

قائمة الملاحق

الصفحة	الملحق
98	الملحق رقم (01): جدول معادلة خط الانحدار
98	الملحق رقم(02): التقرير المالي لشركة بيوفارم 2015.
98	الملحق رقم (03): التقرير المالي لشركة بيوفارم 2016.
98	الملحق رقم (04): التقرير المالي لشركة بيوفارم 2017.
98	الملحق رقم(05):التقرير المالي لشركة بيوفارم 2018.
98	الملحق رقم (06): التقرير المالي لشركة بيوفارم 2019.
98	الملحق رقم (07): التقرير المالي لشركة بيوفارم 2020.
99	الملحق رقم (08):التقرير المالي لشركة بيوفارم 2021
99	الملحق رقم (09): التقرير المالي لشركة بيوفارم 2022.
99	الملحق رقم (10):التقرير المالي لشركة بيوفارم 2023.
99	الملحق رقم (11): جدول معدل الفائدة.

قائمة الاختصارات

المصطلح باللغة العربية	المصطلح باللغة الأجنبية	الإختصار
الأصول اقتصادية	Aggregate Expenditure	AE
الأصل المحاسبي الصافي	Actif Net Comptable	ANC
الأصل المحاسبي المصحح	Actif Net Comptable Corrige	ANCC
صافي الأصل المعاد تقييمه	Actif Net Reevlu	ANR
معدل احتجاز الأرباح	Bénéfice	B
الربح الصافي المصحح	Bénéfice Corrige	B
احتياج رأس المال العامل	Besoins en Fonds de Roulement	BFR
معامل المخاطر النظامية	Beta	Bi
القيمة الدفترية	Book Vaive	BV
إجمالي رأس المال المستثمر	Capital investi total	Ci
الأموال الخاصة	Capitaux Propres	Cp
تدفق السهم	Cash- flow des Propriétaires des Stocks	CPS
الأموال الضرورية للاستغلال	Capitaux Permanents Necessaires a l'Exploitation	CPNE
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال	Cout Moyen Pondere du Capital	CMPC
التوزيعات	Dividendes	Div
الديون	Debtsé	D
مقاربة تدفق الخزينة المخصومة	Discounted Cach Flows	DCF
إجمالي حقوق الملكية	Total Equity	E
مضاعف نتيجة الاستغلال	Earnings Before Interestb and Taxes	EBIT
مضاعف فائض القيمة الإجمالي	Earnings Before Interest and Taxes Depreciation	EBITDA
القيمة الاقتصادية المضافة	Economique Valeur Ajoutée	EVA
ربحية السهم	Earning Per Share	EPS
التدفق النقدي المتاح	Free Cach Flow	FCF

التدفق النقدي المتاح لمستثمري رؤوس الأموال	Free Cash Flow To Equity	FCFE
التدفق النقدي المتاح لشركة	Free Cash Flow To Firm	FCFF
معدل النمو	Growth	G
الشهرة أو السمعة التجارية	Good Will	GW
القيمة السوقية المضافة	Market Value Added	MVA
القيمة السوقية	Market Value	MV
عدد السنوات	Nombre D'années	N
تكلفة التمويل معدل العائد المطلوب	Cost Of Financing	K
تكلفة الأموال الخاصة	Coût Des Capitaux Propres	Kcp
تكلفة الديون	Coût De La Dette	Kd
الربح تشغيلي الصافي بعد الضرائب	Net Operating Profit After Taxes	NOPAT
القيمة الحقيقية للسهم	Stokprice	P
مضاعف النتيجة الصافية	Price To Earning Ratio	PER
سعر السهم	Price Per Share	PPS
مضاعف رقم الاعمال	Price To Sales Ration	PSR
النتيجة الاستغلالية بعد الضريبة	Résultat D'exploitation Après Impôts	RE
الأسهم المتداولة في السوق	Rqesk-Free Rate Of Return	RF
معدل العائد على صافي الموجودات	Return On Invested Capital	ROIC
الأسهم المتداولة في السوق	Shares Outstanding	S.O
الضريبة	Taxe	T
معدل الخصم	Taux D'actualisation	T
العائد الكلي للمساهم	Total Shareholder Retuer	TSR
قيمة المؤسسة	Valeur De Entreprise	VE
القيمة المتبقية	Valeur Résiduelle	VR
القيمة النهائية	Valeur Terminal	VT
القيمة الجوهرية	Valeur Substatielle Brute	VSb
متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال	Weighted Average Cost Of Capital	WAAC

مقدمة

يعد تقييم الشركات من أهم العمليات في عالم المال والأعمال حيث تعتمد عليه القرارات الإستراتيجية ويعد أداة حاسمة في اتخاذ القرارات الاستثمارية على حد سواء.

ومن أبرز طرق التقييم " طريقة التدفقات النقدية المخصومة DCF "، من أكثر الأساليب استخداماً في مجال التقييم، التي تعتمد على توقع تدفق النقدي للمنشأة بعد خصمه بمعدل يعكس تكلفة رأس المال والمخاطر المرتبطة بالنشاط، وترتكز هذه الطريقة على مبدأ أن قيمة الأصل اليوم تعتمد على قدرته المستقبلية في توليد السيولة. في المقابل تشير القيمة السوقية إلى السعر الذي يتداول به الأصل أو الشركة في السوق حالياً وقد تتأثر بعوامل خارجية مثل: قوى العرض والطلب والمضاربات.

وغالباً ما تستخدم المقارنة بين القيمة السوقية و القيمة الناتجة من تدفقات الخزينة المخصومة لتحديد ما إذا كان الأصل المقوم بأقل أو أكثر من قيمته الحقيقية .

تهدف دراستنا إلى تحليل العلاقة بين القيمة المقدرة باستخدام منهج DCF والقيمة السوقية الفعلية، من خلال تطبيق عملي على شركة بيوفارم بغرض معرفة مدى دقة هذا النموذج في عكس الواقع السوقي، وتحديد الفجوات المحتملة بين طريقة تدفقات الخزينة المخصومة و القيمة السوقية.

وفي ظل التغيرات الاقتصادية وتزايد تقلبات الأسواق المالية أصبح فحص مدى انسجام التقييم المحاسبي والمالي مع ما يعكسه السوق من قيم فعلية ضروري جداً وهذا ما دفعنا لدراسة هذا الموضوع لما له من أهمية في الشركات.

1. الإشكالية الرئيسية:

من خلال ما سبق يمكن طرح التساؤل التالي:
إلى أي مدى يمكن الاعتماد على مقارنة تدفقات الخزينة المخصومة (DCF) في تقدير القيمة السوقية الفعلية للشركة بيوفارم خلال الفترة من 2016 إلى 2023؟

2. الأسئلة الفرعية:

✓ ما مدى تطور المؤشرات المالية الأساسية (الميزانية، حساب النتائج، جدول تدفقات الخزينة) لشركة بيوفارم خلال فترة الدراسة (2016-2023)؟

✓ ما مدى تطور مؤشر تدفقات الخزينة المخصومة (DCF) لشركة بيوفارم خلال فترة الدراسة (2016-2023)؟

✓ ما هو اتجاه القيمة السوقية لشركة بيوفارم خلال فترة الدراسة (2016-2023)؟

✓ إلى أي مدى يمكن أن تعكس القيمة المقدرة لشركة بيوفارم وفق مقارنة DCF القيمة السوقية الحقيقية في البورصة؟

3. فرضيات الدراسة

- شهدت المؤشرات المالية لشركة بيوفارم تطورا ايجابيا خلال فترة الدراسة (2016-2023).
- تطور مؤشر تدفقات الخزينة المخصومة DCF لشركة بيوفارم بشكل ايجابي خلال فترة الدراسة (2016-2023).
- عرفت القيمة السوقية لشركة بيوفارم تطورا ايجابيا خلال فترة الدراسة (2016-2023).
- يمكن للقيمة المحسوبة وفق DCF أن تمثل بشكل معنوي القيمة السوقية لشركة بيوفارم في البورصة خلال فترة الدراسة (2016-2023).

4. مبررات اختيار الموضوع:

ترجع الأسباب الرئيسية لاختيار موضوعنا لمجموعة من الاعتبارات :

- توافق موضوع الدراسة مع التخصص المدروس.
- إثراء المكتبة الجامعية في هذا الموضوع.

5. أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى أبرز الأهداف المتمثلة في ما يلي:

- محاولة الإحاطة بالجوانب النظرية ب ماهية التقييم وأهم طرق التقييم وطريقة تدفقات الخزينة المخصومة بوجه الخصوص.
- تحديد قيمة تدفق الخزينة المخصوم والتعرف على أهم مكوناته.
- تحديد القيمة السوقية لشركات المدرجة في بورصة الجزائر والتركيز على شركة بيوفارم.
- معرفة كيفية حساب قيمة المؤسسة بطريقة تدفقات الخزينة المخصومة وكيفية تأثيرها على القيمة السوقية وتحليل العلاقة بينهما وتسليطها على شركة بيوفارم.

6. أهمية الدراسة:

نظرا للأهمية التي تجسدها عملية التقييم في المؤسسات الاقتصادية وخاصة المدرجة في البورصة، كما أنها هذه العملية لها عدة أشكال منها مقارنة تدفقات الخزينة التي تشمل دراستنا والتي تعتمد على بشكل أساسي على مستقبل المؤسسة، بالإضافة إلى التعرف على طريقة تدفقات الخزينة المخصصة وكيفية العمل بها.

7. حدود الدراسة:

- **الحدود الموضوعية:** تطرقنا في موضوعنا إلى تقييم شركة بيوفارم وفق مقارنة تدفقات الخزينة المخصصة DCF وعلاقتها بالقيمة السوقية.
- **الحدود الزمانية:** أجريت دراستنا خلال الفترة 2016-2023.
- **الحدود المكانية:** ترتبط هذه الدراسة بشركة بيوفارم.

8. المنهج والأدوات المستخدمة:

لنتمكن الإجابة على إشكالية الدراسة والأسئلة الفرعية والإمام بكل جوانب الدراسة ومن طبيعة الدراسة ونوعها يحدد المنهج، اتبعنا في هذه الدراسة:

- ✓ المنهج الوصفي التحليلي باعتباره المنهج المناسب للجانب النظري من الدراسة.
- ✓ الجانب التطبيقي اعتمدنا على منهج دراسة الحالة من خلال شركة بيوفارم بهدف تقييم شركة بيوفارم وفق مقارنة تدفقات الخزينة المخصصة DCF وعلاقتها بالقيمة السوقية خلال الفترة 2016-2023.

9. صعوبات الدراسة:

واجهنا بعض الصعوبات المتمثلة في تحليل نتائج الموضوع بعمق علمي ومنهجي لأنه يتطلب علينا قدرات ومهارات فنية.

10. محتويات الدراسة:

للإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار الفرضيات، تم تقسيم الدراسة إلى فصلين:
 الفصل الأول خصص للأدبيات النظرية والدراسات السابقة حيث الأدبيات النظرية قسمت إلى ثلاث مباحث خصصت لمتغيرات الدراسة (التقييم، تدفقات الخزينة المخصصة، القيمة السوقية)، حيث تناول المبحث الرابع الدراسات السابقة، والفصل الثاني خصص للإطار التطبيقي ودراسة الحالة، قسم إلى ثلاثة المباحث حيث تطرق المبحث الأول يحتوي على تقديم لشركة بيوفارم، أما المبحث الثاني خصص لقراءة المالية لوضعية شركة بيوفارم، والمبحث الثالث خصص لتقييم شركة بيوفارم وفق مقارنة تدفقات الخزينة المخصصة DCF مع عرض النتائج ثم تحليلها ومناقشتها.

الفصل الأول

الإطار النظري لتقييم وفق مقاربة تدفقات

الخزينة المخصصة

تمهيد:

يوضح هذا الفصل الجانب النظري لمقارنة تدفقات الخزينة المخصوصة، بحيث المبحث الأول عرض المفاهيم الأساسية لتقييم و دوافعه وأهدافه ومراحله وأغراضه ومختلف مقاربات تقييم المؤسسة. أما المبحث الثاني فقد عرض مفهوم طريقة تقييم تدفقات الخزينة المخصوصة وتوضيح طرقه وقيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة، وبيان مزاياها وعيوبها. والمبحث الثالث تناول مفهوم القيمة وأنواعها والقيمة السوقية و أهم العوامل المؤثرة فيها وأهميتها ومختلف نسبها وقياسها و أهم محددتها والقيمة السوقية والدفترية لشركة. والمبحث الرابع فقد عرض أهم الدراسة السابقة المرتبطة بموضوع محل دراستنا.

المبحث الأول: تقييم المؤسسة .

تلعب عملية التقييم دورا مهما في الحياة الاقتصادية للمؤسسة، وهي عملية أما تاريخية أو توقعات مستقبلية، ترتبط إما بالميزانية أو جدول حساب النتائج كمنطلق مبدئي لعملية التقييم فتمر عملية التقييم بعدة مراحل كتحديد الهدف وعملية جمع المعلومات والتشخيص الدقيق للمؤسسة واختيار عملية التقييم المتكاملة مع وضع المؤسسة، بينما يوجد العديد من الأغراض التي تقوم عليها هذه العملية، وعملية التقييم لها عدة أساليب وطرق هناك طرق تعتمد على ماضي المؤسسة كالمقاربة الذمية التي تعتمد بشكل أساسي في تحديد قيمتها على الميزانية وطرق أخرى تعتمد على التوقعات المستقبلية للمؤسسة كمقاربة التوزيعات والتدفق النقدي المتاح للمؤسسة التي تحسب انطلاقا من حساب النتائج لتحديد قيمة المؤسسة وطرق مختلطة كمقاربة فائض القيمة GOODWILL والمقاربة المتعمدة على المقارنة وهناك أيضا طريقة إنشاء القيمة.

المطلب الأول : مفهوم تقييم المؤسسة .

يرتبط مفهوم التقييم بالمؤسسة الاقتصادية التي هي عبارة عن مجموعة من الموجودات التي تسعى إلى تحقيق أرباح، ويوجد العديد من طرق التقييم التي تحدد قيمة المؤسسة على أساس ما تملكه.

أولا: تعريف عملية تقييم المؤسسة.

- تقييم المؤسسة هي فن عملي شائع جدا في الحياة الاقتصادية المعاصرة، وهي عبارة عن ممارسة كمية وترجمة رقمية لتخمينات التقييم، وهذا في إطار عملية التقدير للمؤسسة حيث تم الأخذ بعين الاعتبار خطة العمل plan d'affaire وأيضا إستراتيجية المؤسسة والمخاطر التي تتعرض لها مستقبلا.
- وعملية التقييم ليست دائما موضوعية لكنها تعتمد بشكل كبير على دقة ومدى التحري والحذر بالنسبة للمحلل المالي في عملية بناء توقعاته المستقبلية، وبالتالي فإن المعلومات ومدخلات والبيانات الغير دقيقة تؤثر صحة القيمة حتى إذا كانت طريقة التقييم صحيحة.¹

¹. بختة مفتاح، تقييم المؤسسات الاقتصادية في البورصة-دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية تخصص محاسبة وتدقيق، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، ص 40-41.

- تقييم المؤسسة هو عملية حصر وتقدير قيمة الأصول والخصوم للوصول إلى القيمة الصافية للأصول، بغض النظر عن طريقة التقييم المتبعة للتقدير، وتقييم المؤسسة هو تقييم أموال الملكية والتي تمثل الفرق بين الأصول الاقتصادية والمديونية الصافية.¹
- ومن خلال مجموعة من التعريفات السابقة نستنتج أن عملية التقييم هي عملية تقديرية لوضعية المؤسسة أما حالياً أو مستقبلياً، تهدف إلى تحديد قيمة المؤسسة من خلال التفاوض مع الشركاء والمساهمين وتحديد قيمتها السوقية.

ثانياً: دوافع عملية التقييم.

هناك دوافع متخلفة لعملية التقييم نذكر أهمها:

- ✓ في حالة اتخاذ قرار استثمار: في حالة ان كان حقيقي أو مالياً حيث عندما ترغب المؤسسة في حياة كل جزء من استثمار ما، فيجب تحديد قيمة الاستثمار لمعرفة نسبة تدخلها في تسييره، وإن توسع حجم نشاط استثمار المعنى بالمعاملة هو العنصر المتحكم في أسلوب التقييم المطبق.
- ✓ التنازل عن استثمار: يتمثل ذلك في عملية التنازل إما عن مؤسسة صغيرة أو مؤسسة لها وضعية حرجة، في هذه الحالة البائع مجبر على تقبل تقييم المشتري للمؤسسة.
- ✓ في حالة الارث: ينجم عنها تغيير في مالكي المؤسسة فقط وليست شبيهة لعملية التنازل، فإن التقييم المؤسسة لمعرفة حصة كل وريث فقط.
- ✓ تحديد سعر الاكتتاب في البورصة: سعر الاكتتاب هو عامل أساسي في تحديد أسلوب التقييم المطبق، وهذا السعر يؤثر على نجاح سير عملية الاكتتاب.
- ✓ الاندماج والاستحواذ.
- ✓ قياس نوعية تسيير المؤسسة: تتم من خلال عملية التقدير الدوري لقيمة المؤسسة وذلك من خلال الوقوف على أي انحراف في قيمة المؤسسة، إذا كان هذا الإيجابي فيعني أن تسيير المؤسسة مرضي أم إذا كان سلبي فهو غير مرضي.²

¹ - وردة قريني، أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسة في ظل اختلاف فرص النمو-دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الطور الثالث في ميدان العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير شعبة علوم التسيير تخصص إدارة مالية، جامعة 8 ماي 1945، 1945، 2023-2024، ص79.

² - بختة مفتاح، تقييم المؤسسات الاقتصادية في البورصة، مرجع سبق ذكره، ص42-43.

المطلب الثاني : مراحل وأغراض عملية التقييم.

عملية التقييم تتطلب عدة مراحل ومجموعة من الأغراض التي تبنى عليها عملية تقييم المؤسسة الاقتصادية.

أولا : مراحل عملية التقييم .

يعتبر تقييم المؤسسة عملية معقدة تحتاج إلى مجموعة من المراحل والأدوات لتسهيل و تبسيط عملية تقييم المؤسسة وتترتب على النحو كالتالي:

1-1: تحديد الهدف(المهمة).

تعتبر أول مرحلة من مراحل عملية تقييم المؤسسة، يقترن سر نجاح أي عملية بتحديد الجيد للهدف، لأنه يوضح الطريق الذي يجب أن يتبع، كما يعمل على توفير الجهد والوقت والتكلفة، فتعتبر عملية التقييم وسيلة لمعرفة قيمة المؤسسة.¹

2-1: جمع المعلومات.

تعتبر ثاني مرحلة لعملية التقييم، و في هذه المرحلة يجب أن تكون المعرفة العامة والكاملة للمؤسسة محل التقييم، وعادة ما يتم إجراء مقابلات مع المديرين العامة والإدارات التشغيلية وكذلك الزيارات الميدانية، في هذه المرحلة يجب جمع أكبر عدد من المعلومات المتاحة حول المؤسسة المراد تقييمها سواء داخل المؤسسة أو خارجها يمكن أن تكون هذه المعلومات في البيانات العامة (كاليانان المالية المنشورة، تقارير إدارية... الخ) أو البيانات الخاصة (تقارير المحللين الماليين ، التقارير القطاعية... الخ)، هذه البيانات تتعلق بماضي ومستقبل المؤسسة، هذه المعلومات يمكن أن تكون محاسبية أو مالية أو قانونية أو ضريبية المادة الخام لأي عملية تقييم، تمثل هذه المعلومات أحداث وقعت في الماضي أو توقعات وتقديرات مستقبلية.²

3-1 : مرحلة التشخيص.

تعتبر المرحلة الثالثة من مراحل عملية التقييم، تعمل عملية التشخيص على المساعدة في عملية اتخاذ القرارات المالية بصفة عامة وعملية التقييم بصفة خاصة، كما تقوم على تقديم المعلومات الجاهزة التي تساعد المسؤولين في كل المواقع عند اتخاذ القرارات المالية، كما تبرز الحقائق من خلال تفسير الأرقام ومعرفة نقاط القوة

¹ - بكاري بالخير، أهمية التقييم وفق مقارنة الذمة المالية ومدى احترام قواعدها وأطرها في الجزائر-دراسة ميدانية لبعض الأعمال لخبراء التقييم ، مجلة المؤسسة العدد 05 ، جامعة ورقلة، 2016، ص 77.

² - مصطفى طبشي، إشكالية التقييم المالي وفق مقارنة التدفقات في المؤسسات الاقتصادية -حالة المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار(ENTP)للفترة الممتدة ما بين 2016-2025 ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص محاسبية ومالية ، جامعة ورقلة ، 2023-2024، ص 26.

والضعف للمؤسسة لمعرفة مكانتها في السوق و السبل المتاحة من أجل تعزيز وضعها المستقبلي، كما تعتبر مهمة هذه الأخيرة للقيام بعملية التقييم، وبصفة عامة تتأثر مخرجات عملية التشخيص بطبيعة المعلومات ودقتها وجودتها، أي كلما كانت هذه المعلومات دقيقة وصادقة كلما كانت نتيجة عملية التشخيص أصدق، ومن ثم نجاح عملية التقييم.1

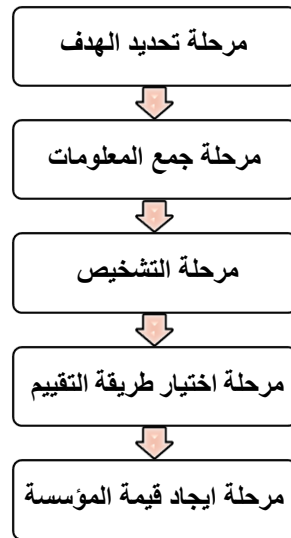
4-1 : اختيار طريقة التقييم.

تعتبر المرحلة الرابعة من مراحل التقييم، في هذه المرحلة يتم إختيار طريقة التقييم الملائمة من بين الطرق المختلفة لعملية التقييم.

5-1 : مرحلة إيجاد قيمة المؤسسة.

تعد هذه المرحلة الأخيرة من مراحل التقييم، بعد إختيار عملية التقييم المناسبة يتم إجراء عملية التقييم ومن ثم تحديد قيمة المؤسسة.2

الشكل رقم (1-2):مخطط توضيحي لمراحل التقييم .



المصدر : من إعداد الطالبات .

¹ - بلخير بكاري، هواري سويبي، مراحل عملية تقييم المؤسسات مخطط العمل، مجلة العلوم الاجتماعية والانسانية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة الجزائر، العدد 15 ديسمبر 2006، ص 95-96.

² - ورده قريني، أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسة في ظل اختلاف فرص النمو، مرجع سبق ذكره، ص82.

ثانيا :أغراض عملية التقييم. تحتاج عملية التقييم جملة من الأغراض لتحقيق أهدافها نذكرها كالتالي:

- ❖ الحيازة أو التنازل الكلي للمؤسسة.
- ❖ إعادة هيكلة المؤسسة بغية تخفيض التكاليف وزيادة الأرباح.
- ❖ فتح رأس مالها أو جزء منه أو زيادته عن طريق عملية الاكتتاب في البورصة للقيم المنقولة.
- ❖ إتخاذ قرار الشراء وبيع السندات والأسهم للمستثمرين الماليين في طار تسيير المحافظ الاستثمارية.
- ❖ إتخاذ قرار شراء وبيع السندات والأسهم للمستثمرين الماليين، في إطار تسيير المحفظة المالية.
- ❖ تصفية المؤسسة في حالة إفلاسها، بهدف الوقوف على قيمة أصولها وتسديد مستحقات الدائنين ومختلف الأطراف.
- ❖ الخوصصة والاندماج والاستحواذ وإقامة الشراكة بين مختلف المؤسسات.
- ❖ التسيير لقيمة من طرف مسيري المؤسسة، بقصد التوجيه و إتخاذ القرارات التشغيلية والاستراتيجية بما فيها القرارات المالية.¹

المطلب الثالث : مقاربات تقييم المؤسسة.

تختلف طرق تقييم المؤسسة من مؤسسة إلى أخرى حيث توجد عدة طرق هناك طرق تأخذ بعين الاعتبار إمكانيات المؤسسة المالية والمعنوية تسمى هذه بالطرق المرتكزة على الذمة المالية أما الطرق الأخرى فهي تعتمد على الأرباح والتدفقات والمردودية وهناك طرق أخرى تسمى بالطرق المختلطة كطريقة فائض القيمة.

أولا : مقارنة الذممة (الذمة المالية).

تعتمد هذه الطريقة على مخرجات نظام المعلومات المحاسبية وبشكل خاص على الميزانية، تبين موارد المؤسسة من جهة واستخداماتها من جهة أخرى خلال فترة حياة المؤسسة تعتبر المرآة العاكسة لوضعية المؤسسة، والهدف منها إعطاء قيمة إجمالية للمؤسسة، كما تتميز بالسهولة والموضوعية والنسبية لأنها تعتمد بشكل أساسي على معطيات فعلية، تسجل الأصول بتكلفتها التاريخية مما يجعلها أقل تعبيرا عن واقع المؤسسة كما أنها لا تعكس صورتها الحقيقية بسبب التضخم و الإهلاكات والتغير في الوحدات المحاسبية.²

¹ - بوعبد الوهاب، قويني الشاوي، الأطر العامة لقيمة المؤسسة وطرق تقييمها، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية المتقدمة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة زيان عاشور الجلفة الجزائر، المجلد السابع العدد الثاني، أكتوبر 2023، ص 57-58.

² - وهيبه بوخدي، أساليب وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية والعمومية الجزائرية وحدود تطبيقها في ظل سياسة الخوصصة، مجلة الابحاث الاقتصادية لجامعة سعد دحلب البليدة الجزائر، العدد 05، ص 27.

أ- الأصل المحاسبي الصافي ANC:

تتمثل طريقة الذمة المالية المقاربة الأفضل بالنسبة للبايعين المؤسسة هذه الذمة تعتمد في تقييمها على الأصل الصافي، الميزانية المحاسبية تسمح بتقدير قيمة المؤسسة من خلال أصلها الصافي، تعتبر أبسط طريقة لتعبير عن قيمة الذمة المالية، تمثل الفرق بين مجموع الأصول ومجموع الديون، يحسب الأصل المحاسبي الصافي ANC بالطرق التالية:

$$\text{الأصل المحاسبي الصافي} = \text{مجموع الأصول المادية} - \text{مجموع الديون}$$

كما يحسب بالعلاقة التالية :

$$\text{الأصل المحاسبي الصافي} = \text{حقوق الملكية (رأس المال + الاحتياطات + النتائج بعد التوزيع)}$$

ويحسب بالعلاقة التالية :

$$\text{الأصل المحاسبي الصافي} = \text{الأموال الخاصة} - \text{الأصول الوهمية}$$

هذه الطريقة تحسب من الميزانية مباشرة.¹

ب- طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح ANCC:

تعتبر هذه الطريقة مشابهة لطريقة السابقة تنطلق من نفس المبدأ الذمة المالية، إلا أن طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح أو طريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها تقترح تصحيح آثار تغيرات القيم الاسمية (قيم الميزانية المالية للأصول، ذلك بالرجوع للأدلة حول صحة وحقيقة القيم المعروضة في الميزانية المالية.

تقوم هذه الطريقة على القيم التي يعكسها السوق لهذه البنود، كما تعمل على إمكانية ظهور فوائض وخسائر القيم الناتجة عن الفرق بين القيمة الدفترية (المحاسبية) والقيمة الحقيقية (السوقية) للمؤسسة، تعتبر هذه الطريقة ضرورية لأنها تسمح بالانتقال من النتيجة المحاسبية إلى القراءة الاقتصادية للميزانية للمؤسسة، تحسب بالعلاقة التالية:²

$$\text{الأصل المحاسبي الصافي المصحح ANCC} = \text{صافي الأصول} - \text{الخصوم الفعلية} - \text{الأصول الوهمية} +$$

$$\text{الخصوم الوهمية} \pm \text{تصحيحات فوائض أو خسائر القيم.}$$

¹ - بكاري بالخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر-دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار(ENTP)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2009-2010، ص47-48.

² - مصطفى طيبي، إشكالية التقييم المالي وفق مقارنة التدفقات في المؤسسات الاقتصادية، مرجع سبق ذكره ص45.

يوجد طرق أخرى لحساب الأصل المحاسبي الصافي المصحح واحدة تعتمد على بعض التصحيحات هذه الطريقة تعتمد على بعض التصحيحات بحسب بالعلاقة التالية:

الأصل المحاسبي الصافي المصحح = الأصل الخام - الديون الجبائية المستترة - الديون المحاسبية.
ويحسب أيضا بالعلاقة التالية :

الأصل المحاسبي الصافي المصحح = الأصول المصححة - الديون المصححة.

هذه الطريقة تنطلق من الميزانية المعدلة حول قيمة الأصول والخصوم والقيمة السوقية لمختلف عناصر الأصول، التي يصعب إيجادها أحيانا والتي تكون إما بالخبرة أو معلومات حديثة.¹

ج- القيمة الجوهرية VSB:

طريقة المعتمدة على الأصل المحاسبي الصافي المصحح تحمل العناصر الضرورية للاستغلال التي لا تملكها المؤسسة هذا ما جعل الخبراء يركزون على مفهوم القيمة الجوهرية وهي تساوي الأصول المعاد تقييمها بمنظور الاستمرارية.

تحسب القيمة الجوهرية الإجمالية وفق العلاقة التالية:

القيمة الجوهرية = الأصول الإجمالية المصححة + مصاريف الاستثمار الضرورية للحفاظ على الأدوات

الموجودة + الأملاك المستأجرة بقيمتها الاستعمالية - العناصر الخارج الاستغلال.

يوجد نوعان من القيمة الجوهرية المختصرة والصافية تحسب بالعلاقة التالية :

القيمة الجوهرية المختصرة = القيمة الجوهرية الإجمالية - الديون بدون فوائد .

القيمة الجوهرية الصافية = القيمة الجوهرية الإجمالية - مجموع الديون .²

د- الأموال الضرورية للاستغلال CPNE:

تعتبر هذه الطريقة البديل الذي جاء نتيجة الانتقادات الموجهة لطريقة القيمة الجوهرية، خاصة من جانب مشكل التمويل لعناصر الضرورية للاستغلال، وفجوة هذه الطريقة في أخذها بعين الاعتبار كل الأموال الضرورية للاستغلال لمؤسسة لتغطية الاحتياج والعجز في دورتي الاستثمار والاستغلال تحسب بالعلاقة التالية:

¹ - بكاري بالخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع الحرفقات في الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص50-53.
² - صفية بوزار، إشكالية تقييم المؤسسات بغرض الخوصصة- دراسة حالة المؤسسة العمومية الاقتصادية في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر 3، 2013-2014، ص277-278.

الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال = القيم الثابتة للاستغلال + القيم الثابتة لقرض الإيجار + القيم الثابتة المستأجرة والمستعارة + الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال.¹

ثانيا : مقارنة عن طريق أساليب الاستحداث (الربحية والتوزيعات) :

تعتمد مقارنة الذمة المالية على أساس الميزانية، أما بالنسبة لمقارنة على أساس التوزيعات والربحية فهي تعتمد أساسا على جدول حساب النتائج وكذلك عملية التشخيص التي تساعد معرفة مدى قدرة المؤسسة على تحقيق عوائد مستقبلية، كما تعتبر هذه المقارنة أكثر ديناميكية من طريقة الذمة حيث تعتمد في طريقة حساب قيمة المؤسسة على الأرباح أو طريقة المردودية.²

1- طريقة قيمة المردودية : تعتمد هذه الطريقة في تحديدها لقيمة المؤسسة على رسملة متوسط الربح المتوقع بمعدل استحداث معين كما أنها تعتبر الأكثر شيوعا واستعمالا من طرف الخبراء الماليين تحسب بالعلاقة التالية

$$V = \sum B / (1+I)$$

حيث :

V: قيمة المؤسسة .

B: متوسط الربح المتوقع .

I: معدل الاستحداث.

N: عدد السنوات المتوقعة.³

ب- الطرق المالية:

يوجد العديد من الطرق المالية لحساب نذكر منها طريقة Gordon Shapiro و Ficher Irving :

نموذج Gordon Shapiro :

¹ - بكاري بالخير، هواري سواسي، مراحل عملية تقييم المؤسسات مخطط العمل، مرجع سبق ذكره ، صفحة 99.

² - علال بن ثابت، أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر، دراسات العدد الاقتصادي - المجلد 5 العدد 1، جامعة الاغواط ، جانفي 2014، ص32.

³ - بكاري بالخير، أهمية مقارنة التدفقات في تقييم المؤسسة- دراسة تطبيقية لإحدى المؤسسات العاملة في قطاع المحروقات، مجلة الباحث العدد 10، جامعة ورقلة، ص 240.

يعد نموذج جوردن طريقة لتقييم التدفقات النقدية مقسوم الأرباح السنوية المتولدة عن السهم والتي تنمو بمعدل ثابت للفترة المستقبلية مؤثرة بذلك على القيمة الحقيقية للسهم العادي، يمكن التعبير عن طريق النموذج التالي:

$$P0 = \frac{Di}{K-g}$$

حيث:

P0: القيمة الحقيقية للسهم.

Di: توزيعات الأرباح.

K: معدل العائد المطلوب على الاستثمار للسهم.

g: معدل نمو توزيعات الأرباح.¹

نموذج Irving Ficher:

تعتبر هذه الطريقة أن قيمة رأس المال الشركة يساوي القيمة المخصوصة بلا حدود للأرباح التي يتم توليدها في المستقبل بمعدل العائد المطلوب للمساهمين تحسب بالعلاقة التالية:

$$VEL = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D}{1+t^n}$$

إذا افترضنا أن مبلغ الأرباح المدفوعة ثابت من السنة الحالية إلى الأبد تصبح بالعلاقة التالية:

$$VAL = \frac{D}{t}$$

VAL: قيمة المؤسسة.

D: توزيعات الأرباح.

t: معدل الخصم.

مع العلم أن هذا النموذج الكلاسيكي لسوق الأوراق المالية يعني أسواقاً لا تتمتع بالكفاءة والتوازن القوي والكمال.²

¹ - هشام طلعت عبد الحكيم، انوار مصطفى، تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردون)-دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الحادي والثمانون / 2010، ص 59.

² - ISMAHAN TLAMSI, *Interaction Entre L' Evaluation de L'Enterprise Et La gouvernance cas de Audit et système financier la société SAIDAL*, Thèse pour l'obtention du diplôme de doctorat LMD, 2018, P104-105 - Université Abdelhamid BEN BADIS MOSTAGANEM, 2017 comptable,

ثالثا: مقارنة تدفقات الخزينة المخصوصة DCF.

هي طريقة تنطلق من قدرة المؤسسة على تحقيق التدفقات النقدية المتاحة، والتي تقوم باستحداث هذه التدفقات المستقبلية، تكون وفق توقعات تتراوح بين 5 و10 سنوات بالإضافة إلى القيمة النهائية أو المتبقية وهذا بعد فترة استحداث التوقعات، التدفقات طبقا لهذه الطريقة متعلقة بنشاط الاستغلال فقط، تستثني الهيكل المالي أي المصاريف المالية،....إلخ.

- تحسب العلاقة التالية:

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{DCF_i}{(1+K)^{-i}} + \frac{VR}{(1+K)^{-n}}$$

حيث:

V: قيمة المؤسسة.

DCF_i: التدفق النقدي المتاح.

K: معدل الاستحداث.

n: عدد السنوات.

VR: القيمة الباقية.

يحسب التدفق النقدي المتاح بالعلاقة التالية:

DCF_i = نتيجة الاستغلال خارج الأعباء المالية والصافية من الضرائب + مخصصات الإهلاكات ± التغيير

في احتياج رأس المال العامل ΔBFR + التنازل عن الأصول - حيازة الاستثمارات.

تعد هذه الطريقة الأكثر صدقا من ناحية التوقعات وتحديد قيمة المؤسسة لأنها تنطلق من إمكانياتها المستقبلية وهذا إذا تم العمل بدقة لجميع عناصر المؤسسة.¹

رابعا : مقارنة فائض القيمة Good Will.

ظهرت هذه المقاربة نتيجة الانتقادات الموجهة لمقاربة الذمة المالية ومقاربات التدفقات لأنها تحمل عناصر

الاصول فقد تم الاعتماد عليها كطريقة تركز على فائض القيمة .

¹ - علال بن ثابت، أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص32-33.

أ- تعريفها :

يمكن التعبير على أنه الأسباب المؤدية لوجود فائض في القيمة على الأصول المادية للمؤسسة، أي أنه يمثل فائض في القيمة، كما يعرف فائض القيمة أو شهرة المحل بشكل مباشر على أنه القدرة التي تتمتع بها المؤسسة على تحقيق أرباح نتيجة استغلال عناصرها بشرية أو منتجات أو معدات أو أسواق أو زبائن... إلخ، أي يمثل جميع العناصر المعنوية المرتبطة بالمؤسسة والتي يصعب تقييمها مباشرة، باستثناء العناصر المعنوية التي قيمتها مستقلة عن نشاط المؤسسة كالترخيصات وبراءة الاختراع وحقوق الأيجار... إلخ، هو جميع العناصر الداخلية والخارجية التي تقوم على تعظيم الأرباح التي يمكن تحقيقها في الماضي والحاضر والمستقبل من طرف المؤسسة، فيكون إيجابيا عندما تحقق هذه العناصر أرباح أعلى من تكلفة رأس المال الأموال الموضوعة والضرورية لسير الحسن للمؤسسة أما في الحالة العكسية فتكون نقص في القيمة.¹

ب- طرق فائض القيمة GW: يمكن استعمال عدة طرق لحساب فائض القيمة GW.

◀ طريقة العائد المستحدث(الربيع):

لحساب فائض القيمة عن طرق معدل العائد المستحدث يتم استحداث فائض القيمة، خلال الفترة n التي تسمح للأصول الاقتصادية بتوليد هذا العائد، وحسب خبراء هذه الطريقة المدة محصورة بين 3 و8 سنوات ويمكن الأخذ بخمسة سنوات كمدة متوسطة وعليه فإن فائض القيمة يحدد بالعلاقة التالية:

$$GW=(CB-i \times AE \times) \frac{1-(1-KGW)^n}{KGW}$$

حيث:

AE: الأصول الاقتصادية.

CB: الكفاءة الربحية.

i: تكلفة رأس المال لسعر الفائدة دون خطر.

KGW: معدل الاستحداث أو تكلفة رأس المال بالخطر.

n: عدد السنوات.²

¹ - هواري سواسي، عبد القادر ديون، أهمية قياس الأصول المعنوية على اقتصاد المعرفة، المؤتمر العالمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة الجزائر، 08-09-2005، ص401.

² - رفيق يوسف، نموذج مقترح لتقييم رأس المال البشري دراسة تطبيقية على مؤسسة NCA Rouiba، مجلة العلوم الاجتماعية والانسانية، العدد الثالث عشر، جامعة تبسة الجزائر، ص436.

◀ طريقة الممارسين الطريقة الغير مباشرة:

تسمى الطريقة الغير مباشرة أو طريقة الممارسين أو الطريقة الألمانية، وتعتبر من أسهل الطرق إستعمالا حيث تنطلق مبدئيا في طريقة حسابها لفائض القيمة الاجمالية للمؤسسة، تحسب انطلاقا من الأصل المحاسبي الصافي المصحح وقيمة المردودية تحسب بالعلاقة التالية :

$$VE=ANCC+VR/2$$

$$VE=GW+ ANCC$$

$$ANCC-GW=VE$$

ومنه نستنتج أن:

$$ANCC/2-GW=VR$$

قيمة المردودية تحسب بالعلاقة التالية: $VR = \frac{B}{i}$

حيث: B: الربح الصافي المصحح و i: معدل الرسملة.

تصبح العلاقة كالآتي :

$$GW = \frac{(B/i - ANCC)}{2}$$

وعليه تحدد قيمة المؤسسة كالآتي :

$$VE = ANCC + \frac{1}{2i} \times (B - i \times ANR)$$

حيث :

ANR: الأصل المعاد تقييمه.¹

◀ الطريقة الأنجلوساكسونية (الطريقة المباشرة):

تعتمد هذه الطريقة في حساب قيمتها على مجموع أصولها الصافية المصححة ANCC، ويقدر Good Will بالفرق بين الربح الصافي للمؤسسة والمكافئة المحصلة نتيجة التوظيف بمعدل i بدون مخاطر الأصل الصافي المصحح.

يتم حساب فائض القيمة و بعدها قيمة المؤسسة مباشرة دون اللجوء إلى الفرق بين القيمة الإجمالية وقيمة الأصل الصافي المصحح تحسب وفق العلاقة التالية:

حساب فائض القيمة عن طريق الأصل المحاسبي الصافي المصحح:

$$VE = ANCC + GW$$

¹ - رفيق يوسف، دور النظام المحاسبي المالي في تفعيل طرق تقييم المؤسسة الاقتصادية الجزائرية -دراسة حالة- NCA Rouiba، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية، تخصص محاسبة وتدقيق، جامعة المدية الجزائر، 2016، ص123-124.

$$GW= 1/t(CB-i \times ANCC)$$

حساب فائض القيمة عن طريق القيمة الجوهرية:

$$VE= ANCC +GW$$

$$GW=\frac{1}{t}(CB-i \times VSB)$$

حيث:

VE: قيمة المؤسسة.

ANCC: الأصل المحاسبي الصافي المصحح.

t: معدل الاستحداث.

CB: الكفاءة الربحية أو الربح المتوقع.

I: معدل الخالي من الخاطرة.

VSB: القيمة الجوهرية.¹

خامسا: مقارنة باستخدام الطريقة المقارنة.

تنطلق مقارنة التقييم باستخدام الطريقة المقارنة من منطلق أن قيمة المؤسسة يمكن تحديدها بالرجوع إلى مؤسسات كمرجع قابلة للمقارنة، قيمتها معلومة أما بسبب تداول أسهمها في لبورصة أو أنه تم التنازل عنها أو إندماجها مؤخرا ويتم اختيار تلك المؤسسة المقارنة من خلال الشروط التالية:

✓ أن تكون تعمل وتنشط في نفس القطاع.

✓ أن تكون أحجامها متشابهة نسبيا.

✓ أن يكون مستوى تطورها أو نموها متقاربا.

هذه الطريقة تعمل بناء على أسعار تداول أسهم المؤسسات المتخصصة في مجالات متشابهة وتعمل في نفس القطاع الذي تعمل فيه المؤسسة محل التقييم، كما يجب هذه الطرق تحديد مضاعف المناسب والذي يتم حسابه بناء على مؤشرات السوق للمؤسسات المماثلة ومقارنتها المؤشرات المالية للمؤسسة.²

¹ - كمال مرشدي ،مدى كفاءة مقارنة التدفقات النقدية المخصوصة في تقييم المشاريع الاستثمارية وأثرها على قيمة المؤسسة ،أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه ،في علوم التسيير تخصص الادارة المالية للمؤسسات، جامعة الجزائر 3 ، 2021-2022، صفحة152- 153.

² - رفيق يوسف ، دور النظام المحاسبي المالي في تفعيل طرق تقييم المؤسسة الاقتصادية الجزائرية ،مرجع سبق ذكره،صفحة138.

جدول رقم (3-1): المضاعفات المختلفة .

المضاعف	تعريف المضاعف	طريقة حساب المضاعف
مضاعف رقم الأعمال PSR	هو نسبة للأنشطة التي يكون فيها حجم المبيعات أكبر من النتيجة التشغيلية المعروضة، فالمضاعف غير ذي صلة إلا إذا كانت الشركات محل التقييم لديها معدلات هامش متجانسة .	PSR=قيمة المؤسسة VE/رقم الأعمال CA.1
مضاعف فائض الإجمالي للاستغلال EBITDA	هو مضاعف يستخدم للمقارنة بين الشركات التي تعمل في نفس القطاع، لاكن لديها هيكل مالي وسياسة اهلاك وتخطيط ضريبي مختلف .	EBITDA=قيمة المؤسسة VE/الفائض الإجمالي للاستغلال EBITDA.2
مضاعف نتيجة الاستغلال EBIT	يتمثل هذا المضاعف في حاصل القسمة للقيمة السوقية للأصل الاقتصادي على نتيجة الاستغلال بعد الضريبة للعينة المختارة وهذا ما يحصل بعد رسملة النتيجة الاقتصادية للمؤسسة غير المسعرة للحصول على قيمة الأصل الاقتصادي.	EBIT=الأصل الاقتصادي VE/نتيجة الاستغلال بعد الضريبة EBE.3
مضاعف النتيجة الصافية PER	مضاعف الربح أو ما يسمى بمعدل رسملة الربح هو الأكثر استخداما وشيوعا من المضاعفات الاخرى، وهو نسبة تقيس سعر السهم إلى نفس الأرباح يستخدم من طرف المحللين والمستثمرين لتحديد قيمة حقوق الملكية في المؤسسة، ويستخدم أيضا لمقارنة الشركة مع بيانها المالية التاريخية لمقارنة الأسواق مع بعضها البعض .	= قيمة المؤسسة PER في البورصة / أرباح المؤسسة.4

المصدر: من إعداد الطالبات.

سادسا: المقارنة المعتمدة على قياس قدرة المؤسسة على إنشاء القيمة .

تعتبر من الطرق الحديثة لتقييم، تعمل كل مؤسسة على تعظيم قيمتها لصالح الملاك والمساهمين وكل أطراف المتعلقة بها، ولا يكمل ذلك إلا بتحقيق تراكم الثروة الذي يتم قياسه بمدى قدرتها على خلق القيمة، ومن أهم

¹ - ISMAHAN TLAMSI ; op.cit;P134.

² - ISMAHAN TLAMSI ; op.cit ;P134.

³ - علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة-دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة ورقلة الجزائر، 2009، ص 26.

⁴ - خديجة بوزيد، العربي غريسي، التقييم المالي لأسهم الشركات القابضة باستخدام مضاعفات المقاربة السوقية، مجلة المنهل الاقتصادي المجلد 04، العدد 03، جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي الجزائر، ديسمبر 2021، ص 224.

المؤشرات لقياس قدرة المؤسسة على خلق القيمة نجد القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة ومؤشر TSR.¹

طرق إنشاء القيمة:

ظهرت هذه الطرق كبديل للمقاييس التقليدية لإنشاء القيمة نتيجة عيوبها.

1- القيمة الاقتصادية المضافة EVA:

تعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من أهم المقاييس الحديثة المستخدمة في خلق القيمة .

1-1- مفهومها:

تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة من أهم المدخل الحديثة التي استمدت من خلق القيمة (ECONOMIC VALEU ADDED EVA) كما أنها تمثل ربح المؤسسة ، كما يراها البعض أن مفهومها تطور للدخل المتبقي ، كما تعتمد على مفهوم تكلفة رأس المال.²

1-2- طريقة حسابها: تحسب بطريقتين:

الطريقة الأولى: تعتمد هذه الطريقة على أنها الفرق بين الربح الصافي التشغيلي بعد الضريبة NOPAT وتكلفة رأس المال.

$$EVA = NOPAT - WACC \times CI.$$

حيث:

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة.

NOPAT: الربح التشغيلي الصافي بعد الضرائب نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضريبة.

WACC: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.

CI: إجمالي رأس المال المستثمر.

الطريقة الثانية: كما يمكن حساب القيمة الاقتصادية المضافة بناء على التغير في الأصول أو الالتزامات والفرق العائد على حقوق الملكية وتكلفة حقوق الملكية تحسب بالعلاقة التالية:

¹- كوثر راجي ، بإبراهيم ومزياد ، مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية ، مجلة الباحث الاقتصادي CHEEC ، المجلد 6 العدد 10 ، جامعة عنابة الجزائر ، ديسمبر 2018 ، ص 381.

²- حسينة صيفي ، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة المضافة EVA - دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC خلال الفترة 2008-2013 ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم المالية ، تخصص دراسات مالية واقتصادية ، جامعة ورقلة الجزائر ، 2015-2016 ، ص 28.

$$EVA = ROIC - (WACC \times CI).$$

حيث:

ROIC: معدل العائد على صافي الموجودات.

WACC: المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

CI: رأس المال المستثمر.

وبطريقة مبسطة تحسب القيمة الاقتصادية المضافة كالاتي:¹

القيمة الاقتصادية المضافة EVA = النتيجة الاستغلالية بعد الضريبة - RE أموال الاستثمار CIX

التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال WACC.

2- القيمة السوقية المضافة MVA:

تعد القيمة السوقية المضافة من المؤشرات الحديثة لإنشاء القيمة في المؤسسة.

تعريفها:

هي مقياس تراكمي للقيمة التي أضافتها الإدارة تفوق رأس المال المستثمر من قبل المساهمين، وتحدد قيمة الأموال التي يحققها المستثمرون نتيجة استثماراتهم ثروة الشركة، كما تعبر عن الفرق بين التدفقات الداخلة والخارجة.²

طريقة حسابها: تحسب بطريقتين:

تعتبر القيمة السوقية المضافة MVA مؤشر لقياس الاداء المالي ومقياس لثروة المساهمين، وهي عبارة الفرق يمين القيمة السوقية للمؤسسة والقيمة الدفترية لإجمالي رأس المال المستثمر فيها تحسب بالعلاقة التالية:

القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية للمؤسسة - القيمة الدفترية لإجمالي رأس المال المستثمر.

• اذا كانت القيمة السوقية المضافة موجبة فإن المؤسسة قامت بإنشاء القيمة.

• اذا كانت القيمة السوقية المضافة سالبة فإنه يعني أنه تدمير للقيمة.

¹ - أمال العقون، دور مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في دعم الاستراتيجية المالية للمؤسسات الاقتصادية- دراسة حالة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، في علوم مالية ومحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة سطيف 1 الجزائر، 2021، ص43-44.

² - حياة روميل، جاب الله الشريف، استخدام المؤشرات الحديثة السوقية لقياس قدرة الشركات الجزائرية على خلق القيمة للفترة (2016-2022)، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 8 العدد 4، جامعة جيجل، جامعة سوق أهراس الجزائر، ديسمبر 2024، ص 140.

حسب Stern Stewart فإن القيمة السوقية المضافة هي الفرق بين القيمة السوقية للأسهم والقيمة الدفترية للأسهم بناء على تساوي القيمة السوقية والدفترية لديون تصبح العلاقة كالتالي:

القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية لحقوق الملكية - القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

- إذا كانت القيمة السوقية الاجمالية للشركة أكبر من مبلغ رأس المال المستثمر للمؤسسة فإن المؤسسة قامت بإنشاء قيمة.
- إذا كانت القيمة السوقية الاجمالية أقل من مبلغ رأس المال المستثمر للمؤسسة فإنه تدمير للقيمة.

◀ العلاقة بين EVA و MVA :

هي عبارة على أن القيمة الاقتصادية المضافة مؤشر يربط بين أرباح المؤسسة و تكلفة رأس المال القيمة السوقية المضافة MVA هي توقعات مستقبلية للقيمة الاقتصادية المضافة EVA.¹

$$MVA = \frac{\sum EVA}{(1+t)}$$

3- العائد الكلي للمساهم TSR:

يعطي هذا المؤشر صورة تاريخية وحالية، لأن القيمة السوقية ليست دائما معيار جيد في الأزمات أي أن الأسعار تكون متذبذبة وغير ثابتة حيث أن تكلفة التمويل تكون مرتفعة بسبب زيادة المخاطر، تم تطبيقه من طرف BOSTEN CONSULING GROUB يعتمد على الأداء التاريخي بعد الاستثمار كما يمثل هذا المؤشر في معدل نمو سعر السهم السوقية بالإضافة الى التوزيعات منسوبة لسعر، يستحسن حسابه على فترات طويلة من 5 إلى 10 سنوات كمتوسط حسابي، حيث يخفض التغيرات السعرية الشاردة بحسب بالعلاقة التالية:

$$TSR = \frac{P1+D-PO}{PO}$$

حيث:

P1: سعر السهم الحالي.

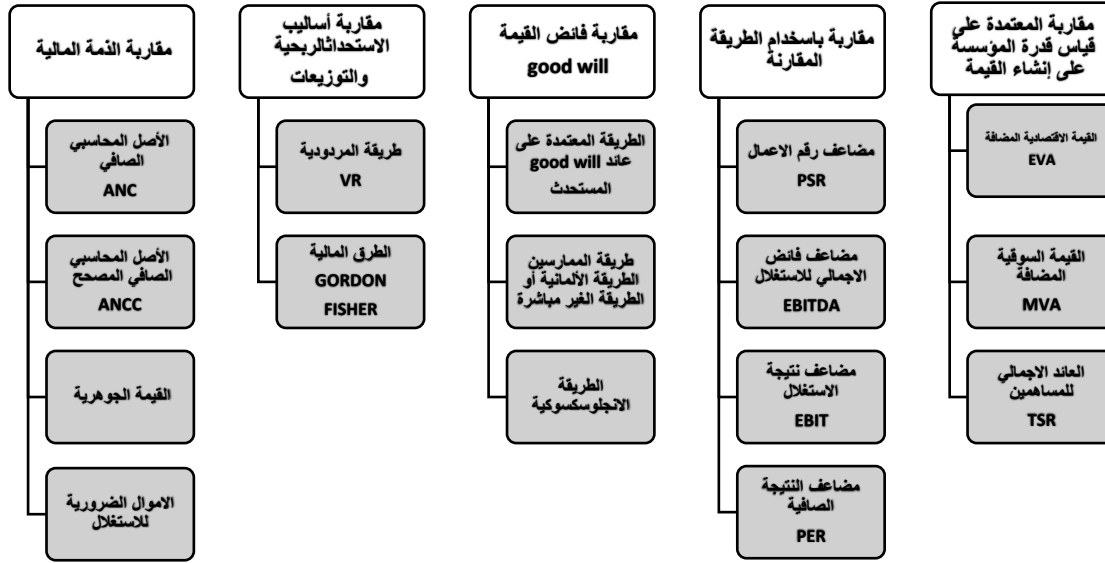
PO: سعر شراء السهم.

D: توزيعات الارباح.²

¹ - أسماء أمين، تقييم المؤسسات الاقتصادية وفق منظور القيمة المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA دراسة حالة مؤسسة الأوراسي ومجمع صيدال خلال الفترة 2002-2017، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم المالية، تخصص مالية ومحاسبة، 2020-2021، ص34-35.

² - علي بن الضب، سيدي المجد عياد، تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة - دراسة تطبيقية ببورصة الدار البيضاء، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية العدد 02، المركز الجامعي عين تموشنت، جامعة تلمسان، الجزائر، 2013، ص130.

شكل رقم (1-2):مخطط توضيحي لمقاربات التقييم.



المصدر: من إعداد الطالبات.

المبحث الثاني: طريقة تدفقات الخزينة المخصوصة DCF.

في ظل التحولات الاقتصادية المتسارعة و التطورات المستمرة في مجال الإدارة المالية أدت الحاجة إلى تطوير أدوات وأساليب جديدة، تتيح للمؤسسات التحكم بشكل أكثر دقة وفعالية في مواردها المالية، ومن بين هذه الأساليب المستحدثة ظهرت طريقة تدفقات الخزينة كإحدى الآليات الحديثة التي تهدف إلى تحسين إدارة السيولة النقدية وضبط تدفقات الأموال الداخلة و الخارجة بشكل يضمن استمرارية النشاط المالي و استدامة المؤسسة. في هذا المبحث سنقوم بدراسة طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة مع التركيز أسسها النظرية وتطبيقاتها العملية ودورها في تحسين الأداء المالي وضمان استقرار المؤسسة.

المطلب الأول: التعريف بمقاربة تدفقات الخزينة المخصوصة DISCOUNTED CASHFLOWS وأهميتها بالنسبة للشركة.

لمقاربة تدفقات الخزينة المستحدثة عدة تعريفات كما تملك أهمية كبيرة بالنسبة لشركات .

أولاً: التعريف بمقاربة التدفقات الخزينة المخصوصة DCF:

ظهرت طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة DCF لأول مرة في عام 1938م في نص JOHN BURR WILLIAMS*نظرية قيمة الاستثمارات كان هذا بعد إنحيار السوق الأسهم عام 1929موقبل أن تقوم منظمة المحاسبة الوطنية بالتحقق من أسباب هذا الانحيار بتكليف من لجنة الأوراق المالية والبورصات (Commission SECURITIES AND EXCHANGE)، وبسبب الإفلاس أصبح المستثمرون حذرين بشأن الإعتماد على الدخل المؤجل، أو في الواقع تم حساب جميع مقاييس القيمة بشكل مستقل على السيولة خلال الثمانينات و التسعينات أصبحت قيمة السيولة والملكية الملموسة تدريجياً اقل ارتباطاً بالقيمة الإجمالية للمؤسسة (وفقاً لما تحدده سوق الأسهم).

وتبعاً لبعض التقديرات انخفضت القيم المادية إلى أقل من خمس القيمة الإجمالية للنشاط التجاري. تفترض هذه الطريقة أن الأصل يستحق ما يحققه من عوائد في المستقبل حيث يقوم على عنصرين أساسيين joelle&PIERRE .

- تحديد التدفقات النقدية المتاحة المستقبلية FDT المستحقة لجميع مقدمي الأموال (المساهمين والدائنين الماليين).

- تحديث هذه التدفقات بمعدل يمثل متطلباتهم من حيث الربحية.¹

◀ تعريف آخر ل DCF أو مقارنة الدخل:

تعتمد هذه المقاربة على تحويل المنافع الاقتصادية المتوقعة في المستقبل إلى قيمة حالية ، تتم عملية الخصم (DISCOUNTING) أو الرسملة (CAPITALISATION) للمنافع الاقتصادية المتوقعة في المستقبل (صافي التدفقات أو أي مقياس آخر لدخل)، بمعدل الخصم يمثل تكلفة الأموال لتلك المؤسسة أو لذلك الاستثمار و الذي يعكس القيمة الزمنية للنقود بالإضافة إلى المخاطرة.

أن عملية الخصم هذه قد تشمل تقسيم الأفق الزمني المستقبلي إلى مرحلتين أو ثلاث زائد القيمة الحتمية

².(terminal value).

ثانيا: أهميتها بالنسبة للشركة.

تعتبر طريقة التدفقات النقدية المخصوصة واحدة من أكثر طرق تقييم الشركات استخداما و شيوعا بين المتخصصين، حيث تركز على المستقبل المالي للشركة و تعتمد على التوقعات المتاحة في خطة الأعمال، تعد هذه الطريقة مناسبة بشكل خاص للشركات الكبيرة التي تعتمد على توقعات مالية مفصلة تتماشى مع استراتيجيتها، كما تستخدم غالبا في تقييم الشركات التي قد تكون غير مربحة في سنواتها الأولى ولكن لديها أفق نمو جيدة تعتمد هذه الطريقة بشكل كبير على القيمة النهائية مما يجعل نتائج حساسة لأي خطأ في تقدير هذه القيمة.³

المطلب الثاني: طرق تدفقات الخزينة المخصوصة.

في هذا المطلب سنوضح أهم طرق تدفقات الخزينة المخصوصة مع توضيح أهم الفوارق الأساسية بينهم.

◀ التدفق النقدي الحر (المتاح FCF):

يعبر عن التدفق النقدي المتاح عن تدفقات السيولة الصافية المحققة فعلا من النشاط العادي للمؤسسة (الاستغلال) و بالتالي يضيف للإيرادات و المصاريف المستخرجة من جدول حسابات النتائج الممثلة للتدفق

¹ - مصطفى طبشي ، غريب بو لرباح، تقييم المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار (ENTP) وفق مقارنة التدفقات طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة (DCF)، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية (ABPR)، مجلد 11- العدد 2022/01، ص 258.

² - مبارك فحلول ، تقييم المؤسسات الاقتصادية عند الادراج لأول مرة في البورصة (PIO) في الاسواق المالية المغربية (الجزائر، تونس و المغرب) خلال الفترة 2007 - 2014 ، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة الحاج لخضر باتنة 1 ، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 11 ديسمبر 2016، ص 324.

³ -ZINEB HADJADJ ,ZAHIR TAMSSAOUT, Évaluation Des Entreprises Non Cotées En Bourse- Cas De La SARL LGA -Valuation Of UNLIDTEDCOMPANIESECONOMY -Case Of The LGA Sarl- , P520 ,Université Blida 2.

النقدي لكلاسيكي (القدرة على التمويل الذاتي) و عناصر أخرى مستخرجة من الميزانية و المتمثلة في احتياج رأس المال العامل بالإضافة إلى العمليات المتعلقة بالاستثمارات وذلك بغية الوصول إلى التدفقات السيولة المتاحة للمؤسسة، ويحسب التدفق النقدي المتاح مستقلا عن طرق التمويل لذا نستبعد حسابه من المصاريف المالية كما تؤخذ في حسابه إلا التدفقات السيولة الناتجة عن الاستغلال بحيث عند القيام بخصمها (التدفقات المتوقعة) نحصل على قيمة الأصل الاقتصادي الضروري للحصول على نتيجة الاستغلال، هناك نوعان من التدفقات النقدية يتميزان حسب الغرض منهما:

- التدفقات النقدية المخصصة لموли الشركة و التي تتوافق مع التدفقات النقدية الناتجة عن جميع الأصول الملموسة والغير ملموسة.
- التدفقات النقدية المخصصة للمساهمين و التي تأخذ بعين الاعتبار الهيكل التمويلي للشركة.¹

1- نموذج خصم التدفق النقدي المتاح لحقوق الملكية FCFE:

التدفقات النقدية المتاحة بعد الضرائب وقبل التكاليف المالية سداد الديون تكون موجهة لكل المساهمين على شكل توزيعات أرباح وأرباح محتجزة أي صافي الربح وكذلك الدائنين الماليين للشركة مثل أعباء الفوائد وسداد الديون تعرف هذه التدفقات باسم التدفقات النقدية الحرة للشركة (FREE CASH TO FIRM) ويتم حسابها كما يلي:

جدول رقم(1-2): قيم التدفقات النقدية الحرة لشركة.

المعايير الفرنسية	معايير IFRS
+ نتيجة الاستغلال . - الضريبة على نتيجة الاستغلال .	+ الأرباح قبل الفوائد والضرائب (EBIT) - الضريبة على قبل الفوائد والضرائب .
= النتيجة التشغيلية بعد الضريبة .	= الربح التشغيلي الصافي بعد الضريبة.
+ مخصصات الإهلاك على الأصول الثابتة - التغير في الاحتياجات رأس المال العامل . - الاستثمارات الصافية بعد عمليات البيع	+ مخصصات الإهلاك على الأصول الثابتة -تغير في احتياجات رأس المال العامل . - الاستثمارات الصافية بعد التصفية
= التدفق النقدي الحر للشركة	= التدفق النقدي الحر لشركة

المصدر : JEAN-ÉTIENNE PALARD ; FRANCK IMBERT ; Guide paratique d'évaluation d'entreprise ;maison d'édition EYRLLES ;p281 .

¹ -هوارى سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 3 ، ص 94.

ملاحظات:

- النتيجة التشغيلية تمثل النتيجة العملية بعد حساب جميع التكاليف التشغيلية، بما في ذلك حصة المشاركة و المكافآت للموظفين.
- يتم حساب الضريبة دون الأخذ بعين الاعتبار أي مزايا ضريبية خاصة بالشركة خاصة بالشركة.
- لا يجب إضافة مخصصات المتعلقة بالعناصر الخاصة بحاجة رأس المال العامل إلى النتيجة التشغيلية لأنه قد تم تضمينها بالفعل ضمن التغير في رأس المال العامل الذي يتم حسابه عادة بعد خصم هذه المخصصات.
- الاستثمارات الصافية من المبيعات تمثل قيمة اقتناء الأصول الثابتة بعد خصم عوائد المبيعات التي تؤثر على خزينة الشركة.
- يمثل هذا التدفق النتيجة الاقتصادية بعد خصم الزيادة في الأصول الاقتصادية المحاسبية (AE) حيث تعمل هذه الأصول على مجموع وحاجة رأس المال العامل.¹

2- نموذج خصم التدفق النقدي للمنشأة FCFE:

التدفقات النقدية للمنشأة بعد خصم الضرائب ودفع المصاريف المالية و سداد الديون، تكون موجبة

للمساهمين في الشركة وتعرف باسم (FCFE (FREE CASH TO EQUITY

ويتم حسابها على النحو التالي:

جدول رقم (2-2): التدفقات النقدية المتاحة للمساهمين

المعايير الفرنسية.	معايير IFRS.
+ نتيجة التشغيل. - الضريبة على نتيجة التشغيل.	+ الارباح قبل الفوائد والضرائب (EBIT). - الضريبة على قبل الفوائد والضرائب.
= النتيجة التشغيلية بعد الضريبة.	= الربح التشغيلي الصافي بعد الضريبة.
+ مخصصات الإهلاك على الاصول الثابتة - المصاريف المالية الصافية من إيرادات المالية. + اصدار الديون المالية جديدة. - سداد الديون المالية. - التغير في الحاجة إلى راس المال العامل BFR.	+ مخصصات الإهلاك على الاصول الثابتة - المصاريف المالية الصافية من إيرادات المالية. + اصدار الديون المالية جديدة. - سداد الديون المالية. - التغير في الحاجة إلى راس المال العامل BFR.

¹ - JEAN-ÉTIENNE PALARD ; FRANCK IMBERT ; Guide pratique d'évaluation d'entreprise ; maison d'édition EYRLLES ;p281 .

- الاستثمارات الصافية من التنازلات.	- الاستثمارات الصافية من التنازلات.
= التدفقات النقدية المتاحة للمساهمين.	= التدفق النقدي المتاح لحقوق الملكية.

المصدر: JEAN-ÉTIENNE PALARD,FRANCK IMBERT, op.cit p 282

ملاحظات :

- يعتمد على ما تبقى للمساهم بعد دفع المصاريف المالية وسداد أقساط الديون .
- نادرا ما يستخدم لأنه يتطلب معرفة خطة التمويل طويلة الأجل للشركة .
- صعب التطبيق اذا تغيرت البنية المالية و تكلفة رأس المال بمرور الوقت.
- هي الأداة الأنسب لتقييم الشركات بإستخدام طريقة تدفقات الخزينة.
- يركز على السيولة الناتجة مباشرة من الأصول الاقتصادية .
- يسمح بالحصول على قيمة الشركة.¹

3- الفوارق الرئيسية بين FCFE وFCFF:

- تنشأ الفروقات بين التدفق النقدي للمنشأة و التدفق النقدي الحر لمستثمري رؤوس الأموال بشكل أساسي بسبب تدفقات الخزينة المرتبطة بالديون مثل مدفوعات، الفوائد وسداد الديون و إصدارات الديون الجديدة بالإضافة إلى المطالبات الغير متعلقة بمستثمري رؤوس الأموال مثل الأرباح الممتازة .
- إستخدام إحدى المقاييس الشائعة في تقييم الأرباح قبل الفوائد و الضرائب و الإستهلاك والاطفاء (EBITDA) و التي تعتبر مقياسا تقريبا لتدفقات الخزينة من العمليات .
- يعتبر التدفق النقدي للمنشأة مفهوم الأكثر شمولاً حيث يأخذ في الإعتبار - الأثر الضريبي بالإضافة إلى النفقات الرأسمالية و احتياجات رأس المال العامل .
- يستخدم بعض المحللين على الدخل التشغيلي بعد الضريبة كبديل للتدفق النقدي للمنشأة.²

¹-JEAN-ÉTIENNE PALARD, FRANCK IMBERT ,op.cit p 282 .

²- ASWATH DAMODARAN ;INVESTMENT VALUATION TOOLS AND TECHNIQUES FOR DETERMINING THE VALUE OF ANY ASSET ;3RD EADITION; P370.

المطلب الثالث: قيمة المؤسسة وفق DCF .

تعد طريقة تدفق الخزينة المخصوصة من أشهر الطرق اعتماد لتقييم الشركات ، لأنها تساعد تقدير التدفقات المستقبلية التي يمكن أن تولدها المؤسسة .

1- تحديد تدفقات النقدي للمنشأة FCFF أو FTD-

التدفق النقدي للمنشأة هو تدفق السيولة النقدية الناتج عن أنشطة تشغيل الشركة بعد تمويل النمو يتم حسابه على النحو التالي :

$$FTD = \text{نتيجة التشغيل} + \text{مخصصات الاستهلاك} (-) \text{ضريبة الشركات} + \text{التغير في الحاجة الى راس المال} + \text{الاستثمارات} .$$

2- تحديد القيمة النهائية VT:

هذه الفترة سيكون للشركة قيمة معينة تساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية بعد هذا لفترة n وتسمى هذه الفترة بالقيمة النهائية ولتحديدها يتم (رسملة تقدير) قيمة التدفق النقدي للقيمة الاخيرة من الفترة الاخير بمعدل العائد t ثم خصم (احتساب القيمة الحالية) في هذه المرحلة يكون قد حددنا.

$$\text{القيمة الاجمالية للشركة} = \text{التدفقات النقدية الحرة FCF} + \text{القيمة النهائية VT}^1 .$$

3- معدل الاستحداث t:

يعبر عن استحداث التدفقات المستقبلية مع الأخذ بالاعتبار المخاطر الخاصة بالمؤسسة .

4- الفترة المأخوذة لحساب التدفقات n:

تعد الفترة المأخوذة لحساب التدفقات المستقبلية المتحصل عليها من العناصر الهامة في حساب قيمة المؤسسة فمنهم من يأخذ فترة طويلة جدا ومنهم من يتبنون فترة أقصر من ذلك .

• **الفترة الطويلة:** يعتمد مبتكرو هذه الطريقة في استحداث التدفقات على فترة طويلة تتراوح ما بين

10 و 12 سنة و أحيانا أكثر.

• **الفترة القصيرة:** يعتمد الكتاب الجدد على فترة قصيرة جدا مما سبق والتي في الغالب تماثل ما هو مأخوذ في

نظرية الاستثمارات المتمثلة في خمس سنوات.²

¹ - Zineb Hadjadj , Zahir Tamssaout ; opcit ;p519 .

² -هوارى سويسى ، مرجع سابق ، ص 96 .

5- متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال WACC.

يستخدم لحصم التدفقات النقدية الحرة المتاحة والتي يجب أن تخصم باستخدام تكلفة الأموال الخاصة KCP يتم حساب كما يلي :

$$K_{wacc} = \frac{VCP}{VCP + VDN} \times kcp + \frac{VDN}{VCP + VDN} \times Kdn (1 - t_{cp})$$

حيث :

$$\frac{VCP}{VCP + VDN} : \text{يمثل القيمة الاقتصادية لحقوق الملكية مقارنة بإجمالي القيمة السوقية للشركة .}$$

$$\frac{VDN}{VCP + VDN} : \text{يمثل مستوى الدين الصافي مقارنة بالقيمة السوقية للشركة}^1 .$$

6- قيمة الشركة VE:

تتركز هذه الطريقة على استحداث التدفقات النقدية المستقبلية والتي تمثل قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح، وفق العلاقة التالية :

$$VE = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DCF^t}{(1+k)^t} + \frac{VT^n}{(1+k)^n}$$

حيث :

DCF: التدفقات النقدية المخصوصة.

K: معدل الاستحداث.

VT: القيمة النهائية.²

المطلب الرابع: مزايا وعيوب مقارنة DCF.

لمقارنة تدفقات الخزينة المخصوصة عدة مزايا تميزها عن غيرها من المقاربات الأخرى كما أن له عيوب أيضا تواجه المستثمرين والمحللين .

1- مزايا استخدام مقارنة التدفق النقدي المخصوص DCF.

تتميز مقارنة DCF بالعناصر التالية:

- ✓ معايير قرار واضحة ومتسقة لجميع المشاريع.
- ✓ نفس النتائج بغض النظر عن تفضيلات المخاطرة لدى المستثمرين.
- ✓ كميا مستوى لائق من دقة وعقلانية اقتصاديا.

¹ - JEAN-ÉTIENNE PALARD, FRANCK IMBERT ,op.cit p 289 .

² -كوثر راجحي ، إبراهيم بومزيد، مرجع سابق، ص384 .

- ✓ تتجاوز الإشكاليات المحاسبية (الإهلاك و تقييم المخزون).
- ✓ الأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود وهياكل المخاطر الأساسية.
- ✓ بسيطة نسبيا تدرس على نطاق واسع مقبولة على نطاق واسع.

2- عيوب استخدام مقارنة التدفق النقدي المخصص:

لتدفق النقدي المخصص عند استخدامه تترتب عليه عدة عيوب وهي كالتالي:

جدول رقم(4-1): افتراضات DCF والواقع العملي.

الواقع العملي	افتراضات DCF
عدم اليقين و التباين في النتائج المستقبلية لا يتم اتخاذ جميع القرارات اليوم فقد يتم تأجيل بعضها الى المستقبل عندما يتم نزول حالة عدم اليقين.	- يتم اتخاذ القرارات الان و التدفقات النقدية المستقبلية الثابتة.
ادخال تأثيرات الشبكة في بعض الاحيان لا يمكن تقييم المشاريع على انها تدفقات نقدية قائمة بذاتها .	- المشاريع هي مؤسسات مصغرة وهي قابلة للتبادل مع مؤسسات بأكملها و بالتالي يمكن تقييم المشاريع على انها تدفقات نقدية قائمة بذاتها.
عندما تدار المشاريع بنشاط من خلال دورة حياة المشروع .	- جميع المشاريع تدار بشكل سلبي.
قد يكون من الصعب تقدير التدفقات النقدية المستقبلية لأنها عادة ما تكون عشوائية و محفوفة بالمخاطر.	- التدفقات النقدية المستقبلية كلها قابلة للتنبؤ و الحتمية.
هناك العديد من مصادر المخاطر الاعمال ذات الخصائص المختلفة وبعضها متنوع عبر المشاريع و الوقت.	- معدل الخصم المستخدم يمثل تكلفة الفرصة البديلة لراس المال وهو ما يتناسب مع المخاطر غير قابلة لتنوع.
يمكن أن تتغير مخاطر المؤسسات و المشاريع أثناء مسار المشروع .	- يتم حساب جميع المخاطر بالكامل خلال معدل الخصم .
قد يكون من الصعب او المستحيل تحديد جميع العوامل فيما يتعلق بالتدفقات النقدية الاضافية .	- تنعكس جميع العوامل التي يمكن ان تؤثر على نتائج المشروع و القيمة للمستثمرين في نموذج DCF من خلال NPV أو IRR.
العديد من الفوائد الهامة هي أصول غير ملموسة أو مناصب استراتيجية نوعية.	- يتم تقدير العوامل الغير معروفة أو الغير ملموسة أو غير قابلة للقياس عند مستوى الصفر.

المصدر: كمال مرشدي، مرجع سابق، ص112

المبحث الثالث: القيمة السوقية.

تعتبر القيمة السوقية من المؤشرات التي يمكن استخدامها لتعبير عن قيمة الشركة، ومن خلال هذا المبحث سنوضح مفهوم القيمة، ومفهوم القيمة السوقية واهم العوامل المؤثرة على القيمة السوقية.

المطلب الأول: نظرة عامة عن القيمة السوقية.

يوجد العديد من التعريفات للقيمة وللقيمة السوقية، بحيث سنوفي في هذا المطلب أهم التعريفات الموجودة.

أولاً: مفهوم القيمة

القيمة هي عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل، أو الحق بالحصول على عوائد مستقبلية، من وراء استخدام ذلك الأصل، والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما، بمعنى أن القيمة موجودة في جوهر الشيء وبحوث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى السعر. وهي من الممكن أن تكون موجودة من دون تبادل، كما يوجد عدة أنواع للقيمة وهي كالتالي:

- قيمة التبادل.

-قيمة الاستعمال.

-قيمة المقدرة.¹

ثانياً: مفهوم القيمة السوقية:

تعرف القيمة السوقية بأنها: سعر السهم خلال التداول في الأسواق المالية وتتحدد القيمة السوقية للشركة في ضوء توازن قوى العرض والطلب الذي كثيراً ما تعكسه البيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية المحيطة وخاصة بالنسبة لظروف التبادلين الدولي والداخلي، كما أن القيمة السوقية للأسهم لا تساوي القيمة الدفترية بخلاف هذه الأخيرة تعتمد على القيمة التاريخية بينما القيمة السوقية تقاس بقيمة التداول للأسهم.²

وتعرف أيضاً: القيمة السوقية للسهم هي سعر بيع الأسهم في سوق التداول، الناتج عن تلاقي مستويات العرض (عدد الأسهم المعروضة للبيع من قبل المتعاملين بسوق التداول عند المستويات السعرية المختلفة) (مع

¹ - معاذ مُجد شقير، أثر سياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للشركات - دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق ابوظبي للأوراق المالية، أطروحة مقدمة لنيل ماجستير، قسم الإدارة المالية والمصرفية، المعهد العالي لإدارة الأعمال، الجمهورية العربية السورية، 2019، ص: 42/41.

² - مُجد بنية، "نموذج مقترح لدراسة تأثير القرارات المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات -دراسة حالة عينة من الشركات في الصناعات البتروليماوية المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية للفترة الممتدة ما بين 2010-2014"، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، المجلد الثاني، العدد 07، أبريل 2017، جامعة قلمة، قلمة، ص:338.

الطلب عدد الأسهم المطلوب شرائها من قبل المتعاملين بسوق التداول عند المستويات السعرية المختلفة) بما يمثل إجماعاً لحظياً حول قيمة السهم داخل السوق المالي وتتوقف القيمة السوقية على تدفقات المكاسب المتوقعة التي ستحدث في المستقبل مع الأخذ في الاعتبار المخاطر الخاصة بتلك المكاسب.¹

ثالثاً: العوامل المؤثرة في القيمة السوقية:

يوجد العديد من العوامل التي تؤثر على سعر السهم في السوق كما أن هذه العوامل تختلف أهميتها من عامل لآخر من أهم العوامل المؤثرة هي :

العوامل الخارجية: هي العوامل التي لا يمكن السيطرة عليها.

- مصادر الحصول على المعلومات.
- علم النفس المتعلق بالبورصة.
- معدل البطالة .
- منافسات الاستخدامات الأخرى لرؤوس الأموال.
- حجم الناتج القومي.
- معدل التضخم .
- السياسة النقدية.
- السياسة المالية.
- كميات التداول.
- الشؤون العالمية.
- ظروف المنافسة (الحالة التنافسية، المنتجات البديلة، الزبائن، القدرة المالية المتاحة، الموردون وقدرتهم المالية، التهديدات التي تصنعها المؤسسات الجديدة في السوق).

العوامل الداخلية: هي العوامل التي يمكن التحكم والسيطرة عليها .

- القيمة الدفترية للسهم.
- التوقعات بخصوص مستقبل المؤسسة وقوة مركزها المالي.
- الوضع المالي والتجاري للمؤسسة المصدرة للأسهم .

¹ - محمد عبد المنعم محفوظ نصر، "تأثير الإعلان عن ممارسة الإبداع والابتكار على القيمة السوقية للأسهم - دراسة ميدانية على الشركات المدرجة ببورصة الأوراق المالية في مصر"، المجلد الحادي عشر، العدد الأول الجزء الثاني، 2020، مصر، ص: 830.

- الأرباح المتوقع تحقيقها من طرف المؤسسة.
- الأرباح الموزعة .
- زمن تحقق الأرباح.
- السيولة .
- القدرة على تسديد الديون.
- درجة الرفع المالي.¹

المطلب الثاني: أهمية ونسب القيمة السوقية.

إن للقيمة السوقية أهمية كبيرة ومن خلال هذا المطلب سنوضح هذه الأهمية ، وبالإضافة إلى إبراز نسب القيمة السوقية.

أولاً: أهمية القيمة السوقية.

تسعى الشركات جاهدة إلى تعظيم أرباحها في سبيل تعظيم قيمة المساهمين، وتعد هذه القيمة مؤشراً لتقييم نجاح الشركة وهو يرتبط بسعر السهم والذي يمثل انعكاس للقيمة الحقيقية لموجودات الشركة والتي تحرص الشركات للمحافظة عليه مرتفعاً لجذب المستثمرين، ويؤدي انخفاض القيمة السوقية لأسهم الشركة إلى تناقص ثقة المستثمرين بالشركة وهذا ينعكس سلباً على الشركة ويهدد بقائها.²

ثانياً: نسب القيمة السوقية.

إن نسب القيمة السوقية تربط سعر سهم الشركة بأرباحها والتدفقات النقدية والقيمة الدفترية للسهم الواحد . كما تعطي هذه النسب الإدارة مؤشراً على ما يفكر فيه المستثمرون بشأن أداء الشركة السابق وآفاقها المستقبلية. إذا كانت معدلات السيولة وإدارة الأصول وإدارة الديون والربحية تبدو جيدة فستكون نسب القيمة السوقية عالية ومن المحتمل أن يكون سعر السهم مرتفعاً كما هو متوقع. ومن أهم هذه النسب نذكرهم على التوالي:

¹ - فائزة عدمان، سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة - دراسة قياسية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين 2005-2013 باستخدام نماذج بانل، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في مالية المؤسسات، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر1، الجزائر، ص: 85.

² - مجّد كامل غانم الكناني، هيكل رأس المال وتأثيره في القيمة السوقية للأسهم: بإطار نظري الالتقاط وتوقيت السوق-دراسة تحليلية لعينة من الشركات الصناعية العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2006-2020، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه، قسم إدارة الأعمال، جامعة كربلاء، الجمهورية العراق، 2023، ص: 71.

1- نسبة السعر إلى الأرباح (Price /Earning Ratio) :

تعبر نسبة السعر إلى الأرباح على مقدار استعداد المستثمرين للدفع مقابل كل وحدة واحدة نقدية من الأرباح المعلنة وتعطى بالعلاقة التالية:

$$P/E = PPS / ESP$$

بحيث:

PPS: سعر السهم.

EPS: ربحية السهم.

2- نسبة السعر إلى التدفق النقدي (Price /CASH FLOW RATIO) :

توضح نسبة السعر إلى التدفق النقدي إلى أن بعض الصناعات يكون فيها سعر السهم مرتبط بشكل وثيق بالتدفق النقدي بدلا من صافي الدخل. وبالتالي غالبا ما ينظر المستثمرون إليها، بالرغم من انه عرف التدفق النقدي على انه صافي الدخل بالإضافة إلى الاستهلاك والإطفاء، ويعطى بالعلاقة التالية:

$$P/C = PPS / CPS$$

حيث:

PPS: سعر السهم الواحد.

CPS: التدفق النقدي للسهم.

3- نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (Market /Book Ratio) :

تعطي هذه النسبة مؤشرا آخر على كيفية نظر المستثمرين إلى الشركة. ما تباع الشركات (الأسهم) ذات معدلات العائد المرتفعة نسبيا على حقوق الملكية بمضاعفات القيمة الدفترية أعلى من تلك ذات العوائد المنخفض، وتعطى بالعلاقة التالية:

$$M/B = MV / BV$$

حيث:

MV: القيمة السوقية للسهم.

BV: القيمة الدفترية للسهم.

$$BV = E / S.O$$

بجيث:

BV: القيمة الدفترية للسهم.

S.O: الأسهم المتداولة في السوق .

E: إجمالي حقوق الملكية (الأسهم).¹

المطلب الثالث: قياس القيمة السوقية ومحدداتها.

عند ذكر القيمة السوقية لا بد من ذكر كيفية حسابها وهذا ما سنوفيه في هذا المطلب بالإضافة إلى ذكر محددات القيمة السوقية.

أولاً: قياس مؤشرات القيمة السوقية indicators market value measuring:

يوجد العديد من الطرق لقياس مؤشرات القيمة السوقية نذكرها على التوالي:

1- طريقة أعلى سعر وأدنى سعر: يتم قياس القيمة السوقية من خلال المعادلة التالية:

$$\text{القيمة السوقية} = (\text{أعلى سعر} / \text{أدنى سعر}) / 2.$$

2- طريقة قياس السعر السوقي: ويحسب بالمعادلة التالية:

$$\text{السعر السوقي} = \text{نسبة الربح لسهم العادي} / \text{معدل العائد المطلوب} .$$

وتعكس هذه المعادلة ربحية السهم الواحد للشركة، إذا تزداد قيمته السوقية مع زيادة معدل أرباحه وتنخفض قيمته السوقية إذا تعرضت الشركة لخسارة.

3- القيمة السوقية المضافة: وتحسب بالمعادلة التالية:

$$\text{القيمة السوقية المضافة} = \text{القيمة البيعية للأسهم} - \text{القيمة الدفترية للأسهم}.²$$

ثانياً: محددات سعر السهم في السوق:

يتحدد سعر السهم في السوق طبقاً لدالة العرض والطلب فهناك علاقة عكسية بين سعر السهم في السوق وحجم الطلب عليه، فإذا قل سعر السهم في السوق زاد الطلب عليه والعكس صحيح.

¹ - محمود ياسر عجان الحديدي، دراسة العلاقة بين ربحية السهم وحجم التداول عليه وقيمه السوقية، مشروع تخرج اعد لنيل درجة الإجازة ، قسم إدارة الأعمال، جامعة المنارة، دمشق، 2021/2020 ، ص: 32,33 .

² - هبة عامر عيسى النجعفري، " الأسواق المالية الكفؤة وأثرها في القيمة السوقية للأوراق المالية -دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2015- 2019 "، مجلة الاقتصادي الخليجي، العدد 45، أيلول 2020، جامعة البصرة، العراق، ص: 218- 219 .

ويختلف السعر السوقي الحالي للسهم من مستثمر لآخر فالسعر السوقي الحالي للسهم لا يمثل إجمالي رأي مستثمري السوق على القيمة العادلة ولكنه رأي المستثمر الحدي (المستثمر الذي يرغب في امتلاك السهم إذا ما ارتفع سعره، ولو بشكل ضئيل عن السعر الحالي)، ويتوقف اتفاق المستثمرين على سعر واحد للسهم على ما يجوزهم من معلومات عن السهم فتغير أسعار التوازن وأسعار المتاجرة في سوق الأسهم عند ورود معلومات جديدة للسوق تؤدي إلى انتقال منحى الطلب على السهم صعودا وهبوطا.¹

المطلب الرابع: القيمة السوقية والقيمة الدفترية للشركة:

القيمة السوقية للشركة: هي السعر الذي تساويه الشركة في السوق عند تداولها في مزاد علني أو بيع أسهمها في سوق رأس المال.

أما القيمة الدفترية للشركة: فهي قيمة الشركة في قوائمها المالية وفق دفاتر ومستندات الشركة، وليس بالضرورة أن تتساوى القيمة الدفترية للشركة مع القيمة السوقية للشركة.² ويتمثل الفرق بينهما في:

تختلف القيمة السوقية عن القيمة الدفترية حيث انه تستخدم القيمة السوقية كرقم في التقارير المالية للمحللين والبيانات الصحفية وتعاميم المستثمرين عند ذكر قيمة الشركة مقارنة بالقيمة الدفترية التي تعبر عن قيمة الموجودات في الشركة بعد خصم ما عليها من التزامات تجاه الغير أو الضرائب. ويتمثل هذا الاختلاف في العديد من العوامل نذكر منها: صناعة الشركة، قدرة الشركة على تحقيق الأرباح، نمو الشركة، طبيعة موجودات الشركة ومتطلباتها، حجم الشركة و....

كم أن العلاقة بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية تتجلى في ثلاث حالات.

- القيمة السوقية أقل من القيمة الدفترية: يقيم السوق الشركة بأقل مما هو مذكور في صافي القيمة
- القيمة السوقية أكبر من القيمة الدفترية: يقدر السوق الشركة بأكثر مما تستحق

¹ - احمد سامح أمين الشوري، " العوامل المؤثرة في تحديد السعر السوقي للسهم العادي في سوق الأوراق المالية المصري "، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، المجلد الثامن، ملحق العدد الثالث، 2017، جامعة قناة السويس - كلية التجارة الإسماعيلية، مصر، ص: 460 .
² - ربيع فتوح مجد عيد، " أثر جودة المراجعة على القيمة السوقية للشركة - دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة خلال الفترة من 2016-2020 "، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، المجلد السابع، العدد الأول، يناير 2023، جامعة دمنهور ، مصر، ص: 152 .

- القيمة السوقية مساوية للقيمة الدفترية: وهذه الحالة نادرا ما تحدث ويعتقد فيها أن موجودات الشركة أفضل أو أسوأ مما هو مذكور في الميزانية العمومية.¹

المبحث الرابع : الدراسات السابقة .

قبل الشروع في دراسة إشكالية بحثنا كان حتما علينا الإطلاع على عدد لا بأس به من الدراسات التي تناولت وعالجت موضوع التقييم المالي ومقارنة تدفقات الخزينة والقيمة السوقية بشكل عام والتي تم انتقائها بعناية وحصرتها في تلك الدراسات المسقطة على مضمون بحثنا.

المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة.

يمكن عرض أهم الدراسات السابقة التي قمنا بالاطلاع عليها حسب التسلسل التاريخي (من الأقدم إلى الأحدث) وهي كالتالي :

أولا : دراسات سابقة متعلقة بتقييم المؤسسات .

دراسة 2017 . دراسة TLAMSI ISMAHAN بعنوان:

Interaction Entre L' Evaluation de L'Enterprise et La gouvernance Cas de

la Société SAIDAL، هدفت هذه الدراسة إلى خلق قيمة داخل الشركات العمومية الجزائرية المدرجة في بورصة الجزائر واستخدامها كأداة للإدارة الأعمال مع حوكمة جيدة ،تعتبر عملية تقييم المؤسسات في عملية اتخاذ القرارات الاستثمار والتمويل وتعمل على توجيه العمل نحو هدف معين ، كما أن عملية التقييم الوصول إلى اقتراح قيمة المؤسسة باستخدام طريقة أو أكثر لتوقع القيمة المستقبلية للمؤسسة للأعمال والحصول على عملية تقييم جيدة ، كما تعتبر تصور جيد بالنسبة للمستثمرين ،وقد كان ذلك من خلال محاولة الإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية: ما هو التفاعل بين تقييم الأعمال كأداة لدعم الإدارة والحوكمة المبنية على فصل السلطات والشفافية في السوق المالي؟ وقد تمت معالجة الموضوع من خلال شقين أحدهما نظري وآخر تطبيقي، في الجانب النظري تم التطرق إلى، المفاهيم الأساسية لعملية التقييم ومختلف نماذج التقييم و حوكمة الشركات وبشكل خاص في الجزائر وفي الجانب التطبيقي فقد تم التعرض إلى دراسة العلاقة بين تقييم الشركة والحوكمة باستخدام المنهج الوصفي والمنهج الاستنباطي في الجانب النظري أما في الجانب التطبيقي تم إتباع المنهج التجريبي من خلال المقابلة

¹ - امير الصائغ نير، رغد فائز حمدون، احمد نجم عبد الله، " محددات القيمة السوقية لشركات القطاع المالي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة مركز دراسات الكوفة، العدد70 الجزء الثاني، سبتمبر2023، جامعة الكوفة، العراق، ص:294/295.

والاستبيان كأدوات عمل. وقد تم التوصل إلى العولمة والتغيرات الاقتصادية، وفتح الأسواق، وتضاعف المعاملات، وتطور بورصات الأوراق المالية، تزيد من الحاجة إلى تقييم الشركة، إن تقييم الأعمال عملية معقدة .

دراسة 2018 دراسة راجي رانية كوثر/ بومزايد إبراهيم، 2018 بعنوان مقاربات وطرق تقييم

المؤسسات الاقتصادية،

هدفت هذه الدراسة إلى استعراض مقاربات وطرق تقييم المؤسسات، معرفة محددات طرق التقييم، معرفة التوليفة المناسبة من الطرق لتقييم المؤسسة. وقد كان ذلك من خلال محاولة الإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية: كيف يتم اختيار الطريقة الأنسب لتحديد قيمة حقيقية للمؤسسة؟ وقد تمت معالجة الموضوع من خلال شقين أحدهما نظري وآخر تطبيقي، ففي الجانب النظري تم التعرف على مدخل إلى تقييم المؤسسات، مقاربات وطرق تقييم المؤسسات؛ أما في الجانب التطبيقي فقد تم التطرق إلى دراسة حالة تقييم مؤسسة انسي ا روية باستخدام المنهج الوصفي التحليلي ومنهج دراسة حالة . وقد تم التوصل إلى تمكن الصعوبة في عملية التقييم في كيفية تطبيق الطرق المختلفة للتقييم على أرض الواقع، أن استخدام أكثر من طريقة واحدة في التقييم يؤدي إلى تحديد توليفة مناسبة من الطرق وتقييم أفضل للمؤسسة مما يدل على صحة الفرضية الأولى.

دراسة 2022 دراسة طبشي مصطفى ، بعنوان إشكالية التقييم المالي وفق مقارنة التدفقات في

المؤسسات الاقتصادية (حالة المؤسسة الوطنية للإشغال في الآبار (ENTP) للفترة الممتدة ما بين 2016-

2025).

هدفت الدراسة إلى فهم الآليات والأساليب العلمية ولعملية التقييم المالي للمؤسسات في ظل اعتماد مقارنة التدفقات كونها تمثل أداة قوية للغاية. وقد كان ذلك من خلال محاولة الإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية: إلى أي مدى يمكن اعتماد مقارنة التقييم المالي المرتكزة على التدفقات في تقييم المؤسسة الوطنية للإشغال في الآبار (ENTP) للفترة الممتدة ما بين (2016-2025)؟ وقد تمت معالجة الموضوع من خلال شقين أحدهما نظري وآخر تطبيقي، في الجانب النظري تم التطرق إلى محددات القيمة، التقييم المالي، مقاربات التقييم المرتكزة على الذمة المالية والمختلطة، مقارنة التدفقات. وفي الجانب التطبيقي فقد تم التعرض إلى تقييم المؤسسة الوطنية للإشغال في الآبار وفق مقارنة التدفقات، باستخدام المنهج الوصفي التحليلي للجانب النظري وأدوات جمع المعلومات كالملاحظة والمقابلة والقوائم المتمثلة في قوائم مالية وبعض الملاحق التابعة لهذه القوائم والبحث البيداغوجي. والاعتماد على منهج دراسة حالة في الجانب التطبيقي، وقد تم التوصل إلى أن مفهوم القيمة في مجال الاقتصاد

يتميز بالغموض أو التشعب نظرا لانتماه لمختلف النظريات في هذا المجال خاصة النظرية المحاسبية والنظرية المالية، هناك تداخل بين مفهومي القيمة والسعر.

ثانيا: الدراسات السابقة المتعلقة بتدفق الخزينة المخصوص.

دراسة 2021 دراسة مرشدي كمال، بعنوان مدى كفاءة مقارنة تدفقات النقدية المخصوصة في تقييم المشاريع الاستثمارية أثرها على القيمة السوقية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير جامعة الجزائر 3 (الجزائر)،

هدفت هذه الدراسة إلى، تسليط الضوء على مقارنة DCF وأهم المتغيرات المؤثرة في قيمة المشروع من خلال رفع قيمة المؤسسة، اختبار مقارنة DCF في التقييم ومعرفة أهم إيجابيتها وسلباتها وأهم بدائلها ومكملاتها، تسليط الضوء واقع التقييم في الجزائر وأهم مشاكل المرتبطة بظروف التقييم ومحاولة إيجاد حلول لها التعرف على أهمية الزمن في تقييم المؤسسة، محاولة الإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية : ما مدى كفاءة مقارنة التدفقات النقدية المخصوصة في تقييم المشاريع الاستثمارية، وما هو أثرها على القيمة المؤسسة؟ وقد تمت على معالجة شقين أحدهما نظري وآخر تطبيقي، في الجانب النظري تم التعرف على، تقييم المشاريع الاستثمارية وكفاءة مقارنة تدفقات النقدية المخصوصة وتقييم المشاريع وفق DCF، أما الجانب التطبيقي فقد تم التطرق إلى الكفاءة العملية لمقارنة DCF شملت عملية التقييم مشروع TORON اعتمادا على معايير التدفق النقدي الخصوم، باستخدام المنهج، الوصفي في الجانب النظري والتحليلي وأسلوب دراسة الحالة في الجانب التطبيقي مستعملا بعض أدوات جمع المعلومات كالملاحظة والمقابلة والوثائق القوائم المالية، وقد تم التوصل إلى، أهم ما تم التوصل إليه الكفاءة النظرية لمقارنة التدفقات النقدية المخصوصة المرتبطة بمدى أهمية المقارنة مقارنة بالمقارنة المحاسبية، والتي تحدد من خلال الفوارق الجوهرية بين التدفق النقدي والربح المحاسبي في تقييم المشاريع الاستثمارية، تعد طريقة DCF من أفضل الطرق المستخدمة في التقييم لأنها تأخذ بعين الاعتبار مقدرة المؤسسة على خلق تدفقات نقدية في المستقبل وليس أرباحا محاسبية وهو ما يهم المستثمر في المقام الأول.

دراسة 2022 دراسة طبشي مصطفى /غريب بولرياح، بعنوان تقييم المؤسسة الوطنية في الآبار ENTP وفق مقارنة التدفقات . طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة DCF.

هدفت هذه الدراسة إلى إبراز أن التقييم المالي وفق التدفقات بمختلف الطرق المنشقة منها أحسن وأنجع لمؤسسة ENTP من مقاربات التقييم الأخرى خصوصا مقارنة الذمة المالية و المعتمدة بشكل كبير من طرف خبراء التقييم في الجزائر. وقد كان ذلك من خلال محاولة الإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية: الى اي مدى يمكن

اعتماد طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة في تقييم المؤسسات الوطنية لأشغال في الآبار ENTP خلال الفترة الممتدة ما بين 2015/2016؟، وقد تمت معالجة الموضوع من خلال شقين أحدهما نظري وآخر تطبيقي، ففي الجانب النظري تم التعرف على طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة DCF أما في الجانب التطبيقي فقد تم التطرق لتقييم مؤسسة ENTP وفق طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة DCF. وقد تم التوصل إلى نتائج قيمة المؤسسة بشكل كبير في حال ما إذا طرأ أي تغييرات على مستوى الافتراضات الأساسية، لذلك من المهم جدا معرفة الافتراضات المستخدمة وكيفية تأثيرها على نتيجة التقييم، تطبيق مقارنة التدفقات بشكل عام وطريقة تدفقات الخزينة المستحدثة بشكل خاص في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية أمر صعب ونتائج تطبيقها غالبا ما تحيد عن الواقع

دراسة 2022 دراسة HADJ Zineb ،TAMSSAOUT Zahir . بعنوان :

Evaluation des entreprises non cotée en bourse-cas de la LGA SAR- VALUATION OF UNLISTED COMPANIES ECONOMY-CASE OF THE LGA SARL.

مجلة البحوث الاقتصادية المعاصرة المجلد 05 العدد (2022)، هدفت الدراسة إلى الكشف عن مشاكل تقييم الشركات الغير مدرجة في البورصة، محاولة الإجابة على الإشكالية الرئيسية : ماهي الطرق الرئيسية لتقييم الشركات الغير مدرجة في البورصة؟ وقد تمت المعالجة على شقين أحدهما نظري وآخر تطبيقي، في الجانب النظري طرق تقييم المؤسسة بناء على الماضي والمستقبل طريقة الأصل المحاسبي الصافي طريقة المعتمدة على الربحية وطريقة التدفقات النقدية، وفي الجانب التطبيقي تطبيق مختلف طرق التقييم (طريقة الأصول ANCC وطريقة التدفق النقدي المتاح DCF وطريقة الشهرة GW) على شركة Sarl LGA، وتم التوصل إلى أن سيؤدي تقييم المؤسسات بطرق مختلفة إلى نتائج مختلفة يتم تحقيق كل واحدة بطريقة مختلفة وفي الواقع لا توجد طريقة مثالية لعملية التقييم ويتم اختيار عملية التقييم المناسبة حسب خصائص الشركة التي تتوافق معها، وتمت ملاحظة أن التقييم بواسطة DCF قدمت معلومات أكثر موضوعية بناء على افتراضات المتعلقة باستمرارية نشاط المؤسسة ونمو التدفقات إلى مالا نهاية، من الصعب جدا تقييم مؤسسات غير مدرجة في البورصة.

ثالثا: دراسات سابقة متعلقة بالقيمة السوقية.

دراسة 2020 دراسة محمود ياسر عجان الحديد، بعنوان دراسة العلاقة بين ربحية السهم وحجم

التداول عليه وقيمتها السوقية " بالتطبيق على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على اثر بعض العوامل على القيمة السوقية للأسهم المدرجة في سوق دمشق الأوراق المالية للفترة 2016/2019. وقد كان ذلك من خلال محاولة الإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية: ماهي العلاقة بين ربحية السهم وقيمته السوقية؟ ماهي العلاقة بين حجم التداول والقيمة السوقية للسهم؟، وقد تمت معالجة الموضوع من خلال شقين أحدهما نظري وآخر تطبيقي، ففي الجانب النظري تم التعرف على الأسواق المالية، القيمة السوقية للسهم وربحية السهم وحجم التداول. أما في الجانب التطبيقي فقد تم التطرق تحليل البيانات والاستنتاجات والتوصيل باستخدام المنهج الوصفي التحليلي، وشمل مجتمع البحث جميع المصارف المدرجة في السوق دمشق الأوراق المالية والبالغ عددها أربعة عشر مصرفاً. وقد تم التوصل إلى وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لربحية السهم EPS، علماً أن علاقة ربحية السهم وقيمته السوقية كانت علاقة عكسية.

دراسة 2020 دراسة هبة عامر عيسى الجعفري، بعنوان الأسواق المالية الكفاءة وأثرها في القيمة السوقية للأوراق المالية دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2015-2019 .

هدفت الدراسة إلى توضيح طبيعة العلاقة التي تربط ما بين السوق المالي الكفاءة والقيمة السوقية وإمكانية تقديم التوصيات على ضوءها، تفسير ما لمؤشرات السوق المالي الكفاءة والقيمة السوقية للمصاريف المدرجة في سوق. وقد كان ذلك من خلال محاولة الإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية: هل يوجد اثر للسوق المالي الكفاءة في القيمة السوقية في سوق العراق للأوراق المالية؟ وقد تمت معالجة الموضوع من خلال شقين أحدهما نظري وآخر تطبيقي، في الجانب النظري تم التطرق إلى التأصيل النظري للأسواق المالية الكفاءة والقيمة السوقية، وفي الجانب التطبيقي فقد تم التعرض إلى، تحليل مؤشرات الأسواق المالية الكفاءة والية تطبيقها على المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. وقد تم التوصل إلى توفر الأسواق المالية الآلية المناسبة لنقل الأموال من وحدات الفئات إلى وحدات العجز المالي يؤدي إلى توفير السيولة المطلوبة للمشروعات الاستثمارية طويلة الأجل، وتعد القيمة السوقية المرأة العاكسة لقيمة الشركة وتعتمد هذه القيمة على الظروف الاقتصادية العامة للبلد وكذلك الخاصة بالشركات، إذ تحتل القيمة السوقية الجانب الأكبر من الاهتمام لكونها تمثل الأساس لنمو وتطور الشركات.

دراسة 2023 دراسة ربيع فتوح محمد العبد بعنوان أثر جودة المراجعة على القيمة السوقية للشركة دراسة

تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة خلال الفترة من 2016-2020.

هدفت الدراسة إلى تبين العلاقة بين جودة مراجعة القوائم والتقارير المالية السنوية المنشورة والقيمة السوقية للشركة محل المراجعة. وقد كان ذلك من خلال محاولة الإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية: هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين جودة المراجعة وقيمة الشركات غير المالية المدرجة في البورصة المصرية؟ وقد تمت معالجة

الموضوع من خلال شقين أحدهما نظري وآخر تطبيقي، في الجانب النظري تم التطرق إلى تحليل الدراسات المحاسبية السابقة ذات الصلة بموضوع البحث واشتقاق فروض البحث، وفي الجانب التطبيقي فقد تم التعرض إلى الدراسة التطبيقية واختبار فروض البحث. وقد تم التوصل إلى تباين مفهوم جودة المراجعة الخارجية نتيجة تعدد الأطراف المؤثرة والمستخدمة لها وكذلك تعدد وتنوع نماذج قياسها، وكذلك معنوية وطرديّة العلاقة بين جودة المراجعة الخارجية والقيمة السوقية للشركة محل المراجعة.

المطلب الثاني : مناقشة الدراسات السابقة.

في المطلب سيتم توضيح أوجه التشابه والاختلافات الموجودة بين الدراسات السابقة والحالية وأوجه الاستفادة من الدراسات السابقة ومميزات هذه الدراسة.

1. أوجه التشابه: تشابهت دراستنا الحالية مع بعض الدراسات السابقة في بعض النقاط وهي كالتالي:

جدول رقم (1-2): أوجه التشابه بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية.

البيان	أوجه التشابه بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية
متغيرات الدراسة	تناولت دراستنا الحالية التقييم وفق طريقة تدفقات الخزينة المخصومة والقيمة السوقية كمتغيرات واتفقت مع بعض الدراسات السابقة مثل طبشي مصطفى، راجي رانية كوثر/ بومزايد إبراهيم، مرشدي كمال...إلخ.
أداة الدراسة	بحيث كانت أداة دراستنا متمثلة في دراسة الحالة وتشابهت مع بعض الدراسات السابقة.
المنهج المتبع	تم إتباع المنهج الوصفي التحليلي وأسلوب دراسة الحالة المتفقة في ذلك عليه معظم الدراسات السابقة.

المصدر: إعداد الطالبات.

2. أوجه الاختلاف: اختلفت دراستنا الحالية مع بعض الدراسات السابقة سنذكرها كالتالي:

جدول رقم (2-2): أوجه الاختلاف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة في بعض النقاط.

البيان	أوجه الاختلاف	
	الدراسة الحالية	الدراسات السابقة
المتغيرات	في هذه الدراسة حاولنا توضيح العلاقة بين القيمة السوقية وطريقة تدفقات الخزينة المخصومة.	تناولت معظم الدراسات السابقة متغيرات التقييم و التدفق النقدي المخصوم والقيمة السوقية كمتغيرات فردية وربطها بمتغيرات أخرى مثل العلاقة بين ربحية السهم والقيمة السوقية .

الدراسة الحالية تمت ما بين الفترة 2016 إلى 2023.	اختلفت فترة الدراسة من دراسة إلى أخرى حصرت ما بين 2017 إلى 2022.	فترة الدراسة
سلطت هذه الدراسة على شركة بيوفارم.	اختلفت الدراسات السابقة من بيئة إلى أخرى،	بيئة الدراسة
شملت هذه الدراسة شركة بيوفارم لصناعة الأدوية الصيدلانية بالجزائر.	معظم الدراسات تمت في بيانات مؤسسات عمومية إقتصادية و وطنية محلية كما شملت دراسات خارجية كالشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وسوق العرق للأوراق المالية.	نشاط المؤسسات محل الدراسة
تم الإعتماد في هذه الدراسة على أسلوب دراسة الحالة بالإستعانة بالقوائم المالية لتقييم شركة بيوفارم.	استخدمت معظم الدراسات أسلوب المقابلة والاستبيان والملاحظة وأسلوب دراسة الحالة بالإستعانة بالقوائم المالية لمختلف المؤسسات كأدوات.	أداة الدراسة
تم إستخدام المنهج من خلال جمع البيانات المالية المتعلقة بموضوع دراستنا لمعالجة مشكلة الدراسة.	أغلب الدراسات السابقة اتبعت المنهج الوصفي التحليلي وأسلوب دراسة الحالة.	المنهج المتبع في الدراسة

المصدر: إعداد الطالبات بناء على المعلومات السابقة.

3. أوجه الإستفادة من الدراسات السابقة.

- ✓ الإستفادة منها في الجانب النظري.
- ✓ التعرف على طرق العمل المستخدمة سابقا ومناهج المناسبة لمختلف الدراسات.
- ✓ التعرف على المفاهيم المتعلقة بالتدفقات الخزينة المخصوصة والقيمة السوقية.
- ✓ الاستفادة من بعض التوصيات والنتائج المطروحة سابقا.

4. ما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة.

- ✓ تميزت هذه الدراسة بتوضيح وتحليل العلاقة بين التقييم وفق طريقة تدفقات الخزينة المخصوصة والقيمة السوقية (المدرجة في البورصة) في شركة بيوفارم محل الدراسة .
- ✓ تميزت هذه الدراسة بفترة زمنية لا بأس بها (8سنوات) من ضمنها الأزمة العالمية كوفيد 19 وقبها وبعدها.

خلاصة الفصل:

تناول الجانب النظري دراسة نظرية لمختلف متغيرات الدراسة المتمثلة في التقييم والتدفق النقدي المخصوص للشركة والقيمة السوقية بحيث تعتبر عملية تقييم المؤسسات عملية لتقدير قيمة الشركة والمساعدة في إتخاذ القرارات الاستثمارية، كما تعرف طريقة التدفقات النقدية المخصوصة على أنها طريقة تقوم على توقعات مستقبلية وخصمها وإستحداثها إلى الحاضر بإستخدام معدل الخصم مما يعكس المخاطر المرتبطة بعملية الإستثمار، والقيمة السوقية تشير إلى السعر الحالي المتداول في السوق للشركة ويتأثر نتيجة الطلب والعرض.

الفصل الثاني :

الإطار التطبيقي (دراسة حالة) تقييم شركة

بيوفارم وفق مقاربة تدفقات الخزينة المخصصة.

تمهيد:

بعد الإحاطة بالجانب النظري والمتعلق بمختلف المفاهيم الأساسية لتقييم وفق مقارنة تدفقات الخزينة المخصوصة وعلاقتها بالقيمة السوقية وعرض بعض الدراسات السابقة المتعلقة بمختلف متغيرات الدراسة والعلاقة بينهما، سنحاول في هذا الفصل إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي وذلك على مؤسسة بيوفارم للصناعة الصيدلانية في الجزائر لفترة كانت ممتدة من 2016 إلى 2023 وذلك نظرا لتوفر قوائمها المالية التي يمكننا استخدامها.

وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كالتالي :

المبحث الأول : تقديم شركة BIOPHAR.

المبحث الثاني : عرض القوائم المالية لشركة BIOPHARM للفترة (2016-2023).

المبحث الثالث : تقييم شركة بيوفارم وفق مقارنة تدفقات الخزينة المخصوصة DCF.

المبحث الأول: تقديم شركة بيوفارم BIOPHARM.

إن المكانة الاستراتيجية التي تحتلها الأدوية أدى إلى تأسيس صناعة صيدلانية، لتلبية الحاجات التي يحتاجها المجتمع من أدوية، وتعتبر شركة بيو فارم من أهم المؤسسات العاملة في قطاع صناعة الأدوية والمواد الصيدلانية في السوق الجزائري وعلى المستوى المحلي بالخصوص ، كما تعتبر قطب صناعي في الجزائر.

المطلب الأول : التعريف بالمؤسسة محل الدراسة بيوفارم BIOPHARM.

تعد شركة BIOPHARM مختبر صيدلاني جزائري، وهو مجموعة صناعية وتجارية استثمرت في أوائل التسعينات، في قطاع الأدوية حيث لديها وحدة إنتاج بمعايير دولية وشبكة توزيع لتجار الجملة والتجزئة والصيدليات.

تأسست شركة مختبرات بيوفارم في عام 1992 تحت قيادة مؤسسها صاحب الرؤية عبد المجيد كرار الذي قرر بعد لك خوض التحدي الطموح المتمثل في الاستثمار في صناعة الأدوية بالجزائر بفضل تصميمه ومثابرتة قام برحلة رائعة ساهمت في نمو الشركة على مر السنين بفضل العديد من الاستثمارات الاستراتيجية أصبحت مختبرات بيوفارم من الركائز المهمة في صناعة الأدوية الجزائرية .

في 2002 إنشاء معلومات الصحة البشرية ،

في 2003 الدخول في الإنتاج وحدة تصنيع وتعبئة المنتجات الصيدلانية ،

في 2005 الدخول في إنتاج وحدة وادب السمار لتصنيع المنتجات الصيدلانية ،

في 2006 توزيع BOIPURE إنشاء شركة المنتجات الصيدلانية ،

في 2008 الحصول على شهادة ISO، في 2014 إنشاء شركة بيوفارم لوجيستك تشغيل البنية التحتية

اللوجستيات التدفقية، والحصول على شهادة ممارسات التصنيع الجيدة.¹

في 2015 اعتماد منتجات بيوفارم لتصدير من طرف الوكالة الوطنية الفرنسية لسلامة الأدوية -ANES

France، طرح العام الأولي لشركة بيوفارم غرضها إعادة هيكلة مساهمي الشركة و إدارتها².

في 2016 دخول بيوفارم بورصة الجزائر وإدراج أسهمها ، حصول BOIPURE على شهادة ISO³.

¹ الموقع الرسمي لشركة بيوفارم (<https://www.biopharmdz.com>) .

² التقرير المالي السنوي لشركة بيوفارم لسنة 2015. (<https://www.biopharmdz.com>) .

³ التقرير المالي السنوي لشركة بيوفارم لسنة 2016. (<https://www.biopharmdz.com>) .

في 2017 نظمت شركة بيوفارم مؤتمرها المنتدى الأول في طب الأعصاب والطب النفسي ،توزيع بيوفارم BIO شركة تابعة لمختبرات الصيدلي المسؤول عن التوزيع على تجار الجملة يحصل على الدورة الرابعة ISO ،إطلاق شركة بيوفارم على الشبكات الاجتماعية توتير و فيسبوك لتتقرب أكثر من المواطن و المختبرات¹.

في 2018 توزيع منتجات IMAPSA دمج الصيدلانية على الصيدليات².

في 2019 حصول موقع بيوفارم على شهادة ISO واد سمار³.

في 2020 المشاركة في الدورة 14 من المعرض الدولي لصيدلة ،اعتماد مركز توزيع جديد في قسنطينة ، إنشاء وحدة أزمات جماعية لإدارة أزمة كوفيد 19 داخل الشركة ، الشركة مع جامعة البليدة سعد دحلب توقيع شراكة في إطار التدريب والبحث والإشراف العلمي ، قدمت أول براءة اختراع لها في المعهد الوطني الجزائري للملكية الصناعية⁴.

في 2021 بدء تشغيل خط إنتاج منتجات الأورام ، دخول في التشغيل القانوني الجزئي البويرة من أجل تعزيز بيتها التحتية⁵.

في 2022 واصلت شركة بيوفارم نهج التوزيع من إنتاجها ، مشاركة في المعرض الدولي لصيدلة في الجزائر ،طرحت في السوق منتجاتين جديدين الشكل لعلم الأورام المصنعة أناتركسولينازاكس في عملية كاملة في وحدتها إنتاج الرعاية⁶.

في 2023 مشاركة بيوفارم في المعرض الدولي للأدوية في الجزائر سيفال ، نظمت شركة بيوفارم النسخة الثالثة من الحدث العلمي السنوي تحت عنوان الأدوية من التكنولوجيا الحيوية ، كان الحادث قادرا على جمع بين العالم الأكاديمي والصناعي ويمكن من تبادل الخبرة بين الخبراء المحليين والخارجيين، إنشاء وحدة الأورام⁷.

- البيانات القانونية العامة لشركة بيوفارم.

¹ - التقرير المالي السنوي لشركة بيوفارم لسنة 2017. (<https://www.biopharmdz.com>).

² - التقرير المالي السنوي لشركة بيوفارم لسنة 2018. (<https://www.biopharmdz.com>).

³ - التقرير المالي السنوي لشركة بيوفارم لسنة 2019. (<https://www.biopharmdz.com>).

⁴ - التقرير المالي السنوي لشركة بيوفارم لسنة 2020. (<https://www.biopharmdz.com>).

⁵ - التقرير المالي السنوي لشركة بيوفارم لسنة 2021.

⁶ - التقرير المالي السنوي لشركة بيوفارم لسنة 2022. (<https://fr.scribd.com/document/791296052/Rapport-Annuel-Biopharm-2021#sidebar>)

⁷ - التقرير المالي السنوي لشركة بيوفارم لسنة 2022. (<https://fr.scribd.com/document/791295898/Rapport-Annuel-Biopharm-2022#sidebar>)

⁷ -التقرير المالي السنوي لشركة بيوفارم لسنة 2023. (<https://www.biopharmdz.com>).

جدول رقم (1-1): البيانات الخاصة بشركة بيوفارم.

اسم الشركة	بيوفارم
المكتب الرئيسي.	طريق المحطة، الرغاية، ولاية الجزائر.
الشكل القانوني.	شركة مساهمة.
المادة القانونية لشركة.	99 سنة.
رأس المال.	5104375000 دينار جزائري.
التمارين الاجتماعية	من 1 يناير إلى 31 ديسمبر.
دفع الأرباح.	يتم تحديد شروط دفع الأرباح من قبل الجمعية العامة.
المدققين.	عيسى دروة / لخضر سنيينة.

المصدر : التقرير المالي لشركة بيوفارم لسنة 2023.

- بيوفارم بالأرقام :

منذ إنشائها واصلت شركة بيوفارم تقديمها لترسيخ نفسها كلاعب رائد في قطاع الأدوية والصحة العامة في الجزائر .

جدول رقم (2-1): بيوفارم بالأرقام.

العنصر	المصانع قيد التشغيل	مختبرات البحث والتطوير	المتعاونون	الشركات التابعة
العدد	4 مصانع	2 مختبرين	2903 متعاون	8 فروع

المصدر : (من إعداد الطالبات بناء على الموقع الرسمي لشركة بيوفارم تاريخ الاطلاع 2025/04/27

الساعة 11:39 صباحا).

المطلب الثاني: منتجات شركة بيوفارم BIOPHARM.

توجد العديد من المنتجات التي تصنعها شركة بيوفارم لصناعة الأدوية والذي يبلغ عددها 131 منتج ، تشمل هذه الأدوية مجالات علاجية وهي :

مرض السكر ،أمراض القلب والأوعية الدموية والتمثيل الغذائي ،طب الأعصاب ، أمراض الجهاز الهضمي ،الأمراض الجلدية ،أمراض الروماتيزم ، طب الأطفال ،أمراض الحساسية الرئوية ،الطب النفسي ، الأمراض المعدية والطفيليات ،ثنائي الانتواء ، أمراض المسالك البولية وأمراض الكلى ،أمراض النساء ، علم الأورام .

في 2016 أطلقت 9 منتجات صيدلانية ،في 2017 أطلقت 10 منتجات صيدلانية ،في 2018 أطلقت 14 منتج صيدلاني ،في 2019 أطلق 11 منتج صيدلاني ،في 2020 أطلقت 14 منتج صيدلاني ،في

2021 أطلقت 20 منتج صيدلاني ، في 2022 أطلقت 16 منتج صيدلاني ، في 2023 أطلقت 12 منتج صيدلاني .

جدول رقم (1-2): بعض منتجات شركة بيوفارم خلال سنوات الدراسة.

اسم بعض المنتجات خلال السنة .	السنة
LANCEMENT DE NAURICA 50 MG ; CLOTOSOL POMMADE 0.05% ;PAROL ;FLAGYL ;ZOLIFY ;RIVASTI ;XIRA LIERRE ...	2016
CORECT ;GLATIX ;OLANZOMAX ;KINADYN ;NOPAS ;A PAISA ; STOP ;...-CYSTI	2017
RYNZA NASAL ; METAZID ;VERSEC ;VITAMIN B12 ;CIRBESA ;BOIMLA ; GINGEMBER ;ASPRINE CARDOI ;....	2018
NUTRIBIO LIBIDO ; NUTRIBIO SOMMEIL ;MELAZA ;LORESTA ;BIOLECT ;APAISA PIC ;...	2019
OZE REGARD VIT ;BIODEX ;BIOPEXA 2.5 MG B/60 ; ECOGYNAN OVULE a150MG ; NASALAST SOLUTION NASALE ;NUTRIBIO ENERGIE ; DERMOFIX CREME...	2020
RYNZA FUMIGATION ; ULCEGO GEL BUCAL ; MELAZA SUPPO ; GYNODAN OVUIE ;VOMLESS ; ODESTA ;MEXAM 5MG CP ...	2021
ESOMAC40mg B/14Gles ;NOBAC STICK GOUT ANIS B/24 ;ANATREX 1MG COMP B/30 ; PRECIGO BANDELLETE DE GLYCEMIE B/50 ; SCLERYL 10MG COMP PELLI LP B/14 ; NUTRIBIO CONFORT DIGESTIF ...	2022
30 SACHETES ;ZORTANcp10mg /ON500MG B-KINDYN 2+1 ;NEURICA /125MG B/6 ;EMADIS 80 MG/B 300MG ;LACTUGEL 10G/15ML B/20 SACHET	2023

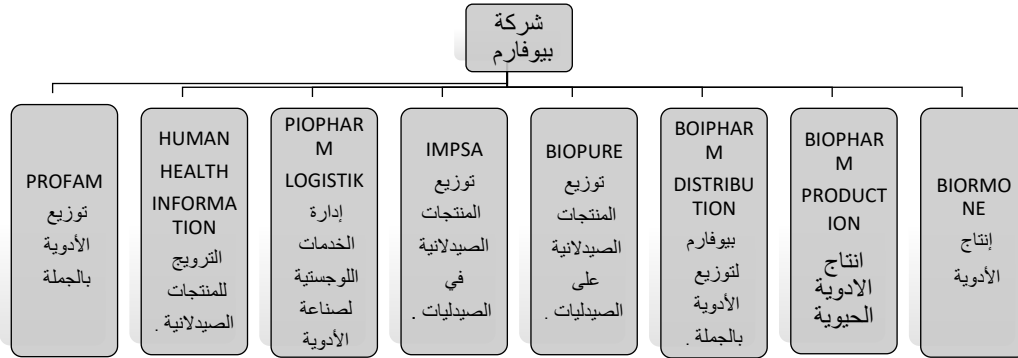
المصدر: من إعداد الطالبات بناء على التقارير السنوية من 2016 إلى 2023 لشركة بيوفارم.

المطلب الثالث : الهيكل التنظيمي لشركة بيوفارم BIOPHARM.

تعتمد شركة بيوفارم في نشاطها على عدة فروع ولتنظيم إدارتها لديها العديد من الهياكل التنظيمية من أجل ممارسة مختلف نشاطاتها، كما أنها لديها العديد من الخصائص التي تميزها عن غيرها.

1- هيكل فروع شركة بيوفارم.

الشكل رقم (3-1): هيكل فروع لشركة بيوفارم .



المصدر: من إعداد الطالبات بناء على التقرير المالي السنوي لسنة 2023 لشركة بيوفارم والموقع الرسمي لشركة بيوفارم.

الشركة الأم، SPA بيوفارم وهي شركة برأس مال قدره مملوكة من قبل :
صندوق الاستثمار الدولي :49%.

أسهم لحامها وأسهم بورصة الأوراق المالية :41%.

الأسهم المسجلة :10%.

الشركات التابعة التي تسيطر عليها الشركة الأم والتي تمتلك معظم رأس المال هي:

➤ **BIORMONESPA**: هي مجموعة مختصة لإنتاج الأدوية.¹

➤ **POIPHARM DISTRIBUTION SPA**: هي مجموعة مكلفة بتوزيع الأدوية بالجملة، على مدار

عقدين من الزمن بنت شركة بيوفارم POIPHARM DISTRIBUTION التابعة لها علاقة ثقة مع

¹ - التقرير المالي لشركة بيوفارم 2023.

- العديد من اشهر الموردين في العالم ،وتوزع هذه مجموعة تضم أكثر من 50 مختبر دوليا كما توفر لمهنيين والمرضى ما يقارب من 500 منتج لمختلف الفئات.¹
- **SPA BOIPURES**: تعمل على ترسيخ نفسها في السوق الجزائرية كواحدة من الاعبين الرئيسيين في توزيع الأدوية إلى شركات الأدوية ،لديها 6 مراكز توزيع الأدوية تقع في البلدية والجزائر العاصمة وتيزي وزو وقسنطينة و فرع جديد في بسكرة² ،
- **SPA IMPAS**: هي مجموعة مختصة في توزيع المنتجات الصيدلانية في الصيدليات.
- **POIPHARM LOGISTIDKSPA**: تقدم هذه الشركة إدارة البنية التحتية والموارد البشرية والخدمات اللوجستية للجميع تم تأسيسها في عام 2014، يضم أكثر من 380 مركبة موزعة على 13 موقعا لوجستيا تمكنت من ضمان توزيع أكثر من مليون طلب خلال 2022³.
- **HUMAN HEALTH INFORMATIONSPA**:تختص هذه المجموعة بالترويج لمنتجات الصيدلانية.
- **PROFAM SPA**:تختص هذه المجموعة بتوزيع الأدوية بالجملة.
- **SPA BIOPHARM PRODUCTION**: يختص هذا الفرع انتاج الادوية الحيوية.والمنتجات الصيدلانية والشبه صيدلاني.

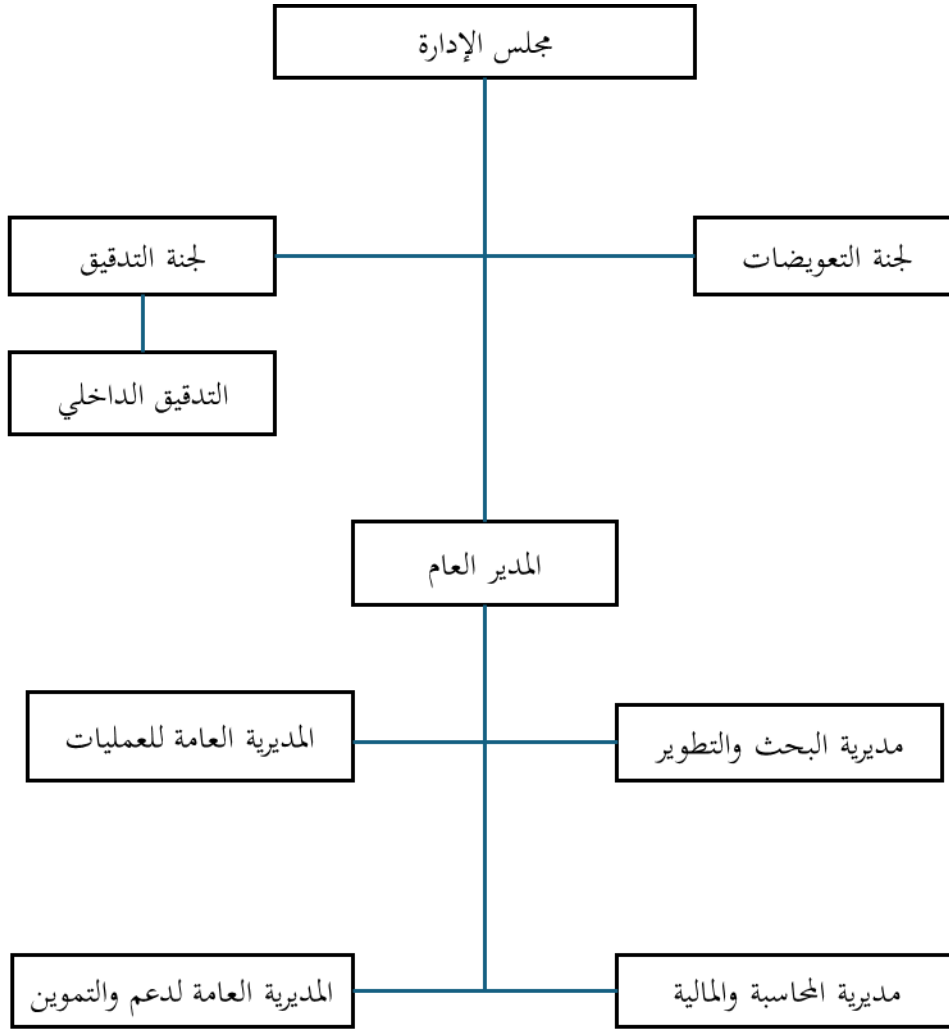
¹- NOTICE D'INFORMATION ; P30.

²- التقرير المالي لشركة بيوفارم 2017.

³- التقرير المالي لشركة بيوفارم لسنة 2022.

(. <https://fr.scribd.com/document/791295898/Rapport-Annuel-Biopharm-2022#sidebar>)

شكل رقم (2-3): الهيكل التنظيمي لشركة BIOPHARM.



المصدر: بناء على التقارير المالية .

2- أهم محاور شركة بيوفارم.

- الصرامة في جودة المنتجات حيث خصصت ما يقارب 30% من الميزانية السنوية لضمان جودة منتجاتها.
- الاستثمار البشري والمالي الكبير الذي مكن شركة بيوفارم من تطوير مجموعة من الأدوية العامة وتصنيعها بترخيصات من أكبر المختبرات العالمية.
- تعمل مجموعة بيوفارم على تعزيز الشراكة من خلال توقيع العديد من الاتفاقيات في مجال البحث العلمي.
- تهدف شركة بيوفارم إلى تطوير البحث العلمي في الجزائر وليس فقط التركيز على الابتكار في الأدوية.
- تمثل لاعب رئيسي على المستوى الاقتصادي في الجزائر.¹

¹ - الموقع الرسمي لشركة بيوفارم (<https://www.biopharmdz.com>).

المبحث الثاني : قراءة مالية لوضع شركة بيوفارم خلال الفترة(2016-2023).

لتشخيص ودراسة الوضعية المالية لشركة بيوفارم يجب معرفة والاطلاع على مختلف قوائمها المالية من خلال الميزانية بجانبها الأصول والخصوم والاطلاع على قائمة حسابات النتائج وقائمة تدفقات الخزينة كل هذا خلال فترة من 2016 الى 2023.

المطلب الأول :عرض ميزانية مؤسسة بيوفارم خلال الفترة (2016-2023).

سنعرض من خلال هذا المطلب ميزانية بيوفارم، وذلك من خلال عرض أصول وخصوم شركة بيوفارم خلال الفترة (2016-2023).

1- عرض جانب الأصول لشركة بيوفارم .

بالاعتماد على التقارير المالية السنوية الموجودة على الموقع الالكتروني لشركة بيوفارم تم اعداد الجدول الموالي والذي يعرض جانب الأصول خلال الفترة (2016-2023).

الجدول رقم (1-1): قيم اجمالي الاصول والاصول الجارية والغير جارية.

العنصر	2019	2018	2017	2016	2015
الاصول غير الجارية	8,961,000,000	6,600,000,000	4,660,703,785	4,273,296,804	4,087,135,551
النمو	36%	42%	9%	5%	/
الاصول الجارية	57,738,000,000	48,786,000,000	43,932,106,895	35,981,884,461	34,108,670,693
النمو	18%	11%	22%	5%	/
اجمالي الاصول	66,699,000,000	55,386,000,000	48,592,810,680	40,255,181,265	38,195,806,244
النمو	20%	14%	21%	5%	/

العنصر	2023	2022	2021	2020
الاصول غير الجارية	29,345,000,000	18,529,000,000	16,351,333,425	13,078,000,000
النمو	29%	58%	25%	46%
الاصول الجارية	65,569,000,000	64,166,000,000	63,207,731,928	61,259,000,000
النمو	9%	2%	3%	6%
اجمالي الاصول	94,914,000,000	82,695,000,000	79,559,065,353	74,337,000,000
النمو	12%	15%	7%	11%

المصدر : بالإعتماد على التقارير المالية (2016-2023) ومخرجات EXEL.

معدل النمو = عنصر السنة الحالية - عنصر السنة السابقة / عنصر السنة السابقة.

ملاحظة : (العنصر = الأصول الجارية أو الأصول الغير جارية أو اجمالي الأصول).

التعليق :

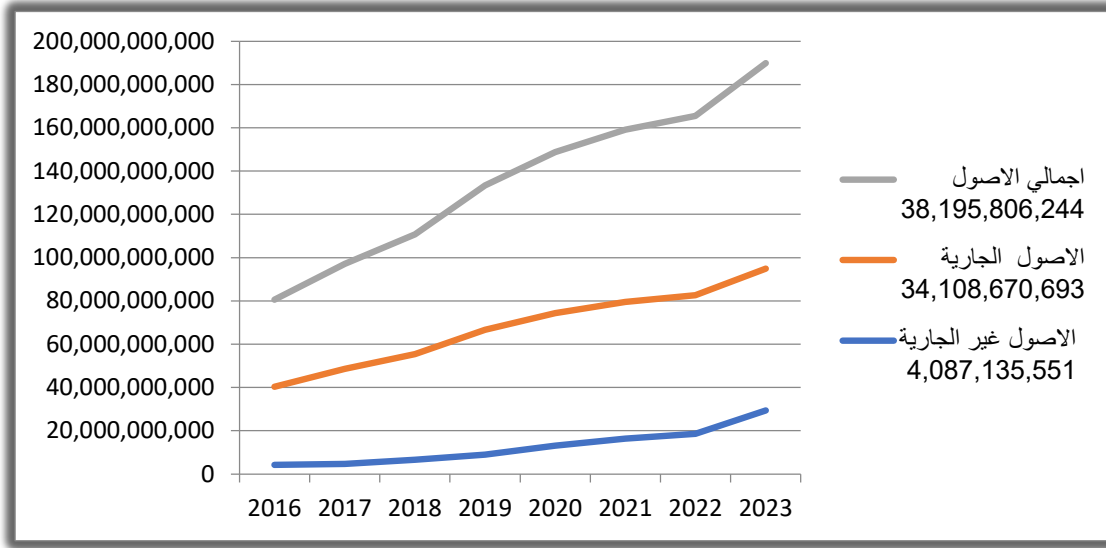
نلاحظ من خلال الجدول السابق أن :

الأصول غير الجارية : كانت الأصول غير الجارية تتزايد من سنة إلى أخرى خلال فترة الدراسة، في سنة 2016 أي زادت بمعدل نمو 5% نتيجة الزيادة من حجم استثماراتها الطويلة الأجل، وزادت في سنة 2017 وأصبحت أي بمعدل نمو 9% نتيجة الزيادة في الأصول الملموسة الأخرى، وفي سنة 2018 زادت بنسبة كبيرة بلغت 42% وهذا راجع إلى الزيادة في القروض والأصول المالية الأخرى غير المتداولة والأصول الغير الملموسة، وفي سنة 2019 بلغت نسبت الزيادة 36% نتيجة الزيادة من الأصول الثابتة قيد التنفيذ والأصول الملموسة الأخرى، وفي سنة 2020 بنسبة كبيرة بلغت 46% وهذا راجع إلى الزيادة في قيمة الأصول الثابتة قيد التنفيذ وأصول ضريبة المؤجلة، وفي سنة 2021 زادت بمعدل 25% نتيجة الزيادة في الأصول الملموسة الأخرى والأصول قيد التنفيذ، وفي سنة 2022 زادت بمعدل 13% نتيجة زيادة الأصول غير الملموسة والأصول الملموسة الأخرى، وفي سنة 2023 زادت بمعدل 58% وهذا راجع إلى القروض والأصول المالية الأخرى غير متداولة، حيث بلغ متوسط معدل النمو 29% يعكس هذا أن الشركة في تحسن ملحوظ في استثماراتها الطويلة الأجل وتمتلك قدرة التوسع في أصولها الإنتاجية والثابتة .

الأصول الجارية : نلاحظ من خلال الجداول أن معدل النمو للأصول الجارية يتزايد خلال فترة الدراسة من سنة إلى أخرى، في 2016 ارتفعت بمعدل نمو 5% نتيجة الزيادة في حجم استثماراتها القصيرة الأجل، وفي 2017 ارتفعت بمعدل 22% نتيجة الزيادة في حقوق المساهمين والمستحقات والعملاء، وفي 2018 ارتفعت بمعدل نمو 11% وهذا راجع إلى الزيادة في الضرائب والمدينون الآخرون، وفي 2019 ارتفعت بمعدل 18% نتيجة الزيادة من الاستثمارات والأصول المالية المتداولة الأخرى ، وفي 2020 ارتفعت بمعدل نمو 6% نتيجة الزيادة في الاستثمارات والأصول المالية المتداولة الأخرى، وفي 2021 ارتفعت بمعدل 3% نتيجة الزيادة في توسع قاعدة العملاء، وفي 2022 و2023 شاهدت ارتفاع طفيف بمعدل 2% نتيجة الزيادة في حجم السيولة، بلغ متوسط معدل النمو 9% يشير هذا إلى أن الشركة تمتلك القدرة على تغطية التزاماتها القصيرة الأجل والتحسين في حجم السيولة في الشركة .

اجمالي الأصول : نلاحظ ان اجمالي الاصول يشاهد نموا مستمرا خلال فترة الدراسة ، في سنة 2016 أي ارتفعت بمعدل نمو 5%، وفي 2017 ارتفعت بمعدل نمو 21% أما في 2018 ارتفعت بمعدل نمو 14%، وفي 2019 زادت بنسبة 20%، وفي 2020 ارتفعت بمعدل نمو 11% ، وفي 2021 ارتفعت بمعدل نمو 7%، وفي 2022 زادت بمعدل نمو 4%، وفي 2023 ارتفعت بمعدل نمو 15%، بلغ متوسط معدل النمو 12% يشير إلى نمو مستمرا و أن الشركة تعزز من قوة مركزها المالي .

شكل رقم(1-1): قيم إجمالي الأصول والأصول الجارية والغير جارية .



المصدر: مخرجات EXCEL.

التعليق :

من خلال الشكل أعلاه نجد أن :

إجمالي الأصول تتزايد بشكل ملحوظ من سنة 2015 إلى 2022 بحيث كانت تتراوح بين 38 مليار إلى 200 مليار على الترتيب ، مما يدل على توسع كبير في حجم الشركة خلال فترة الدراسة .
الأصول الجارية شهدت أيضا تزايد طردي ، مما يشير إلى تعزيز قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصير الاجل .

الاصول غير جارية زادت ولكن بوتيرة ابطأ مقارنة بالأصول الجارية، مما قد يعكس توجه الشركة نحو تعزيز السيولة او الاستثمار في اصول سريعة الدوران .

2- عرض جانب الخصوم لشركة بيوفارم .

بالاعتماد على التقارير المالية السنوية المالية الموجودة على الموقع الإلكتروني لشركة بيوفارم تم إعداد الجدول الموالي والذي يعرض جانب الخصوم خلال الفترة (2016-2023).

جدول رقم (1-2): قيم إجمالي الخصوم ورؤوس الأموال الخاصة والخصوم جارية والغير جارية

العنصر	2015	2016	2017	2018	2019
رؤوس الأموال الخاصة	19,252,142,233	23,297,757,586	28,111,387,250	33,069,000,000	37,736,000,000
النمو	/	21%	21%	18%	14%
الخصوم غير الجارية	968,596,798	709,250,030	537,816,436	546,000,000	4,154,000,000
النمو	/	-27%	-24%	2%	661%
الخصوم الجارية	17,975,067,213	16,248,173,648	19,943,606,992	21,772,000,000	24,809,000,000
النمو	/	-10%	23%	9%	14%
إجمالي الخصوم	38,195,806,244	40,255,181,264	48,592,810,678	55,387,000,000	66,699,000,000
النمو	/	5%	21%	14%	20%

العنصر	2020	2021	2022	2023	متوسط النمو
رؤوس الأموال الخاصة	40,415,000,000	45,292,658,469	49,257,000,000	54,367,000,000	/
النمو	7%	12%	9%	10%	14%
الخصوم غير الجارية	4,238,000,000	4,722,023,011	3,346,000,000	8,299,000,000	/
النمو	2%	11%	-29%	148%	93%
الخصوم الجارية	29,683,000,000	29,544,012,874	30,091,000,000	32,248,000,000	/
النمو	20%	0%	2%	7%	8%
إجمالي الخصوم	74,336,000,000	79,558,694,354	82,694,000,000	94,914,000,000	/
النمو	11%	7%	4%	15%	12%

المصدر : بالإعتماد على التقارير المالية (2016-2023) ومخرجات EXEL.

معدل النمو = عنصر السنة الحالية - عنصر السنة السابقة / عنصر السنة السابقة.

ملاحظة : (العنصر = رؤوس الأموال الخاصة أو الخصوم الغير جارية أو الخصوم الجارية).

التعليق :

من خلال الجداول السابق نلاحظ ما يلي :

رؤوس الأموال الخاصة : نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن رؤوس الأموال الخاصة تتزايد بمعدلات نمو متزايدة ومقاربة نسبيا من سنة إلى أخرى ، في سنة 2016 ارتفعت بمعدل نمو 21% وهذا راجع إلى الزيادة في حصة الأقليات، وفي 2017 زادت بنفس الوتيرة، وفي 2018 ارتفعت بمعدل نمو 18% وهذا راجع إلى الزيادة في نمو حصة المساهمين الأقلية، وفي 2019 ارتفعت بمعدل نمو 14% نتيجة ارتفاع في حصة الأقلية للمساهمين ونمو حجم الاحتياطات الموجودة، وفي 2020 ارتفعت بمعدل نمو 7% بسبب الزيادة في الترحيل حقوق الملكية الأخرى، وفي 2021 ارتفعت بمعدل نمو 12% وهذا راجع إلى الزيادة في حجم الاحتياطات وصافي الربح ، وفي 2022 ارتفعت بمعدل نمو 9% وهذا راجع إلى الزيادة إلى التعزيز في حجم الاحتياطات، وفي 2023 ارتفعت بمعدل نمو 10% نتيجة ارتفاع حصة الأقلية، حيث بلغ متوسط معدل النمو 14% يشير على تعزيز قوة المساهمين وتحسن القوة المالية التي بحوزة المؤسسة .

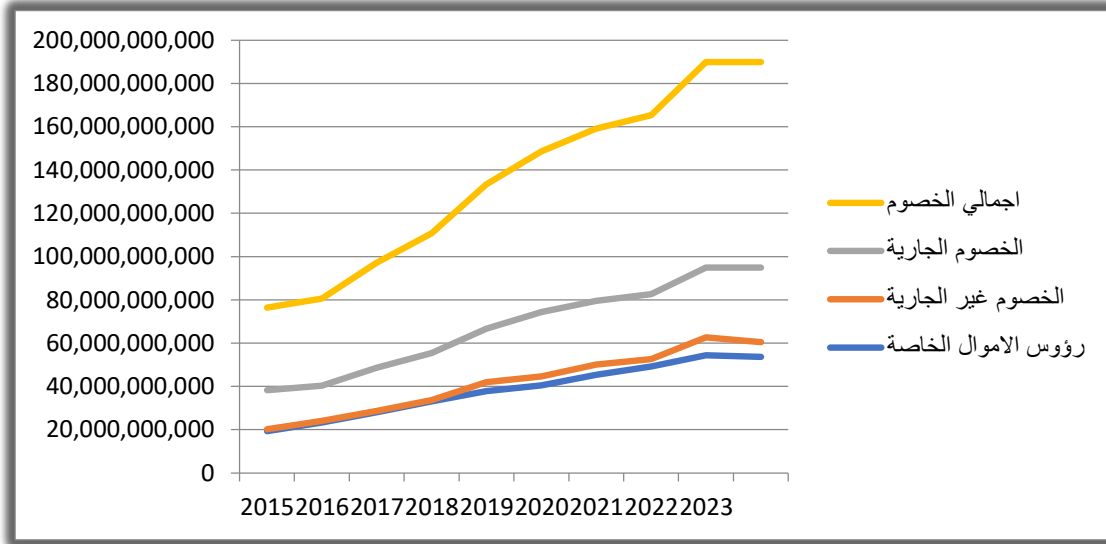
الخصوم غير الجارية : يشهد معدل نمو الخصوم الغير جارية تذبذب وعدم استقرار على مدى سنوات الدراسة من 2016 إلى غاية 2023 ، في 2016 سجل انخفاض بمعدل نمو -27% نتيجة انخفاض في القروض وحجم الديون واعتمادها على التمويل الذاتي دون اللجوء إلى القروض الخارجية ، وفي 2017 انخفضت بمعدل نمو -24، وفي 2018 ارتفع نسبيا بمعدل نمو 2% وهذا راجع إلى الزيادة في الضرائب المؤجلة الخصوم ، أما في 2019 ارتفع بمعدل نمو ضخم بلغ 661% نتيجة الزيادة من حجم القروض الطويلة الأجل، وفي 2020 و 2021 و 2022 انخفض بمعدل نمو -27% و -24% ، -29% نتيجة انخفاض القروض الطويلة الأجل ، وفي 2023 ارتفعت بمعدل نمو كبير بلغ 148% يرجع السبب الرئيسي إلى ارتفاع حجم القروض الطويلة الأجل والديون المالية، بلغ متوسط معدل النمو 93% يشير إلى أن الشركة تمتلك التزامات كبيرة طويلة الأجل من أجل التوسع في التمويل والالتزامات الاستثمارية المستقبلية .

الخصوم الجارية : يشهد معدل نمو الخصوم الجارية تذبذب وعدم استقرار على مدى سنوات الدراسة من 2016 إلى غاية 2023، في 2016 سجل انخفاض بمعدل نمو -10% نتيجة انخفاض ديونها القصيرة الأجل ، وفي 2017 و 2018 و 2019 و 2020 ارتفعت بمعدل نمو بلغ 23% ، 9% ، 14% ، 2% على الترتيب نتيجة الزيادة في المستحقات و الالتزامات القصيرة الأجل، أما في 2021 سجلت انخفاض بمعدل نمو بلغ -11% نتيجة انخفاض الديون والمستحقات القصيرة الأجل ، وفي 2022 ارتفعت بمعدل نمو 29% وهذا راجع إلى

الزيادة في خزينة الخصوم، وفي 2023 ارتفعت بمعدل نمو كبير بلغ 148% وهذا راجع الزيادة في حجم القروض القصيرة الأجل والنقص في السيولة، بلغ متوسط النمو 8% يعكس أن الشركة تعتمد على التمويل القصير الأجل من أجل تغطية الالتزامات التشغيلية .

إجمالي الخصوم : تشهد تزايد نسبيا خلال سنوات الدراسة من 2016 إلى غاية 2023، في 2016 إرتفعت بمعدل نمو بلغ 5%، وفي إرتفعت 2017 بمعدل نمو 21%، وفي 2018 إرتفعت بمعدل نمو 14%، وفي 2019 ارتفعت بمعدل نمو 20%، وفي 2020 إرتفعت بمعدل نمو 11%، وفي 2021 ارتفعت بمعدل نمو 7%، وفي ارتفعت 2022 بمعدل نمو 4%، وفي 2023 ارتفعت بمعدل نمو 15%، بلغ متوسط معدل النمو 12% يشير إلى توسع نشاط الشركة كما أنها تعتمد بشكل نسبي على المصادر التمويل الخارجية .

الشكل رقم (1-2): قيم إجمالي الخصوم ورؤوس الاموال الخاصة والخصوم جارية والغير جارية .



المصدر: مخرجات EXEL.

من خلال الشكل أعلاه نجد أن :

إجمالي الخصوم كانت على اتجاه تصاعدي واضح خلال فترة الدراسة، مما يشير الى زيادة اعتماد الشركة على التمويل الخارجي لتوسيع عملياتها او تغطية التزاماتها .

الخصوم الجارية لوحظ فيها نمو مستقر نسبيا، مما دل على سيولة جيدة لدى الشركة والقدرة على تغطية الالتزامات قصيرة الأجل، رغم بعض التذبذبات.

الخصوم الغير جارية زادت تدريجيا، ما يشير الى استثمارات طويلة الاجل او التزامات مستقبلية متزايدة.

رؤوس الاموال الخاصة شهدت نموا طفيف مقارنة بالخصوم المذكورة سابقا، وهو ما قد يثير تساؤلات حول مدى اعتماد الشركة على الديون او التمويل الذاتي.

البيانات تتزايد ملحوظ في حجم الالتزامات، وخاصة في السنوات الأخيرة، مع بطء في نمو رأس المال الخاص، ما قد يتطلب من شركة اعادة تقييم هيكلها التمويلي لتقليل الاعتماد على الخصوم وتحسين قوة مركزها المالي .

المطلب الثاني : عرض حسابات النتائج لشركة بيوفارم خلال الفترة(2016-2023).

بعد الاعتماد على التقارير المالية السنوية المالية الموجودة على الموقع الالكتروني لشركة بيوفارم تم إعداد الجدول الموالي والذي يبين النتائج المحاسبية خلال الفترة (2016-2023).

الجدول رقم(1-2): قيم القيمة المضافة للاستغلال ،الفائض الاجمالي للاستغلال ،النتيجة العملياتية، النتيجة المالية، النتيجة الصافية للأنشطة العادية.

العنصر	2015	2016	2017	2018	2019
القيمة المضافة للإستغلال	8,091,694,916	9,982,273,012	11,885,027,007	13,193,000,000	14,464,000,000
النمو	/	23%	19%	11%	10%
الفائض الإجمالي للإستغلال	4,697,652,347	6,057,013,843	8,041,728,599	9,082,000,000	9,893,000,000
النمو	/	29%	33%	13%	9%
النتيجة العملياتية	5,974,159,810	7,325,243,895	8,309,464,213	8,835,000,000	9,401,000,000
النمو	/	23%	13%	6%	6%
النتيجة المالية	571,286,266	352,803,438	861,000,000	290,000,000	129,000,000
النمو	/	-38%	144%	-66%	-56%
النتيجة الصافية للأنشطة العادية	4,453,571,856	5,552,092,789	6,498,667,964	7,525,000,000	7,604,000,000
النمو	/	25%	17%	16%	1%

العنصر	2020	2021	2022	2023	متوسط النمو
القيمة المضافة للإستغلال	14,694,000,000	15,515,882,553	17,791,000,000	17,883,000,000	/
النمو	2%	6%	15%	1%	11%

/	12,573,000,000	12,774,000,000	10,475,793,482	10,004,000,000	الفائض الإجمالي للاستغلال
14%	-2%	22%	5%	1%	النمو
/	10,762,000,000	10,320,000,000	9,823,244,119	7,418,000,000	النتيجة التشغيلية
9%	4%	5%	32%	-21%	النمو
/	453,000,000	499,000,000	343,421,758	921,000,000	النتيجة المالية
71%	-9%	45%	-63%	614%	النمو
/	8,505,000,000	8,431,000,000	7,814,271,869	5,570,000,000	النتيجة الصافية للأنشطة العادية
10%	1%	8%	40%	-27%	النمو

المصدر : بالإعتماد على التقارير المالية (2016-2023) ومخرجات EXEL.

معدل النمو = عنصر السنة الحالية - عنصر السنة السابقة / عنصر السنة السابقة.

ملاحظة : (العنصر = القيمة المضافة للاستغلال أو الفائض الاجمالي للاستغلال أو النتيجة التشغيلية أو

النتيجة المالية أو النتيجة الصافية للأنشطة العادية).

التعليق :

من خلال الجداول السابق نلاحظ ما يلي :

القيمة المضافة للاستغلال : خلال سنوات الدراسة من 2016 إلى غاية 2023 أنه متزايد نسبيا من

سنة إلى أخرى ، في 2016 ارتفعت بمعدل نمو بلغ 23%، وفي 2017 ارتفعت بمعدل نمو بلغ 19%، وفي 2018

ارتفع بمعدل نمو 11%، وفي 2019 ارتفع بمعدل نمو 10%، وفي 2020 ارتفعت بمعدل نمو 2%، وفي

2021 ارتفع بمعدل نمو 6%، وفي 2022 ارتفع بمعدل نمو 15%، وفي 2023 ارتفعت بمعدل طفيف بلغ

نمو 1%، يرجع السبب الرئيسي في ارتفاع القيمة المضافة للاستغلال إلى ارتفاع تكاليف الموظفين والضرائب

والرسوم والمدفوعات المماثلة، بلغ متوسط معدل النمو 11% يشير أن الشركة تملك كفاءة في نشاطها الانتاجي

وقدرتها على توليد قيمة اقتصادية من خلال عملياتها التشغيلية.

الفائض الاجمالي للاستغلال : خلال سنوات الدراسة من 2016 إلى غاية 2023 أنه متزايد نسبيا من

سنة إلى أخرى بخلاف السنة الأخيرة التي شاهدت انخفاض نسبي ، في 2016 ارتفعت بمعدل نمو بلغ 29%، وفي

2017 ارتفعت بمعدل نمو 33%، وفي 2018 ارتفعت بمعدل نمو 13%، وفي 2019 ارتفعت بمعدل نمو 9%، وفي

2020 ارتفاع طفيف بمعدل نمو 1%، وفي 2021 بمعدل نمو 5%، وفي 2022 ارتفعت بمعدل نمو 22%، وفي

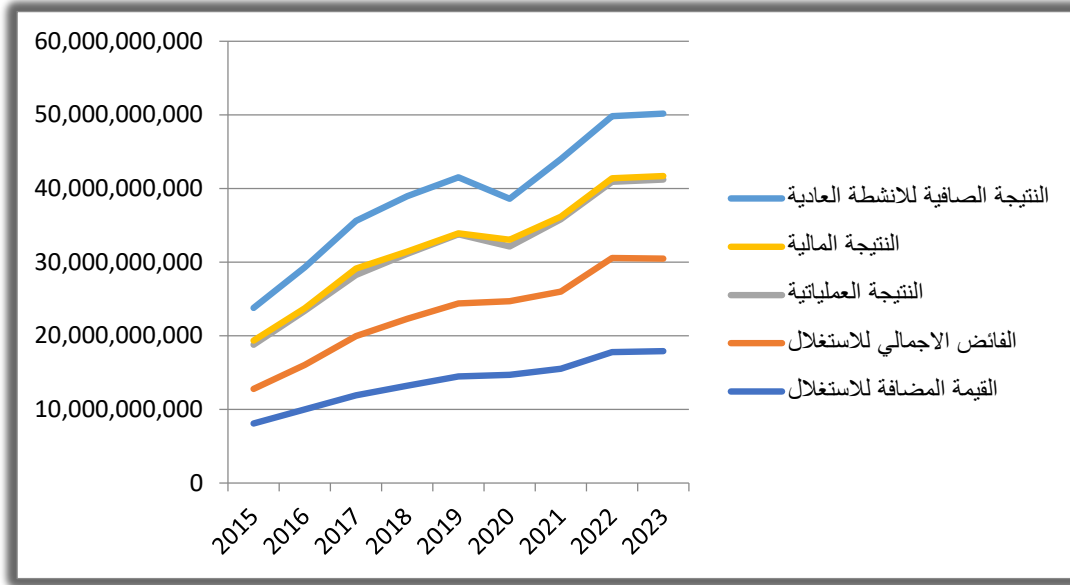
2023 انخفضت بمعدل نمو-2%، بلغ متوسط معدل النمو 14% يشير أن شركة تمتلك كفاءة من خلال استخدام مواردها في تحقيق مردودية أعلى .

النتيجة التشغيلية : خلال سنوات الدراسة من 2016 إلى غاية 2023 أنه متزايد نسبيا من سنة إلى أخرى باستثناء سنة 2021 التي شهدت انخفاض نسبي، في 2016 ارتفعت بمعدل نمو بلغ 23% نتيجة الزيادة في حجم التكاليف، وفي 2017 ارتفعت بمعدل نمو 13% نتيجة انخفاض في التكاليف التشغيلية، وفي 2018 و 2019 بنفس معدل نمو 6% نتيجة انخفاض التكاليف التشغيلية وزيادة مخصصات الإهلاكات وخسائر القيمة، وفي 2020 بمعدل نمو -21% نتيجة الزيادة في حجم التكاليف التشغيلية، وفي 2021 بمعدل نمو 32% نتيجة انخفاض التكاليف التشغيلية، وفي 2022 بمعدل نمو 5% نتيجة ارتفاع التكاليف التشغيلية، وفي 2023 بمعدل نمو 4% وهذا بسبب الزيادة في مخصصات الإهلاكات وخسائر القيمة، بلغ متوسط معدل النمو 9% يشير إلى قدرة الشركة على تعزيز أرباحها من نشاطها الرئيسي (الاستغلال).

النتيجة المالية : يشهد معدل نمو النتيجة المالية تذبذب وعدم استقرار على مدى سنوات الدراسة من 2016 إلى غاية 2023، في 2016 انخفضت بمعدل نمو بلغ -38% نتيجة انخفاض التكاليف المالية، وفي 2017 ارتفعت بمعدل نمو كبير بلغ 144% وهذا راجع إلى الزيادة في حجم التكاليف المالية، وفي 2018 انخفضت بمعدل نمو -66% نتيجة انخفاض التكاليف المالية، وفي 2019 انخفضت بمعدل نمو -56% نتيجة انخفاض التكاليف المالية ، وفي 2020 ارتفعت بمعدل نمو ضخم بلغ 614% وهذا رجع إلى ارتفاع التكاليف المالية ، وفي 2021 انخفضت بمعدل نمو -63% نتيجة انخفاض التكاليف المالية ، وفي 2022 ارتفعت بمعدل نمو 45%، وفي 2023 انخفضت بمعدل نمو -9% بسبب انخفاض المنتجات المالية ، بلغ متوسط معدل النمو 71% يعكس تحسن الأداء المالي لشركة .

النتيجة الصافية للأنشطة العادية : خلال سنوات الدراسة من 2016 إلى غاية 2023 أنه متزايد نسبيا من سنة إلى أخرى باستثناء سنة 2020 التي شهدت انخفاض، في 2016 ارتفعت بمعدل نمو بلغ 25%، وفي 2017 بمعدل نمو 17%، وفي 2018 بمعدل نمو 16%، وفي 2019 ارتفعت بمعدل نمو 1%، وفي 2020 انخفضت بمعدل نمو -27%، وفي 2021 ارتفعت بمعدل نمو 40%، وفي 2022 بمعدل نمو 8%، وفي 2023 بمعدل نمو 1%، بلغ متوسط معدل النمو 10% يشير إلى تطور ملحوظ في الربحية التشغيلية الصافية للمؤسسة واستقرار في النشاط الرئيسي لشركة.

الشكل رقم(2-1): قيم القيمة المضافة للاستغلال ،الفائض الاجمالي للاستغلال ،النتيجة التشغيلية، النتيجة المالية، النتيجة الصافية للأنشطة العادية.



المصدر: مخرجات EXEL.

من خلال الشكل أعلاه نجد أن :

يعكس الشكل نموا إيجابيا واضحا في مختلف المؤشرات المالية الأساسية خلال فترة الدراسة ،مما يدل على تحسن ملحوظ في أدائها المالي والتشغيلي .

المطلب الثالث : عرض جدول تدفقات الخزينة خلال الفترة (2015-2024).

بعد الاعتماد على التقارير المالية السنوية المالية الموجودة على الموقع الإلكتروني لشركة بيوفارم تم اعداد الجدول الموالي والذي يبين جدول تدفقات الخزينة خلال الفترة (2016-2023).

جدول رقم (3-1): قيم تدفق خزينة الاستغلال، تدفق خزينة الاستثمار، تدفق خزينة التمويل ، اجمالي تدفقات الخزينة.

العنصر	2015	2016	2017	2018	2019
تدفق خزينة الإستغلال	3,405,815,000	3,591,898,000	1,655,326,000	3,640,000,000	3,064,000,000
النمو	/	5%	-54%	120%	-16%
تدفق خزينة الإستثمار	-625,347,000	-569,495,000	-664,617,000	-2,253,000,000	-2,510,000,000
النمو	/	-9%	17%	239%	11%

الفصل الثاني:.....الإطار التطبيقي (دراسة حالة) تقييم شركة بيوفارم وفق مقارنة تدفقات الخزينة المخصصة

337,000,000	-2,953,000,000	-2,152,940,000	-1,660,163,000	-143,219,000	تدفق خزينة التمويل
-111%	37%	30%	1059%	/	النمو
891,000,000	-1,566,000,000	-1,162,231,000	1,362,240,000	2,637,249,000	إجمالي تدفقات الخزينة
-157%	35%	-185%	-48%	/	النمو

متوسط النمو	2023	2022	2021	2020	العنصر
/	6,306,000,000	8,118,000,000	7,360,751,230	6,586,000,000	تدفق خزينة الإستغلال
21.29%	-22.32%	10%	12%	115%	النمو
/	-11,445,000,000	-3,384,000,000	-4,015,101,346	-3,218,000,000	تدفق خزينة الإستثمار
66.70%	238%	-16%	25%	28%	النمو
/	1,264,000,000	-5,641,000,000	-2,333,717,927	-2,910,000,000	تدفق خزينة التمويل
6.33%	-122%	142%	-20%	-964%	النمو
/	-3,875,000,000	-907,000,000	1,011,931,957	458,000,000	إجمالي تدفقات الخزينة
-18.23%	327%	-190%	121%	-49%	النمو

المصدر : بالإعتماد على التقارير المالية(2016-2023) ومخرجات EXEL.

معدل النمو = عنصر السنة الحالية - عنصر السنة السابقة / عنصر السنة السابقة

ملاحظة : (العنصر = تدفق خزينة الاستغلال أو تدفق خزينة الاستثمار أو تدفق خزينة التمويل أو اجمالي

تدفقات الخزينة).

التعليق :

من خلال الجداول السابق نلاحظ ما يلي :

تدفق خزينة الإستغلال :يشهد معدل نمو تدفقات خزينة الاستغلال تذبذب وعدم استقرار على مدى

سنوات الدراسة من 2016 إلى غاية 2023، في 2016 سجل ارتفاع بنسبة 5% مقارنة بالسنة السابقة

2015 بسبب الانخفاض في احتياج رأس المال العامل، أما في 2017 سجل انخفاض بنسبة -54% وهذا

راجع إلى الزيادة في احتياج رأس المال العامل، وفي 2018 ارتفع بنسبة كبيرة 120% ،أما في 2019 انخفض

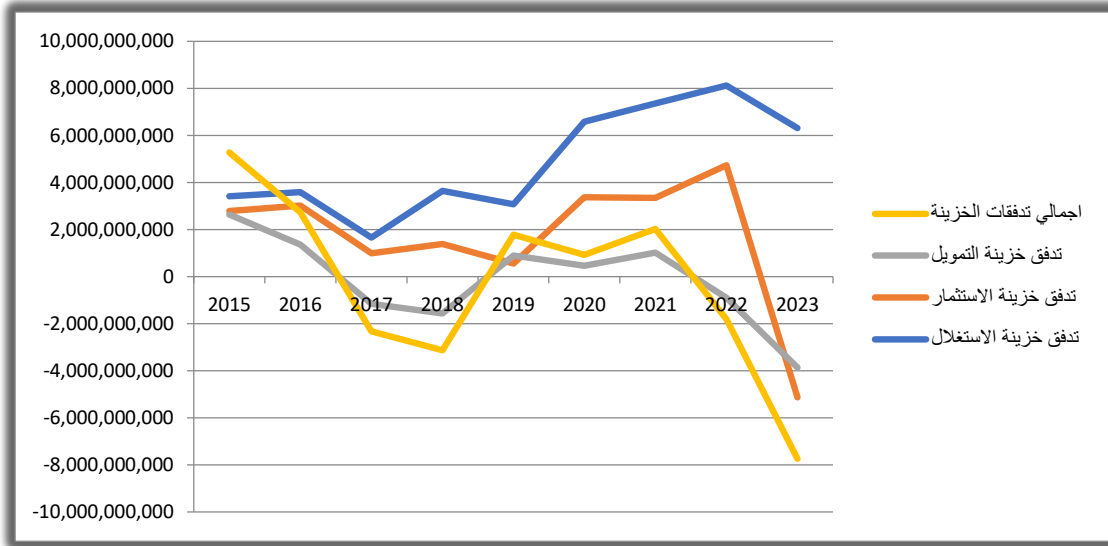
بنسبة -16%، وفي 2020 ارتفع بمعدل 155%، وفي 2021 ارتفع بنسبة 12% وهذا راجع إلى ارتفاع رسوم الاستهلاك والاختلافات الضريبية المؤجلة، وفي 2022 زاد بنسبة 10% وهذا راجع إلى التغير في الأصول المتداولة وزيادة في مخصصات وخسائر القيمة، أما في 2023 سجل انخفاض بقيمة 22.32%- وهذا راجع إلى انخفاض مخصصات وخسائر الانخفاض في القيمة والتغير في احتياج رأس المال العامل نتيجة التغير الزيادة في التغير الأصول المتداولة، بلغ متوسط معدل النمو 21.29% يعكس التحسن في السيولة المتأتية من الأنشطة التشغيلية

تدفق خزينة الإستثمار : يشهد معدل نمو تدفقات خزينة الإستثمار تذبذباً وعدم استقرار على مدى فترة الدراسة، في 2016 سجل انخفاض بقيمة -9% مقارنة بالسنة السابقة 2015 لأنها زادت من حجم الحياة على إستثماراتها، وفي 2017 سجل ارتفاع بنسبة 17% لأنها قامت بالتنازل أو بيع إستثمارات مما زاد من قيمة تدفق خزينة الإستثمار، وفي 2018 سجل ارتفاع كبير بلغ 239% زادت من حجم بيع الإستثمارات مما رفع من قيمة تدفق خزينة الإستثمار، سجل ارتفاع في سنة 2019 و2020 و2021 بنسبة 11%، 28%، 25% على الترتيب نتيجة الزيادة في حجم الحياة على إستثمارات، سجل انخفاض في 2022 بنسبة -16% وذلك لأنها زادت من حجم الحياة على إستثمارات جديدة، في 2023 سجل ارتفاع بنسبة كبيرة بلغت 238% نتيجة التنازل عن الإستثمارات بسبب التحولات الاقتصادية الكبيرة في السوق و الاقتصاد، بلغ متوسط معدل النمو 66.70% يعكس الزيادة في حجم التدفقات النقدية المرتبطة بالأنشطة الإستثمارية .

تدفق خزينة التمويل : يشهد معدل نمو تدفقات خزينة التمويل تذبذباً وعم استقرار على مدى فترة الدراسة، في 2016 سجل ارتفاع كبير بلغ 1059% وهذا راجع إلى الزيادة في حجم الديون الطويلة الأجل والزيادة من التوزيعات المسددة مقارنة بالسنة السابقة 2015، وفي 2017 و2018 ارتفع نسبة 30% و 37% على الترتيب وهذا راجع إلى زيادة الحساب الجاري لشركاء والزيادة في حجم القروض، أما في سنة 2019 و2020 سجل انخفاض كبير بلغت نسبته -111% و-964% على الترتيب وهذا راجع إلى الزيادة من حجم القروض الطويلة الأجل وسداد الفوائد والتوزيعات المسددة، وفي 2021 واصل الانخفاض بنسبة -20% نتيجة الزيادة من حجم سداد القروض، وفي 2022 شاهد ارتفاع كبير بلغت نسبته 142% نتيجة الزيادة في أرباح المدفوعة، وفي 2023 انخفض بنسبة -122% وهذا راجع إلى الزيادة في التغير في القروض والأصول المالية الغير المتداولة الأخرى، بلغ متوسط معدل النمو 6.33% يشير إلى ثبات نسبي في التدفقات النقدية المتأتية من أنشطة التمويل.

إجمالي تدفقات خزينة: من خلال التذبذبات التي وقعت في تدفقات خزينة الاستغلال والاستثمار والتمويل فإنها تؤثر بشكل مباشر في إجمالي تدفقات الخزينة، في 2016 سجلت انخفاض بنسبة -48% مقارنة بالسنة السابقة 2015، أما في 2017 واصلت الانخفاض إلى حد بلغ -185%، وفي 2018 ارتفعت بنسبة 35%، أما في 2019 و2020 انخفضت بنسبة -157% و-49% على الترتيب، وفي 2021 شاهدت ارتفاع بلغت نسبته 121%، وفي 2022 انخفضت بنسبة -190%، أما في 2023 ارتفعت بنسبة كبيرة بلغت 327%، بلغ متوسط معدل النمو -18.23% يدل على نقص الموارد المالية المتاحة ونقص في أداء السيولة خلال فترة الدراسة.

الشكل رقم (3-1): قيم تدفق خزينة الاستغلال، تدفق خزينة الاستثمار، تدفق خزينة التمويل، إجمالي تدفقات الخزينة.



المصدر: مخرجات EXEL.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ:

المنحى يشاهد تذبذبا وعدم استقراره خلال فترة الدراسة، في السنوات الأولى شاهد عجز حاد اما وبعدها تحسنت قليلا وفي الآونة الأخيرة تدهور كبير، يرجع إلى التضخم وتراجع الاستثمارات وزيادة في حجم الديون.

المبحث الثالث: تقييم مؤسسة بيوفارم وفق مقارنة تدفقات الخزينة المخصومة DCF.

تقوم هذه المقارنة على توليد تدفقات الخزينة في المستقبل ويتم خصمها بمعدل محين، وهذا يعكس تكلفة الفرص البديلة لرأس المال المستثمر والمخاطر التي تواجه المؤسسة عند توليد هذه التدفقات.

المطلب الأول: طريقة حساب FCFF التدفق النقدي للمنشأة من الفترة 2015 إلى 2023 ومعدل

الخصم.

يعتبر معدل الخصم من المكونات الرئيسية في تحديد قيمة المؤسسة، فهو الذي يقوم بتحويل القيم الحالية إلى مستقبلية.

أولاً: حساب التدفق النقدي للمنشأة FCFF.

$FCFF = \text{تدفق خزينة الاستغلال} + \text{تدفق خزينة الاستثمار} + \text{الأعباء المالية} (1 - \text{معدل الضريبة})$.

جدول رقم (1-1): قيم التدفق النقدي للمنشأة FCFF من الفترة 2015 إلى 2023.

العنصر	2015	2016	2017	2018	2019
تدفق خزينة الإستغلال	3,405,815,000	3,591,898,000	1,655,326,000	3,640,000,000	3,064,000,000
تدفق خزينة الإستثمار	-625,347,000	-569,495,000	-664,617,000	-2,253,000,000	-2,510,000,000
الأعباء المالية	571,286,266	352,803,438	861,000,000	290,000,000	129,000,000
النتيجة العادية قبل الضريبة	5,710,443,586	7,253,012,256	7,975,056,336	9,092,000,000	9,392,000,000
الضريبة	1,249,668,985	1,405,473,172	1,499,198,445	1,059,000,000	1,493,000,000
معدل الضريبة (Tax Rate)	22%	19%	19%	12%	16%
FCFF	3,226,734,429	3,306,840,944	1,689,853,107	1,643,221,953	662,493,505

العنصر	2020	2021	2022	2023
تدفق خزينة الإستغلال	6,586,000,000	7,360,751,230	8,118,000,000	6,306,000,000
تدفق خزينة الاستثمار	-3,218,000,000	-4,015,101,346	-3,384,000,000	-11,445,000,000
الأعباء المالية	921,000,000	343,421,758	499,000,000	453,000,000
النتيجة العادية قبل الضريبة	6,889,000,000	9,701,467,683	10,349,000,000	10,532,000,000
الضريبة	1,670,000,000	1,879,813,784	1,984,000,000	1,818,000,000
معدل الضريبة (Tax Rate)	24%	19%	19%	17%

-4,764,195,404	5,137,337,037	3,622,528,210	4,065,735,375	FCFF
----------------	---------------	---------------	---------------	------

المصدر : بالإعتماد على التقارير المالية(2016-2023) ومخرجات EXEL.

5_ معدل نمو التدفق النقدي للمنشأة FCFF:

جدول رقم(1-2): معدل نمو التدفق النقدي للمنشأة FCFF .

العنصر	2015	2016	2017	2018	2019
FCFF	3,226,734,429	3,306,840,944	1,689,853,107	1,643,221,953	662,493,505
النمو	/	2.48%	-48.90%	-2.76%	-59.68%

العنصر	2020	2021	2022	2023	متوسط معدل النمو
FCFF	4,065,735,375	3,622,528,210	5,137,337,037	-4,764,195,404	/
النمو	513.70%	-10.90%	41.82%	-192.74%	30.38%

المصدر : بالإعتماد على مخرجات EXEL.

معدل النمو = عنصر السنة الحالية - عنصر السنة السابقة / عنصر السنة السابقة

ملاحظة : (العنصر=FCFF).

التعليق :

من خلال الجداول السابقة نلاحظ ما يلي :

FCFF: من خلال الجدول أعلاه والتمثيل البياني نلاحظ تذبذب وغير مستقر في نمو FCFF خلال فترة

الدراسة من 2016 الى 2023، في 2016 ارتفع معدل النمو ب2.48%، وفي 2017 انخفض معدل النمو

-48.90% وهذا راجع إلى الارتفاع في الأعباء المالية ،وفي 2018 واصل الانخفاض بمعدل نمو بلغ -

2.76% وهذا بسبب الارتفاع في تدفقات خزينة الاستثمار نتيجة الزيادة في حيازة الاستثمارات بنسبة بلغت

239%، وفي 2019 انخفض بمعدل نمو بلغ -59.68% يرجع السبب الرئيسي في ارتفاع تدفقات خزينة

الاستثمار نتيجة الزيادة في حجم الاستثمارات عن السنة السابقة بنسبة 11%، وفي 2020 ارتفع بمعدل نمو

كبير بلغ 513.70% بسبب الزيادة في حجم خزينة الاستغلال بلغت نسبة زيادتها 115% نتيجة الانخفاض في

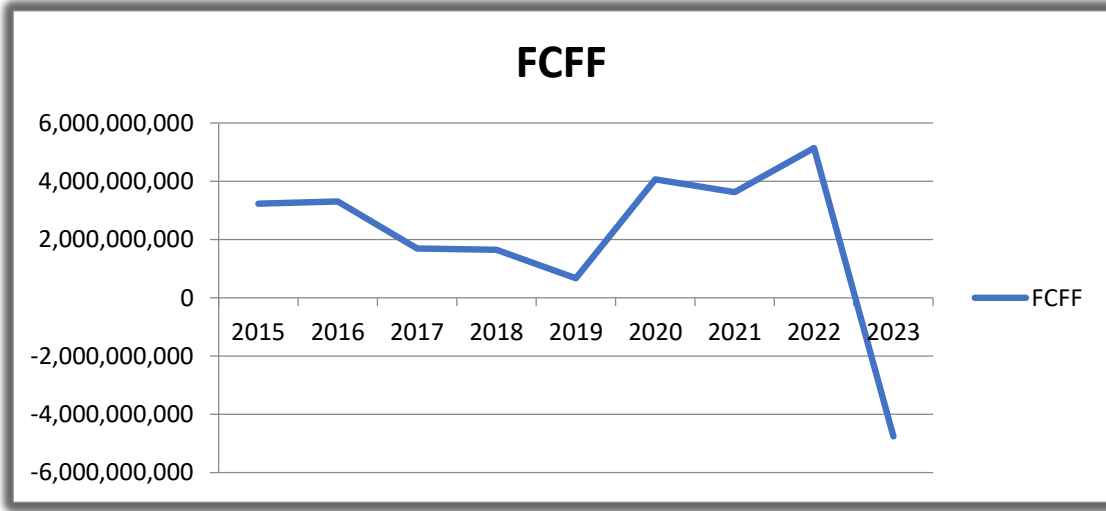
الاحتياج في رأس المال العامل، وفي 2021 انخفض معدل النمو -10.90% نتيجة ارتفاع تدفق خزينة

الاستثمار بلغت نسبة الزيادة 25% نتيجة الزيادة حجم الحيازة على الاستثمارات، وفي 2022 بلغ معدل

النمو 41.82% سبب الارتفاع هو زيادة في قيمة تدفقات خزينة الاستغلال بلغت نسبة الزيادة 10%، وفي

2023 انخفض معدل النمو-192.74 % بسبب انخفاض تدفقات خزينة الاستغلال بنسبة بلغت - 22.32 % وارتفاع حجم حيازة الاستثمارات، بلغ متوسط معدل النمو 30.38% يشير إلى قدرة الشركة على تحقيق عوائد استثمارية مما يزيد من جاذبيتها بالنسبة للمستثمرين.

شكل رقم (1-1):معدل نمو التدفق النقدي للمنشأة FCFF.



المصدر: مخرجات EXEL.

من خلال التمثيل البياني نلاحظ أن :

المنحنى البياني يظهر تقلبات كبيرة في قيم التدفق النقدي للمنشأة نتيجة التغيرات في أحد مكوناته والتي تؤثر بشكل مباشر على قيمته وأداء المالي لشركة .

ثانيا :معدل الخصم :

هو نسبة تستخدم لخصم تدفقات الخزينة المستقبلية إلى قيمتها الحالية كما يستخدم غالبا في عملية تقييم الشركات.

1- حساب تكلفة رأس المال وفق طريقة التكلفة الوسطية المرجحة CMPC.

تمثل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال الحد الأدنى للعائد الذي يقدمه المستثمرين والدائنين، وهو يقدم أقل عائد يجب تحقيقه مع ضمان عدم وقوع خسائر .

◀ تحديد معدل الخصم t وفق طريقة التكلفة الوسطية المرجحة CMPC:

وفقا للبيئة الاقتصادية التي تعمل فيها شركة بيوفارم ومن خلال المعطيات المتوفرة لدينا اخترنا طريقة حساب تكلفة رأس المال وفق لطريقة طريقة (نموذج خصم الأرباح) GORDON SHABIRO، لأنها أقرب للواقع العملي لها .

1-1- تكلفة الأموال الخاصة وفق طريقة (نموذج خصم الأرباح) GORDON SHABIRO:

تحسب وفق العلاقة التالية:

(توزيع الأرباح لكل سهم للعام القادم / قيمة السهم الحالية في البورصة) + معدل النمو.

$$K_{cp} = (DIV1/V0) + g$$

ولحساب تكلفة الأموال الخاصة يجب حساب توزيع السهم ومعدل النمو .

◀ توزيع السهم :يحسب بالعلاقة التالية :

توزيع السهم = التوزيعات الإجمالية / عدد الأسهم الإجمالية .

✓ الأرباح الموزعة (التوزيعات الإجمالية) = Dividendes payés : من التقرير المالية لشركة بيوفارم (2016-2023).

والجدول التالي يوضح حساب توزيع السهم :

جدول رقم (1-3): قيم التوزيع لسهم الواحد.

العنصر	2016	2017	2018	2019
التوزيعات الإجمالية	1,403,703,000	1,685,038,000	2,553,000,000	2,936,000,000
عدد الأسهم	25,521,875	25,521,875	25,521,875	25,521,875
التوزيع للسهم	55	66.0233	100.0318	115.0386

العنصر	2020	2021	2022	2023
التوزيعات الإجمالية	2,936,000,000	2,935,417,495	4,466,000,000	3,420,000,000
عدد الأسهم	25,521,875	25,521,875	25,521,875	25,521,875
التوزيع للسهم	115.0386	115.0157	174.9871	134.0027

المصدر : بالإعتماد على التقارير المالية (2016-2023) ومخرجات EXEL.

✓ حساب معدل النمو المستدام :

تشير فكرة معدل النمو المستدام إلى حجم موارد المؤسسة ، النمو البطيء قد يخلق للمؤسسة صعوبة اتجاه منافسيها، أما النمو السريع يؤدي إلى تدهور وضعها المالي وصعوبة التحكم في مواردها المالية على المدى الطويل .

*حساب معدل النمو المستدام لشركة بيوفارم خلال الفترة (2015-2023).

تم قياس معدل النمو المستدام لمجمع بيوفارم باستخدام نموذج HIGGINS وذلك بضرب العائد على الأموال الخاصة في نسبة الأرباح المحتجزة وتم تحليله وفق المعادلة التالية :

$$g = P \times R \times A \times T$$

ولحساب معدل النمو المستدام يجب حساب النسب التالية :

- نسبة الاحتفاظ (RETENTION RATIO) $R = 1 - (\text{الأرباح الموزعة} / \text{نتيجة الصافية})$.
- المبيعات/الأصول (ASSET TURNOVER) $A = \text{صافي المبيعات} / \text{إجمالي الأصول}$.
- هامش الربح (PROFIT MARGIN) $P = \text{نتيجة الصافية} / \text{صافي المبيعات}$.
- الأصول/الأموال الخاصة (EQUITY MULTIPLIER) $T = \text{إجمالي الأصول} / \text{الأموال الخاصة}$.
- * حساب الأموال الخاصة : رأس المال + الاحتياطات + نتيجة الصافية + الترحيل من جديد .

الجدول (4-1) : قيم الأموال الخاصة .

العنصر	2016	2017	2018	2019
رأس المال	5,104,375,000	5,104,375,000	5,104,000,000	5,104,000,000
الإحتياطات	5,721,193,070	8,242,335,959	7,194,000,000	9,521,000,000
النتيجة الصافية	5,552,092,789	6,498,667,964	7,525,000,000	7,604,000,000
الترحيل من جديد	6,920,096,727	8,266,008,327	13,246,000,000	15,507,000,000
الأموال الخاصة	23,297,757,586	28,111,387,250	33,069,000,000	37,736,000,000

العنصر	2020	2021	2022	2023
رأس المال	5,104,000,000	5,104,000,000	5,104,000,000	5,104,000,000
الإحتياطات	9,874,000,000	11,339,510,103	12,512,000,000	14,280,000,000
النتيجة الصافية	5,570,000,000	7,814,271,869	8,431,000,000	8,505,000,000

الفصل الثاني:.....الإطار التطبيقي (دراسة حالة) تقييم شركة بيوفارم وفق مقارنة تدفقات الخزينة المخصصة

26,478,000,000	23,210,000,000	21,034,876,497	19,867,000,000	الترحيل من جديد
54,367,000,000	49,257,000,000	45,292,658,469	40,415,000,000	الأموال الخاصة

المصدر : بالإعتماد على التقارير المالية(2016-2023) ومخرجات EXEL.

✓ حساب الديون: الخصوم الغير الجارية + الخصوم الجارية.

جدول رقم (1-5):قيم إجمالي الديون .

العنصر	2016	2017	2018	2019
الخصوم غير الجارية	709,250,030	537,816,436	546,000,000	4,154,000,000
الخصوم الجارية	16,248,173,648	19,943,606,992	21,772,000,000	24,809,000,000
إجمالي الديون	16,957,423,678	20,481,423,428	22,318,000,000	28,963,000,000

العنصر	2020	2021	2022	2023
الخصوم غير الجارية	4,238,000,000	4,722,023,011	3,346,000,000	8,299,000,000
الخصوم الجارية	29,683,000,000	29,544,012,874	30,091,000,000	32,248,000,000
إجمالي الديون	33,921,000,000	34,266,035,885	33,437,000,000	40,547,000,000

المصدر : بالإعتماد على التقارير المالية(2016-2023) ومخرجات EXEL.

✓ صافي المبيعات = TOTAL CHIFFER D'AFFAIRES: من التقرير المالية لشركة بيوفارم
(2016-2023).

✓ النتيجة الصافية=Résultat net - Résultat net du groupe: من التقرير المالية لشركة بيوفارم
(2016-2023).

بعد حساب الأموال الخاصة والديون الجدول التالي يوضح كيفية حساب معدل النمو المستدام لشركة

بيوفارم خلال الفترة (2015-2023) حسب نموذج HIGGINS.

جدول رقم (1-6):قيم معدل النمو المستدام .

العنصر	2016	2017	2018	2019
إجمالي الأصول	40,255,181,265	48,592,810,680	55,386,000,000	66,699,000,000
إجمالي الديون	16,957,423,678	20,481,423,428	22,318,000,000	28,963,000,000
الأموال الخاصة	23,297,757,586	28,111,387,250	33,069,000,000	37,736,000,000

الفصل الثاني:.....الإطار التطبيقي (دراسة حالة) تقييم شركة بيوفارم وفق مقارنة تدفقات الخزينة المخصصة

67,838,000,000	63,055,000,000	58,567,782,393	56,376,333,817	صافي المبيعات
7,604,000,000	7,525,000,000	6,498,667,964	5,552,092,789	النتيجة الصافية
2,936,000,000	2,553,000	1,685,038,000	1,403,703,000	الأرباح الموزعة
61%	100%	74%	75%	نسبة الإحتفاظ R (RETENTION RATIO)
102%	114%	121%	140%	المبيعات/الأصول A (ASSET TURNOVER)
11%	12%	11%	10%	P (PROFIT MARGIN) هامش الربح
177%	167%	173%	173%	الأصول / الأموال الخاصة T (EQUITY MULTIPLIER)
12%	23%	17%	18%	معدل النمو المستدام G =P×R×A×T
12%	23%	17%	18%	معدل النمو المستدام

2023	2022	2021	2020	العنصر
94,914,000,000	82,695,000,000	79,559,065,353	74,337,000,000	إجمالي الأصول
40,547,000,000	33,437,000,000	34,266,035,885	33,921,000,000	إجمالي الديون
54,367,000,000	49,257,000,000	45,292,658,469	40,415,000,000	الأموال الخاصة
82,917,000,000	83,818,000,000	82,139,000,000	71,475,000,000	صافي المبيعات
8,505,000,000	8,431,000,000	7,814,271,869	5,570,000,000	النتيجة الصافية
3,420,000,000	4,466,000,000	2,935,417,495	2,936,000,000	الأرباح الموزعة
60%	47%	62%	47%	نسبة الإحتفاظ R (RETENTION RATIO)
87%	101%	103%	96%	المبيعات/الأصول A (ASSET TURNOVER)

10%	10%	10%	8%	P (PROFIT MARGIN) هامش الربح
175%	168%	176%	184%	الأصول / الأموال الخاصة T (EQUITY MULTIPLIER)
9%	8%	11%	7%	معدل النمو المستدام g =P×R×A×T

المصدر : بالإعتماد على التقارير المالية (2016-2023) ومخرجات EXEL.

التعليق :

نلاحظ من خلال الجدول أن معدل النمو المستدام يتزايد بمعدلات نمو متزايدة من سنة إلى أخرى ، في سنة 2016 ارتفع بمعدل نمو 23 %، وفي 2017 ارتفع بمعدل نمو بلغ 18 %، وفي 2018 ارتفع بمعدل نمو بلغ 17 %، وفي 2019 ارتفع بمعدل النمو 23 %، وفي 2020 ارتفع بمعدل نمو بلغ 7 %، وفي 2021 ارتفع بمعدل نمو بلغ 11 %، وفي 2022 ارتفع بمعدل نمو بلغ 8 %، وفي 2023 ارتفع قليلا بمعدل نمو بلغ 9 %.

- نسبة الاحتفاظ (R (RETENTION RATIO) : نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن معدل نسبة الاحتفاظ متزايد من سنة إلى أخرى خلال فترة الدراسة (2016 - 2023) ، في 2016 بلغت نسبة الاحتفاظ 75 %، وفي 2017 بلغت نسبة الاحتفاظ 74 %، وفي 2018 بلغت نسبة الاحتفاظ 100 %، وفي 2019 بلغت نسبة الاحتفاظ 61 %، وفي 2020 بلغت نسبة الاحتفاظ 47 %، وفي 2021 بلغت نسبة الاحتفاظ 62 %، وفي 2022 بلغت نسبة الاحتفاظ 47 %، وفي 2023 بلغت نسبة الاحتفاظ 60 %، بلغ متوسط معدل النمو 70 %.

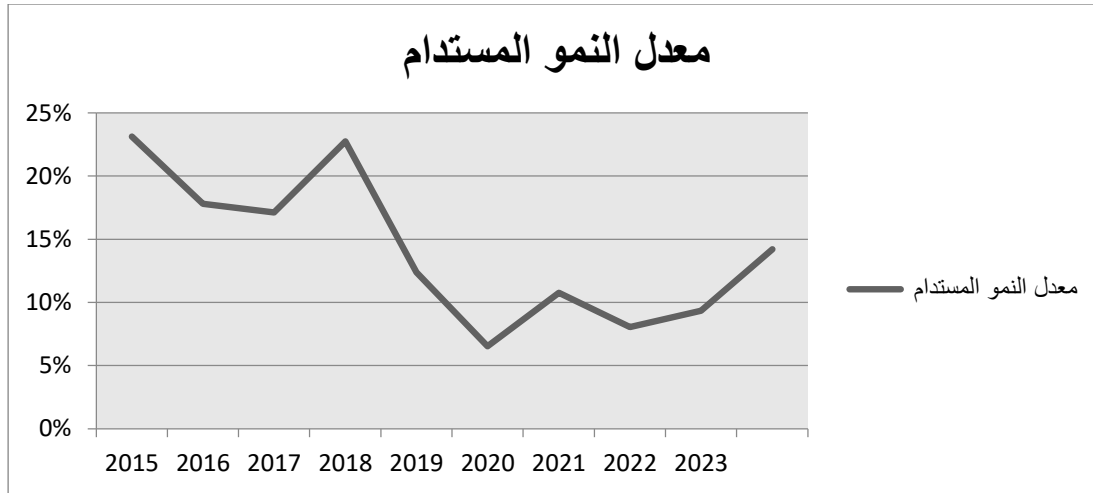
- المبيعات/الأصول (ASSET TURNOVER): نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن معدل نسبة المبيعات / الأصول متزايد من سنة إلى أخرى خلال فترة الدراسة (2016 - 2023) ، في 2016 نسبتها 140 % ، وفي 2017 بلغت نسبتها 121 %، وفي 2018 بلغت 114 %، وفي 2019 بلغت 102 %، وفي 2020 بلغت 96 %، وفي 2021 بلغت 103 %، وفي 2022 بلغت 101 %، وفي 2023 بلغت 87 %، بلغ متوسط معدل النمو 111 %.

- هامش الربح (P (PROFIT MARGIN) : نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن معدل نسبة هامش الربح متزايد من سنة إلى أخرى خلال فترة الدراسة (2016 - 2023) ، في 2016 نسبتها 10

%، وفي 2017 بلغت نسبته 11% وفي 2018 بلغ 12%، وفي 2019 بلغ 11%، وفي 2020 بلغ %، وفي 2021 و2022 و2023 زادت بمعدل ثابت بلغ 10%، بلغ متوسط معدل النمو 10%، ومن خلال الزيادة من سنة إلى أخرى يشير إلى زيادة التمويل الذاتي ، مما يساهم في خلق فرص نمو مستقبلية دون الاعتماد على التمويل الخارجي .

- الأصول /الأموال الخاصة (EQUITY MULTIPLIER) T: نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن معدل نسبة الأصول / الأموال الخاصة تتزايد من سنة إلى أخرى خلال فترة الدراسة (2016 - 2023) ، في 2016 نسبتها 173 %، وفي 2017 بلغت نسبتها 173 % ، وفي 2018 بلغت 167%، وفي 2019 بلغت 177%، وفي 2020 بلغت 184%، وفي 2021 بلغت 176% ، وفي 2022 بلغت 168%، وفي 2023 بلغت 175%، بلغ متوسط معدل النمو 177%، تعرف هذه المعدل أنه متزايد مع نفس الوتيرة تقريبا و نسبة الزيادة متقاربة وهذا يشير إلى أن 70% أصول المؤسسة تمول بالأموال الخاصة ،وهذا بسبب ارتفاع الأموال الخاصة التي تشير إلى تكوين قدرة تمويل ذاتي مرتفعة خلال فترة الدراسة 2016-2023

شكل رقم (1-2): معدل النمو المستدام.



المصدر: مخرجات EXEL.

من خلال التمثيل البياني نلاحظ أن :

المنحى يعكس تذبذبا وعم استقرار وهذا نتيجة العوامل المؤثرة في معدل النمو المستدام .

✓ حساب تكلفة الأموال الخاصة وفق GORDON SHABIRO:

- قيمة السهم الواحد في البورصة: من التقرير المالي لسنة المعنية.

جدول رقم (1-7): قيم تكلفة الأموال الخاصة .

2019	2018	2017	2016	العنصر
115.0386	100.0318	66.0233	55	التوزيع للسهم
1,225	1,150	1,020	1,225	قيمة السهم في البورصة
12%	23%	17%	18%	معدل النمو المستدام
22%	25%	17%	23%	تكلفة الأموال الخاصة وفق GORDON SHABIRO

2023	2022	2021	2020	العنصر
134.0027	174.9871	115.0157	115.0386	التوزيع للسهم
2,300	2,123	1,302	1,225	قيمة السهم في البورصة
9%	8%	11%	7%	معدل النمو المستدام
17%	14%	24%	16%	تكلفة الأموال الخاصة وفق GORDONSHABIRO

المصدر : بالإعتماد على نتائج سابقة مخرجات EXEL.

4- تحديد تكلفة الاستدانة: هي المعدل الفعلي للفائدة التي تدفعا الشركة على الديون التي تتحملها .

- معدل الضريبة = الضريبة / النتيجة العادية قبل الضرائب.

جدول رقم (1-8): قيم معدل الضريبة.

2019	2018	2017	2016	العنصر
9,392,000,000	9,092,000,000	7,975,056,336	7,253,012,256	النتيجة العادية قبل الضريبة
1,493,000,000	1,059,000,000	1,499,198,445	1,405,473,172	÷ الضريبة
16%	12%	19%	19%	(Tax Rate = معدل الضريبة)

2023	2022	2021	2020	العنصر
10,532,000,000	10,349,000,000	9,701,467,683	6,889,000,000	النتيجة العادية قبل الضريبة
1,818,000,000	1,984,000,000	1,879,813,784	1,670,000,000	÷ الضريبة
17%	19%	19%	24%	(Tax Rate = معدل الضريبة)

المصدر : بالإعتماد على التقارير المالية(2016-2023) ومخرجات EXEL.

حساب تكلفة الاستدانة=معدل الفائدة(1- معدل الضريبة) ، $KD= I(1-IS)$

معدل الفائدة 8% حدده البنك الدولي.¹

جدول رقم(1-9): قيم تكلفة الاستدانة.

العنصر	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
معدل الفائدة	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
(1-معدل الضريبة)	81%	81%	88%	84%	74%	81%	81%	83%
تكلفة الاستدانة	6%	6%	7%	7%	6%	6%	6%	7%

المصدر : بالإعتماد على نتائج سابقة ومخرجات EXEL.

5- حساب التكلفة الوسطية المرجحة CMCP: تحسب بالعلاقة التالية.

$$\text{الأموال الخاصة} \times \frac{\text{الديون الخاصة}}{\text{الديون الخاصة} + \text{الأموال الخاصة}} + \text{الديون} \times \frac{\text{الديون}}{\text{الديون} + \text{الأموال الخاصة}} \times \text{معدل الفائدة}(1- \text{الضريبة}).$$

$$CMCP = Kcp \times \frac{CP}{CP+D} + Kd \times (IS - 1) \times \frac{D}{CP+D}$$

جدول رقم (1-10) : يوضح قيم إجمالي الأموال الخاصة والديون.

العنصر	2016	2017	2018	2019
الديون	709,250,030	537,816,436	546,000,000	4,154,000,000
الأموال الخاصة	23,297,757,586	28,111,387,250	33,069,000,000	37,736,000,000
الإجمالي	24,007,007,616	28,649,203,686	33,615,000,000	41,890,000,000

العنصر	2020	2021	2022	2023
الديون	4,238,000,000	4,722,023,011	3,346,000,000	8,299,000,000
الأموال الخاصة	40,415,000,000	45,292,658,469	49,257,000,000	54,367,000,000
الإجمالي	44,653,000,000	50,014,681,480	52,603,000,000	62,666,000,000

المصدر : بالإعتماد على التقارير المالية ومخرجات EXEL.

¹ البنك الدولي (<https://www.worldbank.org/ar/home>).

*بعد حساب كل من تكلفة الأموال الخاصة حسب طريقة **GORDON SHABIRO** والأموال الخاصة والديون والإجمالي (الديون + الأموال الخاصة) وتكلفة الاستدانة يمكننا حساب معدل الخصم والجدول التالي يوضح طريقة حسابه.

جدول رقم (1-11): يوضح طريقة حساب معدل الخصم .

العنصر	2016	2017	2018	2019
تكلفة الأموال الخاصة وفق GORDON SHABIRO	23%	17%	%25	22%
الأموال الخاصة	23,297,757,586	28,111,387,250	33,069,000,000	37,736,000,000
الإجمالي	24,007,007,616	28,649,203,686	33,615,000,000	41,890,000,000
تكلفة الاستدانة	6%	6%	7%	7%
الديون	709,250,030	537,816,436	546,000,000	4,154,000,000
CMPC	23%	17%	%25	20%

العنصر	2020	2021	2022	2023
تكلفة الأموال الخاصة وفق GORDON SHABIRO	16%	24%	14%	17%
الأموال الخاصة	40,415,000,000	45,292,658,469	49,257,000,000	54,367,000,000
الإجمالي	44,653,000,000	50,014,681,480	52,603,000,000	62,666,000,000
تكلفة الإستهانة	6%	6%	6%	7%
الديون	4,238,000,000	4,722,023,011	3,346,000,000	8,299,000,000
CMPC	15%	23%	14%	16%

المصدر: بالإعتماد على نتائج سابقة ومخرجات EXEL.

*معدل الخصم وفق طريقة التكلفة الوسطية المرجحة **CMPC** بلغ 16% في سنة 2023 وسيتم اعتماده في حساب السنوات القادمة .

المطلب الثاني: حساب التدفق النقدي المخصوم التقديري لشركة بيوفارم من 2025-2031 وقيمة الشركة وفق DCF.

لحساب التدفق النقدي المخصوم التقديري لابد من إيجاد معادلة خط الانحدار أولاً وبعدها يتم تقديرها على حسب السنوات المقدره .

أولاً: حساب التدفق النقدي المخصوم التقديري للمنشأة من 2031-2025.

لحساب التدفق النقدي المخصوم التقديري يجب إيجاد معادلة خط الانحدار ومن ثم التوقع لسنوات المقبلة .

1- معادلة خط الانحدار من أجل التنبؤ بالسنوات القادمة من 2025 الى 2031.

من خلال حساب التدفق النقدي لسنوات السابقة (2016-2023) وبالاعتماد على مخرجات برنامج

EXCEL نجد أن:

جدول رقم(2-1) : يوضح إيجاد قيمتي a و b لإيجاد معادلة خط الانحدار .

598.4031918	-1606.599934	598.4031918	-1606.599934	0.30600437	-1.118805014	450.5685665	-504.0983711	INTERCEPT
0.797383486	-0.295012702	0.797383486	-0.295012702	0.30345776	1.125284981	0.223219359	0.251185392	السنوات

المصدر: بالاعتماد على مخرجات FCFF المحسوب وبرنامج EXEL.

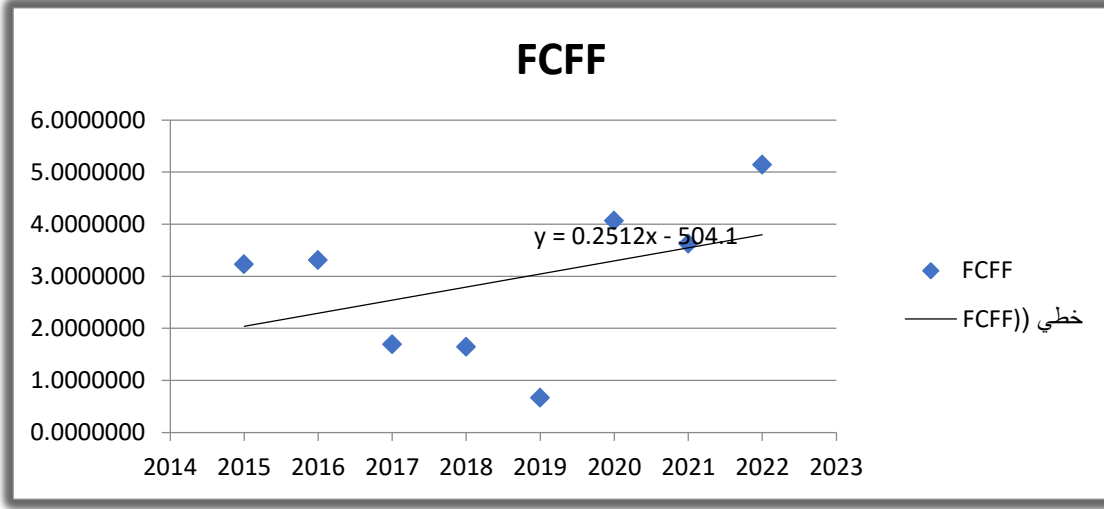
من خلال الجدول أعلاه نستنتج أن قيمة a: 0.251185392 .

وقيمة b: -504.0983711 .

ومعادلة خط الانحدار :

$$Y=0.2512X-504.1$$

شكل رقم (2-1): سحابة الانتشار ومعادلة خط الانحدار.



المصدر : بالإعتماد على مخرجات EXEL.

من الشكل الآتي نستخرج معادلة خط الانحدار: $Y = 0.2512X - 504.1$

ملاحظة : تم الاعتماد على قيمتي 2023 و2024 من خلال خط الانحدار بسبب القيم المتطرفة 2023 ونقص البيانات المالية في سنة 2024 (نصف سنوية).

2- حساب قيمة التدفق النقدي التقديري لشركة بيوفارم خلال الفترة (2031-2025) وتحديد سنوات التوقع ، من خلال معادلة خط الانحدار نعوض:

X: بالسنوات 2025,2026,2027,2028,2029,2030,2031 في معادلة خط الانحدار :

$$Y = 0.2512X - 504.1$$

جدول رقم (2-2): قيم التدفق النقدي التقديري للمنشأة.

العنصر (الوحدة بمليارات الدينارات)	FCFF	السنوات
معدل النمو		
/	4.55204811963324	2025
6%	4.80323351186217	2026
5%	5.05441890409111	2027
5%	5.30560429632004	2028
5%	5.55678968854897	2029
5%	5.80797508077791	2030
4%	6.05916047300684	2031
متوسط معدل النمو	/	
5%		

المصدر: بالإعتماد على مخرجات EXEL.

التعليق:

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن التدفق النقدي التقديري المخصص للمنشأة FCFF المتوقع خلال السنوات المقبلة من 2025 إلى 2031 ينمو بمعدل ثابت نسبيا من سنة إلى أخرى وبمعدل متوسط 5%، في 2025 و2026 ارتفع بمعدل 6%، وفي سنة 2027 و2028 و2029 و2030 ارتفع بمعدل 5%، أما في 2031 ارتفع بمعدل 4%، حيث بلغ متوسط معدل النمو 5%.

ثانيا :حساب قيمة لشركة بيوفارم خلال الفترة (2025-2031):

لحساب قيمة شركة يجب حساب التدفق النقدي ومعدل الخصم والقيمة النهائية والقيمة المتبقية وبعدها يتم حساب القيمة الشركة .

1- حساب قيمة التدفق النقدي التقديري المخصص للمنشأة FCFF:

لحساب التدفق النقدي التقديري للمنشأة يحسب من خلال تدفقات النقدية المستقبلية وتحويلها إلى قيم حالية ، وذلك من خلال العلاقة التالية:

$$\text{التدفق النقدي التقديري} / (1 + \text{معدل الخصم})^{\text{السنة المعنية}}$$

جدول رقم (2-3): قيم التدفق النقدي التقديري المخصص للمنشأة. (الوحدة بمليارات الدينارات)

القيم المخصصة	FCFF	السنوات
$3.931308415 = \frac{4.55204812}{(1+0.16)^1}$	4.55204812	2025
$3.582566363 = \frac{4.803233512}{(1.16)^2}$	4.803233512	2026
$3.255832454 = \frac{5.054418904}{(1.16)^3}$	5.054418904	2027
$2.951589407 = \frac{5.305604296}{(1.16)^4}$	5.305604296	2028
$2.669779036 = \frac{5.556789689}{(1.16)^5}$	5.556789689	2029
$2.409940801 = \frac{5.807975081}{(1.16)^6}$	5.807975081	2030
$2.171322619 = \frac{6.059160473}{(1.16)^7}$	6.059160473	2031
20.9723391	/	المجموع

المصدر : بالإعتماد على مخرجات EXEL.

2- حساب قيمة الشركة وفق طريقة DCF:

- من خلال المعطيات التالية يمكننا حساب قيمة الشركة .

جدول رقم (2-4): قيم نتائج سابقة.

العنصر	السنوات	معدل الخصم	معدل النمو	FCFFn=FCFC2031
قيمه	7سنوات	16%	9%	6.059160473

المصدر : بالإعتماد على نتائج سابقة .

- لحساب قيمة الشركة يجب حساب القيمة النهائية VT والقيمة المتبقية VR.

جدول رقم (2-5): قيمة النهائية، القيمة المتبقية، قيمة المؤسسة. (الوحدة بمليارات الدينارات)

العنصر	القانون	طريقة الحساب	النتيجة
القيمة النهائية VT	$\frac{FCFFn(1+g)}{(t-g)}$	$\frac{(6.059160473) \times (1+0.09)}{(0.16-0.09)}$	36.88948192
القيمة المتبقية VR	$\frac{VT}{(1+t)^n}$	$\frac{36.88948192}{(1+0.16)^7}$	13.21948261
قيمة المؤسسة VE	$VE = \sum_{i=1}^n DCF_i + VR$	13.21948261+20.9723391	34.1918217

المصدر : بالإعتماد على نتائج سابقة ومخرجات EXEL.

- قيمة الشركة بعد التقييم بالدينار.
- تحسب بالعلاقة التالية: قيمة الشركة المقيمة وفق $DCF \times 1,000,000$.
- قيمة السهم الواحد وفق DCF.
- تحسب بالعلاقة التالية: قيمة الشركة بعد التقييم بالدينار/ عدد الأسهم لشركة .
- قيمة الشركة في البورصة بالدينار في 2024.
- تحسب وفق العلاقة التالية : قيمة السهم الواحد في البورصة \times عدد الأسهم.

جدول رقم (2-6): قيمة الشركة وفق DCF.

قيمة الشركة المقيمة وفق DCF	34.1918217 (الوحدة بمليارات الدينارات)
قيمة الشركة بعد التقييم بالدينار	34,191,821,704 دج
عدد أسهم شركة بيوفارم	25,521,875 سهم
قيمة السهم الواحد وفق DCF	1,340 دج

المصدر : بالإعتماد على مخرجات EXEL.

التعليق :

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن قيمة المؤسسة وفق طريقة تدفقات الخزينة المخصصة بلغت 34,191,821,704 دج، وقيمة السهم وفق هذه الطريقة قدر بقيمة 1,340 دج لسهم الواحد.

المطلب الثالث: القيمة السوقية للشركة لبيوفارم .

تحدد هذه القيمة بناء على العرض والطلب في البورصة، كما تستخدم لقياس حجم وقدرة الشركة في السوق يمكن أن تتغير على التغيرات في السوق والظروف الاقتصادية .

1- القيمة السوقية لسهم الواحد للفترة 2016-2023:

هي قيمة الشركة (بيوفارم) المتواجدة في بورصة الجزائر تم اعتماد سعر آخر السنة ¹.

جدول رقم (3-1): القيمة السوقية لسهم الواحد. (الوحدة: دينار جزائري).

العنصر	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	متوسط معدل النمو
القيمة السوقية	1225	1020	1150	1209	1225	1235	2123	2300	/
معدل النمو	/	-16.73%	10.58%	5.13%	1.32%	0.81%	71.90%	8.34%	11.62%

المصدر : بالإعتماد على القيمة السوقية لسهم الموجودة في بورصة الجزائر .

2- الإجمالية القيمة السوقية للفترة 2016-2023:

تحسب بالعلاقة التالية :

قيمة السهم الواحد في البورصة × عدد أسهم الشركة .

جدول رقم (3-2): القيمة السوقية الإجمالية. (الوحدة: دينار جزائري).

العنصر	2016	2017	2018	2019
القيمة السوقية	1225	1020	1150	1209
عدد الأسهم	25,521,875	25,521,875	25,521,875	25,521,875

¹ - الموقع الرسمي لبورصة الجزائر (<https://www.sgbv.dz/ar>).

30855946875	29350156250	26032312500	31264296875	قيمة سوقية الإجمالية
5.13%	12.75%	-16.73%	/	نسبة معدل النمو

2023	2022	2021	2020	العنصر
2300	2123	1235	1225	القيمة السوقية
25,521,875	25,521,875	25,521,875	25,521,875	عدد الأسهم
58700312500	54182940625	31519515625	31264296875	قيمة سوقية الإجمالية
8.34%	71.90%	0.82%	1.32%	نسبة معدل النمو

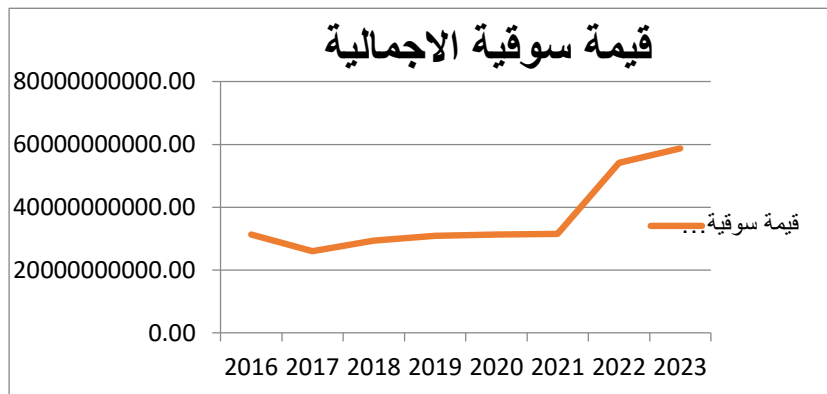
المصدر : بالإعتماد على مخرجات EXEL.

التعليق :

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ:

أن القيمة السوقية لشركة بيوفارم ذات معدلات متفاوتة خلال الفترة 2016-2023، في 2017 انخفضت نسبة النمو بقيمة -16.73 % مقارنة بالسنة السابقة 2016، وفي 2018 ارتفعت قيمة شركة بنسبة 12.75 %، وفي 2019 و 2020 و 2021 واصلت الزيادة في قيمة الشركة من سنة إلى أخرى بنسب متفاوتة حيث كانت نسب هذه الزيادة كما وصلت الزيادة في قيمة الشركة من سنة إلى أخرى بنسب متفاوتة حيث كانت نسب هذه الزيادة كما يلي 1.32 %، 0.82 % على الترتيب، لأن في 2022 شاهدت نموا كبيرا و واضحا في قيمتها السوقية، وفي 2023 واصلت الزيادة في قيمتها، يرجع السبب الرئيسي في زيادة قيمة شركة بيوفارم إلى زيادة قيمة سهمها في البورصة .

الشكل رقم (3-1) : القيمة السوقية الإجمالية



المصدر : بالإعتماد على مخرجات EXEL.

من خلال التمثيل البياني نلاحظ :

نرى أن القيمة السوقية كانت مستقرة ومتقاربة نسبيا من خلال السنوات 2016 إلى 2021، إلى أن شاهدت نمو كبيرا في 2022 و2023، وهذا راجع إلى ارتفاع أسهمها في البورصة .
*قيمة الشركة في 2024.

الجدول رقم (3-3): قيمة الشركة في البورصة في 2024.

قيمة الشركة في البورصة بالدينار في 2024	59,976,406,250 دج
قيمة السهم الواحد في البورصة في 2024	2,350 دج

المصدر : بالإعتماد على القيمة السوقية لسهم الموجودة في بورصة الجزائر.

3- قيمة الشركة بالنسبة للقيمة السوقية :

تحسب هذه النسبة على أن الشركة وفق طريقة DCF المحسوبة هل مثلت القيمة السوقية المسعرة في البورصة، تحسب وفق العلاقة التالية :

- قيمة الشركة وفق القيمة السوقية=100%.

- قيمة الشركة وفق DCF=?

نسبة التمثيل = $59,976,406,250 / (34,191,821,704 \times 100) = 57\%$

جدول رقم (3-4): تمثيل قيمة DCF بالنسبة لقيمة السوقية.

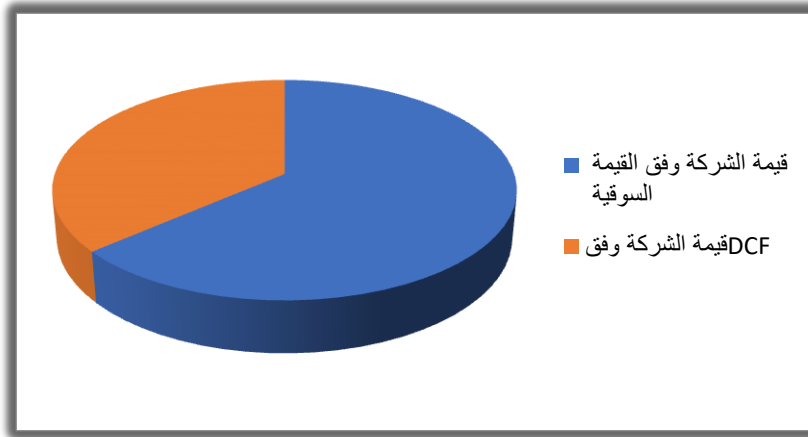
العنصر	قيمة الشركة وفق القيمة السوقية	قيمة الشركة وفق DCF	نسبة التمثيل
القيمة	59,976,406,250 دج.	34,191,821,704 دج.	57%

المصدر : بالإعتماد على نتائج سابقة ومخرجات EXEL.

التعليق:

نلاحظ أن القيمة السوقية وطريقة تدفقات الخزينة المخصصة كلاهما يمثل قيمة الشركة، بحيث القيمة السوقية تحدد من خلال البورصة أما الأخرى فتحسب بالإعتماد على توقعات وتقديرات المستقبلية، ومن خلال النسبة المحسوبة يعني أن الشركة وفق طريقة تدفقات الخزينة المخصصة مثلت 57% من القيمة السوقية الإجمالية لشركة بيوفارم و تعتبر نسبة متوسطة ، لكنها تحتاج إلى تقييم أكثر دقة في ضوء العوامل المؤثرة على طريقة تدفقات الخزينة المخصصة كضعف كفاءة السوق المالي نظرا لحركة السوق التي لا تمثل الطلب والعرض وجوانب مالية للمؤسسة في ظل ارتفاع معدلات التضخم التي يمكن لا تمثل القيمة الحقيقية لموجودات وثروة المؤسسة.

الشكل رقم (3-2) : تمثيل نسبة طريقة DCF بدلالة للقيمة السوقية.



المصدر : بالإعتماد على مخرجات EXCEL.

من خلال الدائرة النسبية التالية واضح أن قيمة الشركة وفق طريقة تدفقات الخزينة المخصومة مثلت بنسبة متوسطة من قيمة لشركة وفق القيمة السوقية يرجع لأسباب ذكرت أعلاه.

خلاصة الفصل .

لقد اخترنا في دراستنا التطبيقية مجمع شركة بيوفارم بإعتمادها الشركة الأنسب لدراستنا من حيث الشفافية وتوفر قوائمها المالية المدرجة في بورصة الجزائر، وقد خصصت الدراسة خلال الفترة الممتدة ما بين 2016 إلى غاية 2023، وذلك بإسقاط ما تم التوصل إليه في الجانب النظري على الجانب التطبيقي، كما قمنا بحساب قيمة المؤسسة وفق طريقة تدفقات الخزينة المخصوصة والقيمة السوقية في البورصة ودراسة العلاقة بينها. كما قمنا بعرض مختلف القوائم المالية وتحليل نسبها ومناقشة بعض الفوارق التي توصلنا إليها من خلال المعطيات والبيانات التي عالجناها.

خاتمة

من خلال تناولنا لموضوع التقييم وفق مقارنة تدفقات الخزينة المخصومة وعلاقتها بالقيمة السوقية مع طرح الإشكالية التالية " إلى أي مدى يمكن الاعتماد على مقارنة تدفقات الخزينة المخصومة في تقدير القيمة السوقية الفعلية للشركة ؟

بحيث توصلنا إلى أن الجمع بين تحليل القيمة السوقية وإستخدام نموذج تدفقات الخزينة المخصومة يوفر رؤية أعمق وأكثر توازناً، لتقييم الأصول والشركات والمشاريع كما يساعد المستثمرين والمحللين على إتخاذ قرارات مالية مدروسة تعتمد على أسس علمية وإقتصادية موثوقة.

أولاً: إختبار الفرضيات .

بعد معالجتنا لمختلف جوانب الموضوع بشقيه النظري والتطبيقي توصلنا إلى أهم النتائج الخاصة باختبار الفرضيات.

- وقد تم إثبات الفرضية الأولى حيث شهدت المؤشرات المالية لشركة بيوفارم تطوراً إيجابياً خلال فترة الدراسة (2016-2023)، وذلك من خلال ما تم عرضه في المبحث الثاني إلى جانب الجداول رقم (1-1) و(1-2) و(1-2) و(1-3) والأشكال البيانية رقم (1-1) و(1-2) و(1-3)، والمتمثلة في أن المؤشرات المالية للمؤسسة عنصر مهم في معرفة مدى نجاح الشركة ومعرفة مكانتها بين منافسيها وهذا نظراً لأهمية المؤشرات المالية للمؤسسة من حيث دراسة مدى قوة مركزها المالي بالإضافة إلى المساعدة على تحقيق الأهداف المالية المرجوة من خلال تحليل النسب المالية كالربحية و السيولة مع تحديد نقاط القوة والضعف و إتخاذ قرارات إستراتيجية مناسبة.
- وقد تم إثبات الفرضية الثانية حيث عرفت مؤشر تدفقات الخزينة المخصومة DCF لشركة بيوفارم تطوراً إيجابياً بدرجة ملموسة خلال فترة الدراسة (2016-2023)، وذلك من خلال عرضها في المبحث الثالث في المطلب الأول إلى جانب الجدول رقم (1-1) والشكل رقم (1-1) أن هناك عدة عوامل تؤثر على تدفقات الخزينة المخصومة كنتيجة الاستغلال والنتيجة المالية والضريبة على الأرباح وحجم الإستثمارات ومنه سنوضح كيف تؤثر هذه العوامل على هذا الأخير فعلى سبيل المثال : تؤثر نتيجة الإستغلال بالربح أو الخسارة الناتجة عن النشاط الرئيسي للشركة بشكل مباشر على حجم النقد المتولد من العمليات، والنتيجة المالية التي تتضمن أعباء وإيرادات مالية تساهم في تحديد السيولة النهائية المتاحة، أما الضرائب على الأرباح فدورها التقليل من النقد المتاح للإستعمال الحر في حين أن حجم الإستثمارات المتمثل في الأصول الثابتة أو المشاريع الجديدة يؤدي إلى إستعمال حيز كبير من التدفقات النقدية لذلك لا بد من فهم هذه العوامل لأنها تساعد في إدارة السيولة و إتخاذ قرارات مالية منهجية.

- وقد تم إثبات الفرضية الثالثة حيث عرفت القيمة السوقية لشركة بيوفارم تطورا إيجابيا خلال فترة الدراسة (2016-2023)، التي تم عرضها في المبحث الثالث في المطلب الثالث إلى جانب الجدول رقم (3-2) والتمثيل البياني رقم (3-1)، هناك عدة عوامل تؤثر على القيمة السوقية و تطورها في المؤسسة كتغير الاسعار في البورصة و تتمثل هذه العوامل في العرض و الطلب في البورصة و الأخبار الاقتصادية، ونتائج الأداء المالي، و السياسات الاقتصادية للدولة، وبالتالي فإن القيمة السوقية تعكس توقعات المستثمرين وتقديرهم لأداء المؤسسة المستقبلي .

- وقد نفي الفرضية الرابعة حيث يمكن للقيمة المحسوبة وفق DCF أن تمثل بشكل غير معنوي القيمة السوقية لشركة بيوفارم في البورصة خلال فترة الدراسة (2016-2023)، وذلك من خلال الجدول رقم (3-4)، استخراج القيمة المحسوبة وفق تدفقات الخزينة المخصومة لمعرفة نسبتها بالنسبة للقيمة السوقية في البورصة التي بلغت 57%.

بحيث تستخدم طريقة تدفقات الخزينة المخصومة لتقدير القيمة الحقيقية للمؤسسة بناء على توقعات تدفقات الخزينة المستقبلية بعد خصمها بمعدل معين، حيث يمكن مقارنة القيمة الحقيقية للمؤسسة بالقيمة السوقية في البورصة، فإذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة السوقية قد يكون السهم مقيما بأقل من قيمته الحقيقية مما يشكل فرصة استثمارية، و العكس صحيح مما يبرز أهمية هذا التحليل في إتخاذ قرارات استثمارية عقلانية و مستندة الى بيانات مالية دقيقة.

ثانيا : نتائج الدراسة.

توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج الهامة فيما يتعلق بتقييم شركة بيو فارم وفق منهجية التدفقات النقدية المخصومة ومقارنتها بالقيمة السوقية إلى ما يلي :

- من خلال حساب تدفقات الخزينة للشركة تبين ان شركة "بيوفارم" لديها قدرة جيدة على توليد النقد من خلال نشاطها التشغيلي بعد تغطية النفقات الرأسمالية، مما يعكس قوة أدائها المالي و استقرارها بحيث ساهم المؤشر بشكل فعال في رفع القيمة المحسوبة للمؤسسة ضمن نموذج DCF مع التأكيد على جدوى الاستثمار فيها من المنظور المالي .

- أظهرت النتائج المتوصل إليها باستخدام طريقة تدفقات الخزينة المخصومة إلى أن القيمة الحقيقية المحسوبة للمؤسسة خلال فترة الدراسة المستقبلية، تختلف عن القيمة السوقية المسجلة في البورصة، مما يشير إلى تقدير منخفض نسبيا للقيمة السوقية الإجمالية للمؤسسة محل الدراسة.

ثالثا: التوصيات.

- ينبغي على شركة بيوفارم تنويع في مختلف مصادر إيراداتها نتيجة الطفرة التي شهدتها 2023 للعمل على نزاهة واستدامة مكانتها في السوق الجزائرية والافريقية والعمل على تحسين تدفقاتها النقدية لضمان مواجهة الظروف المالية المفاجئة بكفاءة.
- ينصح بتطبيق مختلف طرق التقييم المالي المعتمدة على البيانات التاريخية والمقاربة المختلطة على مختلف الشركات المدرجة لتقييم السوق بشكل أفضل، وذلك وفقا لمدى دقة وشفافية قوائمها المالية وتوفرها بالنسبة للمحللين والمستثمرين لمساعدتهم على اتخاذ القرارات مبنية على أسس سليمة.
- العمل على تنبي التقنيات الرقيمة الحديثة في مجال الإنتاج والتسويق و مختلف الأنشطة الأخرى من أجل تقليل التكاليف المالية والتشغيلية.

رابعا: أفاق الدراسة.

في ظل النتائج التي تم التوصل إليها يتضح وجود العديد من المجالات التي تشكل فرص لبحوث مستقبلية والتي يمكن تناولها كالتالي:

- دراسة مقارنة التقييم المختلطة وعلاقتها بالقيمة السوقية لزيادة المصدقية وتقليل الفجوة بين القيمة النظرية والسوقية.
- دراسة مقارنة التقييم المعتمدة على المضاعفات لكيفية التعامل مع واقعية السوق والتحول المفاجئة أثناء الدراسة.
- دراسة العوائق العلمية في تطبيق نماذج التقييم داخل السوق المالي.
- دراسة أثر الذكاء الاصطناعي والخوارزميات على التقييم في البورصة.
- دراسة دور البورصة في تحسين آليات التقييم ضمن الاقتصاد الجزائري.
- دراسة التحديات التي تواجه التقييم المالي في ظل الظروف الاقتصادية.
- دراسة أثر شفافية السوق المالي على دقة التقييم السوقي لشركات.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية.

1. أحمد سامح أمين الشوري، " العوامل المؤثرة في تحديد السعر السوقي للسهم العادي في سوق الأوراق المالية المصري"، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، المجلد الثامن، ملحق العدد الثالث، 2017، جامعة قناة السويس - كلية التجارة الإسماعيلية، مصر.
2. أسماء أيمن، تقييم المؤسسات الاقتصادية وفق منظور القيمة المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA دراسة حالة مؤسسة الأوراسي ومجمع صيدال خلال الفترة 2002-2017، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم المالية، تخصص مالية ومحاسبة، 2020-2021.
3. أمال العقون، دور مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في دعم الاستراتيجية المالية للمؤسسات الاقتصادية- دراسة حالة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، في علوم مالية ومحاسبة، تخصص مالية المؤسسة، جامعة سطيف 1 الجزائر، 2021.
4. امير الصائغ نمير، رغد فائز حمدون، احمد نجم عبد الله، " محددات القيمة السوقية لشركات القطاع المالي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة مركز دراسات الكوفة، العدد 70 الجزء الثاني، سبتمبر 2023، جامعة الكوفة، العراق.
5. بختة مفتاح، تقييم المؤسسات الاقتصادية في البورصة -دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية تخصص محاسبة وتدقيق، جامعة الجزائر 3، 2011-2012.
6. بكاري بالخير، أهمية مقارنة التدفقات في تقييم المؤسسة- دراسة تطبيقية لإحدى المؤسسات العاملة في قطاع المحروقات، مجلة الباحث العدد 10، جامعة ورقلة.
7. بكاري بالخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر -دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار (ENTP)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2009-2010.
8. بكاري بالخير، أهمية التقييم وفق مقارنة الذمة المالية ومدى احترام قواعدها وأطرها في الجزائر- دراسة ميدانية لبعض الأعمال لخبراء التقييم، مجلة المؤسسة العدد 05، جامعة ورقلة، 2016.
9. بلخير بكاري، هوارى سويسي، مراحل عملية تقييم المؤسسات مخطط العمل، مجلة العلوم الاجتماعية والانسانية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة الجزائر، العدد 15 ديسمبر 2006.
10. حسينة صيفي، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة المضافة EVA- دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC خلال الفترة 2008-2013، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم المالية، تخصص دراسات مالية واقتصادية، جامعة ورقلة الجزائر، 2015-2016.

11. حياة روميل ،جاب الله الشريف ،استخدام المؤشرات الحديثة (السوقية) لقياس قدرة الشركات الجزائرية على خلق القيمة للفترة (2016-2022)،مجلة اقتصاد المال والأعمال ، المجلد 8العدد 4،جامعة جيجل ،جامعة سوق أهراس الجزائر، ديسمبر 2024.
12. خديجة بوزيد، العربي غريسي، التقييم المالي لأسهم الشركات القابضة باستخدام مضاعفات المقاربة السوقية،مجلة المنهل الاقتصادي المجلد 04، العدد 03، جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي الجزائر ،ديسمبر 2021.
13. ربيع فتوح مُجد عيد، " أثر جودة المراجعة على القيمة السوقية للشركة - دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة خلال الفترة من 2016-2020 "، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، المجلد السابع، العدد الأول، يناير 2023، جامعة دمنهور ، مصر.
14. رفيق يوسفى ،دور النظام المحاسبي المالي في تفعيل طرق تقييم المؤسسة الاقتصادية الجزائرية -دراسة حالية- NCA Rouiba ،أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية ،تخصص محاسبة وتدقيق ،جامعة المدية الجزائر،2016.
15. رفيق يوسفى ،نموذج مقترح لتقييم رأس المال البشري دراسة تطبيقية على مؤسسة NCA Rouiba ، مجلة العلوم الاجتماعية والانسانية ، العدد الثالث عشر ، جامعة تبسة الجزائر.
16. سواسي هوارى ، عبد القادر دبون، أهمية قياس الأصول المعنوية على اقتصاد المعرفة ،المؤتمر العالمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات ،كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية ، جامعة ورقلةالجزائر،08-09-2005.
17. صفية بوزار، إشكالية تقييم المؤسسات بغرض الخصوصية- دراسة حالة المؤسسة العمومية الاقتصادية في الجزائر ،أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، فرع نقود ومالية ،جامعة الجزائر 3 ،2013-2014.
18. عبد الوهاب بو، الشاوي قويني، الأطر العامة لقيمة المؤسسة وطرق تقييمها ، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية المتقدمة ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ،جامعة زيان عاشور الجلفة الجزائر، المجلد السابع العدد الثاني،أكتوبر2023.
19. علال بن ثابت ،أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر ،دراسات العدد الاقتصادي -المجلد 5 العدد 1، جامعة الاغواط ، جانفي 2014.
20. علي بن الضب ،سيدي المُجد عياد ،تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة - دراسة تطبيقية ببورصة الدار البيضاء ،مجلة أداء المؤسسات الجزائرية العدد02 ، المركز الجامعي عين تموشنت ،جامعة تلمسان ،الجزائر ،2013.

21. علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة - دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة ورقلة الجزائر، 2009.
22. فائزة عدمان، سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة - دراسة قياسية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين 2005-2013 باستخدام نماذج بانل، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في مالية المؤسسات، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر1، الجزائر.
23. كمال مرشدي، مدى كفاءة مقارنة التدفقات النقدية المخصومة في تقييم المشاريع الاستثمارية وأثرها على قيمة المؤسسة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، في علوم التسيير تخصص الادارة المالية للمؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2021-2022.
24. كوثر راجحي، ابراهيم بومزايد، مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث الاقتصادي CHEEC، المجلد 6 العدد 10، جامعة عنابة الجزائر، ديسمبر 2018.
25. لمبارك فحلول، تقييم المؤسسات الاقتصادية عند الادراج لأول مرة في البورصة (PIO) في الاسواق المالية المغاربية (الجزائر، تونس، المغرب) خلال الفترة 2007-2014، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة الحاج لخضر باتنة 1، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 11 ديسمبر 2016.
26. مُجَّد بنية، "نموذج مقترح لدراسة تأثير القرارات المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات - دراسة حالة عينة من الشركات في الصناعات البتروكيمياوية المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية للفترة الممتدة ما بين 2010-2014"، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، المجلد الثاني، العدد 07، أبريل 2017، جامعة قلمة، قلمة.
27. مُجَّد عبد المنعم محفوظ نصر، "تأثير الإعلان عن ممارسة الإبداع والابتكار على القيمة السوقية للأسهم - دراسة ميدانية على الشركات المدرجة ببورصة الأوراق المالية في مصر"، المجلد الحادي عشر، العدد الأول الجزء الثاني، 2020، مصر.
28. مُجَّد كامل غانم الكناني، هيكل رأس المال وتأثيره في القيمة السوقية للأسهم: بإطار نظريتي الالتقاط وتوقيت السوق - دراسة تحليلية لعينة من الشركات الصناعية العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2006-2020، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه، قسم إدارة الأعمال، جامعة كربلاء، الجمهورية العراقية، 2023.

29. محمود ياسر عجان الحديد، دراسة العلاقة بين ربحية السهم وحجم التداول عليا وقيمتها السوقية ، مشروع تخرج اعد لنيل درجة الإجازة ، قسم إدارة الأعمال، جامعة المنارة، دمشق، 2021/2020.
30. مصطفى طبشي، إشكالية التقييم المالي وفق مقارنة التدفقات في المؤسسات الاقتصادية - حالة المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار(ENTP) للفترة الممتدة ما بين 2016-2025 ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص محاسبية ومالية، جامعة ورقلة، 2023-2024.
31. مصطفى طبشي ، غريب بو لرباح ، تقييم المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار (ENTP) وفق مقارنة التدفقات طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة (DCF) ، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية (ABPR) ، مجلد 11 - العدد 2022/01 .
32. معاذ محمد شقير، اثر سياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للشركات- دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق ابوظبي للأوراق المالية، أطروحة مقدمة لنيل ماجستير، قسم الإدارة المالية والمصرفية، المعهد العالي لإدارة الأعمال، الجمهورية العربية السورية، 2019.
33. هبة عامر عيسى انجعفري، " الاسواق المالية الكفؤة واثرها في القيمة السوقية للأوراق المالية -دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2015- 2019 "، مجلة الاقتصادي الخليجي، العدد 45، ايلول 2020، جامعة البصرة، العراق .
34. هشام طلعت عبد الحكيم، انوار مصطفى ، تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردون) - دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ،مجلة الإدارة والاقتصاد ، العدد الحادي والثمانون / 2010.
35. هواري سويسي ، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية ، اطروحة لنيل شهادة الدكتوراه ، قسم علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الجزائر 3.
36. وردة قريني، أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسة في ظل اختلاف فرص النمو -دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الطور الثالث في ميدان العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير شعبة علوم التسيير تخصص إدارة مالية، جامعة 8 ماي 1945 قلالة، 2023-2024.
37. وهيبه بوخذي، أساليب وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية والعمومية الجزائرية وحدود تطبيقها في ظل سياسة الخوصصة، مجلة الابحاث الاقتصادية لجامعة سعد دحلب البليدة الجزائر، العدد 05.

ثانيا: مراجع اللغة الأجنبية.

1. ASWATH DAMODARAN ;INVESTMENT VALUATION TOOLS AND TECHNIQUES FOR DETERMINING THE VALUE OF ANY ASSET ;3RD EADITION.
2. ISMAHAN TLAMSI , INTERACTION ENTRE L' EVALUATION DE L'ENTERPRISE ET LA GOUVERNANCE CAS DE LA SOCIETE SAIDAL ,THESE POUR L'OBTENTION DU DIPLOME DE DOCTORAT LMD ,AUDIT ET SYSTEME FINANCIER COMPTABLE ,UNIVERSITE ABDELHAMID BEN BADIS MOSTAGANEM,2017-2018.
3. JEAN-ÉTIENNE PALARD ; FRANCK IMBERT ; Guide paratique dévaluation d'entreprise ;maison d'édition EYRLLES .
4. Zineb Hadjadj ,Zahir Tamssaout, Évaluation des entreprises non cotées en bourse Cas de la SARL LGA Valuation of United companies Économie Case of the LGA Sarl , P520 ,Université Blida 2

ثالثا: المواقع الالكترونية.

1. التقرير المالي لشركة بيوفارم 2015.
2. الموقع الرسمي لشركة بيوفارم ([/https://www.biopharmdz.com](https://www.biopharmdz.com))
3. التقرير المالي لشركة بيوفارم 2016.
4. الموقع الرسمي لشركة بيوفارم ([/https://www.biopharmdz.com](https://www.biopharmdz.com))
5. التقرير المالي لشركة بيوفارم 2017.
6. الموقع الرسمي لشركة بيوفارم ([/https://www.biopharmdz.com](https://www.biopharmdz.com))
7. التقرير المالي لشركة بيوفارم 2018.
8. الموقع الرسمي لشركة بيوفارم ([/https://www.biopharmdz.com](https://www.biopharmdz.com))
9. التقرير المالي لشركة بيوفارم 2019.
10. الموقع الرسمي لشركة بيوفارم ([/https://www.biopharmdz.com](https://www.biopharmdz.com))
11. التقرير المالي لشركة بيوفارم 2020.
12. الموقع الرسمي لشركة بيوفارم ([/https://www.biopharmdz.com](https://www.biopharmdz.com))
13. التقرير المالي لشركة بيوفارم 2021.
14. (<https://fr.scribd.com/document/791296052/Rapport-Annuel-Biopharm->) (2021#sidebar).
15. التقرير المالي لشركة بيوفارم 2022.

16. <https://fr.scribd.com/document/791295898/Rapport-Annuel-Biopharm-> [\(2022#sidebar\)](#).
17. التقرير المالي لشركة بيوفارم 2023.
18. الموقع الرسمي لشركة بيوفارم ([/https://www.biopharmdz.com](https://www.biopharmdz.com)).
19. الموقع الرسمي لبورصة الجزائر ([/https://www.sgbv.dz/ar](https://www.sgbv.dz/ar)).
20. موقع معدل الفائدة (<https://www.worldbank.org/ar/home>).

الملاحق

الملحق رقم (01): جدول معادلة خط الانحدار

SUMMARY OUTPUT							
Regression Statistics							
0.417452309 Multiple R							
0.17426643 R Square							
0.036644169 Adjusted R Square							
1.446626785 Standard Error							
8 Observations							
ANOVA							
			Significance F	F	MS	SS	df
Upper 95.0%			0.303457755	1.266266289	2.649952253	2.649952253	1 Regression
598.4031918					2.092729054	12.55637433	6 Residual
0.797383486						15.20632658	7 Total
	Lower 95.0%	Upper 95%	Lower 95%	P-value	t Stat	Standard Error	Coefficients
	-1606.599934	598.4031918	-1606.599934	0.306004366	-1.118805014	450.5685665	-504.0983711 Intercept
	-0.295012702	0.797383486	-0.295012702	0.303457755	1.125284981	0.223219359	0.251185392 السنوات

المصدر: مخرجات EXCEL .

الملحق رقم (02): التقرير المالي لشركة بيوفارم 2015.

الموقع الرسمي لشركة بيوفارم ([/https://www.biopharmdz.com/](https://www.biopharmdz.com/))

الملحق رقم (03): التقرير المالي لشركة بيوفارم 2016.

الموقع الرسمي لشركة بيوفارم ([/https://www.biopharmdz.com/](https://www.biopharmdz.com/))

الملحق رقم (04): التقرير المالي لشركة بيوفارم 2017.

الموقع الرسمي لشركة بيوفارم ([/https://www.biopharmdz.com/](https://www.biopharmdz.com/))

الملحق رقم (05): التقرير المالي لشركة بيوفارم 2018.

الموقع الرسمي لشركة بيوفارم ([/https://www.biopharmdz.com/](https://www.biopharmdz.com/))

الملحق رقم (06): التقرير المالي لشركة بيوفارم 2019.

الموقع الرسمي لشركة بيوفارم ([/https://www.biopharmdz.com/](https://www.biopharmdz.com/))

الملحق رقم (07): التقرير المالي لشركة بيوفارم 2020.

الموقع الرسمي لشركة بيوفارم ([/https://www.biopharmdz.com/](https://www.biopharmdz.com/))

الملحق رقم (08): التقرير المالي لشركة بيوفارم 2021

(<https://fr.scribd.com/document/791296052/Rapport-Annuel-Biopharm-2021#sidebar>) .

الملحق رقم (09): التقرير المالي لشركة بيوفارم 2022.

(<https://fr.scribd.com/document/791295898/Rapport-Annuel-Biopharm-2022#sidebar>).

الملحق رقم (10): التقرير المالي لشركة بيوفارم 2023.

([/https://www.biopharmdz.com](https://www.biopharmdz.com)) الموقع الرسمي لشركة بيوفارم

الملحق رقم (11): جدول معدل الفائدة.

Country N	Country C	Time	Code	Lending interest rate (%) [FR.INR.LEN]	Deposit interest rate (%) [FR.INR.LEN]	Interest rate spread (lending rate minus deposit rate) [FR.INR.LEN]	Real interest rate [FR.INR.LEN]	Risk premium on lending (lending rate minus treasury bill rate, %) [FR.INR.RISK]
Algeria	DZA	2015	YR2015	8	1.75	6.25	13.66835056	7.5025
Algeria	DZA	2016	YR2016	8	1.75	6.25	7.08263567	6.805
Algeria	DZA	2017	YR2017	8	1.75	6.25	2.91790628	6.254167
Algeria	DZA	2018	YR2018	8	1.75	6.25	1.728749772	5.640833
Algeria	DZA	2019	YR2019	8	1.75	6.25	7.054714548	5.095833
Algeria	DZA	2020	YR2020	8	1.75	6.25	13.33987672	5
Algeria	DZA	2021	YR2021	8	1.75	6.25	-6.84242363	5
Algeria	DZA	2022	YR2022	8	1.75	6.25	-12.16031645	5.009167
Algeria	DZA	2023	YR2023	8	1.75	6.25	7.084596921	5.011667
Algeria	DZA	2024	YR2024	8

Data from database: World Development Indicators
Last Updated: 04/15/2025

المصدر: (<https://www.worldbank.org/ar/home>).