



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم مالية ومحاسبية
تخصص: مالية المؤسسة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي
ميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

**القيمة الاقتصادية المضافة كمقاربة لتقييم المؤسسات
وعلاقتها بالقيمة السوقية للشركة
دراسة حالة شركة بيوفارم 2016-2023**

تحت إشراف:
أ.د وليد مرغني

من إعداد:
إيمان محلو

لجنة المناقشة			
الصفة	الجامعة	الرتبة	الأستاذ
رئيسا	جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي	أستاذ	أ.د لطيفة بكوش
مشرفا ومقررا	جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي	أستاذ	أ.د وليد مرغني
مناقشا	جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي	أستاذ	أ.د محمد فيصل مايده

الموسم الجامعي 2024 / 2025



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم مالية ومحاسبية
تخصص: مالية المؤسسة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي
ميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

**القيمة الاقتصادية المضافة كمقاربة لتقييم المؤسسات
وعلاقتها بالقيمة السوقية للشركة
دراسة حالة شركة بيوفارم 2016-2023**

تحت إشراف:
أ.د. وليد مرغني

من إعداد:
إيمان محلو

لجنة المناقشة			
الصفة	الجامعة	الرتبة	الأستاذ
رئيسا	جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي	أستاذ	أ.د. لطيفة بكوش
مشرفا ومقررا	جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي	أستاذ	أ.د. وليد مرغني
مناقشا	جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي	أستاذ	أ.د. محمد فيصل مايدة

الموسم الجامعي 2024 / 2025

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

وَأَلَيْسَ لَدُنَّا لَكَ مِثْلُ مَا عَلَى

وَأَنْ سَعَيْهِ سَوْفَ يُرَى

الإهداء

إلى من حصد الأشواك عن دربي ليمهد لي طريق العلم . . والدي العزيز

إلى مرمر الحب وبلسم الشفاء، إلى قلبٍ ناصع بالبياض . . والدتي الحبيبة

إلى من قاسموني الحياة مجلوها ومرها . . إخوتي، أخواتي

إلى من صاغوا لي من علمهم حروفاً ومن فكرهم منارة . . أساتذتي الكرام

إلى من تحلوا بالإخاء وتميزوا بالوفاء والعطاء . . صديقاتي

أهديكم عملي المتواضع

..

شكر وعرفان

الحمد لله الذي لولاها ما جرى قلم وما نطق لسان

نحمده حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه على جزيل عطائه وفضله علينا

أن وفقنا لإتمام هذا العمل العلمي، كما نسأله تعالى أن ينفع به

يفيض القلب ويسعد اللسان بالإشادة بمن رسم الطريق لهذا العمل

وقدم العون وأنار البصيرة بالأستاذية المخلصة والريادة المحققة، فخالص الشكر لأستاذنا

الفاضل الدكتور:

وليد مرغني

لما قدمه من عون مستمر وجهد متواصل

كما تتقدم بجزيل الشكر وخالص الامتنان للأساتذة أعضاء لجنة المناقشة الموقرة

لتكرمهم بقبول مناقشة هذه المذكرة لتقييمها وإثرائها.

وإلى كل من قدم يد العون وسأهم في إنجاز هذا العمل العلمي.

والحمد لله من قبل ومن بعد

الملخص

تهدف هذه الدراسة الى تسليط الضوء على مقارنة التقييم وفق القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ومدى قدرتها على عرض القيمة الحقيقية لمجمع "بيوفارم"، وقد تمت معالجة الموضوع من خلال شقين أحدهما نظري وآخر تطبيقي. ففي الجانب النظري تم التعرف على كل من القيمة والتقييم وخلق القيمة بالإضافة إلى الأدبيات النظرية لمؤشري القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية للشركة وطريقة احتسابهما، فضلا عن العلاقة بينهما. أما في الجانب التطبيقي فقد تم التطرق إلى تحليل تطور النتائج المحاسبية للمؤسسة، ومحاولة اظهار القيمة الحقيقية التي تحقّقها الشركة بعد احتساب تكلفة رأس المال عن طريق احتساب (EVA)، كما ودراسة العلاقة بينها وبين قيمة الشركة في البورصة. باستخدام المنهج الوصفي ومنهج دراسة الحالة. تمثلت عينة الدراسة في مجمع "بيوفارم" للصناعات الصيدلانية خلال الفترة الممتدة بين (2016-2023).

خلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية إيجابية متوسطة القوة بين مقارنة القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لقياس قيمة المؤسسة، وبين قيمة الشركة في البورصة، حيث بلغ معامل الارتباط بينهما نسبة 0.4217. كما توصي الدراسة بأنه على مؤسسة "بيوفارم" الاهتمام بالعوامل المؤثرة على الأرباح كونها تؤثر بشكل مباشر على قيمة المؤسسة المحسوبة وفق مقارنة (EVA).

الكلمات المفتاحية: تقييم المؤسسات، القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية للشركة، مجمع "بيوفارم".

Abstract:

This study aims to shed light on the economic value added (EVA) valuation approach and its ability to showcase the true value of the BioPharm group, and the topic was addressed through two parts, one theoretical and the other applied. In the theoretical aspect, value, valuation and value creation were defined, in addition to the theoretical literature on EVA and market value of the company and the method of calculating them, as well as the relationship between them. On the applied side, the study analyzed the development of the accounting results of the organization, and tried to show the real value achieved by the organization after calculating the cost of capital by calculating the EVA. Using the descriptive and case study approach. The study sample consisted of Biopharm Pharmaceutical group during the period (2016-2023).

The study concluded that there is a moderate positive correlation between the Economic Value Added (EVA) approach to measuring the value of an organization and the value of the company on the stock exchange. The correlation coefficient was 0.4217. The study also recommends that BioPharm should pay attention to the factors affecting profits as they directly affect the value of the organization calculated according to the EVA approach.

Keywords: Enterprise valuation, economic value added (EVA), market value added (MVA), "BioPharm" group.

الفهارس

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	البسمة
	الإهداء
	شكر وعرهان
	الملخص
	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
	قائمة الملاحق
	قائمة الاختصارات
أ-د	مقدمة
الفصل الأول : الأدبيات النظرية والدراسات السابقة	
6	تمهيد:
7	المبحث الأول: الأدبيات النظرية حول القيمة والتقييم وخلق القيمة
8	المطلب الأول: عموميات حول القيمة
10	المطلب الثاني: الإطار المفاهيمي للتقييم
15	المطلب الثالث: الأبعاد النظرية لعملية خلق القيمة
19	المبحث الثاني: مقاربات تقييم المؤسسات
19	المطلب الأول: التقييم وفق مقارنة الذمة المالية مع أخذ فائض القيمة
25	المطلب الثاني: التقييم وفق أساليب الاستحداث
28	المطلب الثالث: التقييم وفق قدرة المؤسسة على إنشاء القيمة
34	المبحث الثالث: عرض الدراسات السابقة مناقشتها
34	المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية
47	المطلب الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية
49	المطلب الثالث: مناقشة الدراسات السابقة
51	خلاصة الفصل:
الفصل الثاني : الاطار التطبيقي للدراسة	

53	تمهيد:
54	المبحث الأول: التعريف بالمؤسسة محل الدراسة
54	المطلب الأول: التعريف بمجمع "بيوفارم" للصناعات الصيدلانية وعرض مراحل تطوره
57	المطلب الثاني: الهيكل القانوني والتنظيمي لمجمع "بيوفارم"
59	المطلب الثالث: عملية الاكتتاب العام وإدراج مجمع "بيوفارم" في بورصة الجزائر
60	المبحث الثاني: تحليل تطورات القوائم المالية لمجمع "بيوفارم" لفترة الدراسة (2016-2023)
60	المطلب الأول: تحليل تطور مؤشرات قائمة المركز المالي
66	المطلب الثاني: تحليل تطور مؤشرات قائمة الدخل
70	المطلب الثالث: تحليل تطور تدفقات الخزينة
75	المبحث الثالث: دراسة حالة المجمع بالاعتماد على مقارنة إنشاء القيمة
76	المطلب الأول: تحديد قيمة المؤسسة VE بالاعتماد على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA
92	المطلب الثاني: تحليل تطور القيمة السوقية للمؤسسة
94	المطلب الثالث: دراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة في البورصة
97	خلاصة الفصل
99	خاتمة
104	قائمة المراجع
111	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	الجدول
49	جدول رقم (01-01): أوجه التشابه بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة
50	جدول رقم (02-01): أوجه الاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة
55	جدول رقم (01-02): بطاقة فنية لمجمع "بيوفارم"
60	الجدول رقم (02-02): جدول تطور عناصر الأصول
63	الجدول رقم (03-02): جدول تطورات عناصر الخصوم
66	الجدول رقم (04-02): تطور مؤشرات قائمة الدخل
70	الجدول رقم (05-02): جدول تطورات مؤشرات تدفقات الخزينة
76	جدول (06-02): معدل النمو المستدام لمجمع بيوفارم للفترة (2015-2023)
78	جدول (07-02): تكلفة الأموال الخاصة Kcp
79	جدول (08-02): معدل الضريبة لمجمع "بيوفارم"
80	جدول (09-02): تكلفة الاستدانة Kd
81	جدول (10-02): معدل الخصم t
82	جدول (11-02): تطور الاحتياج في رأس المال العامل BFR
84	الجدول رقم (12-02): تطور الأصول الاقتصادية AE
85	الجدول رقم (13-02): تطور الأموال المستثمر CI
86	الجدول رقم (14-02): جدول تطور صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT
88	جدول (15-02): القيمة الاقتصادية المضافة EVA
90	الجدول رقم (16-02): معادلة خط الانحدار
90	جدول (17-02): القيمة الاقتصادية المضافة EVA بعد خط الانحدار
91	جدول (18-02): تحديد قيمة المؤسسة VE
92	الجدول رقم (19-02): تطور القيمة السوقية للمؤسسة
94	الجدول رقم (20-02): تحديد نسبة تمثيل القيمة في البورصة للقيمة وفق EVA
95	الجدول رقم (21-02): جدول معامل الارتباط بين القيمة وفق EVA والقيمة في البورصة

قائمة الأشكال

الصفحة	الشكل
12	الشكل رقم (01-01): يوضح المراحل الأساسية لعملية تقييم المؤسسات
20	الشكل رقم (02-01): يوضح كيفية تحديد الأصل المحاسبي الصافي
58	الشكل رقم (01-02): الهيكل القانوني لمجمع "بيوفارم"
62	الشكل رقم (02-02): منحى تغيرات عناصر الأصول
65	الشكل رقم (03-02): منحى تغيرات عناصر الخصوم
69	الشكل رقم (04-02): منحى تطور مؤشرات قائمة الدخل
73	الشكل رقم (05-02): منحى تغيرات تدفقات الخزينة
83	الشكل رقم (06-02): تطور الاحتياج في رأس المال العامل
84	الشكل رقم (07-02): تطور الأصول الاقتصادية
86	الشكل رقم (08-02): منحى تطور الأموال المستثمرة
87	الشكل رقم (09-02): منحى تغيرات الربح التشغيلي بعد الضرائب
89	الشكل رقم (10-02): منحى تطور القيمة الاقتصادية المضافة
93	الشكل رقم (11-02): منحى تغيرات قيمة الشركة في البورصة

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
111	جدول الأصول لمجمع "بيوفارم لسنة 2015	(01)
112	جدول الخصوم لمجمع "بيوفارم لسنة 2015	(02)
113	قائمة الدخل لمجمع "بيوفارم لسنة 2015	(03)
114	جدول الأصول لمجمع "بيوفارم لسنة 2016	(04)
115	جدول الخصوم لمجمع "بيوفارم لسنة 2016	(05)
116	قائمة الدخل لمجمع "بيوفارم لسنة 2016	(06)
117	جدول الأصول لمجمع "بيوفارم لسنة 2017	(07)
118	جدول الخصوم لمجمع "بيوفارم لسنة 2017	(08)
119	قائمة الدخل لمجمع "بيوفارم لسنة 2017	(09)
120	جدول الأصول لمجمع "بيوفارم لسنة 2018	(10)
121	جدول الخصوم لمجمع "بيوفارم لسنة 2018	(11)
122	قائمة الدخل لمجمع "بيوفارم لسنة 2018	(12)
123	جدول الأصول لمجمع "بيوفارم لسنة 2019	(13)
124	جدول الخصوم لمجمع "بيوفارم لسنة 2019	(14)
125	قائمة الدخل لمجمع "بيوفارم لسنة 2019	(15)
126	جدول الأصول لمجمع "بيوفارم لسنة 2020	(16)
127	جدول الخصوم لمجمع "بيوفارم لسنة 2020	(17)
128	قائمة الدخل لمجمع "بيوفارم لسنة 2020	(18)
129	جدول الأصول لمجمع "بيوفارم لسنة 2022	(19)
130	جدول الخصوم لمجمع "بيوفارم لسنة 2022	(20)
131	قائمة الدخل لمجمع "بيوفارم لسنة 2022	(21)
132	جدول الأصول لمجمع "بيوفارم لسنة 2023	(22)
133	جدول الخصوم لمجمع "بيوفارم لسنة 2023	(23)
134	قائمة الدخل لمجمع "بيوفارم لسنة 2023	(24)
135	جدول خط الانحدار	(25)

قائمة الاختصارات

اللغة العربية	اللغة الأجنبية	الرمز
الأصل الاقتصادي	Actif économique	AE
الأصل المحاسبي الصافي	Actif net comptable	ANC
الأصل المحاسبي الصافي المصحح	Actif net comptable corrigé	ANCC
الأموال المستثمرة	Capital investie	CI
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال	Cout moyen pondéré du capital	CMPC
التوزيعات	Dividendes	Div
الأرباح قبل الفوائد والضرائب	Earnings before interest and Taxes	EBIT
القيمة الاقتصادية المضافة	Economic Value Added	EVA
تدفق الخزينة المتاح	Free cash flow	FCF
فائض القيمة	GoodWill	GW
تكلفة الأموال الخاصة	Cost of Private Funds	KCP
تكلفة الاستدانة أو الديون	Cost of debt	KD
القيمة السوقية المضافة	Market Value Added	MVA
الربح التشغيلي بعد الضرائب	Net operating profit after tax	NOPAT
القيمة الرياضية المحاسبية	value mathématique comptable	VMC
القيمة الرياضية الجوهرية	value mathématique intrinsèque	VMI
القيمة المتبقية	Valeur résiduelle	VR

مقدمتہ

في ظل التغيرات المتسارعة التي يعرفها المحيط الاقتصادي والمالي، أصبحت المؤسسات مطالبة بتطوير آليات دقيقة وفعالة لقياس أدائها وتقييم قدرتها على خلق القيمة بشكل مستدام. ومع تزايد المنافسة وتطور تطلعات المستثمرين، لم تعد المؤشرات المحاسبية التقليدية كالعائد على الاستثمار أو الأرباح الصافية كافية وحدها لتقديم صورة واقعية عن الأداء المالي للمؤسسة. فقد أثبتت التجارب أن هذه المؤشرات، رغم أهميتها تُهمَل في كثير من الأحيان تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال، وبالتالي قد تعطي انطباعاً مضللاً عن القيمة الحقيقية التي تولدها المؤسسة. هذا ما دفع الباحثين والممارسين في مجال المالية إلى البحث عن مقاربات أكثر دقة وموضوعية، من أبرزها القيمة الاقتصادية المضافة (EVA).

تُعد القيمة الاقتصادية المضافة من أبرز أدوات التحليل المالي الحديثة التي طورتها مؤسسة Stern & Stewart، وهي تعتمد على مبدأ بسيط لكن عميق في جوهره وهو أن المؤسسة لا تخلق قيمة حقيقية إلا إذا كانت أرباحها الصافية تفوق تكلفة رأس المال المستثمر فيها. وبهذا المعنى فإن (EVA) لا تقيس فقط الربحية بل تقيس ما إذا كانت تلك الربحية كافية لتعويض جميع الأطراف المساهمة في التمويل، سواء حملة الأسهم أو المقرضين. ومن خلال هذا المفهوم أصبح بالإمكان تقديم تقييم أكثر دقة لأداء المؤسسة، مبني على أسس اقتصادية تعكس خلق الثروة الحقيقية وليس مجرد الأرباح المحاسبية.

من جهة أخرى، تُعد الرسملة في البورصة مؤشراً خارجياً يعكس تقييم السوق لقيمة المؤسسة، ويُظهر مدى ثقة المستثمرين في قدرتها على تحقيق أرباح مستقبلية. فإذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) تُعبر عن الأداء الفعلي للمؤسسة خلال فترة زمنية محددة، فإن الرسملة في البورصة تُجسّد توقعات السوق حول أدائها المستقبلي. ويكتسب الربط بين المؤشرين أهمية خاصة، إذ يساعد الباحثين والممارسين على فهم العلاقة بين الأداء الداخلي والثقة السوقية، كما يُمكن إدارة المؤسسة من اتخاذ قرارات استراتيجية تنسجم مع أهداف خلق القيمة المستدامة.

وفي هذا الإطار، تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والرسملة في البورصة، من خلال تحليل حالة شركة "بيوفارم" الجزائرية خلال الفترة الممتدة من 2016 إلى 2023. وتُعد بيوفارم من أبرز المؤسسات الفاعلة في قطاع الصناعات الصيدلانية في الجزائر، مما يجعلها نموذجاً مناسباً لدراسة العلاقة بين الأداء المالي الداخلي للشركة وتقييم السوق لها عبر مؤشرات الرسملة السوقية.

1. الإشكالية الرئيسية:

في ظل تطلع المؤسسات الاقتصادية إلى تحسين أدائها المالي وتعزيز قيمتها السوقية، يبرز التساؤل حول مدى فعالية مقاربات التقييم المعتمدة على قياس قدرة المؤسسة على خلق القيمة في عكس الأداء الحقيقي للمؤسسة. ومن هذا المنطلق، تتجلى الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة في السؤال التالي:

إلى أي مدى يمكن أن يعكس تقييم المؤسسات وفق مقارنة القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) القيمة الحقيقية لمجمع "بيوفارم" خلال الفترة 2016-2023؟

2. الأسئلة الفرعية:

إن هذا السؤال الرئيسي يحمل عدة أسئلة فرعية يمكن إدراجها فيما يلي:

- ما مدى تطور مؤشرات المركز المالي لمجمع "بيوفارم" خلال الفترة 2016-2023؟
- ما مدى التغيرات التي شهدتها قائمة الدخل لمجمع "بيوفارم" خلال نفس الفترة؟
- ما مدى تطور مؤشرات تدفقات الخزينة لمجمع "بيوفارم" خلال الفترة 2016-2023؟
- ما طبيعة التغيرات التي شهدتها القيمة الاقتصادية المضافة لمجمع "بيوفارم" خلال الفترة 2016-2023؟
- ما طبيعة التغيرات التي شهدتها القيمة السوقية لمجمع "بيوفارم" في السوق المالي خلال الفترة 2016-2023؟
- ما قدرة القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) على تمثيل القيمة السوقية للشركة في السوق المالي خلال نفس الفترة؟

3. فرضيات الدراسة:

وكإجابة مبدئية على أسئلة الدراسة المطروحة يمكن طرح الفرضيات الآتية:

- شهدت مؤشرات المركز المالي لمجمع "بيوفارم" تحسناً ملحوظاً خلال الفترة 2016-2023؛
- عرفت قائمة الدخل لمجمع "بيوفارم" تغيرات إيجابية تعكس أداءً ماليًا متطوراً خلال نفس الفترة؛
- سجلت مؤشرات تدفقات الخزينة لمجمع "بيوفارم" تطوراً إيجابياً خلال الفترة المدروسة؛
- عرف مؤشر القيمة الاقتصادية (EVA) للمجمع تغيراً إيجابياً خلال الفترة 2016-2023؛
- تطورت القيمة السوقية لمجمع "بيوفارم" في السوق المالي بشكل إيجابي خلال الفترة المدروسة؛
- يمكن الاعتماد على القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لتمثيل قيمة المؤسسة السوقية خلال الفترة 2016-

2023.

4. مبررات اختيار الموضوع:

إنّ السبب في اختيار هذا الموضوع دون غيره من المواضيع يكمن في عدّة عوامل، يمكن تلخيصها فيما يلي:

- أهمية موضوع تقييم المؤسسات وارتباطه بميدان التخصص؛
- التطرق لمفهوم خلق القيمة باعتباره الهدف الأسمى الذي تسعى له المؤسسات الاقتصادية، وهو ما جعل موضوع الدراسة محل اهتمامنا؛
- دراسة مدى قدرة المؤسسة الجزائرية المسعرة في بورصة الجزائر على خلق قيمة للمساهمين؛
- تسليط الضوء على أهم المقاييس الحديثة المستخدمة لقياس قدرة المؤسسة على خلق القيمة.

5. أهداف الدراسة:

تسعى الدراسة إلى تحقيق الهدف العام والمتمثل في تقييم المؤسسة بواسطة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، إضافة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- تسليط الضوء على مختلف المقاربات ذات العلاقة بتقييم المؤسسات؛
- قياس قدرة المؤسسة على خلق قيمة للمساهمين بواسطة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة؛
- تقدير درجة العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشر القيمة السوقية للمؤسسة.

6. أهمية الدراسة:

تتوقف أهمية أي دراسة على أهمية الظاهرة المدروسة وعلى قيمتها العلمية، وعلى مساهمتها نظريا وميدانيا، وتكتسب هذه الدراسة أهميتها من تناولها لموضوع هام وحساس يتعلق بالهدف الأساسي لمالية المؤسسات ألا وهو تعظيم قيمة المؤسسة، وتكلفة التمويل التي تعتبر العامل الرئيسي الذي يحكم هذا الهدف، باعتبارها معيارا للمفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة، ومعيارا لقبول المقترحات الاستثمارية التي تمثل فرصا لنمو المؤسسة وتطورها.

7. حدود الدراسة:

- الحدود الزمانية: تمت دراسة الحالة على مستوى الجمع محل الدراسة لفترة الممتدة من 2016 إلى 2023، وهذا بالاعتماد على مجموعة البيانات والقوائم المالية المنشورة.
- الحدود المكانية: سنتناول في هذه الدراسة حالة إحدى المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، ألا وهي مجمع "بيوفارم" للصناعات الصيدلانية.

8. المنهج والأدوات المستخدمة:

انطلاقاً من طبيعة موضوع الدراسة وتحقيقاً لأهدافها، وبغرض الإجابة على الإشكالية المطروحة، اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي الذي يهتم بدراسة الظواهر، ووصفها وصفاً كيفياً فيوضح خصائص متغيرات الدراسة، وكذلك إلى الاعتماد على منهج دراسة حالة بغرض اسقاط ما تم طرحه في الجانب النظري على الجانب التطبيقي.

9. محتويات الدراسة:

للإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار الفرضيات، تم تقسيم الدراسة إلى فصلين:

الفصل الأول خصص للأدبيات النظرية والدراسات السابقة، حيث تناول المبحث الأول منه الأدبيات النظرية للقيمة والتقييم وخلق القيمة، إضافة إلى مقاربات تقييم المؤسسات من خلال المبحث الثاني، أما المبحث الثالث فخصص للدراسات السابقة، حيث تم أولاً عرض الدراسات السابقة التي تتقاطع مع الدراسة الحالية في نفس المتغيرات والموضوع، وثانياً تم مناقشة الدراسات.

والفصل الثاني خصص للإطار التطبيقي والدراسة الميدانية، وقسم إلى ثلاثة مباحث، حيث تطرق المبحث الأول منه إلى التعريف بالمؤسسة محل الدراسة، أما المبحث الثاني فتناول تحليل نتائج المؤسسة المحاسبية من خلال تحليل القوائم المالية، أما المبحث الثالث قمنا بدراسة حالة المجمع بالاعتماد على مقارنة قدرة المؤسسة على انشاء القيمة.

الفصل الأول:

الأدبيات النظرية والدراسات السابقة

تمهيد:

تعد القيمة من المفاهيم الجوهرية في التقييم المالي للمؤسسات، إذ تعبر عن المبلغ الذي يستحقه الكيان الاقتصادي بناءً على أدائه الحالي وتوقعاته المستقبلية. ويستخدم التقييم كأداة تحليلية لتحديد هذه القيمة من خلال دراسة عوامل متعددة، مثل الإيرادات، الأصول، المخاطر، والفرص المتاحة في السوق. أما خلق القيمة فيرتبط بالقدرة على تعزيز الأداء المالي وزيادة العوائد للمستثمرين عبر استراتيجيات فعالة لتحسين الكفاءة التشغيلية أو التوسع في الأسواق. ويُعد التقييم المالي وسيلة لفهم مدى نجاح المؤسسة في توليد قيمة اقتصادية مستدامة، مما يجعله عنصراً أساسياً في اتخاذ القرارات الاستثمارية والإدارية.

من أجل تحديد قيمة المؤسسة أو معرفة ما إذا استطاعت المؤسسة خلق قيمة للمساهمين يتوجب عليها الاعتماد على مقاربات تقييم المؤسسات. وهذا ما سنتطرق له من خلال هذا الفصل، كما يلي:

المبحث الأول: الأدبيات النظرية حول القيمة والتقييم وخلق القيمة

المبحث الثاني: مقاربات تقييم المؤسسات

المبحث الثالث: عرض الدراسات السابقة ومناقشتها

المبحث الأول: الأدبيات النظرية حول القيمة والتقييم وخلق القيمة

من خلال هذا المطلب ومن أجل فهم هذه المصطلحات سوف نتطرق لها بنوع من التفصيل كل على حدة،

كما يلي:

- المطلب الأول: عموميات حول القيمة
- المطلب الثاني: الإطار المفاهيمي للتقييم
- المطلب الثالث: الأبعاد النظرية لمفهوم خلق القيمة

المطلب الأول: عموميات حول القيمة:

تعتبر القيمة عن التقدير النقدي للمؤسسة بناءً على أدائها الحالي وتوقعاتها، وهي تمثل ما يمكن أن يدفعه مستثمر ما مقابل تملكها أو الاستثمار فيها. فيما يلي سوف نتطرق إلى التعريف بهذا المفهوم، وعرض مختلف أشكاله.

الفرع الأول: مفهوم القيمة:

يمكن تعريف القيمة لغةً كما يلي: قيمة الشيء: قدره، وقيمة المتاع: ثمنه، أي المقابل الذي يقوم مقامه، سواءً اتخذ هذا الثمن حجماً معيناً من البضائع أو عدداً معيناً من وحدات النقود التي يمكن مبادلته بها.

✓ مفهوم القيمة يختلف عن مفهوم السعر، فالقيمة هي نتيجة التحليل والتقييم، أما السعر فهو نتاج السيورة والتفاعل بين آليات العرض والطلب، ولعلّ المقولة التالية كفيلة بتوضيح الخطوط الرفيعة بين المفهومين: (إنّ السعر هو ما تدفعه، بينما القيمة هي ما تحصل عليه).¹

✓ وتعرف أيضاً بأنها عبارة عن مبلغ يُدفع مقابل أصل، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من جراء استخدام ذلك الأصل، والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما، بمعنى أن القيمة موجودة في جوهر الشيء ومحدوث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر.²

وعليه يمكن القول أن: القيمة هي الميزة الجوهرية للموجودات والتي تترجم إلى سعر عندما تتم عملية التبادل. ونجد أن القيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل، أما القيمة تبقى كأساس لتحديد سعر التبادل فالقيمة تسهل التبادل في إطار قانون العرض والطلب.³

الفرع الثاني: أشكال القيمة (أنواعها):

1. القيمة الاقتصادية: تشير إلى قدرة المؤسسة على تحقيق تيار من التدفقات النقدية، وهي قيمة مرتبطة بالمستقبل حيث تتحدد بناءً على تقييم التدفقات النقدية المتوقعة للمؤسسة في المستقبل.

¹ - عبد الكريم خيري، "مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في تحديد القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة -دراسة حالة مجمع صيدال"، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد 07، العدد 01، 2021/06/07، جامعة الجلفة، الجزائر، ص 306.

² - أسماء أمين، تقييم المؤسسات وفق منظور القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) -دراسة حالة مؤسسة الأوراسي ومجمع صيدال، أطروحة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2021/2020، ص 3.

³ - اشواق بن قندورة، تقييم المؤسسات وفقاً لرأس المال غير المادي، الطبعة الأولى، دار الولاية للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 133.

2. **القيمة الاسمية:** تتمثل في رأس مال المؤسسة، وهي القيمة التي يصدر بها السهم عند تأسيس المؤسسة، تكتب على وجه السهم، وتحدد حسب قانون الشركات في الدولة. ويجب أن تكون قيم جميع الأسهم متساوية كما يجب على المؤسسة ألا تقوم بإصدار أسهم جديدة بقيمة أقل من القيمة الاسمية.
3. **القيمة الدفترية:** هي القيمة المثبتة في الدفاتر المحاسبية، والتي تمثل حقوق الملكية في ميزانية المؤسسة، وتتمثل في رأس المال المساهم به والاحتياطات والأرباح المحتجزة.¹
4. **القيمة الإجمالية:** وهي القيمة التي يظهر بها الأصل في الميزانية قبل تخصيص الإهلاك أو قل تشكيل المؤونة.
5. **قيمة الحياة:** وتعني تكلفة الحياة لاستثمار معين التي من خلالها يسجل ضمن ميزانية المؤسسة ومن ثم يدخل ملكيتها.
6. **القيمة الصافية:** محاسبيا تسمى بالقيمة الصافية المحاسبية (VNC) وهي باقي القيمة التي تظهر في الميزانية بعد طرح حصص الإهلاك ومختلف التخفيضات من القيمة الإجمالية للأصل.²
7. **القيمة الحالية:** تعرف بأنها حاصل جمع صافي التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة المقترنة استخدام الوجود مخصوما لقيمه الحالية.³
8. **القيمة المتبقية:** تتمثل في المبلغ الصافي الذي يرتقب كيان الحصول عليه مقابل أصول عند نهاية منفعتها بعد خصم تكاليف الخروج المنتظرة.
9. **القيمة الحقيقية (القيمة العادلة):** تعني الثمن الذي يمكن استلامه نتيجة بيع أصل، أو دفعه لتحويل التزام بموجب عملية منتظمة بين مشاركين في السوق في تاريخ القياس.
10. **القيمة الاستثمارية:** هي عبارة عن المنافع المستقبلية المتولدة من أصل ما بالنسبة لمشتري معين.⁴

¹ - وردة قريني، أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسة في ظل اختلاف فرص النمو -دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي، أطروحة دكتوراه، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، الجزائر، 2024/2023، ص 83.

² - بكاري بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر -دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار (ENSP)، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2010/2009، ص - ص 14 15.

³ - حكيم حمود فليح الساعدي، "تعزيز الإبلاغ المالي للشركات باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة -دراسة تحليلية من وجهة نظر الأكاديميين والممارسين والمستثمرين" مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 43، سنة 2015، جامعة بغداد، العراق، ص 386.

⁴ - عبد الحق قنون، محاولة إرساء نموذج لتقييم مؤسسات الاتصال في الجزائر -دراسة حالة مؤسسة موبيليس، أطروحة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2018/2017، ص 4.

المطلب الثاني: الإطار المفاهيمي للتقييم:

بعد التطرق إلى عنصر القيمة في المطلب السابق سوف نحاول في هذا المطلب التعريف بعملية التقييم والتي يتم القيام بها من أجل تقدير قيمة المؤسسة من أجل اتخاذ القرارات الاستثمارية والاستراتيجية بشكل دقيق. هذا من خلال تعريفه وعرض مختلف مبادئه وكذا مراحلها، من ثم أهدافه.

الفرع الأول: مفهوم التقييم ومبادئه

من خلال هذا العنصر سوف نتطرق أولاً إلى مفهوم التقييم من ثم مبادئه.

أولاً: مفهوم التقييم: يمكن على سبيل الذكر لا الحصر إعطاء التعريفات التالية للتقييم:

- التقييم في معناه اللغوي هو التحديد المنهجي لقيمة شيء ما أو أهمية فكرة معينة أو شخصية معينة أو نفوذ معين أو تأثير أيا كان.¹
 - التقييم هو حصر وتقدير قيمة أصول وخصوم مؤسسة بهدف الوصول إلى صافي قيمة تلك الأصول بغض النظر عن الطريقة التي يمكن إتباعها لتقدير تلك القيمة.²
 - يعرف التقييم بأنه عملية تحديد القيم الجارية لأصول وخصوم الشركة المراد تقييمها وذلك في تاريخ معين من أجل تحديد القيمة العادلة لها عن طريق استخدام عدة أساليب في التقييم تناسب ظروف الشركة، من أجل الوصول إلى عدّة قيم مختلفة تفتح مجالاً للتفاوض أمام الشركة، حيث ان كل ذلك يتطلب كفاءات وخبرات عالية إضافة إلى ضرورة الامام بكافة الظروف المحيطة بالشركة وبكافة العوامل التي يمكن ان تؤثر على نتائج عملية التقييم.³
 - كما يمكن تعريف تقييم المؤسسة بصفة عامة على أنه: إعطاء قيمة لعناصر ذمتها المادية وغير المادية التي تمتلكها، حيث نستعمل لتحقيق ذلك منهجية ووسائل وأدوات من أجل تحديد مجال للتقييم، يتم التفاوض حوله فيما بعد لتحديد السعر النهائي للسهم للمؤسسة.⁴
- على ضوء ما سبق يمكن تعريف تقييم المؤسسة بأنه: عملية يُراد من خلالها تحديد قيمة المؤسسة باستخدام أساليب مالية ومحاسبية مختلفة، أي أنه يُطلق على عملية تحديد قيمة المؤسسة التقييم.

¹ - د. عبود بدر، التقييم المستقل لدور المنظمة وعملها في مجال الإحصاء، الطبعة العربية، دار أمجد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص 7.

² - بكاري بلخير، مرجع سبق ذكره، ص 14.

³ - عبد الحق قنون، مرجع سبق ذكره ص 6.

⁴ - عبد الكريم خيرى، مرجع سبق ذكره، ص 308.

1. **ثانياً: مبادئ التقييم:** تقوم نظرية تقييم المؤسسة على أربعة مبادئ أساسية محددة تؤثر على تقدير القيمة بشكل هام وهي كالتالي:
2. **مبدأ وجود البدائل:** يقضي هذا المبدأ ان عند التفكير في أي نقل للملكية يكون أمام كل من المشتري والبائع بدائل لإتمام المعاملة ولا يعني هذا المبدأ ان كل البدائل مرغوبة بدرجة متساوية، ولكنه يعني ببساطة أن البائع ليس مجبراً على البيع لمشتري معين أو المشتري ليس مجبراً على الشراء من بائع بعينه، فاذا لم يكن هذا هو الوضع فان آلية السوق سوف تتشوه ولن يكون بالإمكان تحديد القيمة السوقية العادلة؛
3. **مبدأ الاستبدال:** يقضي هذا المبدأ بأن المشتري العاقل لا يدفع في أصل ما يزيد على تكلفة استبداله بأمر يقوم بنفس الوظيفة، ولكن تطبيق المبدأ على الشركة او المؤسسة ككل أصعب بكثير حيث أن تقدير التكاليف المطلوبة لاستبدال الشركة او المؤسسة بأخرى امر بالغ التعقيد؛¹
4. **مبدأ الإحلال:** يعتبر مفهوم في غاية الأهمية، يقضي بأن قيمة الأصل تتحدد بواسطة التكلفة التي يتم تحملها لامتلاك بديل مرغوب فيه بنفس الدرجة. وهذا المبدأ يمثل الأساس النظري لمدخل السوق في تقدير القيمة؛
5. **مبدأ المنفعة المستقبلية:** يقضي بأن قيمة الأصل تعكس المنافع الاقتصادية المتوقعة من السيطرة عليه أو امتلاكه، ويكتسب أهمية خاصة في إطار عمليات الاستحواذ والاندماج. حيث تتحدد قيمة المؤسسة عن طريق القيمة الحالية الصافية لجميع المنافع الاقتصادية المستقبلية المتحققة من تملك تلك المؤسسة.²

الفرع الثاني: مراحل عملية التقييم

إن تقييم المؤسسات عملية دقيقة تعتمد على العديد من الجزئيات المعقدة، حيث إن القيمة النهائية للمؤسسة ماهي إلا خلاصة لمجموعة من المراحل التي وجب على المقيّم القيام بها والتي يمكن أن نلخصها من خلال الشكل الموالي:

¹ - عبد الحق قنون، مرجع سبق ذكره، ص 8.

² - قريني وردة، مرجع سبق ذكره، ص 80.

الشكل رقم (01-01): يوضح المراحل الأساسية لعملية تقييم المؤسسات



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على المراجع

يمكن حصر هذه المراحل كما يلي¹:

❖ **مرحلة تحديد المهمة:** إن أول وأهم خطوة من مراحل عملية تقييم المؤسسات هو التحديد الجيد للمهمة،

ذلك أن تحديد المهمة يوضح السبيل الذي يجب أن تتبعه من أجل نجاح العملية كما يوفر لنا الجهد والوقت ومن ثم التكلفة. لذلك على المقيّم معرفة ما يلي قبل الشروع في العملية:

- نوع وحجم المؤسسة محل التقييم وكذا القطاع الذي تنتمي إليه؛
- الغرض من القيام بعملية التقييم للوقوف على السبب الرئيسي الذي طلب من أجله التقييم والذي على أساسه سيسهل للمقيّم اختيار المقاربة الأمثل لعملية التقييم؛
- تحديد الجهة الطالبة للتقييم ومدى علاقتها بالمؤسسة محل العملية.

❖ **مرحلة جمع المعلومات:** قبل القيام بعملية التقييم ينبغي أولاً جمع الوثائق والمعلومات الضرورية للقيام بالعملية

هذا بعد تكوين صورة عامة عن المؤسسة بمعرفة ماضيها وإمكانياتها المستقبلية، هذه الأخيرة تهم المستثمرين والمساهمين والراغبين في الاستحواذ عليها. أما بالنسبة لأهمية ماضي المؤسسة فيمكن في تمكين المقيّم من الحصول

¹ - بكاري بلخير، هواري السويسي، "مراحل عملية تقييم المؤسسات (مخطط العمل)"، مجلة العلو الاجتماعية والإنسانية، العدد 15، ديسمبر 2006، جامعة ورقلة، الجزائر، ص - ص 94 95.

على أكبر قدر من المعلومات. من بين أهم الوثائق والمعلومات نجد الميزانية، جدول حسابات النتائج، الملاحق، تقارير محافظ الحسابات، ... بالإضافة إلى الزيارات الميدانية لمقر المؤسسة؛

❖ **مرحلة تشخيص وضعية المؤسسة:** تعمل هذه المرحلة على المساعدة في اتخاذ القرارات المالية بصفة عامة و عملية التقييم بصفة خاصة، فضلا على ذلك تقديم المعلومات الجاهزة التي تساعد المسؤولين على اتخاذ القرارات ذات الأثر المالي، إضافة إلى إبراز الحقائق من خلال تفسير الأرقام وتوضيح جوانب القوة لاستغلالها ومواطن الضعف لمعالجتها. عموما تتأثر مخرجات عملية التشخيص بطبيعة وجودة المعلومات المتحصل عليها، حيث كلما كانت المعلومات المستعملة صادقة كلما كانت نتائج عملية التشخيص أكثر صدقا؛

❖ **مرحلة اختيار الطريقة المناسبة للتقييم:** هناك عدة مقاربات مختلفة للتقييم والتي يمكن استخدامها لتقييم المؤسسات، حيث يمكن استخدام واحدة أو أكثر حسب الغرض من التقييم وتمثل هذه المقربات في (مقاربة الذمة المالية، مقاربة التدفقات، مقاربة فائض القيمة)، تتم عملية اختيار طريقة التقييم وفق عدة شروط تسمح بتطبيق الطريقة وهذا حسب خصوصية الشركة والقطاع المنتمية إليه وكذا المعلومات المتوفرة والمتاحة أمام المقيم، إضافة إلى ذلك الظروف المحيطة بعملية التقييم في حد ذاتها وهذا ما يسهل إنجاح العملية والوصول إلى القيم الحقيقية التي تسمح للمؤسسة باستعمالها لمختلف الأغراض؛¹

❖ **مرحلة إجراء عملية التقييم وإيجاد قيمة المؤسسة:** إن الهدف من عملية التقييم لا يتمثل فقط في إيجاد قيمة واحدة للمؤسسة محل التقييم بل يجب على المقيم الاجتهاد لتحديد مجال القيم، من خلال تحديد القيمة الصغرى والقيمة الكبرى، كما أن أساليب التقييم يجب أن ينظر لها كأداة داعمة للقرارات المسيرين والمستثمرين.²

الفرع الثالث: دوافع التقييم (أهداف): يعتبر تقييم المؤسسات أداة يتم من خلالها تحقيق عدة أهداف نذكر منها³

- **زيادة رأس المال:** ذلك عندما تحتاج المؤسسة لزيادة مواردها الثابتة من خلال طرح أسهم جديدة، حيث يسمح تقييم المؤسسة بتحديد سعر الأسهم، عدد وقيمة الأوراق التي سيتم إصدارها؛
- **التنازل على المؤسسات:** عند بيع المؤسسة بالكامل أو جزء منها، حيث يعد سعر البيع هو النقطة المركزية للعملية حيث يتم تحديده من خلال التفاوض بين البائع والمشتري. للحصول على فكرة عن سعر معقول يجب تقييم المؤسسة باستخدام أحد طرق التقييم المختلفة؛

¹- Jean-Étienne Palard and Franck Imbert, **Guide pratique d'évaluation d'entreprise**, Eyrolles, 2013, p77.

²- Ibid.

³- د. مرغني وليد، محاضرات في تقييم المؤسسات، قسم العلوم المالية والمحاسبة، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، الجزائر، 2025/2024، ص - ص 65.

- اندماج المؤسسات: الاندماج هو تجميع أصول مؤسستين أو أكثر مما يؤدي إلى تأسيس شركة جديدة أو استحواذ مؤسسة على مؤسسة أخرى، حيث تكمن أهمية تحديد قيمة المؤسسة من أجل تقسيم الأسهم من جديد بصفة عادلة بين مختلف المساهمين، ويفضل أن تكون طريقة التقييم متطابقة في كلا المؤسستين؛
- القيام بالاستثمار: يمكن أن يكون هذا الاستثمار استثماراً للمال في أحد البنوك أو شراً سندات أو شراء أسهم، الخ... بشكل عام يسعى المستثمر لتقليل المخاطر وزيادة ربحية الاستثمار، ومن أجل تحقيق أهدافه يقوم المستثمر بتقييم المؤسسة التي ينوي الاستثمار فيها ويحاول التنبؤ بدخله المستقبلي خلال فترة معينة؛
- تخفيض الاستثمار: تكون هذه الحالة عندما يقرر فيها المستثمر بيع جزء من أصول الشركة التي قد تكون مدفوعة بالرغبة في تقليص المديونية، في تقليص المديونية، أو أمراً بمعايير الربحية أو التفكير في بيع الشركة التي تواجه صعوبة، في هذه الحالة يعد تقييم المؤسسة أمراً ضرورياً قبل الدخول في مفاوضات مع مشترٍ مستقبلي، وبالتالي يتم تقييم الأصول بالسعر الذي يكون المتنازل له على استعداد لدفعه؛
- الخصوصية: يمكن فهم خصوصية الشركات على أنها بيع المؤسسات العمومية للأفراد، الأمر الذي يتطلب تقييم هذا الأخير، وذلك طبقاً للمادة 18 من الأمر رقم 04-01 تاريخ 2001/20/08 بشأن تنظيم وإدارة وخصوصية المؤسسات الاقتصادية العمومية؛
- معرفة القيمة السوقية للشركة: يمكن أن تخضع المؤسسات، مثل أي سلعة لمعاملة تجارية (شراء، بيع، مشاركة، ... الخ)، لذلك من الضروري أن يكون لديك فكرة دقيقة إلى حد ما عن القيمة التي تمثلها من أجل تحسين وضعك في سوق الأعمال؛
- قياس الأداء خلال فترة معينة: يهدف قياس الأداء المطابقة بين الأهداف الاستراتيجية المحددة في البداية والنتائج التي تم تحقيقها، ويعتبر كمؤشر على الإدارة الجيدة من قبل المسيرين، ومن أجل تقييم أداء أولئك المسيرين، فإن التقييم المنتظم لقيمة الشركات التي يديرونها يسمح بمراقبة الاختلافات في هذه القيمة، فإذا كان التطور إيجابياً فإن أداء الإدارة مرضي، وهذه الطريقة هي وسيلة لربط تطور المؤسسات مع جودة تسييرها.

المطلب الثالث: الأبعاد النظرية لعملية خلق القيمة

تعكس عملية خلق القيمة إمكانية المؤسسة من تحقيق عوائد تتجاوز التكاليف ويتم ذلك عبر تحسين الأداء، خفض التكاليف، أو التوسع في الأسواق ما يزيد من جاذبيتها الاستثمارية. ومن خلال هذا المطلب سوف نتطرق إلى مفهوم خلق القيمة إضافة إلى العوامل المؤدية لتطور هذا المفهوم، ومن ثم سوف نتطرق إلى الأطراف المستفيدة من عملية خلق القيمة.

الفرع الأول: مفهوم خلق القيمة:

يمكن تعريف خلق القيمة بأنها "القدرة على تحقيق عوائد مستقبلية كافية من الأموال المستثمرة حالياً"، حيث تكون هذه العوائد على الأقل مساوية لتلك التي يمكن للمساهمين تحقيقها من استثمارات أخرى. وعليه يسعى المستثمرون إلى خلق القيمة ويخططون للوصول إليها باستخدام مختلف الأساليب المالية والخطط الاستراتيجية والإدارية.¹

فخلق القيمة كما يعرف حالياً تم التطرق له سابقاً ولكن بتسمية أخرى، ويعد ألفرد مارشال Alfred Marchall (1890) من الأوائل الذين أشاروا له من خلال التطرق لدراسة (الربح الاقتصادي) والذي عرفه على أنه: "الربح المتبقي المتاح للمساهمين بعد تخفيض تكلفة رأس المال.² باختصار يمكن القول بأن "خلق القيمة هو عملية من خلالها تستطيع المؤسسة أن تحقق عوائد مستقبلية كافية من الأموال المستثمرة حالياً".

الفرع الثاني: العوامل المؤدية إلى تطور مفهوم خلق القيمة:

ترتكز عملية خلق القيمة على المساهمين، إلا أنه يجب على المؤسسة تنفيذ وتطبيق استراتيجية فعالة، فخلق القيمة الفعلي ينشأ من النشاط الاقتصادي الخاص بالمؤسسة من خلال اتباعها لخطة استراتيجية جيدة. ومن بين المساهمات الأساسية التي قدمها Rappaport (1986) تقديمه لأسلوب استراتيجي يسمح بتحقيق قيمة للمساهمين وتعزيز القدرة التنافسية للمؤسسة ومنحها مزايا تنافسية مترابطة ومتكاملة، وهذا يدل على أن إنتاجية

¹ - روميل حياة، حاب الله الشريف، "استخدام المؤشرات الحديثة (السوقية) لقياس قدرة الشركات الجزائرية على خلق القيمة"، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 08، العدد 04، 2024/12/31، المركز الجامعي عد الحفيظ بوصوف، ميله، الجزائر، ص ص 138 139.

² - د. معالم سعاد، بوحفص سميحة، "إنشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) -دراسة حالة مؤسسة الكوابل فرع جنرال كابل"، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 30، سبتمبر 2017، جامعة بسكرة، جامعة خنشلة، الجزائر، ص 401.

رأس المال والعمل هي مصدر لخلق قيمة مضافة، وتعتبر التدفقات النقدية المحققة دليل على التفكير الاستراتيجي الجيد.¹

هناك مجموعة من العوامل التي ساهمت بشكل كبير في تطور هذا المفهوم، سنقوم بعرضها فيما يلي:²

أولاً: متطلبات المال والمنافسة: إن تطور مفهوم خلق القيمة يعود إلى مجموعة من العوامل المختلفة، فقد أدى الارتفاع العام في أسعار الفائدة في سنة 1980 إلى ارتفاع المنافسة في أسواق الأوراق المالية، وفي إطار إلغاء القيود المالية وحرية الوصول إلى المؤسسات في ظل الانتقال إلى اقتصاد السوق الذي يعتبر أكثر طلباً من حيث الربحية، ولقد أدت العولمة الاقتصادية إلى رفع القدرة التنافسية على رأس المال المتاح بين المؤسسات وذلك في إطار متطلبات رأس المال.

ولقد ساعدت قدرة المؤسسة على جذب رؤوس الأموال في رفع مستوى أدائها في ظل ارتفاع تكاليف الحصول على موارد مالية، وهو ما يجعلها أمام تحدي جذب المستثمرين أصحاب الفئات المالي على الاستثمار في مشاريعها وتحقيق ربح أعلى مما يتوقعونه، وبالتالي خلق قيمة مضافة للمستثمر الذي غالباً ما يسعى إلى المفاضلة بين الاستثمارات التي تسمح له بتحقيق أعلى عائد ممكن، وهو ما يفسر ظهور مفهوم خلق القيمة؛

ثانياً: بروز المساهم: لقد أدت الاختلالات التي يعاني منها العديد من المستثمرين في تكوين نشاط خاص بهم وإدارة أملاكهم إلى ظهور مفهوم خلق القيمة، وفي سنة 1990 ظهر ما يعرف بالمساهمين من خلال المؤسسات الاستثمارية التي تقوم بإدارة وتسيير أموال المساهمين فيها، وذلك من خلال ما يعرف بصناديق المعاشات، وهو ما ساهم في ظهور مفهوم خلق القيمة الذي ارتبط ببروز المساهمين والاتجاهات العديدة المبررة لاستراتيجية المؤسسة؛

ثالثاً: التحول نحو الأصول الأكثر ربحية: لقد أدت المنافسة المتزايدة في سوق السلع والخدمات لدعم متطلبات المستثمرين في السوق المالي ولتشجيع المؤسسات على إدارة تكاليفها من خلال التركيز على الموارد والنشاطات التي تسمح لها بتحقيق أعلى الأرباح، والتي تتيح لها فرصة الهيمنة على السوق، وهو ما يسمح لها بتحقيق تدفقات نقدية كبيرة تغطي إلى حد كبير احتياجات استهلاك رأس المال لتغطية المخاطر، وهنا على المؤسسة أن تبحث عن الأصول المرتبطة بالمشاريع التي تحقق لها أعلى ربحية وبالتالي خلق قيمة مضافة.

¹ - نيسي حسن، تحليل مؤشرات قياس الأداء المالي للمؤسسة من منظور خلق القيمة -دراسة حالة مجمع صيدال (2011-2020)، مذكرة ماستر، جامعة 8 ماي 1945، جامعة قالمة، الجزائر، 2022/2021، ص 19.

² - أسماء أيمن، مرجع سبق ذكره، ص 8.

الفرع الثالث: الأطراف المساهمة وأصحاب المصلحة

تساهم عدة أطراف في إنجاح هذه العملية، وبذلك يكون لكل طرف نصيب في القيمة المضافة مقابل إسهامه في العملية، وتنقسم إلى مجموعتين (الأطراف الداخلية والأطراف الخارجية):¹

أولاً: الأطراف الداخلية: هم الأفراد أو الجماعات الذين ينتمون إلى الكيان الداخلي للمؤسسة، يمكن تصنيفهم إلى:

1. **المساهمون:** يمكن تسميتهم بالملاك أو أصحاب رؤوس الأموال أو حملة الأسهم، حيث يعمل المساهمون على تزويد المؤسسة برأس المال الضروري لنشاطها، يتوقعون بالمقابل عائداً مناسباً على استثمارهم؛
2. **العاملون أو الموظفون:** يساهمون في خلق القيمة بتقديم العمل والمهارات وفي المقابل يتوقعون دخلاً عادلاً وشعوراً بالرضا الوظيفي وظروف عمل جيدة؛
3. **المديرون والمسؤولون:** يتمثل دورهم في صياغة الاستراتيجيات المختلفة، القيام بمختلف الوظائف من تخطيط وتنظيم والإشراف على الأنشطة من أجل خلق القيمة التي تدعم موقع المؤسسة، يستفيدون مقابل ذلك من رواتب، امتيازات وترقيات بالإضافة إلى التقدير والاحترام.

ثانياً: الأطراف الخارجية: هم الأفراد والجماعات أو الهيئات التي تزود المؤسسة بموارد مهمة أو إسهامات، مقابل مراعاة مصالحهم والحفاظ عليها، ينقسمون إلى:

1. **العملاء:** يمثلون المصدر الأساسي لإيرادات المؤسسة مقابل حصولهم على منتجات تلبي حاجاتهم وبالجودة المرغوب فيها مقابل سعر يقبلون دفعه؛
2. **الموردون:** هم مصدر الموارد الأولية مقابل تحقيق الإيرادات المستهدفة وضمان استمرارية الصفقات واستقرار آجال التسديد؛
3. **الحكومة:** تحدد للمؤسسة القوانين واللوائح التي تحكم الممارسات العملية وتحقق المنافسة الشريفة العادلة، وتأمّل الحكومة في أن تلتزم المؤسسات بتلك القوانين إضافة إلى الحصول على إيرادات الضرائب والرسوم والغرامات؛
4. **الاتحادات النقابية:** تساعد على تزويد المؤسسات بموظفين وعاملين، مقابل الحصول على مزايا لأعضائهم تتناسب مع إسهامهم في المؤسسة؛

¹ - أرحاب هلال وسام، دور الإدارة بالقيم في خلق القيمة بالمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة لعينة من المؤسسات، أطروحة دكتوراه، جامعة غرداية، الجزائر، 2016/2017، ص21.

5. **الجمهور العام:** يزود المؤسسات بالبنية الأساسية القومية مقابل تحسين جودة الحياة وخدمة المجتمع، وكذا الالتزام بالمسؤولية الاجتماعية.

المبحث الثاني: مقاربات تقييم المؤسسات

بعد التطرق إلى المفاهيم الأساسية لعملية تقييم المؤسسات وجب التطرق إلى مختلف مقاربات التقييم والتي من خلالها بالإمكان تحديد قيمة المؤسسة، والتأكد فيما إذا كانت المؤسسة قد حققت قيمة انطلاقاً من مقاربات إنشاء القيمة، وهذا ما سنتناوله في هذا المبحث من خلال ثلاث مطالب رئيسية كما يلي:

- **المطلب الأول:** التقييم وفق مقارنة الذمة المالية مع أخذ فائض القيمة
- **المطلب الثاني:** التقييم وفق أساليب الاستحداث
- **المطلب الثالث:** التقييم وفق قدرة المؤسسة على إنشاء القيمة

المطلب الأول: التقييم وفق مقارنة الذمة المالية مع أخذ فائض القيمة

من خلال هذا المطلب سوف نتطرق إلى مقاربتين معاً هما مقارنة الذمة المالية أو المقاربة الذميمة من خلال الفرع الأول، ومقاربة فائض القيمة (Good Will) من خلال الفرع الثاني.

الفرع الأول: مقارنة الذمة المالية (المقاربة الذميمة):

تقوم على تقييم العناصر المادية والمعنوية التي تعد أصول وخصوم المؤسسة وذلك بتطبيق المجموع الجبري للقيم السوقية والاستبدالية لهذه العناصر. وحتى يتم الحصول على القيم الحقيقية لهذه المعطيات وجب إجراء بعض التعديلات على القيم المحاسبية الظاهرة في التقارير المالية للمؤسسة.

أولاً: طريقة الأصل المحاسبي ANC:

تهدف هذه الطريقة إلى استخلاص قيمة سوقية للمؤسسة من حساباتها السنوية، حيث تستند قيمة المؤسسة وفقاً لهذه الطريقة إلى القيم المأخوذة من الميزانية المالية الأصل الصافي المحاسبي يحدد من خلال حساب الفرق بين الأصول الحقيقية (أي تلك التي لها قيمة سوقية) والديون الفعلية. ووفقاً لهذه الطريقة، يتم الاحتفاظ بالأصول والديون بقيمتها الدفترية.

ويمكن حسابها على النحو التالي:¹

قيمة المؤسسة = إجمالي الأصول - مجموع الديون

$$VE = \text{Total actif} - \text{Dettes}$$

¹ - طبشي مصطفى، إشكالية التقييم المالي وفق مقارنة التدفقات في المؤسسات الاقتصادية - حالة المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار (ENTP) للفترة 2016/2025، أطروحة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2023/2022، ص 42.

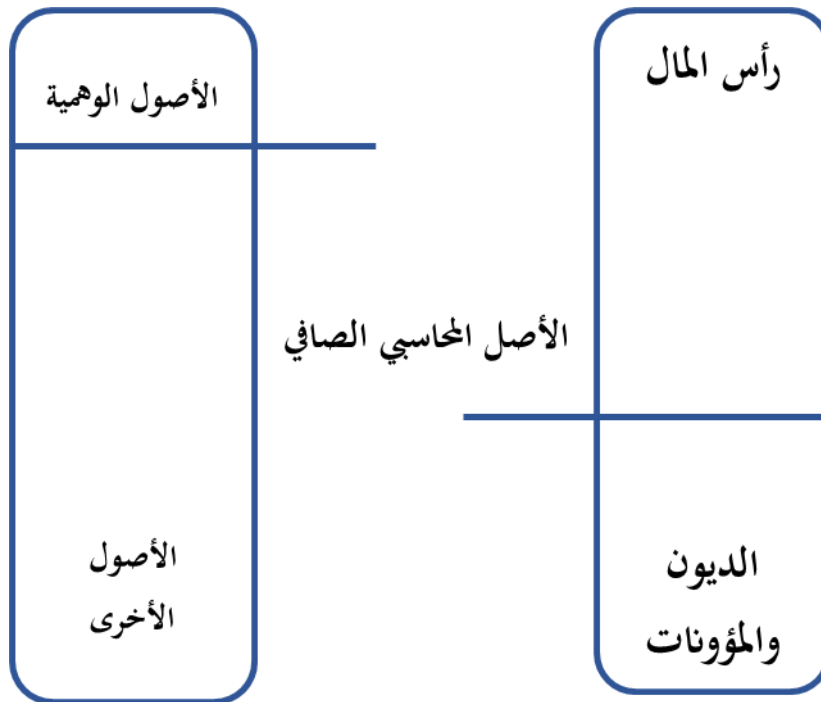
وتحسب أيضا بالطريقة التالية:

$$\text{الأصل الصافي} = \text{الأصول الحقيقية} - \text{مجموع الديون ومؤونات المخاطر}$$

$$\text{ANC} = \text{Actives reels} - \text{Dettes et provisions pour risques}$$

والشكل التالي يوضح كيفية تحديد الأصل المحاسبي الصافي:

الشكل رقم (01-02): يوضح كيفية تحديد الأصل المحاسبي الصافي



المصدر: طبشي مصطفى، إشكالية التقييم المالي وفق مقارنة التدفقات في المؤسسات الاقتصادية - حالة المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار (ENTP) للفترة 2016/2025، أطروحة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2023/2022، ص 42.

من خلال الشكل أعلاه نجد أن الأصل المحاسبي الصافي يمثل الجزء المستثمر من رأس المال فعلا. هذا الجزء يمثل ما يمكن استرجاعه من رأس المال المستثمر في شكل سيولة حقيقية في حالة التنازل أو أي شكل من أشكال تصفية المؤسسة. وتجدر الإشارة إلى أن من أجل الاقتراب من الواقع على مستوى الأصول، لابد من إزالة جميع

العناصر التي لا قيمة لها في مقابل خفض حقوق الملكية. وهذا هو الحال بالنسبة لمصاريف التأسيس باعتبارها عبئا موزعا على عدة سنوات مالية.¹

ثانيا: الأصل المحاسبي الصافي المصحح ANCC:

تقوم هذه الطريقة على المعطيات المحاسبية الخاصة بالذمة المالية للمؤسسة محل التقييم، وتعطي قيمة بالمؤسسة على أنها مجموع العناصر التي تكون الذمة المالية للمؤسسة سواء كانت مسجلة محاسبيا أم لا، معبرا عنها بالقيمة الحالية لحظة التقييم. يتم إعادة تقييم مختلف العناصر المكونة للمؤسسة وذلك للحصول على قيمة الأصول الصافية المحاسبية عد إعادة التقييم عنصر بعنصر.²

فضمن طريقة (ANCC) الفرضية القائمة هي استمرارية النشاط، فالذمة المالية الضرورية للمؤسسة تقيم على أساس قيمة الاستعمال أما بالنسبة للعناصر غير الضرورية للاستغلال فتقيم بالقيمة السوقية (مخفضين منها طبعا مصاريف البيع) مستبعدين أيضا بعض العناصر المعنوية غير القابلة لتقييم خاص (كشهرة المحل للمؤسسة مبتلعة، تكلفة الحياة لبراءات اختراع استغلت)، كما نضيف بالمقابل الآلات والمعدات المحازة عن طريق قرض الإيجار.³

وتحسب بالعلاقة التالية:

الأصل المحاسبي الصافي المصحح = الأصل المحاسبي الصافي +/- المكاسب أو الخسائر المستترة

وتحسب أيضا بالطريقة التالية:

الأصل المحاسبي الصافي المصحح = إجمالي الأصول المصححة - إجمالي الديون

ثالثا: القيمة الحسابية للأوراق المالية:

1. القيمة الرياضية الحسابية للأوراق المالية VMC: هي القيمة الدفترية والتي تمثل صافي حقوق المساهمين في الشركة بعد خصم إجمالي الخصوم من إجمالي الأصول، تعكس هذه القيمة الأساس المحاسبي الحقيقي

¹ - Albert Corhay and Mapapa Mbangala, **Fondements de gestion financière: manuel et applications**, Editions de l'ULG, 2007, p 151, sur le site: <https://books.google.dz/>, date de dernière consultation: 27/02/2025, heure 10:52.

² - طاسين عائشة، محاضرات في تقييم المؤسسات، قسم العلوم المالية والمحاسبة، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، 2024/2023، ص 67.

³ - بكاري بلخير، مداخلة بعنوان: النظام المحاسبي المالي والتقييم وفق طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، ص5.

للسهم. تستخدم هذه الطريقة في التحليل المالي لتقييم فيما كان السهم مبالغاً في تقديره أو أقل من قيمته الفعلية مقارنة بسعره السوقي، تحسب من خلال العلاقة التالية:¹

$$\text{القيمة الرياضية المحاسبية (VMC)} = \frac{\text{الأصل المحاسبي الصافي (ANC)}}{\text{عدد الأسهم}}$$

2. القيمة الرياضية الجوهرية للأوراق المالية VMI: تمثل هذه القيمة تقييماً أدق لقيمة المؤسسة من خلال تعديل القيم المحاسبية للأصول والخصوم لتعكس قيمتها الحقيقية في السوق. يتم ذلك بعد إعادة تقييم الأصول الثابتة وفقاً لقيمتها السوقية الحالية وتعديل الاستهلاكات لتتوافق تماماً مع الاستخدام الفعلي للأصول، إذ إن هذا التعديل يوفر صورة أكثر للوضع المالي للمؤسسة. وتحسب هذه القيمة من خلال العلاقة التالية:²

$$\text{القيمة الرياضية الجوهرية (VMI)} = \frac{\text{الأصل المحاسبي الصافي المصحح (ANCC)}}{\text{عدد الأسهم}}$$

الفرع الثاني: فائض القيمة GW:

تسمى هذه الطريقة بطريقة التقييم المختلطة والتي تهدف إلى تصحيح قيمة الأصول التي تم الحصول عليها من خلال صافي الأصول المصححة لمراعاة الربحية التي توفرها الأصول. تقوم هذه المقاربة على قياس المزايا المعنوية (سمعة المؤسسة، كفاءة العمال، الربح المتوقع، إلخ) التي تجوزة المؤسسة، حيث أن هذه المزايا تفسر تحقيق المؤسسة لعوائد أعلى من العوائد العادية المبررة للأصل الصافي المصحح.³ يعبر فائض القيمة Good Will عن الفائض الناتج عن الفرق بين القيمة الاقتصادية للمؤسسة والأصل الصافي المصحح بقيمته السوقية حيث أن الناتج السلبي لنفس العنصرين سيغير عن القيمة المتأكل Bad Will.⁴ كما يعبر فائض القيمة عن قدرة المؤسسة على تحقيق عوائد من منظور الاستغلال المستقبلي، حيث أن هذه الفوائض

¹ - د. مرغني وليد، مرجع سبق ذكره، ص 48.

² - نفس المرجع، نفس الصفحة.

³ - بن قندورة أشواق، مرجع سبق ذكره، ص 139.

⁴ - قنون عبد الحق، مرجع سبق ذكره، ص 31.

التي تحققها المؤسسة تركز على العوامل الداخلية والخارجية التي تساهم بشكل فعال في تعظيم الربحية في الماضي، الحاضر والمستقبل.¹

ومن أجل حساب قيمة المؤسسة بناءً على هذه الطريقة وجب إضافة الأصل المحاسبي الصافي المصحح (ANCC) إلى قيمة فائض القيمة (Good Will أو GW)، أي:

$$\text{قيمة المؤسسة} = \text{الأصل المحاسبي الصافي المصحح} + \text{فائض القيمة}$$

$$VE = ANCC + GoodWill$$

ومن أجل حساب Good Will لدينا ثلاثة طرق كالتالي:

- طريقة عائد Good Will المستحدث؛
- الطريقة الأنجلوسكسونية (الطريقة المباشرة)؛
- طريقة الممارسين (الطريقة غير المباشرة، الألمانية).

أولاً: طريقة عائد Good Will المستحدث:

تعتمد هذه الطريقة على افتراض أن الأصول غير الملموسة لا تدوم إلى الأبد (كالعلامة التجارية) والسبب في ذلك هو أن الأرباح الإضافية التي تحققها الشركة ستتناقص بمرور الوقت لعدة أسباب أبرزها المنافسة، أي أن الشركات المنافسة ستسعى للاستحواذ على جزء من السوق مما يؤدي للتراجع التدريجي للأرباح. لذلك يتم تقدير مدة استغلال GoodWill بعدد معين من السنوات تتراوح بين ثلاث إلى ثماني سنوات مع متوسط مدة خمس سنوات، إذ يعد الغرض من تقدير مدة استغلال GoodWill لتحديد الفترة الزمنية التي يُتوقع أن تحقق فيها الشركة أرباحاً إضافية.²

تُحسب قيمة GoodWill من خلال العلاقة التالية:³

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

¹ – Albert Corhay and Mapapa Mbangala, Op Cit, p 155.

²– Jean-Étienne Palard and Franck Imbert, Op Cit, p182.

³– د. مرغني وليد، مرجع سبق ذكره، ص88.

حيث:

CB: الكفاءة الربحية المحسوبة من نتائج السنتين أو الثلاث سنوات الماضية والمصححة لتأخذ في الاعتبار

الربحية المتوقعة

i: معدل العائد على أصول الاستغلال

t: معدل الاستحداث ل GW كما يرمز له (K_{GW})

AE: أصول الاستغلال، تحسب من خلال عدة طرق وهي:

- الأصل المحاسبي الصافي المصحح (ANCC)؛

- القيمة الجوهرية الاجمالية (VSB)؛

- رؤوس الأموال الضرورية للاستغلال (CPNE).

إن الفرق بين الكفاءة الربحية للشركة (CB) وربحية الأصول (i*AE) يمثل عائد Good Will ويسمى

.Rent_{GW}

ثانيا: طريقة الأنجلوسكسونية:

بموجب هذه الطريقة فإن قيمة فائض القيمة GW يتم تقييمها على أساس الفرق بين صافي ربح المؤسسة والعوائد المحصل عليها من توظيف الأموال الضرورية بمعدل خالي من الخطر لمدة غير منتهية وتعطى بالعلاقة التالية:¹

$$GW = \frac{(CB - i * ANCC)}{t}$$

ثالثا: طريقة الممارسين

تسمى أيضا بالطريقة غير المباشرة وتسمى بطريقة المطبقين (Méthode des Praticiens) أو بالطريقة الألمانية (Méthode Allemande)، يقوم أصحاب هذه الطريقة بحساب فائض القيمة (GW) انطلاقا من القيمة الاجمالية حيث يعتبرون بأن فائض القيمة يمثل الفرق بين القيمة الاجمالية للمؤسسة وقيمة أصولها الصافية المصححة، والفرق بين قيمتها الاجمالية وقيمتها الجوهرية، وتحسب وفقا للعلاقة التالية:²

¹ - عبد الحق قنون، مرجع سبق ذكره، ص32.

² - بكاري بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع الحروقات في الجزائر -دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار (ENSP)، مرجع سبق ذكره، ص ص 130 131.

$$GW = \frac{1}{2i} (B - (i * ANCC))$$

$$GW = \frac{(VR - ANCC)}{2}$$

حيث:

i: معدل الفائدة من دون مخاطر

B: الربح الصافي المصحح

VR: قيمة العائد أو قيمة المؤسسة ككل.

المطلب الثاني: التقييم وفق أساليب الاستحداث

يتناول هذا المطلب طرق التقييم المعتمدة على أساليب الاستحداث أو التحيين وهو مصطلح نقصد به نقل مبلغ معين من المستقبل إلى الحاضر بواسطة معدل الخصم (t). حيث سوف نتطرق إلى استحداث الربحية والتوزيعات من خلال الفرع الأول من ثم استحداث تدفقات الخزينة المستقبلية DCF من خلال الفرع الثاني.

الفرع الأول: استحداث الربحية والتوزيعات:

تحتوي على طريقتين هما طريقة العائد وطرق القيمة المالية.

أولاً: طريقة العائد (المردودية)

تعتبر المردودية ذلك المقياس النقدي لكفاءة الوسائل البشرية والمالية الموضوعة للعمل من خلال عملية اقتصادية معينة فهي تسمح لنا بمقارنة النتائج مع الوسائل المستخدمة. تعتمد هذه الطريقة في تحديدها لقيمة المؤسسة على استحداث (تحيين) متوسط الربح المتوقع بمعدل استحداث معين وهي تعتبر من الطرق الأكثر استعمالاً من طرف الخبراء، وتحسب من خلال العلاقة التالية:¹

$$VR = \sum_{i=1}^n \frac{B}{(1+t)^n}$$

حيث:

VR: قيمة العائد أو قيمة المؤسسة ككل

B: متوسط الربح لثلاث سنوات الأخيرة (متوسط الربح الجاري الصافي، متوسط الربح الصافي المعدل،... الخ)

t: معدل الخصم

¹ - بكاري بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر - دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار (ENSP)، مرجع سبق ذكره، ص 89.

n: عدد سنوات الاستحداث.

ثانيا: طرق القيمة المالية:

نميز بين طريقتين أما الأولى فهي طريقة Irving Fisher أما الطريقة الثانية طريقة GORDON SHAPIRO، هما: ¹

1. طريقة Irving Fisher: حسب فيشر إن للدخل (الإيرادات) مصدرين وظفهما في الصيغة التالية:

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{Div_i}{(1+t)^i} + \frac{P_n}{(1+t)^n}$$

حيث:

V_0 : قيمة المؤسسة

Div_i : ربح السهم للسنة i (التوزيعات النقدية)

P_n : سعر بيع السهم في نهاية السنة n.

هذه الصيغة لا يزال من الصعب استخدامها بسبب صعوبة تقدير قيم أرباح الأسهم الموزعة لكل سنة، إضافة إلى صعوبة تحديد سعر التنازل عن السهم في نهاية السنة n. ولتجاوز هذه الصعوبات نفترض أن الفترة (n) تؤول إلى $+\infty$ مما يجعل قيمة (Pn) تتلاشى وتصبح المعادلة على النحو التالي:

$$V_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{Div_i}{(1+t)^i}$$

ولتجاوز الانتقادات والنقائص التي شابت نموذج (I. FISHER) ويهدف التبسيط وضمان الدقة تمكن (GORDON SHAPIRO) وغيره من تطوير نماذج أخرى مرضية يسهل اعتمادها.

2. طريقة GORDON SHAPIRO: نموذج (GORDON SHAPIRO) أو ما يسمى النمو الدائم،

وهو نموذج مطور لنموذج فيشر، يحمل اسم مؤلفيه GORDON و SHAPIRO تم طرحه لأول مرة سنة 1956. يركز هذا النموذج على نموذج فيشر من خلال تقديم عدد معين من الفرضيات التي تجعل من الممكن الحصول على تقدير دقيق لقيمة السهم وبالتالي قيمة المؤسسة ككل. حيث يعتمد على مبدأ أن

¹ - طبشي مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص من 95 97.

سعر السهم هو مجموع تدفقات الأرباح المستقبلية الناتجة عن المؤسسة مخصومة بمعدل العائد المطلوب من المساهمين. وتحسب وفقا للعلاقة التالية:

• مع معدل نمو:

$$V_0 = \frac{Div}{t-g}$$

ملاحظة: يشترط أن تكون $g < t$ وتسمى بمعاداة النمو الثابت.

• دون معدل نمو: تحسب بالعلاقة التالية:

$$V_0 = \frac{Div}{t}$$

الفرع الثاني: استحداث تدفقات الخزينة المستقبلية DCF:

تعتمد هذه الطريقة على قدرة المؤسسة على التنبؤ بالتدفقات المالية المستقبلية وخصمها للوقت الحاضر بمعدل خصم معين. هذا المعدل يعكس تكلفة الفرصة لرأس المال المستثمر، إضافة إلى أن هذا المعدل يأخذ في الاعتبار المخاطر التي قد تواجه المؤسسة عند توليد هذه التدفقات.¹ تحسب قيمة المؤسسة باستخدام هذه الطريقة من خلال العلاقة التالية:²

$$VE = \sum_{i=1}^n \frac{FCFi}{(1+t)^i} + \frac{VT}{(1+t)^i}$$

حيث:

VE: قيمة المؤسسة

FCFi: تدفق الخزينة المتاح للسنة i

n: فترة الاستحداث

t: معدل الخصم (الاستحداث)

VT: القيمة النهائية للشركة، وتحسب من خلال العلاقة التالية: $VT = \frac{FCFn}{t-g}$

¹ - Tim Koller et al, **Valuation Measuring and Managing the Value of Companies**, University Edition, fourth Edition, p50.

² - Machrouhi, **L'évaluation des entreprises**, p 09.

المطلب الثالث: التقييم وفق قدرة المؤسسة على إنشاء القيمة:

سوف نتطرق من خلال هذا المطلب إلى تعريف القيمة المضافة ثم التطرق إلى أهم مؤشري خلق القيمة للمساهمين وهما مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ومؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA).

الفرع الأول: تعريف القيمة المضافة: تعد القيمة المضافة مقياساً للثروة التي يمكن أن تستمد بسهولة من الأعداد المحاسبية المنشورة، وهي تمثل العائد الإجمالي للشركة المكتسب بواسطة جميع مقدمي رأس المال، بالإضافة للموظفين والحكومة.¹

الفرع الثاني: مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA:

سوف نتطرق من خلال هذا العنصر إلى التعريف بهذا المؤشر والتعديلات المقترحة لاحتسابه إضافة إلى مزايا وأهمية هذا المؤشر من ثم التطرق إلى خطوات احتسابه.

أولاً: مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة EVA:

• القيمة الاقتصادية المضافة هي أحد المقاييس التي تُقَدَّر الأرباح الاقتصادية للشركات، وبالتالي تتجاوز الأرباح المحاسبية.² إذ يعد مكتب الاستشارة (Joe Stern & G.Bennett Stewart) أول من قام بتقديم مفهوم للقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في أواخر الثمانينيات، حيث عرفها بأنها: "طريقة لقياس القيمة الاقتصادية للشركة بعد احتساب تكلفة رأس المال بما في ذلك تكلفة الديون وتكلفة حقوق الملكية. حيث أن (EVA) في جوهرها تعكس القيمة الزائدة التي تم إنشائها من الاستثمار"³، حيث يهدف هذا المفهوم إلى تعظيم الفرق بين العائد على رأس المال المستثمر وتكلفة رأس المال، مما يساعد المديرين على تحسين استخدام الأصول وزيادة ثروة المساهمين.⁴

¹ - حكيم حمود فليح الساعدي، مرجع سبق ذكره، ص 391.

² - Smita Kashiramka and al, "Economic Value Added As A Measure Of Performance: Evidence From India", Business Analyst, Vol 35, N 02, 10/2014, 03/2015, India, p 02.

³ - Nicolae Sichigea, Laura Vasilescu, " Economic Value Added And Market Value Added - Modern Indicators For Assessment The Firm's Value", Economy Series, Special Issue ECO-TREND-Performance, Competitiveness, Creativity, University of Târgu Jiu, CRAIOVA, 2015, p489.

⁴ - Gabriela Chmelfíková, "Economic Value Added versus Traditional Performance Metrics in the Czech Food-Processing Sector", International Food and Agribusiness Management Review, Volume11, Issue 4, 2008, Mendel University of Agriculture and Forestry Brno, Czech Republic, p50.

- أما (Samady et al., 2010) عرف القيمة الاقتصادية المضافة بأنها: "إحدى الأدوات المستخدمة لتقويم الأداء والتي تركز على أهمية تحقيق أرباح تفوق تكلفة رأس المال ومن ثم فهي لا تعد مقياساً للأداء بل تمثل هيكلًا متكاملًا للإدارة المالية".¹
- كما عرفها باحثون بأنها: "نوع خاص من حساب الدخل المتبقي، والدخل المتبقي يمثل قياساً محاسبياً للدخل مطروحا منه العائد المحاسبي المطلوب لقياس الاستثمار ويساوي الدخل - (معدل العائد المطلوب × الاستثمار)".²
- وعرفت أيضا على أنها: "مقياس لأداء التشغيل الجاري وهو يمثل الدخل المتبقي بعد حصول المستثمرين على الحد الأدنى من العائد المطلوب الذي يعرضهم عن المخاطر التي يواجهونها نتيجة استثمار أموالهم في الوحدة".³
- وبالتالي يمكن القول بأن القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) هي مقياس للأداء المالي يُستخدم لتحديد القيمة الحقيقية التي تولدها الشركة لمساهميها. وتُحسب من خلال طرح تكلفة رأس المال المستخدم (WAAC أو CMPC) من صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب (NOPAT)."

ثانيا: التعديلات المقترحة لاحتساب القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):

- اقترح Stewart & Stern أكثر من 160 تعديلا يتم إجراؤه على الأرباح المحاسبية ورأس المال المستثمر وذلك تحقيقا لمجموعة من الأهداف لتقريب القيم المحاسبية من القيم الاقتصادية الحقيقية، من هذه الأهداف:⁴
1. التأكد من أن رأس المال المسجل في الدفاتر يعكس التكلفة الكلية للاستثمار في أصول التشغيل؛
 2. الحد من إتباع الاتجاه المتحفظ في المحاسبة وما يطلق عليها بسياسة الحيطه والحذر ومن بين التعديلات والإجراءات التي اقترحها (Stewart & Stern) نذكر منها:
- معالجة الفروق الضريبية؛
 - الفائض الناجم عن استخدام مبدأ الوارد أخيرا الصادر أولا Lifo؛

¹ - د. علي محمد علي الصياد، "أثر جودة التقرير المالي واختيار مراقب الحسابات على تعظيم قيمة المنشأة من منظور المساهمين -دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، قسم المحاسبة والمراجعة، المجلد 04، العدد 03، سبتمبر 2020، جامعة الإسكندرية، مصر، ص 15.

² - مقبل علي أحمد علي، دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقويم أداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها -دراسة تطبيقية، أطروحة دكتوراه، جامعة الموصل، حلب، سوريا، ص 04.

³ - نفس المرجع.

⁴ - بن مراد زينب، مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في تقييم الأداء المالي لمؤسسات القطاع الخاص بالجزائر -دراسة حالة مؤسسة NCA ROUIBA، أطروحة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2013/2014، ص 07.

- معالجة اهتلاك شهرة المحل؛
- رسملة الموجودات غير الملموسة مثل (نفقات البحث والتطوير).

وهناك تعديلات أخرى تخص التضخم والمشروعات المشتركة وترجمة العملة ونماذج السداد المؤجلة والتأجير التشغيلي ومخصص الديون المشكوك فيها ومخصصات الضمان.

ثالثاً: مزايا وأهمية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة:

سوف نستعرض من خلال هذا العنصر مختلف مزايا وأهم العناصر التي تميز هذا المؤشر

1. مزايا القيمة الاقتصادية المضافة: تتمتع هاته القيمة بعدة مزايا يمكن توضيح أهمها من خلال التالي:¹

- أداة لمساعدة الإدارة وأصحاب المصالح الآخرين على فهم رسوم رأس المال: طُورت (EVA) على عكس المقاييس التقليدية للأرباح من أجل مساعدة المديرين على دمج مبدئين أساسيين للتمويل في اتخاذ القرار وهما تعظيم ثروة المساهمين وتوقعات المستثمرين التي تختلف عن تكلفة رأس المال.
- أداة لتحسين حوكمة الشركات: إذ يؤدي استخدام (EVA) إلى تحسين الحوكمة المالية للشركات، بمعنى أنها تحفز المدير على التخلص من الأنشطة المدمرة للقيمة، والاستثمار فقط في تلك المشاريع التي من المتوقع أن تعزز قيمة ثروة المساهمين.
- تقنية إدارية: تعد (EVA) تقنية إدارية متفوقة على تقنيات التخطيط والمراقبة الأخرى، وترتكز على خدمة الإدارة للتعرف على تكلفة حقوق الملكية بدقة وأخذ هذه التكلفة في الاعتبار في جميع القرارات.
- أداة لمساعدة المستثمرين: تعمل على مساعدة المستثمر في اتخاذ قرارات حاسمة بشأن استثماره. إذ تعد (EVA) شرطاً مسبقاً للاستثمار في الشركة، إذ يتطلب من المستثمر القيام به قبل الدخول في الاستثمار كونها تمنح المستثمر فكرة عادلة عن قيمة العوائد التي ستقدمها الشركة.
- أداة لتحسين الميزة التنافسية: على المدى الطويل تلتزم (EVA) بتحسين الميزة التنافسية والقدرات التنظيمية والقدرات المالية، وعليه تساعد على دعم الرقابة المصرفية وتقييم مخاطر المصارف وضمان كفاية رأس المال، فضلاً عن استخدامها لدعم وتحفيز متخذي القرار على تحسين أداء المصارف.

¹ - د. سطم صالح حسين، سجي عبد الكريم علي، "مواجهة القصور في مؤشرات المحاسبة التقليدية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة"، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 18، العدد 60، الجزء 02، 2022/12/31، ص 07.

2. أهمية القيمة الاقتصادية المضافة: يلعب هذا المقياس دوراً هاماً في عملية تقييم المؤسسات، وتكمن هذه الأهمية في النقاط التالية:¹

- يوضح هذا المعيار التحسن المستمر والفعلي لثروة المساهمين؛
- مقياس حقيقي للأداء المالي والإداري؛
- معيار لنظام الحوافز والتعويضات لمسيرى الشركات؛
- معيار لقياس النمو الحقيقي لربحية الشركة في المدى الطويل؛
- مؤشر لتعظيم سعر السهم في السوق المالي؛
- تعتبر وسيلة لسد الفجوات التي تحدثها المبادئ المحاسبية؛
- وسيلة للحد من مشكلة الوكالة من خلال تقريب اهتمامات المدراء وحملة الأسهم؛
- أداة للمفاضلة بين الفرص الاستثمارية المتوقعة؛
- أداة لتقييم عملية اتخاذ القرارات الإدارية والمالية؛
- معيار يخلق لغة مشتركة لجميع العاملين في الشركة في مجال الرقابة والمتابعة.

رابعا: خطوات حساب القيمة الاقتصادية المضافة: يستخدم مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لتحديد الربحية الصحيحة التي تحققها الوحدة من أجل تحقيق أفضل قيمة لحملة الأسهم، وحساب القيمة الاقتصادية المضافة هناك خمس خطوات رئيسية:

- الاطلاع ومعاينة البيانات المالية للوحدات: ونستطيع الحصول على هذه البيانات بالاعتماد على القوائم المالية، وفي أغلب الأحيان يتم أخذ البيانات المالية لسنتين لإجراء عملية القياس؛
- تحديد رأس مال المؤسسة: إن المبادئ المحاسبية المقبولة قبولاً عاماً كثيراً ما تضلل في وصف الوضع المالي الحقيقي للمؤسسة؛
- التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال CMPC (تكلفة رأس المال): هي المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، حيث تعرف على أنها المردودية الأدنى الواجب تحقيقها من مشروع استثماري والذي يسمح بتغطية معدل المردودية المفروض من قبل ممولي المؤسسة المساهمين (الأموال الخاصة CP) والدائنين (تكلفة الاستدانة

¹ - د. زيدي البشير، "تحليل الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة _دراسة حالة مجمع صيدال للسنوات 2012/2015"، مجلة الدراسات المالية والاقتصادية، العدد 10، الجزء 03، 03/09/2017، جامعة حمة لخضر الوادي، الجزائر، ص192.

(D). وتعتبر تكلفة رأس المال عنصر مهم في المجال المالي فهي المعيار الأمثل للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية والمحدد الرئيسي لقيمة المؤسسة؛¹
ويتم حسابها وفقا للعلاقة التالية:²

$$CMPC = K_D \left(\frac{D}{D+CP} \right) + K_{CP} \left(\frac{CP}{D+CP} \right)$$

حيث:

CMPC: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال

K_D: تكلفة الاستدانة

K_{CP}: تكلفة الأموال الخاصة

D: الديون

CP: الأموال الخاصة

- حساب صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة: NOPAT يقصد به نتيجة الاستغلال بعد الضريبة أو النتيجة المالية الحالية من أثر الاستثمار أو التمويل؛³
- حساب القيمة الاقتصادية المضافة: هناك طريقتان حساب القيمة الاقتصادية المضافة، هما:

$$\begin{aligned} & \text{القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)} = (\text{العائد على رأس المال المستثمر ROIC} - \text{تكلفة رأس المال CMPC}) \times \text{رأس المال المستثمر CI} \\ & \text{القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)} = \text{صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب NOPAT} - (\text{تكلفة رأس المال CMPC} \times \text{رأس المال المستثمر CI}) \end{aligned}$$

$$\text{العائد على رأس المال المستثمر ROIC} = \frac{(1-IS) \times \text{مردودية الاستغلال}}{\text{رأس المال المستثمر}}$$

¹ - بن مراد زينب، مرجع سبق ذكره، ص - ص 76.

² - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص 387.

³ - بن مراد زينب، مرجع سبق ذكره، ص 7.

حيث أن:

رأس المال المستثمر = الأموال الخاصة + الديون / أو الأصول الاقتصادية = مجموع الأصول الثابتة + الاحتياج

في رأس المال العامل BFR

- في صيغة EVA، لا يتم تقدير رأس المال المستثمر في تاريخ محدد ولكن على مدى فترة عن طريق حساب متوسط رأس المال المستثمر بين بداية ونهاية السنة المحاسبية، وتحسب وفقا للعلاقة التالية: CI المتوسط =

$$\frac{\text{الثاني CI} + \text{الأول CI}}{2}$$

خامسا: التقييم وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):

يتم تقدير قيمة المؤسسة من خلال مؤشر (EVA) من خلال العلاقة التالية:¹

$$VE = CI_0 + \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1+CMPC)^i} + \frac{VR_n}{(1+CMPC)^n}$$

حيث:

$$VR_n = \frac{EVAn}{CMPC}$$

الفرع الثالث: مؤشر القيمة السوقية المضافة MVA:

يتناول هذا العنصر التعريف بمؤشر القيمة السوقية المضافة، حسابها، تفسير نتائج هذا المؤشر، من ثم عرض

أهم إيجابيات هذا المؤشر.

أولا: مفهوم القيمة السوقية المضافة MVA: رغم تعدد تعريفات هذا المؤشر إلا أن جوهرها يظل واحدا،

ومن بين هذه التعريفات ما يلي:

• هي عبارة عن الفرق بين القيمة السوقية (الديون، الأموال الخاصة) ورأس المال المستثمر أو هي عبارة عن القيمة

الحالية لمجموع القيم الاقتصادية المضافة المستقبلية، وتعتبر معيار للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية حيث يتم

اختيار المشاريع التي تحقق MVA موجبة ويقاس هذا المؤشر الثروة التي تخلقها المؤسسة.²

¹ - مرغني وليد، مرجع سبق ذكره، ص 107.

² - د. محمد زرقون، أ. عمر الفاروق زرقون، "فاعلية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية مقارنة بالمؤشرات التقليدية- دراسة حالة مجمع المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار ENSP للفترة 2012/2009"، دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 5، العدد 02، جوان 2014، جامعة الأغواط، الجزائر، ص 38.

- تعرف القيمة السوقية المضافة بأنها الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية، وتعطي تقييماً شاملاً لأداء المؤسسة منذ نشأتها وحتى تاريخ قياس قيمتها السوقية، ويتم تقديرها من خلال الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الاسمية للسهم مضروباً في عدد الأسهم، وتعكس مدى قدرة الإدارة على تعظيم ثروة المساهمين.¹
- تعرف القيمة الاقتصادية المضافة على أنها: الفرق بين القيمة السوقية لحقوق الملكية التي يوفرها المستثمرون، إذ تعتبر أداة مهمة في خلق القيمة للمساهمين من خلال الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية للسهم.²
- من خلال ما سبق يمكن القول أن: "القيمة السوقية المضافة هي عبارة عن مقياس مالي يُستخدم لتقييم أداء الشركة من خلال قياس الفرق بين القيمة السوقية لرأس المال المستثمر (القيمة السوقية للأسهم والديون) والقيمة الدفترية لرأس المال المستثمر. وبعبارة أخرى هي عبارة عن القيمة الحالية لمجموع القيم الاقتصادية المضافة المستقبلية".
- ثانياً: حساب القيمة السوقية المضافة MVA:** يوجد طريقتان لحساب مؤشر القيمة السوقية المضافة هما:³
- الطريقة الأولى: طريقة تعتمد على بيانات سوق الأسهم: يقوم الحساب بافتراضين:

- حالة توافر القيمة السوقية للديون:

$$MVA = \text{القيمة في سوق الأسهم للديون والأسهم} - \text{القيمة المحاسبية للديون والأسهم}$$

- حالة عدم توفر القيمة السوقية للديون:

$$MVA = \text{قيمة الرملة في سوق الأسهم} - \text{القيمة المحاسبية للأسهم (القيمة الاسمية)}$$

ثالثاً: تفسير القيمة السوقية المضافة MVA: نميز بين حالتين هما:⁴

1. قيمة MVA إيجابية: تشير القيمة الإيجابية إلى أن الشركة قد خلقت ثروة حقيقية لمساهميها، حيث تكون القيمة السوقية للشركة أكبر من القيمة الدفترية لإجمالي رأس المال المستخدم في العمل.

¹ - بن مراد زينب، مرجع سبق ذكره، ص 09.

² - د. محمد يزيد صالح، د. عبد العزيز قتال، "تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لسهم أليانس للتأمينات"، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 07، العدد 02، 2020/05/11، جامعة أم البواقي، الجزائر، ص 715.

³ - مرغني وليد، مرجع سبق ذكره، ص 108.

⁴ - رومل حياة، حاب الله الشريف، مرجع سبق ذكره، ص 141.

2. قيمة MVA سلبية: عندما تكون القيمة السوقية للشركة أقل من رأس المال الذي استثمره المساهمون وأصحاب السندات، فهذا يعني أن مديري الشركة قد دمروا رأس المال وأهدروا ثروة المساهمين.

رابعاً: إيجابيات القيمة السوقية المضافة MVA: يميز هذا المؤشر العديد من المميزات نذكر منها:¹

1. تضع معايير عادلة لتحديد الرواتب والمكافآت والأجور التشغيلية؛
2. تساعد على الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة في الشركة؛
3. تتفوق في تحديد القيمة المستقبلية للتدفقات النقدية بتركيزها على تكلفة رأس المال وحق الملكية للمستثمر؛
4. تركز على مؤشرات مهمة تساهم في إعداد الموازنات التخطيطية واتخاذ القرارات الاستراتيجية؛
5. توفر بيانات ذات مصداقية عالية مقارنة بالبيانات المحاسبية التاريخية.

الفرع الثالث: العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشر القيمة السوقية المضافة:

إن العلاقة بين هاذين المؤشرين تكمن في كونهما مؤشرين ماليين يقيسان أداء الشركة من منظور خلق القيمة للمساهمين، سوف نحاول توضيح العلاقة بينهما في النقاط التالية:

- يعد EVA مقياس يقيس الأداء الداخلي للشركة من خلال معرفة ما إذا تحقق عوائد أعلى من تكلفة رأس المال، بينما تقيس MVA القيمة المضافة من وجهة نظر المستثمرين، أي الفرق بين القيمة السوقية ورأس المال المستثمر. وتجدد الإشارة إلى أن الشركات التي تحقق EVA إيجابية يمكن أن تزيد من قيمة MVA، مما يعني أن الأداء المالي الجيد داخلياً قد يؤدي إلى تحسين القيمة السوقية للشركة. ومع ذلك لا توجد علاقة مباشرة بين EVA وMVA، حيث قد تتأثر قيمة MVA بعوامل خارجية مثل تقلبات السوق وسلوك المستثمرين.²

- يعد EVA أفضل مقياس في شرح MVA فهو يركز على قدرة الشركة لتحقيق عوائد أعلى من توقعات المساهمين. وعليه لا تعمل كمقياس للأداء المالي فحسب، لكن تعد أيضاً حجر الزاوية في تطوير الاستراتيجية وعملية التنفيذ التابعة للشركة. إذ يعمل EVA كإطار تحليلي لتقييم البدائل، وأداة تقييم فعلية وتسريع عملية اتخاذ القرار وتعزيز العمل الجماعي.³

¹ - نفس المرجع، نفس الصفحة.

² - Khoirina Azfiani، **Menggunakan Pendekatan Metode Economic Value Added (EVA) Market Value Added (MVA) DAN Financial Value Added (FVA)**، Terdaftar di Jarkarata Islamic Indeks periode 2015-2017، Universitas Islam, NIGERI, 2019, p84.

³ - د. سطم صالح حسين، سجي عبد الكريم علي، مرجع سبق ذكره، ص08.

إن العلاقة بين القيمتين السوقية المضافة والاقتصادية المضافة تتمثل في كون القيمة الاقتصادية المضافة هي المؤشر الذي يقوم بالربط بين أرباح المؤسسة وتكلفة رأس المال في حين أن القيمة السوقية المضافة ما هي إلا القيمة الاقتصادية المضافة المستقبلية المتوقعة.¹

¹ - أيمن أسماء، ص 34.

المبحث الثالث: عرض الدراسات السابقة مناقشتها

تنوعت الأبحاث العلمية والدراسات الأكاديمية التي عالجت موضوع الدراسة، واختلفت في مناهج وطرق البحث وفي الأدوات المستخدمة في المعالجة والتحليل، سنحاول من خلال هذا المبحث أن نستعرض الدراسات السابقة ذات العلاقة بالدراسة الحالية، ومن ثم نتطرق إلى المقارنة بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة من خلال توضيح أوجه التشابه وأوجه الاختلاف بين الدراستين.

المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية

سوف نتناول من خلال هذا المطلب الدراسات السابقة لكل متغير على حدة.

الفرع الأول: الدراسات ذات العلاقة بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

1. دراسة د. سطم صالح حسين وسجى عبد الكريم علي، بعنوان: "مواجهة القصور في مؤشرات المحاسبة

التقليدية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة" سنة 2022

هدفت هذه الدراسة بشكل أساسي إلى استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لمواجهة أوجه القصور في مؤشرات المحاسبة التقليدية والتي تم انتقادها بسبب عجزها عن قياس أداء الشركات بدقة، وقد كان ذلك من خلال محاولة الإجابة على الإشكالية الرئيسية المتمثلة فيما يلي: هل يمكن استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لمواجهة أوجه القصور في مؤشرات المحاسبة التقليدية؟، وقد تمت معالجة الموضوع من خلال مباحث نظرية، حيث تم التطرق أولاً إلى القيمة الاقتصادية المضافة من خلال تعريفها وتقديم دوافع متعددة للتحويل إلى مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، كذلك عرض أهداف وأهمية ومزايا وعيوب هذا المؤشر، كما وتقديم أهم ما يميز مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس التقليدية من خلال إجراء مقارنة بينهما. ثم تم عرض كل من الاستنتاجات والتوصيات التي تم التوصل إليها من خلال هذا البحث من خلال العنصر الثاني. يعتمد هذا البحث على منهج أساسي من مناهج البحث العلمي وهو المنهج الوصفي، إذ اعتمد الباحثان على الأدبيات المحاسبية المتعلقة بموضوع البحث لاسيما ما يتعلق منها بالجانب النظري.

توصلت هذه الدراسة إلى أن النماذج التقليدية تعاني من قصور إذ أنها لا تعتمد على قيم محاسبية حقيقية تنتج عن عمليات مالية وإنما ناتجة عن قرارات إدارية، كذلك عدم وجود نموذج ملائم وذو دقة عالية في تفسير التغيرات التي تحدث على أسعار الأسهم. وعليه أوصت الدراسة على تطبيق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة إذ يعمل كمقياس حديث لنجاح الشركات ذلك لأنه يتماشى بشكل وثيق مع متطلبات تعظيم ثروة المساهمين.

2. دراسة د. محمد محمود هاشم درويش، بعنوان: "تقييم الأداء المالي لشركات التأمين باستخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA - دراسة تطبيقية على شركات التأمين المدرجة ببورصة الأوراق المالية المصرية" سنة 2022

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار مدى فعالية استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في تقييم الأداء المالي لشركات التأمين المصرية المدرجة في البورصة، وقد كان ذلك من خلال محاولة الإجابة على الاشكالية الرئيسية التالية: هل يمكن تقييم الأداء المالي لشركات التأمين باستخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA؟ وقد تمت معالجة الموضوع من خلال شقين أحدهما نظري وآخر تطبيقي، ففي الجانب النظري قد تم التطرق إلى الأداء المالي في شركات التأمين إضافة إلى القيمة الاقتصادية المضافة، أما في الجانب التطبيقي فقد تم التطرق إلى دراسة العلاقة بين المتغيرات باستخدام الاختبارات الاحصائية، باستخدام المنهجين الاستقرائي والتطبيقي. تمثلت أداة الدراسة في دراسة حالة أجريت على شركتي المهندس للتأمين والدلتا للتأمين، بالاعتماد على القوائم المالية المنشورة، للفترة (2014-2020).

توصلت الدراسة إلى أن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة أثبتت فعاليته كأداة لتقييم الأداء المالي لذا يمكن اعتباره مدخلا ملائما لتقييم الأداء المالي في شركات تأمينات الممتلكات والمسؤولية المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية.

3. دراسة قديد عبد الحفيظ، بن عيسى بن علي، بعنوان: "القيمة الاقتصادية المضافة كأداة للتخطيط المالي الاستراتيجي للمؤسسات الاقتصادية"، سنة 2023

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تحسين الأداء المالي وكذلك إبراز الدور الذي تلعبه القيمة الاقتصادية المضافة من أجل مساعدة المؤسسات الاقتصادية في بناء خطتها الاستراتيجية لتحقيق أهدافها المسطرة، وقد كان ذلك من خلال محاولة الإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية: ما مدى مساهمة القيمة الاقتصادية المضافة في رسم خطط استراتيجية للمؤسسة الاقتصادية لتحسين أدائها المالي؟، وقد تمت معالجة الموضوع من خلال شقين نظري وتطبيقي حيث تم التطرق في الجانب النظري إلى مفاهيم حول الأداء المالي وتقييمه ومفهوم القيمة الاقتصادية وأهميتها وكيفية حسابها بالإضافة إلى مفاهيم حول الاستراتيجية والتخطيط المالي، أما في الجانب التطبيقي فقد تم الاعتماد على ميزانيات وحساب النتائج من أجل معرفة الدور الذي تقدمه القيمة الاقتصادية المضافة (EVA). باستخدام المنهج الوصفي التحليلي. تمثلت أداة الدراسة في دراسة حالة أجريت على مجمع صيدال بالاعتماد على التقارير المالية.

تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة لها دور كبير في صنع القرارات المالية كما تعد من المقاييس الداخلية لقياس أداء تحقيق الثروة. فضلا عن ذلك تتمثل مساهمة القيمة الاقتصادية المضافة في رسم خطط استراتيجية للمؤسسة من خلال ما تقدمه من نتائج دقيقة على الأداء المالي للمؤسسات ومن خلال النتائج التي يقدمها هذا المؤشر.

4. مقبل علي أحمد علي، بعنوان: دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملية لأدوات تقييم أداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها -دراسة تطبيقية-

تهدف هذه الدراسة إلى بيان مفهوم نموذج القيمة الاقتصادية المضافة كمدخل أساسي جديد للقياس المالي ودوره في تحقيق القيمة لحملة الأسهم، وقد كان ذلك من خلال محاولة الإجابة على الإشكالية الأساسية للدراسة وهي: هل يعتبر نموذج القيمة الاقتصادية المضافة أداة مكملية لأدوات تقييم أداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها؟ وقد تمت معالجة الموضوع من خلال شقين نظري وتطبيقي ففي الجانب النظري تم التطرق إلى مفهوم وطبيعة نموذج القيمة الاقتصادية المضافة لقياس وتقييم الأداء والفرق بينها وبين مقاييس الأداء التقليدية والتعديلات والتسويات المقترحة لاحتساب (EVA) أما في الجانب التطبيقي تم التطرق إلى خطوات حساب القيمة الاقتصادية المضافة، باستخدام المنهج الوصفي والمنهج التطبيقي. تمثلت أداة الدراسة في دراسة حالة أجريت على أحد الشركات الصناعية الالكترونية بالاعتماد على البيانات المالية للسنتين (2007-2008).

خلصت الدراسة إلى أن حدوث أي تغير في قيمة الوحدة يرجع إلى تغير القيمة الاقتصادية المضافة لها فضلا عن ذلك بالإمكان استخدام القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير تغيرات قيمة الوحدة وعوائد أسهمها بصورة أفضل من المقاييس المحاسبية التقليدية.

5. دراسة ضامن وهيبة، بعنوان: دور القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة مجمع صيدال، سنة 2007-2008

هدفت هذه الدراسة إلى إظهار أهمية المعايير الحديثة بصفة عامة وأهمية ودور مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) بصفة خاصة في تقييم الأداء المالي السليم للمؤسسة، وقد كان ذلك من خلال محاولة الإجابة على الإشكالية الأساسية للدراسة والمتمثلة فيما يلي: إلى أي مدى يمكن الاعتماد على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في تقييم الأداء المالي للمؤسسة، خاصة في ظل التوجه الحديث للإدارة المالية المعتمد على التقييم الاقتصادي للمؤسسة بدل التقييم المحاسبي؟، وقد تمت معالجة الموضوع من خلال شقين أحدهما نظري وآخر تطبيقي

ففي الجانب النظري تم التطرق من خلال الفصل الأول إلى مفهوم ومقاييس خلق القيمة والعوامل المؤثرة في قيمة المؤسسة، إضافة إلى مفاهيم عامة حول الأداء المالي وتقييمه من خلال الفصل الثاني، والفصل الثالث تناول القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والعناصر المكونة لها وطريقة حسابها أما في الجانب التطبيقي تم التطرق إلى تقييم الأداء المالي لمجمع صيدال بين الأساليب الكلاسيكية ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، بإستخدام المنهج الوصفي والمنهج التحليلي. تمثلت أداة الدراسة في دراسة حالة أجريت مجمع صيدال بالاعتماد على القوائم المالية للفترة (2004-2006).

خلصت الدراسة إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) تعتبر من المداخل القليلة التي تقيس خلق القيمة في تاريخ محدد، بينما هناك طرق شتى لا تؤدي نفس الغرض إلا من خلال إجراء تقييمين متتاليين ومن ثم المقارنة بينهما لمعرفة قدرة المؤسسة على خلق القيمة من عدمها. كما أكدت الدراسة أنه إذا طبقت القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) كما يجب ستحقق الانسجام بين مصالح حاملي الأسهم ومصالح المديرين، مما يضع حدا لصراع المصالح الذي لطالما كانت له عواقب وخيمة على المؤسسات، ذلك أنها تهدف إلى مكسب اقتصادي حقيقي وهو قياس أداء المؤسسة بعيدا عن كل تلك الممارسات غير السوية أو حتى التلاعب الفاضح بالأرقام.

الفرع الثاني: الدراسات ذات العلاقة بمؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA)

1. دراسة محمد نواف عابد، بعنوان: "أثر الإفصاح غير المالي على مؤشرات القيمة السوقية -دراسة تطبيقية على قطاعي البنوك والتأمينات في بورصة فلسطين"، سنة 2019

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر الإفصاح غير المالي على مؤشرات القيمة السوقية للوحدة الاقتصادية من قطاعي البنوك والتأمينات في بورصة فلسطين، وقد كان ذلك من خلال محاولة الإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية: هل يوجد تأثير للإفصاح غير المالي على مؤشرات القيمة السوقية للوحدات الاقتصادية من قطاعي البنوك والتأمينات؟، وقد تمت معالجة الموضوع من خلال شقين أحدهما نظري وآخر تطبيقي، ففي الجانب النظري تم التطرق إلى مفهوم وأهمية ومكونات الإفصاح غير المالي وأثره على القيمة السوقية إضافة إلى الفرق بين الإفصاح المالي وغير المالي، أما في الجانب التطبيقي تم التطرق إلى حساب القيمة الاقتصادية المضافة ودراسة العلاقة بين المتغيرين ومن ثمة تحليل نتائج الدراسة، بإستخدام المنهج الوصفي التحليلي. تمثلت أداة الدراسة في دراسة حالة بالاعتماد على البيانات المالية المنشورة على الموقع الإلكتروني لبورصة فلسطين، للفترة (2011-2016).

أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر وعلاقة موجبة (طردية) بين مؤشرات القيمة السوقية ودرجة الإفصاح غير المالي، كما أوصت الدراسة بضرورة الاهتمام بالإفصاح بشقيه المالي وغير المالي.

2. دراسة رويمل حياة، حاب الله الشريف، بعنوان: "استخدام المؤشرات الحديثة (السوقية) لقياس قدرة للشركات الجزائرية على خلق القيمة"، سنة 2024

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم الأداء المالي للشركات الجزائرية المسعرة في بورصة الجزائر باستخدام أهم الأساليب السوقية الحديثة، وقد كان ذلك من خلال محاولة الإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية: هل يمكن لمؤشرات القيمة السوقية المضافة، العائد الإجمالي للمساهمين، ونسبة توبين أن تسهم في تحقيق وقياس خلق القيمة الاقتصادية في المؤسسة؟، وقد تمت معالجة الموضوع من خلال شقين أحدهما نظري وآخر تطبيقي، ففي الجانب النظري تم التطرق إلى مفهوم خلق القيمة إضافة إلى المؤشرات الحديثة السوقية لتقييم الأداء المالي من منظور خلق القيمة، أما في الجانب التطبيقي تم التطرق إلى حساب المؤشرات الحديثة السوقية لتقييم الأداء المالي ومن ثمة تحليل نتائج الدراسة، باستخدام المنهج الوصفي مع المنهج التحليلي. تمثلت أداة الدراسة في دراسة حالة أجريت على أربعة شركات هي (صيدال، أليانس للتأمينات، أوراسي وبيوفارم) بالاعتماد على التقارير السنوية المنشورة في المواقع الرسمية للشركات وكذلك مختلف المعلومات المنشورة ببورصة الجزائر، للفترة (2016-2022).

أظهرت نتائج الدراسة المتوصل إليها تفوق شركة صيدال في الأداء من حيث قيمة MVA و TSR مما يشير إلى قدرتها على خلق قيمة حقيقية أكبر لمساهميها، في حين تتمتع شركة أليانس للتأمينات بأعلى نسبة Q، مما يدل على تقييم إيجابي للغاية من قبل السوق وتوقعات عالية بشأن أدائها المستقبلي. أما أوراسي فتشير الزيادة المستمرة في نسبة Q للشركة إلى تحسن في تقييم السوق لها. في حين نجد أن بيوفارم قد سجلت تطور ملحوظ في العائد الإجمالي للمساهمين TSR. وهو ما يدل وجود إمكانات كبيرة لتحسين أداء الشركات الجزائرية من خلال تبني مؤشرات الأداء الحديثة واتخاذ قرارات استراتيجية مستنيرة تسمح لها بخلق قيمة إضافية لمساهميها.

3. دراسة د. يزيد محمد صالح، د. عبد العزيز قتال، بعنوان: "تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لسهم أليانس للتأمينات"، سنة 2020

تهدف الدراسة إلى إبراز العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي والقيمة السوقية لسهم مؤسسة أليانس للتأمينات، وذلك بالاعتماد على مجموعة من المؤشرات، بما يؤدي إلى الوصول إلى أنسب المؤشرات التي يمكن الاعتماد عليها في تقييم أداء المؤسسات، بالإضافة إلى التوصل إلى نموذج كمي لقياس هذه العلاقة، وقد كان ذلك من خلال محاولة الإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية: ما مدى تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لسهم مؤسسة أليانس للتأمينات؟، وقد تمت معالجة الموضوع من خلال شقين أحدهما نظري وآخر تطبيقي، ففي الجانب النظري تم التطرق إلى مفهوم خلق القيمة إضافة إلى المؤشرات الحديثة السوقية لتقييم الأداء المالي من منظور خلق القيمة،

أما في الجانب التطبيقي تم التطرق إلى حساب المؤشرات الحديثة السوقية لتقييم الأداء المالي ومن ثمة تحليل نتائج الدراسة، بإستخدام المنهج الوصفي مع المنهج التحليلي. تمثلت أداة الدراسة في دراسة حالة أجريت على مؤسسة أليانس للتأمينات بالاعتماد على القوائم المالية المنشورة، للفترة (2012-2018).

أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة والقيمة السوقية لسهم أليانس، حيث أن الزيادة في القيمة السوقية المضافة يكون له أثر ايجابي على سعر السهم وبالتالي على القيمة السوقية للمؤسسة. كما كشفت الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة المتمثلة في كل من معدل العائد على الاستثمار، معدل العائد على حقوق الملكية ومعدل العائد على السهم والقيمة السوقية لسهم أليانس للتأمينات، حيث أثبتت بأن هذه المؤشرات غير قادرة على تفسير التغيرات في القيمة السوقية لسهم أليانس للتأمينات.

4. دراسة د. جبار بوكثير، نبيلة سهيلية، بعنوان: "عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري"، سنة 2017

هدفت هذه الدراسة إلى توضيح أثر الهيكل المالي للمؤسسة على قيمتها السوقية (السعر السوقي للسهم)، وقد كان ذلك من خلال محاولة الإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية: هل يؤثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية بشكل عام؟ وعلى القيمة السوقية لمجمع صيدال الجزائري بشكل خاص؟، وقد تمت معالجة الموضوع من خلال شقين أحدهما نظري وآخر تطبيقي، ففي الشق النظري تم التطرق إلى محددات الهيكل المالي للمؤسسة والاقتصادية القيمة السوقية المضافة بالإضافة إلى النظريات المفسرة للعلاقة بين قيمة المؤسسة والقيمة السوقية للمؤسسة مع الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، أما في الجانب التطبيقي تم التطرق إلى دراسة قياسية لحالة ديون مجمع صيدال الجزائري، بإستخدام المنهج الوصفي مع المنهج التحليلي. تمثلت أداة الدراسة في دراسة حالة أجريت على مجمع صيدال بالاعتماد على القوائم المالية المنشورة، للفترة (1999-2014).

من خلال هذه الدراسة قد تبين أن الهيكل المالي لمجمع صيدال، يمكن أن يدخل في تفسير التغيرات التي تطرأ على القيمة السوقية لذات المجمع، كما تبين وجود علاقة عكسية بين نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة والسعر السوقي لسهم المجمع.

5. دراسة عدمان فائزة، بعنوان: سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة، سنة 2016-2017

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة التحكم في موضوع سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم والربط بينهما، وقد كان ذلك من خلال محاولة الإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية: كيف تؤثر سياسة توزيع الأرباح المنتهجة من قبل المؤسسة المدرجة في البورصة على القيمة السوقية لأسهمها؟، وقد تمت معالجة الموضوع من خلال شقين أحدهما نظري وآخر تطبيقي، ففي الشق النظري تم التطرق إلى الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح من خلال الفصل الأول، أما الفصل الثاني فقد تناول القيمة السوقية للأسهم بين متغيري كفاءة البورصة وسياسة توزيع الأرباح، أما في الجانب التطبيقي تم التطرق لتحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في البورصة، باستخدام المنهج الوصفي مع المنهج التحليلي. تمثلت أداة الدراسة في دراسة حالة أجريت على عينة من البنوك المدرجة في بورصة عمان بالاعتماد على القوائم المالية المنشورة من قبل البورصة، للفترة (2005-2013).

خلصت الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح تعتبر من أهم السياسات التمويلية في المؤسسة نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولانعكاساتها على سعر السهم في السوق، حيث تمثل كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة ذلك إما باحتجازها ومن ثم إعادة استثمارها.

الفرع الثالث: الدراسات ذات العلاقة بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ومؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA):

1. أرحاب هلال وسام، بعنوان: دور الإدارة بالقيم في خلق القيمة بالمؤسسة الاقتصادية -دراسة لعين من المؤسسات، سنة 2017

ناولت هذه الدراسة الربط بين البعد المالي والبعد غير المالي للمؤسسة، من خلال قياس أثر الالتزام بأبعاد الإدارة بالقيم للمؤسسات وانعكاس ذلك على خلق القيمة مقاساً بمؤشري القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، وقد كان ذلك من خلال محاولة الإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية: ما أثر تطبيق الإدارة بالقيم على خلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية؟، وقد تمت معالجة الموضوع من خلال جانبين نظري وتطبيقي بالنسبة للجانب النظري تم التطرق إلى مفاهيم عامة حول القيمة وخلق القيمة في المؤسسة إضافة إلى مفاهيم الإدارة بالقيم ودورها في خلق القيمة بالمؤسسة أما الجانب التطبيقي تم التطرق من خلاله إلى إسقاط مضامين الدراسة النظرية على عينة من (30) مؤسسة مستهدفة من ضمن قائمة (RepTrak Global 100) واختبار فرضيات الدراسة

باستخدام تحليل بانل باستخدام المنهج الوصفي والمنهج التحليلي. تمثلت أداة الدراسة في دراسة حالة لـ 30 مؤسسة من المؤسسات المدرجة في قائمة تنافسية أحسن المؤسسات العالمية من حيث السمعة (Global RepTrak 100) تنتمي لقطاعات مختلفة، للفترة (2011-2015).

تبين من خلال الدراسة أنه لا يوجد أثر معنوي للإدارة بالقيم في القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وذلك وفق نموذج التأثيرات الثابتة الذي ثبت ملائمته للاختبار، كما تبين وجود أثر إيجابي معنوي للإدارة بالقيم في القيمة السوقية (MVA) المضافة عند مستوى دلالة (95%) وذلك وفق نموذج التأثيرات الثابتة الذي ثبت ملائمته للاختبار.

2. دراسة د. أشرف صلاح، عبد الرؤوف علي عبد الله جريد، بعنوان: "دراسة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) على أسعار أسهم شركات مؤشر EGX30 المدرجة في البورصة المصرية" سنة 2019

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على قدرة القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة في تفسير التغير في أسعار الأسهم، وقد كان ذلك من خلال محاولة الإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية: هل يوجد أثر لأداتي القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة على أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة المصرية؟، وقد تمت معالجة الموضوع من خلال شقين نظري وتطبيقي، حيث تم التطرق في الشق النظري إلى قياس كل من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة عن طريق تعريفهما وعرض طريقة حسابهما والتعليق على حالتهما، أما في الشق التطبيقي تم التطرق إلى حساب كل من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وإجراء اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات، باستخدام المنهج الوصفي والمنهج التحليلي إلى جانب المنهج الاستقرائي. تمثلت أداة الدراسة في دراسة حالة أجريت على الشركات المكونة لمؤشر EGX30 بالاعتماد على المصدر الرسمي للإفصاح عن المعلومات بشركة مصر لنشر المعلومات، للفترة (2012-2018).

توصلت نتائج البحث إلى أنه توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وبين التغير في أسعار أسهم شركات مؤشر EGX30، حيث أن كلا من أداة القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة يعطيا مؤشرا للمستثمرين يساعد هذا الأخير في اتخاذ القرار الاستثماري والتعرف على قوة الشركة ومدى تحسن أدائها المالي والاقتصادي.

3. دراسة أسماء أيمن، عبد الغني دادن، بعنوان "اختبار قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير القيمة السوقية المضافة -دراسة حالة المؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر"، سنة 2020

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء على تفسير القيمة السوقية المضافة كمؤشر للأداء السوقي، وقد كان ذلك من خلال محاولة الإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية: ما مدى أهمية المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء في تفسير الأداء السوقي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر؟، وقد تمت معالجة الموضوع من خلال شقين أحدهما نظري وآخر تطبيقي، ففي الجانب النظري تم التعرف على خلق القيمة للمساهم والتعرف على كل من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة أما في الجانب التطبيقي فقد تم التطرق إلى مختلف الاختبارات الإحصائية وتحليل نتائجها، باستخدام المنهج الوصفي التحليلي. تمثلت أداة الدراسة في دراسة حالة أجريت على أربع مؤسسات هي (مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، أليانس للتأمينات ومؤسسة روية)، للفترة (2002-2017) بالنسبة لمؤسسة أوراسي ومجمع صيدال والفترة (2014-2017) لكل من مؤسسة روية وأليانس للتأمينات.

توصلت الدراسة إلى ان الزيادة في مستوى الأداء الداخلي المعبر عنه بالمؤشرين المردودية المالية (مقياس تقليدي) والقيمة الاقتصادية المضافة المعدلة (مقياس حديث) من شأنه أن يؤدي إلى الزيادة في مستوى الأداء الخارجي الممثل بالقيمة السوقية المضافة الذي يعبر عن الزيادة في ثروة المنشأة في المؤسسة.

4. دراسة ناصر بن سنة، يوسف قاشي، بعنوان: "دراسة قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية MVA لأسهم المؤسسة الاقتصادية"، سنة 2021

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة وتوضيح مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم مؤسسة أليانس للتأمينات، وقد كان ذلك من خلال محاولة الإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية: ما مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم مؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة (2014-2018)؟، وقد تمت معالجة الموضوع من خلال شقين أحدهما نظري وآخر تطبيقي، ففي الجانب النظري تم استعراض مفهوم القيمة التعريف، أشكال القيمة المضافة إلى مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة متضمنا التعديلات المقترحة لحسابها مع المزايا أما في الجانب التطبيقي فقد تم التطرق إلى دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة (2014-2018) ذلك من خلال تقديم متغيرات الدراسة باستخدام نموذج تحليل الإنحدار البسيط بالإضافة إلى دراسة صلاحية النموذج مع عرض نتائج الدراسة،

باستخدام المنهج الوصفي والمنهج التحليلي. تمثلت أداة الدراسة في دراسة حالة أجريت على مؤسسة أليانس للتأمينات بالاعتماد على القوائم المالية المنشورة، خلال الفترة (2014-2018).

توصلت الدراسة إلى أنه ليس للقيمة الاقتصادية المضافة تأثير وقدرة في تفسير التغير الحاصل في القيمة الحقيقية لمؤسسة أليانس للتأمينات المعبر عنها بالقيمة السوقية للسهم الواحد في بورصة الجزائر، حيث يعد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مؤشرا اقتصاديا يساهم في تقييم الأداء وتفسير تغيرات الأسعار السوقية بشكل فعال في ظل الأسواق المالية الكفوءة.

5. دراسة شعشوع أحمد وآخرون، بعنوان: " دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تقييم الأداء والرفع من القيمة السوقية للمؤسسة دراسة تحليلية مقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA والمؤشرات المالية التقليدية (ROI, ROE)، سنة 2021"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تقييم الأداء والرفع من القيمة السوقية للمؤسسة من خلال اجراء دراسة تحليلية مقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA والمؤشرات المالية التقليدية (ROI, ROE)، وقد كان ذلك من خلال محاولة الإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية: هل مؤشرات التحليل المالي المستخدمة في تقييم الأداء لها دور في رفع القيمة السوقية للمؤسسة؟، وقد تمت معالجة الموضوع من خلال شقين أحدهما نظري وآخر تطبيقي، ففي الجانب النظري تم استعراض مفهوم وأساليب تقييم الأداء المالي، إضافة إلى مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة متضمنا أهميتها وخطوات حسابها أما في الجانب التطبيقي فقد تم التطرق إلى اختبار فرضيات الدراسة بالاعتماد على مخرجات برنامج التحليل الاحصائي SPSS حيث استخدم الباحثان مجموعة من الاختبارات المناسبة مع عرض نتائج الدراسة، باستخدام المنهج الوصفي والمنهج التحليلي. تمثلت أداة الدراسة في دراسة حالة أجريت على مجمع صيدال بالاعتماد على القوائم المالية المنشورة، للفترة (2002-2017).

خلصت الدراسة إلى انه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقييم الأداء باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية للسهم خلال فترة الدراسة، كما أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات تقييم الأداء المالي التقليدية والقيمة السوقية للسهم، إضافة إلى أنه توجد ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ومؤشرات تقييم الأداء المالي التقليدية (ROI, ROE) مجتمعة والقيمة السوقية للسهم.

6. دراسة عبد الكريم خيرى، عنوان: "مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في تحديد القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة -دراسة حالة مجمع صيدال"، سنة 2021

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة وتحليل القيمة الاقتصادية المضافة إضافة إلى البحث عن مدى مساهمة هذا الأخير في تحديد القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، وقد كان ذلك من خلال محاولة الإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية: ما مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في تحديد القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة؟، وقد تمت معالجة الموضوع من خلال شقين أحدهما نظري وآخر تطبيقي، ففي الجانب النظري تم استعراض مفهوم قيمة وتقييم المؤسسة إضافة إلى التطرق للقيمة الاقتصادية المضافة من خلال عرض تعريفها وطريقة حسابها وأهميتها والانتقادات الموجهة لهذا المؤشر، أما في الجانب التطبيقي تم التطرق إلى حساب القيمة الاقتصادية المضافة ودراسة العلاقة بين المتغيرين ومن ثمة تحليل نتائج الدراسة، بإستخدام المنهج الوصفي والمنهج التحليلي. تمثلت أداة الدراسة في دراسة حالة أجريت على مجمع صيدال بالاعتماد على القوائم المالية المنشورة، للفترة (2010-2018).

توصلت الدراسة إلى أنه من أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة قدم نتائج جيدة عن الأداء المالي لمجمع صيدال، إلا أن الدراسة الإحصائية بينت وجود علاقة ضعيفة جدا بين متغيري الدراسة، لذلك لا يمكن اعتبار مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كمحدد للقيمة السوقية لمجمع صيدال.

المطلب الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية: سوف نتناول من خلال هذا المطلب الدراسات السابقة

كل متغير على حدة.

الفرع الأول: الدراسات ذات العلاقة بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

1. Gabriela Chmeliková, Economic Value Added versus Traditional Performance Metrics in the Czech Food-Processing Sector, 2008.

هدفت هذه الدراسة إلى التحقيق في العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، ومقاييس الأداء التقليدية (العائد على الأصول ROA، والعائد على حقوق الملكية ROE) وقدرتها على قياس خلق ثروة المساهمين. حيث طبقت الدراسة على عينة مكونة من 13 شركة مدرجة في بورصة جمهورية التشيك، خلال الفترة (2000-2005) باستخدام تحليل الارتباط والانحدار الخطي البسيط، وباستخدام البرامج الإحصائية (SPSS -EViews).

خلصت نتائج الدراسة إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) هي مقياس أداء أكثر قدرة على تفسير التغيرات في ثروة المساهمين مقارنة مع المؤشرات التقليدية (العائد على الأصول ROA، والعائد على حقوق الملكية ROE).

الفرع الثاني: الدراسات ذات العلاقة بمؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA)

2. M. Thenmozhi, Market Value Added and Share Price Behaviour, 2000

يحاول هذا البحث دراسة العلاقة بين سعر السهم والقيمة السوقية المضافة (MVA)، وقد تمت معالجة الموضوع من خلال شقين أحدهما نظري وآخر تطبيقي، ففي الجانب النظري تم التطرق إلى تعريف القيمة السوقية المضافة وطريقة حسابها وأهميتها في تقييم الشركات، أما في الجانب التطبيقي تم التطرق إلى حساب القيمة السوقية المضافة من ثم تحليل العلاقة بينها وبين المقاييس التقليدية. تمثلت أداة الدراسة في دراسة حالة أجريت على 27 شركة مدرجة في مؤشر BSE Sensex، بالاعتماد على البيانات المالية المجمعة من قاعدة البيانات "Capitaline 2000"، أما أسعار الأسهم تم جمعها من "Capitastock Ole"، للفترة (1997-1999).

خلصت الدراسة إلى أن مؤشر نسبة القيمة السوقية المضافة إلى إجمالي عدد الأسهم القائمة (MVAPS) هو أقوى مؤشر لتوقع أسعار الأسهم مقارنة بالمقاييس التقليدية (ROCE- EPS) إضافة إلى أنه ينبغي على المستثمرين التركيز على (MVAPS) عند اتخاذ القرارات لأنه يعطي صورة أكثر دقة عن الأداء المالي للشركات.

الفرع الثالث: الدراسات ذات العلاقة بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ومؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA):

3. Kartal Demirgunes, "Investigating the relationship between Market Value Added (MVA) and Economic Value-Added Momentum (EVAM): empirical evidence from TURKIYE", 2023

هدفت هذه الدراسة إلى التحقيق في العلاقة المحتملة بين القيمة السوقية المضافة (MVA) والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) بالإضافة إلى ذلك يتم اختبار أي ارتباط محتمل بين الرافعة المالية والقيمة السوقية المضافة، وقد تمت معالجة الموضوع من خلال شقين أحدهما نظري وآخر تطبيقي، ففي الجانب النظري تم استعراض المتغيرات التابع والمستقل والمتحكم، أما في الجانب التطبيقي تم التطرق إلى اختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة. تمثلت أداة الدراسة في دراسة حالة أجريت على الشركات المدرجة في بورصة إسطنبول (BIST)، بالاعتماد على القوائم المالية المنشورة، للفترة (2001-2022).

توصلت الدراسة إلى وجود علاقات طويلة الأجل بين القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة، وبين القيمة السوقية المضافة ودرجة الرافعة الكلية. تكشف الدراسة أن كلا من القيمة الاقتصادية المضافة ودرجة الرافعة المشتركة لهما تأثيرات سلبية ذات دلالة إحصائية على القيمة السوقية المضافة.

4. Nicolae Sighigea, Laura Vasilescu, "Economic Value Added and Market Value Added - Modern Indicators for Assessment the Firm's Value", 2015

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين مؤشري القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) وتأثيرهما على تقييم الشركات، وقد تمت معالجة الموضوع من خلال شقين أحدهما نظري وآخر تطبيقي، ففي الجانب النظري تم التطرق إلى تعريف القيمة السوقية المضافة وطريقة حسابها وأهميتها في تقييم الشركات، أما في الجانب التطبيقي تم التطرق إلى تحليل البيانات المالية لشركة مدرجة في بورصة بوخارست. تمثلت أداة الدراسة في دراسة حالة أجريت على شركة مدرجة في بورصة (Bucharest Stock Exchange - BSE)، للفترة (2013-2014).

خلصت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية بين مؤشر نسبة القيمة السوقية المضافة (MVA) ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) حيث أن زيادة (EVA) تؤدي إلى ارتفاع (MVA) مما يعني أن الشركة التي تحقق أرباحاً تشغيلية أعلى من تكلفة رأس المال تزيد من قيمتها السوقية.

المطلب الثالث: مناقشة الدراسات السابقة

بعد عرض عدد من الأبحاث والدراسات التي لها علاقة بموضوع الدراسة الحالية، سنحاول في هذا المطلب مناقشة الدراسات السابقة من خلال تحديد أوجه التشابه والاختلاف بين الدراستين.

الفرع الأول: أوجه التشابه بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة:

من خلال الجدول التالي سوف نقوم بمقارنة الدراستين من حيث أوجه التشابه:

جدول رقم (01-01): أوجه التشابه بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة

العناصر محل المقارنة	أوجه التشابه بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة
منهج الدراسة	استخدمت هذه الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، كما اتفقت في ذلك مع معظم الدراسات السابقة.
أداة الدراسة	تم الاعتماد في اعداد الدراسة التطبيقية للدراسات السابقة ولهذه الدراسة على دراسة الحالة انطلاقاً من القوائم المالية المنشورة للمؤسسة محل الدراسة.
هدف الدراسة	تمثل الهدف الرئيسي لهاته الدراسة في تقييم المؤسسة بواسطة مؤشر EVA، حيث اتفقت أغلب الدراسات السابقة

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الدراسات السابقة أعلاه

الفرع الثاني: أوجه الاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة

من خلال الجدول التالي سوف نقوم بمقارنة الدراستين من حيث أوجه الاختلاف:

جدول رقم (01-02): أوجه الاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة

أوجه الاختلاف		العناصر محل
الدراسة الحالية	الدراسات السابقة	المقارنة
أما دراستنا تطرقت إلى مؤشرات تقييم المؤسسات الحديثة (EVA و MVA) معا ودراسة العلاقة بينهما.	تناولت أغلب الدراسات السابقة مؤشرات تقييم المؤسسات الحديثة (EVA و MVA) إما على حدا أو مقارنة بينها وبين المؤشرات التقليدية، مثل (ROA-ROE-ROI-TSR).	متغيرات الدراسة
فيما تمثلت المؤسسة التي أجريت عليها دراستنا في مؤسسة بيوفارم.	تمثلت المؤسسات التي أجريت عليها الدراسات السابقة في مؤسسات أخرى منها: مجمع صيدال، أليانس للتأمينات، المهندس، الدلتا، أوراسي، وغيرهم.	مكان الدراسة
بينما أوصلت هذه الدراسة إلى عدم تمكن مجمع "بيوفارم" من تحقيق ربح يفوق تكلفة رأس المال بشكل ثابت خلال فترة الدراسة	توصلت أغلب الدراسات إلى قدرة المؤسسة على خلق قيمة للمساهمين من منظور EVA	نتائج الدراسة

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الدراسات السابقة أعلاه

خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل، تطرقنا إلى الأدبيات النظرية لكل من القيمة والتقييم وخلق القيمة، بالإضافة إلى المقاربات المختلفة لتقييم المؤسسات. كما عرض ومناقشة مختلف الدراسات السابقة ذات العلاقة بالدراسة الحالية. أوصلت الدراسة أنه بالرغم من تعدد طرق ومقاربات التقييم إلا أنها لا تأخذ في الحسبان تكلفة رأس المال كما مقارنة القيمة الاقتصادية المضافة، حيث تعتبر أحد أهم المقاييس الداخلية لتحديد قيمة المؤسسة. كما أوصلت إلى أن مؤشر القيمة السوقية في البورصة من أهم المؤشرات الخارجية في تحديد قيمة المؤسسة. لذلك فإن اعتماد المؤشرين معًا في تقييم المؤسسة يُمكن من توفير رؤية شاملة حول هذه الأخيرة، ذلك من خلال تحديد القيمة داخل المؤسسة وخارجها أي في السوق المالي. وهو ما سنتناوله في الفصل الثاني.

الفصل الثاني:

الاطار التطبيقي للدراسة

تمهيد:

بعد التطرق في الفصل الأول للجانب النظري للدراسة، سنقوم من خلال هذا الفصل بتقييم مجمع "بيوفارم" للصناعات الصيدلانية للفترة الممتدة من 2016 إلى 2023 من خلال تحليل النتائج المحاسبية والتأكد فيما إذا كانت المؤسسة تضيق قيمة للمساهمين انطلاقاً من مؤشري القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية للشركة.

- المبحث الأول: التعريف بالمؤسسة محل الدراسة
- المبحث الثاني: تحليل تطورات القوائم المالية لمجمع "بيوفارم" لفترة الدراسة 2016-2023
- المبحث الثالث: دراسة حالة المجمع بالاعتماد على مقارنة إنشاء القيمة

المبحث الأول: التعريف بالمؤسسة محل الدراسة

يتناول هذا المبحث سوف نتطرق إلى تعريف ومراحل تطور مجمع "بيوفارم" للصناعات الصيدلانية، إضافة إلى عرض الهيكل القانوني والتنظيمي للمجمع، من ثم عملية الاكتتاب العام وادراج المجمع في بورصة الجزائر.

المطلب الأول: التعريف بمجمع "بيوفارم" للصناعات الصيدلانية وعرض مراحل تطوره:

في هذا المبحث سوف نتطرق إلى التعريف بالمجمع محل الدراسة من خلال الفرع الأول، بالإضافة إلى مراحل تطور المجمع من خلال الفرع الثاني.

الفرع الأول: التعريف بمجمع "بيوفارم":

مجمع "بيوفارم" هو مؤسسة خاصة تأسست في 02 أكتوبر 1991 على شكل شركة ذات مسؤولية محدودة برأس مال قدره 1,200,000 دج، ثم بتاريخ 12 أوت 1993 تم تغيير شكلها القانوني إلى شركة ذات أسهم وذلك تحت تسمية BIOPHARM (SPA) مع رفع رأس مالها إلى 15,000,000 دج. وتمثل الشركة في مجمع صناعي وتجاري تنشط في مجال الصيدلة بكل فروعها وتشمل النشاطات التالية:

- إنتاج الأدوية من خلال مؤسسة "بيوفارم" والتي تعد النواة المركزية للمجمع؛
- التوزيع بالجملة للمنتجات الصيدلانية من خلال مؤسسة "بيوفارم للتوزيع"؛
- التوزيع بالتجزئة إلى الصيدليات من خلال مؤسسة "بيوير"؛
- الخدمات اللوجستية للصناعة من خلال مؤسسة "بيوفارملوجستك".

شهد رأس مال مجمع "بيوفارم" عدة تطورات، ففي 21 مارس 2013 عند فتح رأسمالها للشركة الأجنبية ADP Entrepriseswll كمساهم أجنبي حيث بلغت قيمة رأس المال 5,104,375,000 دج مقسمة إلى 25,521,875 سهم بقيمة إسمية 200 دج للسهم.¹

¹ -Rapport de gestion annuel 2015, p 21.

❖ بطاقة فنية لمجمع "بيوفارم":

جدول رقم (01-02): بطاقة فنية لمجمع "بيوفارم"

اسم الشركة	بيوفارم
المقر	منطقة واد السمار الصناعية، قطعة رقم، 62 مسار رقم، 36 الجزائر العاصمة، الجزائر، 16000
رأس المال الاجتماعي	5,104,375,000 دج
المدة القانونية	99 سنة
تاريخ التأسيس	02 أكتوبر 1991
الدخول في البورصة	20 أبريل 2016
عدد العمال	2894 موظفًا في سنة 2023
دفع أرباح الأسهم	يتم تقديم شروط دفع الأرباح من قبل الجمعية العامة

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

الفرع الثاني: مراحل تطور مجمع بيوفارم:

تم تطويره على عدة مراحل كما هو موضح في التسلسل الزمني التالي:¹

- 1990: تم الانتهاء من دراسات الجدوى الاقتصادية والمالية والدراسات الهندسية المتعلقة بتحليل مدى نجاح أو فشل المشروع المتعلق بإنتاج الادوية وغيرها من المنتجات الصيدلانية، وقد تم في نفس السنة تطويل الإصدارات الأولى من خطط أعمال المؤسسة؛
- 1991: تم اعتماد المؤسسة من قبل مجلس النقد والقرض ومن طرف المصالح الوطنية ذات العلاقة لإنتاج وتسويق المنتجات الصيدلانية في الجزائر؛
- 1993: تم تغيير الشكل القانوني للمؤسسة من مؤسسة ذات المسؤولية المحدودة إلى مؤسسة مساهمة؛
- 1995: افتتاح أول مركز لتوزيع المنتجات الصيدلانية في الواد عيش، ولاية البليدة وبالتالي يشارك في تحسين توافر الأدوية في السوق الجزائرية؛
- 1997: افتتاح مركز توزيع في ولاية وهران؛

¹ - نوال معيزة، إدارة الأعمال الحديثة في إطار مكافحة الفساد الإداري بالمؤسسة الاقتصادية الجزائرية في الفترة (2000-2020) -دراسة حالة مؤسسة الإنتاج مجمع "بيوفارم"، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2021/2022، ص-ص 150 152.

- 1999: افتتاح مركز توزيع في ولاية سطيف، وبهذه الخطوة يكون المجمع قد تمكن من توزيع منتجاته عبر عدة جهات في الوطن شمالا وغربا ووسطا؛
- 2002: افتتاح منصة توزيع جديدة في دار البيضاء واتخاذها كمركز للتوزيع ليحل محل مركز التوزيع الذي بمنطقة أولاد عيش، وبنفس السنة تم افتتاح وحدة التصنيع والتعبئة والتغليف في الدار البيضاء كخطوة أولى في نشاطها الصناعي؛
- 2003: انشاء مركز متخصص في الترويج والمعلومات الطبية تسمى معلومات صحة الانسان التي تروج لمنتجات المجمع بالإضافة إلى منتجات شركائها؛
- 2005: افتتاح وحدة الإنتاج الواقعة في المنطقة الصناعية واد السمار في الجزائر العاصمة، بطاقة إنتاجية تصل إلى 50 مليون وحدة مبيعات في السنة، وتسمح بتصنيع أشكال مختلفة من المنتجات تحانيا الصيدلانية (جافة، سائلة... الخ) ، سواء كان ذلك على مستوى نطاقها الخاص والاعتماد على امكانياتها أو على أساس اتفاقيات مع شركائها؛
- 2006: أطلق المجمع مؤسسة للتوزيع جديدة تسمى بيوبير BIOPURE تقع في منطقة أولاد يعيش ولاية بليدة، بهدف تطوير شبكة توزيع للصيدليات تغطي كافة الأراضي الجزائرية؛
- 2008: صادق المجمع على شبكة توزيع بالجملة وفقا لمعيار إيزو 9001 الإصدار، 2008 حيث حصلت على شهادة تؤكد على جودة التصميم والإنتاج وبيع المنتجات الصيدلانية؛
- 2010: افتتحت مؤسسة بيوبير مراكز توزيع في ولايتي قسنطينة وورقلة؛
- 2011: افتتحت مؤسسة بيوبير مركز توزيع في ولاية وهران؛
- 2012: افتتاح مركز توزيع جديد في قسنطينة للأنشطة التوزيعية والتوزيع بالجملة، كما قامت مؤسسة بيوبير بنفس السنة بافتتاح مركز توزيع آخر في ولاية تيزي وزو؛
- 2013: قام المجمع بفتح رأسماله أمام المستثمرين من المؤسسات الدولية؛
- 2015: أبرم مجمع بيوفارم مع العملاق الهندي للأدوية العامة CIPLA على المشروع الصيدلاني المشترك باستثمار 15 مليون دولار، والتي تشمل بناء مصنع مخصص لتصنيع أدوية لعلاج أم ارض الجهاز التنفسي؛ كما نجح المجمع بالحصول على شهادة من وكالة سلامة الأدوية الوطنية (ANSM) France - للأدوية المصنعة في موقع اتناجها بوادي السمار، وتعني هذه الوثيقة الرسمية أن المنتجات المصنعة بالمؤسسة ذات جودة تسمح ببيعها في السوق الأوروبي؛

- 2016: تعيين المجمع في بورصة لندن؛
 - 2017: وحدة الإنتاج تطلق مرحلة تنفيذ برنامج التميز التشغيلي، حصلت مؤسسة بيوفارم للتوزيع على تجديد شهادة الايزو الخاصة بها وفقا لمعيار ISO9001V2015، حصلت مختبرات بيوفارم على أول ترقية للمدربين الداخليين كجزء من إطلاق أكاديمية بيوفارم؛
 - 2018: الدخول إلى مجموعة المكملات الغذائية NUTRIBIO؛ واستحوذ مجمع بيوفارم على حصة الأغلبية في رأس المال الاجتماعي لمؤسسة IMPSA؛
 - 2019: افتتاح موقع لوجستي جديد في مفتاح (ولاية بليدة)، حصلت مؤسسة الإنتاج التابعة للمجمع على شهادة الايزو، 1400:2015 كما حصلت مؤسسة بيوبير على تجديد شهادة الايزو، 9001:2015 افتتاح وحدة انتاج العبوات اللاصقة في منطقة رغاية (العاصمة)؛
 - 2020: اعتماد مركز التوزيع الجديد في قسنطينة، انشاء خلية لإدارة المخاطر لتسيير أزمة كوفيد-19 داخل المجمع، تجديد المصادقة لمركز توزيع رغاية، دخول موقع الإنتاج الجديد للبويرة حيز التشغيل الجزئي، قدمت "بيوفارم" براءة اختراعها الأولى إلى المعهد الوطني الجزائري للملكية الصناعية.
- يلاحظ أن مجمع "بيوفارم" يتطور سنة تلوى الأخرى ومخطى ثابتة، حيث حقق العديد من الأهداف المسطرة منذ تأسيسه، وهذا دليل على نجاحه في مجال صناعة الأدوية بفضل حسن إدارته لمختلف المشاريع التي ينفذها.

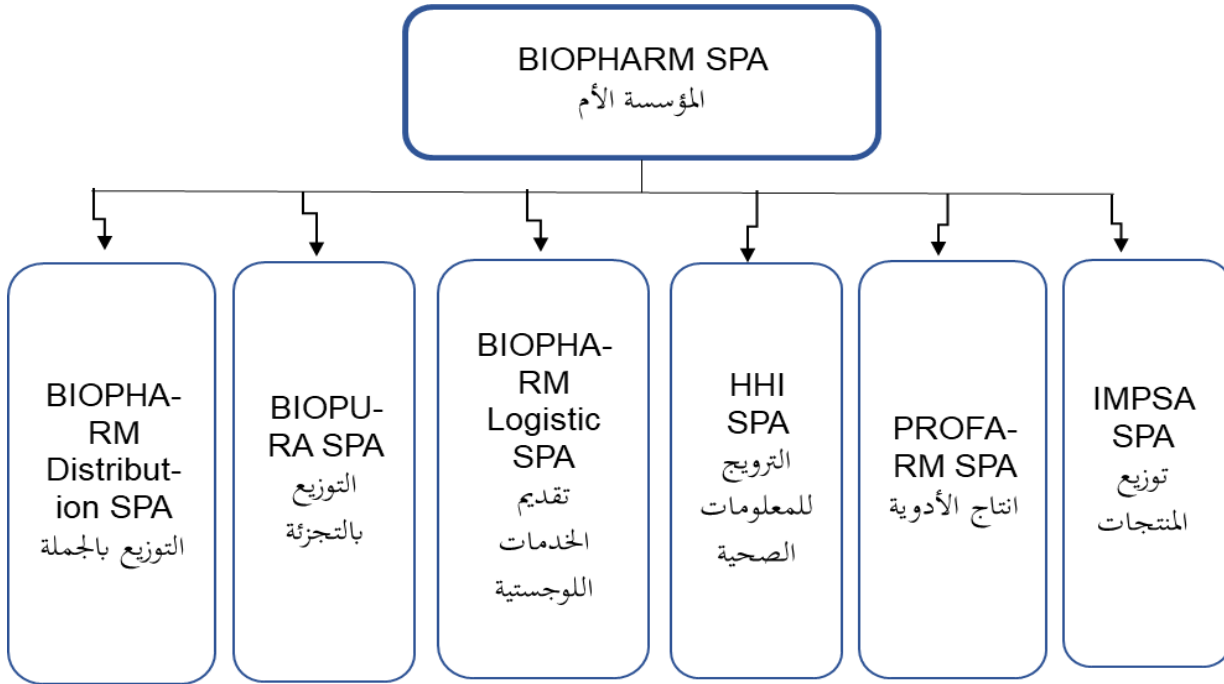
المطلب الثاني: الهيكل القانوني والتنظيمي لمجمع "بيوفارم":

يتمثل كل من الهيكل القانوني والهيكل التنظيمي للمجمع فيما يلي:

الفرع الأول: الهيكل القانوني:

يسيطر المجمع اليوم على ستة مؤسسات تابعة له، بالإضافة إلى النشاط الصناعي الذي طورته المؤسسة الأم BIOPHARM SPA، حيث توزع مهامها ونشاطاتها على المجموعة ككل وتضم: بيوفارم لإنتاج الدوية، بيوفارم للتوزيع بالجملة للمنتجات الصيدلانية، بيوفارم للتوزيع بالتجزئة، بيوفارم لتقديم الخدمات اللوجستية، بيوفارم لترويج المعلومات لصحة الانسان، ويسيطر المجمع أيضا على المؤسسة "PROFAM" ومؤسسة "IMPSA" لتوزيع المنتجات، ويظهر الهيكل القانوني للمجمع في الشكل التالي:

الشكل رقم (02-01): الهيكل القانوني لمجمع "بيوفارم"



Source: le rapport de gestion annuel de 2021, p 18.

الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي

فيما يلي نذكر الهيكل التنظيمي للمجمع بإيجاز:¹

أولاً: مجلس الإدارة: تنص المادة 13 من النظام الأساسي للمجمع على أن مجلس الإدارة يتألف من ثلاث أعضاء على الأقل و12 عضو على الأكثر، وأن مدة عضوية المديرين المعيّنين من قبل الجمعية العادية للإدارة هي ستة سنوات، وتنتهي في نهاية الاجتماع العام الذي يقرر حسابات السنة المالية الماضية، ويتكون مجلس الإدارة لسنة 2021 من:

- رئيس مجلس الإدارة: السيد لحر سفيان الذي أُنتخب سنة 2016 خلفاً للسيد عبد المجيد كرار، حيث تم اختيار رئيس مجلس الإدارة كواحد من قادة الغد في إفريقيا من قبل مجلة الشاب الإفريقي سنة 2013؛
- عضو مجلس الإدارة: السيد كرار الياس ممثلاً عن Med Investment Holding SPA؛
- عضو مجلس الإدارة: Gills de CLERCK؛
- عضو مجلس الإدارة: Jade Del LERO MOREAE؛
- عضو مجلس الإدارة: ADP entreprise WLL ممثلة من طرف السيد لحر سفيان.

¹- Rapport de gestion annuel 2020, Op Cit, p 26 28.

ثانيا: لجنة التعويضات: هي وحدة إدارة تمثل المساهمين، تتشكل من أعضاء ينتمون لمجلس الإدارة، يتمثل دورها في إدارة ومراقبة الإجراءات التي يقوم بها أعضاء ادارتها، وهي مسؤولة عن دراسة واقتراح جميع التوصيات المتعلقة بسياسة التعويضات على مجلس الإدارة، تقوم لجنة التعويضات في سبيل تسيير مهامها بالاجتماع مرتين في السنة.

ثالثا: لجنة التدقيق: هي وحدة تتشكل داخل مجلس الإدارة، حيث تضم أعضاء ينتمون له، وتتمثل مهمة اللجنة في مساعدة مجلس الإدارة في وظيفته الرقابية، وهي مسؤولة بشكل خاص عن المهام التالية:

- مراقبة عملية اعداد المعلومات المالية المخصصة للمساهمين؛
- دراسة وتقديم أي توصيات لمجلس الإدارة في المجالات المحددة ذات العلاقة بالحسابات الاجتماعية والرقابة الخارجية والمخاطر... الخ؛
- كما تشرف على متابعة المهام الموكلة لوحدة التدقيق الداخلية؛
- تقوم لجنة التدقيق في سبيل تسيير مهامها بالاجتماع مرتين في السنة الأولى وفي نهاية السنة الثانية.

رابعا: المدير العام: يتولى الاشراف على مهام الوحدات التنفيذية وأنشطتها المحددة في كل من المديرية العامة للعمليات والمديرية العامة للدعم ومديرية المالية والمحاسبة والمديرية العامة للبحث والتطوير؛ وفي سبيل ضمان التسيير الفعال لعمليات المؤسسة تم تعيين في منصب المدير العام السيد عبد الواحد كرار كرئيس تنفيذي للعمليات وذلك بناء لدوره الريادي وكفاءته العميقة ورؤيته الاستراتيجية لضمان تطوير واستدامة المؤسسة؛ وللمحافظة على الاستقلالية نجد أنه لا وجود لازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير العام.

خامسا: المدققون الداخليون للحسابات القانونية: يتم تعيين المدققون القانونيون عبر الاجتماع العام العادي لمدة 3 سنوات، وتتمثل مهمتهم في المصادقة على انتظام وصدق قوائم الجرد وحسابات المجمع وميزانياته، وفقا لأحكام المادة 732 مكرر 2 من القانون التجاري يتم التحكم في المجمع من اثنين من مدققي الحسابات.

المطلب الثالث: عملية الاكتتاب العام وإدراج مجمع "بيوفارم" في بورصة الجزائر

وافقت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في ديسمبر 2015 على دخول المؤسسة المتخصصة في المنتجات الصيدلانية "بيوفارم" بورصة الجزائر. ويمثل هذا الدخول عرضًا عموميا لبيع أسهم تمثل نسبة 20% من رأس مال المؤسسة أي 5,104,375 سهم بقيمة إجمالية قدرها 6,252,859,375 دج، وتم تحديد سعر السهم الواحد بقيمة 1,225 دج وحددت فترة الاكتتاب من 13 إلى 23 مارس 2016. تم إدراج مجمع بيوفارم بتاريخ 18 أفريل 2016 بسعر إصدار 1,225 دج للسهم.¹

¹ - دباح كريمة، شكرين محمد، أهمية معدل النمو المستدام كأداة لإدارة النمو في المؤسسة-دراسة حالة مجمع "بيوفارم" (2016-2020)، مجلة المنتدى للدراسات والأبحاث الاقتصادية، المجلد 06، العدد 01، جامعة يحيى فارس المدية، الجزائر، 15 ماي 2015، ص 480.

المبحث الثاني: تحليل تطورات القوائم المالية لمجمع "بيوفارم" لفترة الدراسة 2016-2023:

من خلال هذا المبحث سوف نقوم بتحليل تطورات القوائم المالية لمجمع "بيوفارم" لفترة الدراسة (2015-

2023)، من خلال تحليل تطور:

- **المطلب الأول:** تطور مؤشرات قائمة المركز المالي؛

- عناصر الأصول

- عناصر الخصوم

- **المطلب الثاني:** تطور مؤشرات قائمة الدخل؛

- **المطلب الثالث:** تطور مؤشرات تدفقات الخزينة.

المطلب الأول: تحليل تطور مؤشرات قائمة المركز المالي:

سوف نتناول من خلال هذا المطلب تطور عناصر الأصول وعناصر الخصوم كل على حدة

الفرع الأول: تحليل تطور عناصر الأصول:

من خلال الجدول التالي سوف نوضح تطور عناصر أصول مجمع "بيوفارم" لفترة الدراسة الممتدة بين

(2015-2023):

الجدول رقم (02-02): جدول تطور عناصر الأصول

العنصر	2015	2016	2017	2018	2019
الأصول غير الجارية	4,087,135,551	4,273,296,804	4,660,703,785	6,600,000,000	8,961,000,000
النمو	/	4.55%	9.07%	41.61%	35.77%
الأصول الجارية	34,108,670,693	35,981,884,461	43,932,106,895	48,786,000,000	57,738,000,000
النمو	/	5%	22.10%	11.05%	18.35%
اجمالي الأصول	38,195,806,244	40,255,181,265	48,592,810,680	55,386,000,000	66,699,000,000
النمو	/	5.39%	20.71%	13.98%	20.43%
العنصر	2020	2021	2022	2023	متوسط النمو
الأصول غير الجارية	13,078,000,000	16,351,333,425	18,529,000,000	29,345,000,000	/

29.21%	58.37%	13.32%	25.03%	45.94%	النمو
/	65,569,000,000	64,166,000,000	63,207,731,928	61,259,000,000	الأصول الجارية
8.75%	2.19%	1.52%	3.18%	6.10%	النمو
/	94,914,000,000	82,695,000,000	79,559,065,353	74,337,000,000	اجمالي الأصول
12.21%	14.78%	3.94%	7.02%	11.45%	النمو

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

التعليق على الجدول: يعكس تطور عناصر الأصول لشركة "بيوفارم" خلال فترة الدراسة الممتدة من (2015-2023) مجموعة من التغيرات المالية التي يمكن تحليلها لفهم طبيعة نشاط المؤسسة وتحولاتها الاستراتيجية.

1- الأصول غير الجارية:

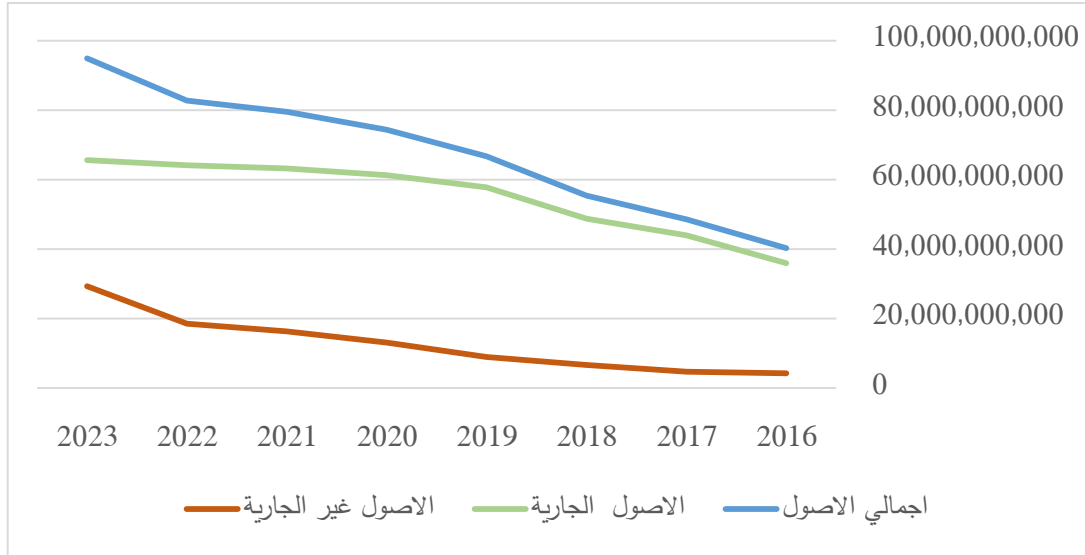
شهدت الأصول غير الجارية ارتفاعًا تدريجيًا منذ سنة 2015، حيث انتقلت من 4.09 مليار دج إلى 4.27 مليار دج في سنة 2016، ثم ارتفعت بوتيرة أكبر في سنة 2017 لتصبح 4.66 مليار دج، وهو ما قد يدل على استثمارات طويلة الأجل أو توسعات في الأصول الثابتة. ومع ذلك، لوحظ استمرارية الارتفاع بنفس الوتيرة بسنة 2018 لتصبح بقيمة تقدر بحوالي 6.6 مليار دج. ابتداءً من سنة 2019 استأنفت هذه الأصول نموها التدريجي لتصل إلى ذروتها في سنة 2023 بقيمة قاربت 29.34 مليار دج.

2- الأصول الجارية:

عرفت الأصول الجارية مسارًا تصاعديًا واضحًا على المدى الطويل، حيث كانت في سنة 2015 تقدر بحوالي 34.11 مليار دج لترتفع في سنة 2016 وتصبح تقدر بـ 35.98 مليار دج، ثم ارتفعت بوتيرة أكبر في سنة 2017 لتبلغ قيمتها 43.93 مليار دج لتستمر بالصعود التدريجي حيث في سنة 2018 بلغت قيمتها 48.79 مليار دج، وفي سنة 2019 بلغت خلالها حوالي 57.74 مليار دج. ثم 61.26 مليار دج في سنة 2020، و63.21 مليار دج في سنة 2021، و64.17 مليار دج في سنة 2022، مما يدل على تراكم كبير في السيولة أو الدم. ثم استمر هذا الارتفاع ليبلغ ذروته في سنة 2023 بقيمة 65.57 مليار دج.

الرسم البياني: فيما يلي سنحاول توضيح هذه التغيرات من خلال الرسم البياني الموالي:

الشكل رقم (02-02): منحنى تغيرات عناصر الأصول



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول السابق

التعليق على الرسم: يُظهر الرسم البياني السابق منحنى تغيرات عناصر أصول مؤسسة بيوفارم خلال الفترة الممتدة ما بين (2016-2023)، ويعكس تطورًا عامًا يتميز بالنمو المستمر في مختلف مكونات الأصول. ويمكن تفصيل ذلك كما يلي:

1- الأصول غير الجارية:

شهدت الأصول غير الجارية نموًا تدريجيًا خلال الفترة المدروسة، وهذا النمو يعكس اهتمام المؤسسة بتعزيز استثماراتها طويلة الأجل، مثل الممتلكات، المنشآت، والمعدات والأدوات، وكذا البرمجيات، مما يدعم استدامة نشاطها ويؤمن قاعدة أصول ثابتة للنمو المستقبلي.

2- الأصول الجارية:

عرفت الأصول الجارية أيضًا مسارا تصاعديا، مما يشير إلى تحسين السيولة والقدرة على تلبية الالتزامات قصيرة الأجل. هذا النمو يعبر عن إدارة فعّالة للأموال والموارد المتاحة خلال الدورة التشغيلية للمؤسسة.

3- إجمالي الأصول:

ارتفع إجمالي الأصول بوتيرة مستقرة ومتصاعدة، مما يشير إلى تعزيز الوضع المالي العام للمؤسسة. هذا التطور الإيجابي يعكس قدرة المؤسسة على تحقيق نمو متوازن بين أصولها الجارية وغير الجارية مما يدعم استقرارها المالي على المدى الطويل والقصير معًا.

الفرع الثاني: تحليل تطور عناصر الخصوم:

من خلال الجدول التالي سوف نوضح تطور عناصر خصوم مجمع "بيوفارم" لفترة الدراسة الممتدة بين

(2023-2015):

الجدول رقم (02-03): جدول تطورات عناصر الخصوم

العنصر	2015	2016	2017	2018	2019
رؤوس الاموال الخاصة	19,252,142,233	23,297,757,586	28,111,387,250	33,069,000,000	37,736,000,000
النمو	/	21.01%	20.66%	17.64%	14.11%
الخصوم غير الجارية	968,596,798	709,250,030	537,816,436	546,000,000	4154,000,000
النمو	/	-26.78%	-24.17%	1.52%	660.81%
الخصوم الجارية	17,975,067,213	16,248,173,648	19,943,606,992	21,772,000,000	24,809,000,000
النمو	/	-9.61%	22.74%	9.17%	13.95%
اجمالي الخصوم	38,195,806,244	40,255,181,264	48,592,810,678	55,387,000,000	66,699,000,000
النمو	/	5.39%	20.71%	13.95%	20.42%
العنصر	2020	2021	2022	2023	متوسط النمو
رؤوس الاموال الخاصة	40,415,000,000	45,292,658,469	49,257,000,000	54,367,000,000	/
النمو	7.10%	12.07%	8.75%	10.37%	13.96%
الخصوم غير الجارية	4,238,000,000	4,722,023,011	3,346,000,000	8,299,000,000	/
النمو	2.02%	11.42%	-29.14%	-29.14%	92.96%

/	32,248,000,000	30,091,000,000	29,544,012,874	29,683,000,000	الخصوم الجارية
8.06%	7.17%	1.85%	-0.47%	19.65%	النمو
/	94,914,000,000	82,694,000,000	79,558,694,354	74,336,000,000	اجمالي الخصوم
12.21%	14.78%	3.94%	7.03%	11.45%	النمو

المصدر: من اعداد طالبة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

التعليق على الجدول: يبرز الجدول تطورات عناصر الخصوم للمؤسسة محل الدراسة "بيوفارم" خلال الفترة

الممتدة ما بين سنوات (2015 إلى 2023) اتجاهات نمو مختلفة لكل مكون من مكونات الخصوم. ويمكن تفصيل

ذلك كما يلي:

1- رؤوس الأموال الخاصة:

عرفت رؤوس الأموال الخاصة نمواً مستمراً وإيجابياً طوال الفترة المدروسة، بمعدل نمو متوسط بلغ حوالي 13.96%

سنوياً. وقد تميزت الزيادة بالاستمرارية رغم بعض التباينات الطفيفة في قيم الزيادة السنوية. هذا التطور يعكس تعزيزاً للتمويل الذاتي للمؤسسة، وتحسناً في احتياطياتها الرأسمالية، بما يدعم استقرارها المالي ويزيد من قدرتها على تمويل أنشطتها داخلياً دون الاعتماد المفرط على الديون.

2- الخصوم غير الجارية:

شهدت الخصوم غير الجارية تذبذباً واضحاً عبر السنوات، حيث سجلت معدلات نمو سلبية في بداية الفترة في

سنة 2015 كانت تبلغ قيمتها 968 مليون دج أما في سنة 2016 بلغت قيمتها 709 مليون دج، أي انها حققت

انخفاض واستمر هذا الانخفاض في سنة 2017 ليلعب قيمته 537 مليون دج، مما قد يفسر على سداد الديون طويلة

الأجل أو إعادة هيكلة التمويل، ثم سجلت قفزة نوعية في سنة 2019 وأصبحت 4.15 مليار دج، ما يرجح وجود

إعادة تقييم الالتزامات أو عمليات تمويل طويلة الأجل كبرى خلال تلك الفترة. استمر الارتفاع لسنتي 2020

و2021 اذ بلغ 4.24 مليار دج و4.72 مليار دج على التوالي، ثم سجلت انخفاض بقيمة قدرت بحوالي 1.38

مليار دج في سنة 2022، لتعود وترتفع سنة 2023 وتصبح تقدر ب 8.3 مليار دج.

3- الخصوم الجارية:

عرفت الخصوم الجارية مساراً شبه مستقر مع تسجيل بعض التقلبات الطفيفة، حيث بلغ متوسط نموها حوالي

8.06%. وقد سجلت خصوم المؤسسة الجارية انخفاضاً سنة 2016 حيث سجلت انخفاضاً بقيمة تقدر بحوالي 1.7

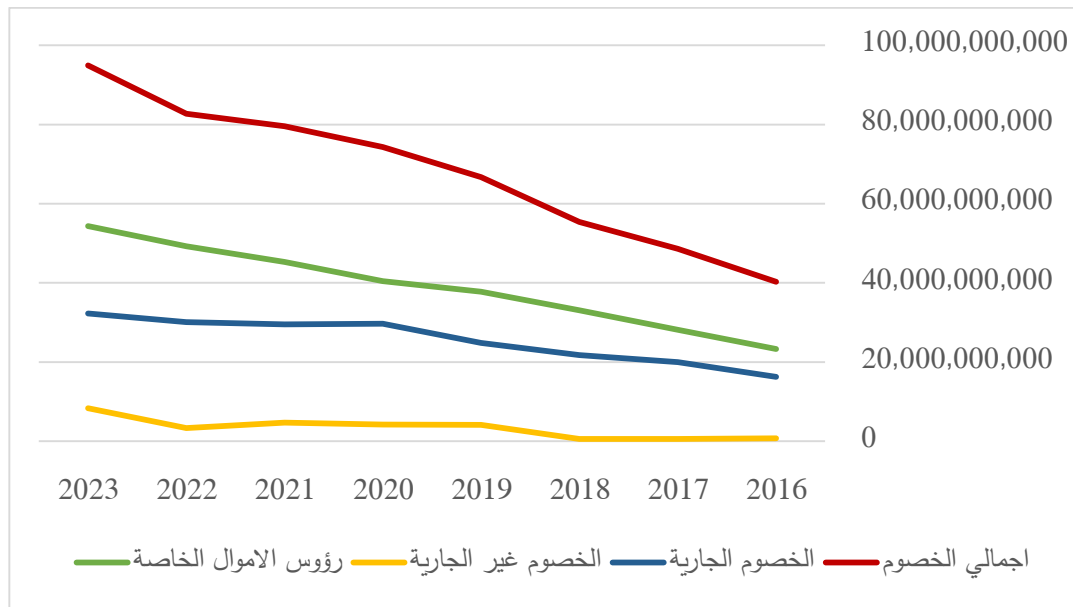
مليار دج حيث كانت قيمتها في سنة 2015 تقدر ب 17.97 مليار دج أصبحت 16.26 مليار دج، يقابلها ارتفاعات إيجابية في السنوات الأخرى، حيث بلغت 19.94 مليار دج في سنة 2017 و 21.77 مليار دج في سنة 2018 و 24.81 مليار دج في 2019، هذا المسار يشير إلى توازن نسبي في الالتزامات قصيرة الأجل، بما يعكس قدرة المؤسسة على إدارة دورة رأس المال العامل بكفاءة مع المحافظة على مستويات معقولة من السيولة. استمرت وتيرة الارتفاع لتبلغ ذروتها في سنة 2023 بقيمة 32.25 مليار دج.

4- إجمالي الخصوم:

أظهر إجمالي الخصوم نمواً إيجابياً ومستمرًا على امتداد فترة الدراسة، وقد تميز هذا النمو بالثبات النسبي، حيث ارتفع المبلغ من حوالي 38.2 مليار دج في سنة 2015 إلى 95 مليار دج في سنة 2019، مما يدل على توسع أنشطة المؤسسة وزيادة اعتمادها على مصادر التمويل المختلفة، سواء من الالتزامات الجارية أو غير الجارية. هذا النمو المستدام في إجمالي الخصوم يبرز حيوية النشاط المالي للمؤسسة، لكنه قد يستدعي مراقبة دورية لمستويات المديونية بهدف المحافظة على توازن هيكل التمويل.

الرسم البياني: يوضح التغيرات التي طرأت على عناصر خصوم ميزانية مؤسسة "بيوفارم" خلال فترة الدراسة:

الشكل رقم (02-03): منحنى تغيرات عناصر الخصوم



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول السابق

التعليق على الرسم: يوضح المنحنى السابق تغيرات عناصر الخصوم خلال الفترة الممتدة من سنة (2016 إلى

سنة 2023) وجود نمو إيجابي ملحوظ في جميع مكونات الخصوم ورؤوس الأموال الخاصة. ويُبيّن هذا النمو التوسع

التدريجي في النشاط المالي للمنشأة، وذلك على النحو التالي:

1- رؤوس الأموال الخاصة:

شهدت نموًا متصاعدًا على مدى السنوات، حيث ارتفعت بشكل واضح، مما يعكس زيادة في مساهمات الملاك أو تراكم الأرباح المحتجزة، بمتوسط نمو بلغ 13.96% سنويًا.

2- الخصوم غير الجارية:

حافظت على نمو طفيف وإيجابي، ما يدل على وجود استقرار نسبي في الالتزامات طويلة الأجل، مع متوسط نمو سنوي قدره 92.95%.

3- الخصوم الجارية:

سجلت نموًا تدريجيًا وملحوظًا، مما قد يرتبط بزيادة الالتزامات التشغيلية قصيرة الأجل مثل الذمم الدائنة أو القروض القصيرة، بمتوسط نمو بلغ 8.06%.

المطلب الثاني: تحليل تطور مؤشرات قائمة الدخل:

من خلال الجدول الموالي سوف نقوم بعرض تطورات مختلف مؤشرات قائمة الدخل لمجمع "بيوفارم" لفترة الدراسة الممتدة بين (2015-2023):

الجدول رقم (02-04): تطور مؤشرات قائمة الدخل

العنصر	2015	2016	2017	2018	2019
القيمة المضافة للاستغلال	8,091,694,916	9,982,273,012	11,885,027,007	13,193,000,000	14,464,000,000
النمو	/	23.36%	19.06%	11.01%	9.63%
الفائض الاجمالي للاستغلال	4,697,652,347	6,057,013,843	8,041,728,599	9,082,000,000	9,893,000,000
النمو	/	28.94%	32.77%	12.94%	8.93%
النتيجة العمليانية	5,974,159,810	7,325,243,895	8,309,464,213	8,835,000,000	9,401,000,000
النمو	/	22.62%	13.44%	6.32%	6.41%

129,000,000	290,000,000	861,000,000	352,803,438	571,286,266	النتيجة المالية
-55.52%	-66.32%	144.05%	-38.24%	/	النمو
7,604,000,000	7,525,000,000	6,498,667,964	5,552,092,789	4,453,571,856	النتيجة الصافية للأنشطة العادية
1.05%	15.79%	17.05%	24.67%	/	النمو
متوسط النمو	2023	2022	2021	2020	العنصر
/	17,883,000,000	17,791,000,000	15,515,882,553	14,694,000,000	القيمة المضافة للاستغلال
10.68%	0.52%	14.66%	5.59%	1.59%	النمو
/	12,573,000,000	12,774,000,000	10,475,793,482	10,004,000,000	الفائض الاجمالي للاستغلال
13.72%	-1.57%	21.94%	4.72%	1.12%	النمو
/	10,762,000,000	10,320,000,000	9,823,244,119	7,418,000,000	النتيجة التشغيلية
8.68%	4.28%	5.06%	32.42%	-21.09%	النمو
/	453,000,000	499,000,000	343,421,758	921,000,000	النتيجة المالية
71.41%	-9.22%	45.30%	-62.71%	613.95%	النمو
/	8,505,000,000	8,431,000,000	7,814,271,869	5,570,000,000	النتيجة الصافية للأنشطة العادية
10.11%	0.88%	7.89%	40.29%	-26.75%	النمو

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

التعليق على الجدول: يعرض الجدول السابق تطور مؤشرات قائمة الدخل على مدى تسع سنوات (من 2015 إلى 2023)، مع حساب معدلات النمو السنوي لكل مؤشر، سنحاول فيما يلي تحليل هذه العناصر:

1- القيمة المضافة للاستغلال:

شهدت هذه القيمة ارتفاعاً ملحوظاً خلال الفترة من (2015 إلى 2023)، حيث بدأت بحوالي 8.1 مليار ووصلت إلى ما يقارب 17.9 مليار. هذا النمو يعكس تطوراً واضحاً في إنتاجية المؤسسة أو توسع نشاطها، مما ساهم في مضاعفة القيمة المضافة خلال أقل من عشر سنوات. يُحتمل أن يكون هذا التحسن ناتجاً عن زيادة المبيعات أو تحسين العمليات التشغيلية.

2- الفوائد الإجمالي للاستغلال:

بدأ هذا المؤشر عند 4.7 مليار في سنة 2015 وبلغ ذروته عند 12.77 مليار في سنة 2022 قبل أن يتراجع قليلاً إلى 12.57 مليار في سنة 2023 هذا الارتفاع الكبير يدل على زيادة ملحوظة في الأرباح التشغيلية قبل احتساب الاستهلاك والفوائد والضرائب، ما يعكس فعالية المؤسسة في استغلال مواردها وتحقيق نتائج مالية إيجابية من أنشطتها الأساسية.

3- النتيجة التشغيلية:

بلغت النتيجة التشغيلية في سنة 2015 حوالي 5.97 مليار، وارتفعت تدريجياً لتصل إلى 10.76 مليار في سنة 2023، مع تسجيل بعض التذبذب في بعض السنوات، خاصة في سنة 2020. هذا المؤشر يبين قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح تشغيلية صافية من نشاطها الأساسي بعد خصم المصاريف التشغيلية والاستهلاكات، ويعكس الكفاءة الإدارية والقدرة على الحفاظ على الربحية على المدى المتوسط والطويل.

4- النتيجة المالية:

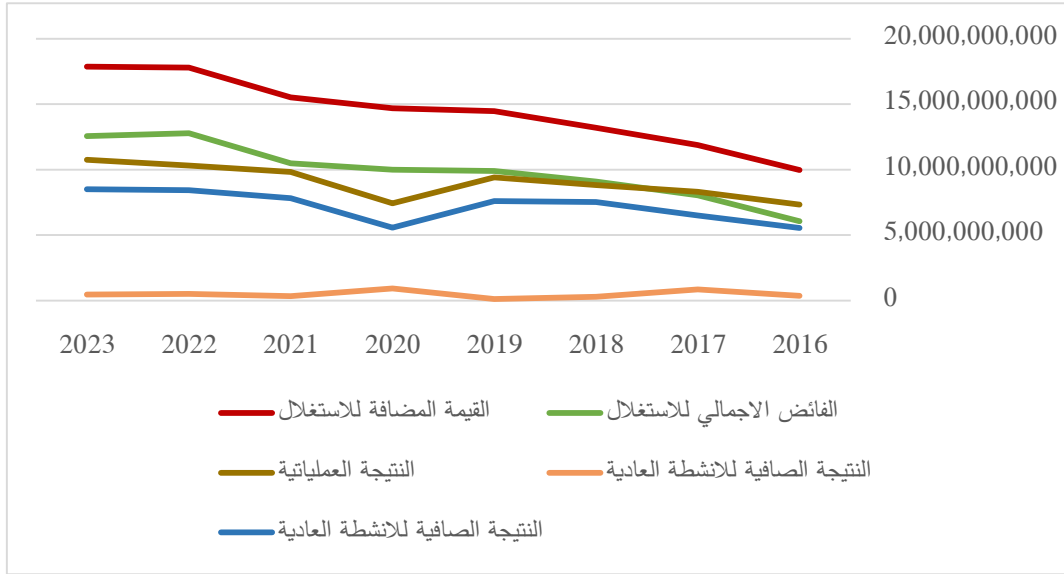
تراوحت بين قيم منخفضة نسبياً مقارنة بالمؤشرات الأخرى، إذ بدأت من 571 مليون في سنة 2015 وبلغت 453 مليون في سنة 2023، مع تسجيل تذبذب كبير خلال الفترة. تعكس هذه الأرقام محدودية العائد من الأنشطة المالية، وربما تكشف عن اعتماد المؤسسة بشكل أكبر على النشاط التشغيلي مقارنة بالعوائد الاستثمارية أو التمويلية.

5- النتيجة الصافية للأنشطة العادية:

بدأت عند 4.45 مليار في سنة 2015 وبلغت 8.5 مليار في سنة 2023. هذا الارتفاع يوضح أن المؤسسة استطاعت المحافظة على نمو صافي أرباحها العادية رغم التحديات، وهو مؤشر إيجابي على استقرار الأداء المالي في المدى الطويل، كما يدل على إدارة متوازنة بين الجوانب التشغيلية والمالية.

الرسم البياني: بالاعتماد على الجدول السابق قمنا بهذا الرسم البياني الذي يوضح تطور هذه المؤشرات بمرور الزمن.

الشكل رقم (02-04): منحني تطور مؤشرات قائمة الدخل



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول السابق

التعليق على الرسم: يوضح الشكل السابق رسم بياني لتطور مؤشرات قائمة الدخل، سنحاول فيما يلي تحليل تطور هذه المؤشرات:

1- القيمة المضافة للاستغلال:

يمثل هذا المؤشر الفارق بين الإيرادات الناتجة عن الاستغلال والنفقات المباشرة المرتبطة به. وقد شهدت القيمة المضافة للاستغلال نمواً مستمراً خلال الفترة (من 2016 إلى 2023)، مما يدل على تحسن فعالية النشاطات الاقتصادية داخل الكيان المعني. هذا النمو يعكس قدرة متزايدة على خلق قيمة من خلال الاستغلال، وهو مؤشر إيجابي على كفاءة التسيير وجودة العمليات الإنتاجية، ما يدعم استدامة الأداء الاقتصادي على المدى المتوسط.

2- الفائض الإجمالي للاستغلال:

سجل الفائض الإجمالي للاستغلال نمواً ملموساً على مدى السنوات، مما يعكس تحسناً في القدرة على تحقيق نتائج مالية إيجابية بعد تغطية التكاليف التشغيلية. يعبر هذا النمو عن تزايد في هامش الربح التشغيلي ويُعد مؤشراً على فعالية هيكله المالية وكفاءة إدارة الموارد. من الناحية الاقتصادية، فإن هذا الفائض يشكل قاعدة صلبة لتمويل الأنشطة المستقبلية دون الحاجة إلى تمويل خارجي.

3- النتيجة العملية:

النتيجة العملية، التي تُظهر الربح أو الخسارة الناتجة عن النشاطات الرئيسية، عرفت هي الأخرى نموًا واضحًا في الفترة المدروسة. هذا النمو يدل على نجاح المؤسسة في تحقيق عوائد تفوق التكاليف التشغيلية، مما يعكس فعالية القرارات الإدارية.

4- النتيجة المالية:

عرفت النتيجة المالية نموًا محدودًا مقارنة بباقي المؤشرات، وهو أمر متوقع نظرًا لطبيعة هذا البند المرتبط أساسًا بالإيرادات والمصاريف ذات الطابع المالي، مثل الفوائد والدين. ورغم النمو الطفيف، فإن الحفاظ على منحى تصاعدي يعكس تطورًا إيجابيًا في السياسة التمويلية وتقليصًا للعبء المالي. نمو هذا العنصر، ولو بشكل متباطئ، يُعد ضروريًا لتحقيق استقرار مالي طويل الأمد.

5- النتيجة الصافية للأنشطة العادية:

هذا المؤشر، الذي يمثل الحصيلة النهائية للأنشطة الاعتيادية، سجل نموًا تدريجيًا ملحوظًا، ما يدل على تحسن إجمالي في الأداء الاقتصادي والتشغيلي للمؤسسة. النمو في هذا العنصر يُعد خلاصة لتفاعل إيجابي بين مختلف المؤشرات السابقة، ويعبر عن صحة مالية جيدة وقدرة على توليد فائض من الأنشطة اليومية دون الاعتماد على نتائج استثنائية أو غير متكررة.

المطلب الثالث: تحليل تطور تدفقات الخزينة:

من خلال الجدول الموالي سوف نقوم بعرض تطور تدفقات الخزينة لمجمع "بيوفارم" لفترة الدراسة الممتدة بين

(2015-2023):

الجدول رقم (02-05): جدول تطورات مؤشرات تدفقات الخزينة

العنصر	2015	2016	2017	2018	2019
تدفق خزينة الاستغلال	3,405,815,000	3,591,898,000	1,655,326,000	3,640,000,000	3,064,000,000
النمو	/	5.46%	-53.92%	119.90%	-15.82%
تدفق خزينة الاستثمار	-625,347,000	-569,495,000	-664,617,000	-2,253,000,000	-2,510,000,000
النمو	/	-8.93%	16.70%	238.99%	11.41%

337,000,000	-2,953,000,000	-2,152,940,000	-1,660,163,000	-143,219,000	تدفق خزينة التمويل
-111.41%	37.16%	29.68%	1059.18%	/	النمو
891,000,000	-1,566,000,000	-1,162,231,000	1,362,240,000	2,637,249,000	اجمالي تدفقات الخزينة
-111.41%	34.74%	-185.31%	-48.35%	/	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 الاستغلال
%21.29	-22.32%	%10.29	%11.76	%114.95	النمو
/	-11,445,000,000	-3,384,000,000	-4,015,101,34	-3,218,000,000	تدفق خزينة الاستثمار
%66.70	238.21%	-15.72%	%24.77	%28.21	النمو
/	1,264,000,000	-5,641,000,000	-2,333,717,927	-2,910,000,000	تدفق خزينة التمويل
6.33%	-122.41%	141.72%	-19.80%	-963.50%	النمو
/	-3,875,000,000	-907,000,000	1,011,931,957	458,000,000	اجمالي تدفقات الخزينة
-18.23%	327.23%	-189.63%	120.95%	-48.60%	النمو

المصدر: من اعداد الطالبة الاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

التعليق على الجدول: سنحاول فيما يلي تحليل تطورات تدفقات الخزينة لمؤسسة "بيوفارم" لفترة الدراسة

الموضحة من خلال الجدول السابق:

1- تدفق خزينة الاستغلال:

يُظهر هذا المؤشر قدرة المؤسسة على توليد السيولة من نشاطها الأساسي حيث عرفت تدفقات خزينة

الاستغلال لمؤسسة "بيوفارم" خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2023 تذبذباً واضحاً، ما يعكس حساسية

نشاطها التشغيلي للظروف الاقتصادية والداخلية. فبعد ارتفاع طفيف يقدر بقيمة 186 مليون دج سنة 2016،

شهدت المؤسسة تراجعًا حادًا في 2017 بلغ 1.93 مليار دج ما قد يشير إلى انخفاض في المبيعات أو ارتفاع في التكاليف التشغيلية. غير أن المؤسسة استطاعت التعافي سريعًا في سنة 2018 حيث قدرت بـ 3.64 مليار دج، ما يدل على تحسن فعالية النشاط الأساسي أو التحكم الأفضل في النفقات. تكررت موجات الصعود والهبوط، فبعد تراجع نسبي في 2019، عرف التدفق قفزة قوية سنة 2020 ثم استمر في النمو بمعدلات معتدلة في 2021 و2022، قبل أن يسجل انخفاضًا جديدًا في 2023 بمبلغ قدر بـ 1.81 مليار دج وعليه من خلال هذا المسار يتضح أن المؤسسة تمتلك قدرة تشغيلية قوية لكنها غير مستقرة، مما يستدعي تطوير آليات دائمة لتحسين الكفاءة التشغيلية.

2- تدفق خزينة الاستثمار:

اتسمت تدفقات خزينة الاستثمار بالسلبية طوال الفترة، وهو أمر متوقع في سياق نمو المؤسسة، لكنها تميزت بمعدلات متغيرة بشكل كبير. ففي السنوات الأولى، كانت الاستثمارات متوسطة الحجم، غير أنها تضاعفت بشكل لافت في 2018 حيث بعد ما كانت 664 مليون دج في سنة 2017 أصبحت تقدر بـ 2.253 مليار دج، ما يرجح تنفيذ مشاريع توسعية كبرى أو اقتناء أصول استراتيجية. استمر هذا التوجه التصاعدي إلى غاية سنة 2021، قبل أن تنخفض وتيرة الإنفاق قليلاً في سنة 2022 حيث قدر الانخفاض بمبلغ قدره 631 مليون دج، ثم تقفز من جديد في سنة 2023 إلى 11.445 مليار دج، وهو ما قد يضع ضغطًا كبيرًا على سيولة المؤسسة. هذا النمط يشير إلى استراتيجية استثمار طموحة لكن تتطلب توازنًا أكبر بين النمو والاستدامة المالية، خصوصًا إذا لم تكن العوائد الاستثمارية متزامنة مع التكاليف.

3- تدفق خزينة التمويل:

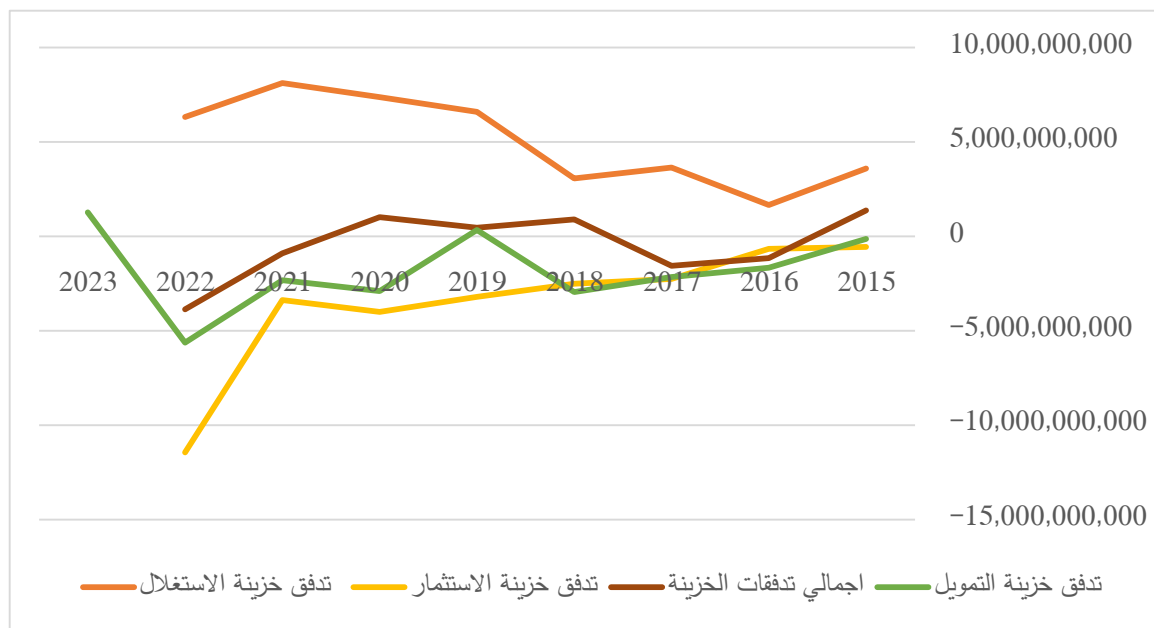
أظهرت تدفقات خزينة التمويل تذبذبًا حادًا في اتجاهين، مما يعكس تغييرًا في السياسة التمويلية للمؤسسة. ففي السنوات الأولى (2015 إلى 2018)، كانت التدفقات التمويلية سالبة، ما قد يعني تسديد ديون أو تقليص الاعتماد على التمويل الخارجي. أما في سنة 2019، شهدت المؤسسة أول تدفق موجب في هذا الجانب، ما قد يدل حصولها على تمويل جديد أو إصدار أوراق مالية. غير أن سنة 2020 شكّلت نقطة تحول سلبية حادة، مع تسجيل تدفق سالب كبير يفوق 2.9- مليار دج، ما يرجح تسديد التزامات كبيرة أو إعادة هيكلة تمويلية. بعد ذلك، اتسمت السنوات التالية بالتأرجح بين الاعتماد على التمويل، كما في سنتي 2022 و2023، والتقليص منه. هذا التغيير السريع في السياسة التمويلية قد يكون ناتجًا عن ضغوط مالية أو خيارات استراتيجية لمواكبة الاستثمارات المكثفة.

4- اجمالي تدفقات الخزينة:

شهدت اجمالي تدفقات الخزينة تغيرات حادة وغير منتظمة خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2023، ما يعكس حالة من عدم الاستقرار المالي العام. سجّلت المؤسسة فائضاً مريحاً في سنة 2015 بلغ حوالي 2.6 مليار دج، مما يعكس وضعية مالية صحية في تلك السنة. غير أن هذا الفائض تقلص بشكل كبير في سنة 2016، حيث انخفضت بمقدار 1.2 مليار دج، ثم تحول إلى عجز ابتداءً من سنة 2017، حيث سجّلت المؤسسة تدفقاً سلبياً تجاوز 1.16 مليار دج، مما يشير إلى بداية ضغط حقيقي على السيولة. استمرت هذه الوضعية في 2018، حيث تفاقم العجز ليصل إلى 1.56 مليار دج، وهو ما يمكن تفسيره بتزايد النفقات الاستثمارية أو ضعف العوائد التشغيلية. في سنة 2019، لوحظ تحسّن في إجمالي التدفقات، إذ عادت إلى المنطقة الموجبة بقيمة 891 مليون دج، وهو ما قد يدل على استقرار نسبي في الأداء أو تحسّن في التوازن بين مصادر التمويل والاستخدامات. ومع ذلك، عادت التدفقات للانخفاض في سنة 2020، لتبلغ 458 مليون، أي بانخفاض قدر بـ 433 مليون دج، أما في سنة 2021 شهدت تحسناً جديداً بارتفاع صافي التدفقات إلى أكثر من مليار دج، وهو ما قد يعكس جهوداً فعالة في ضبط النفقات أو زيادة الموارد التشغيلية. غير أن هذا التحسن لم يدم طويلاً، ففي سنة 2022 عادت المؤسسة لتسجّل عجزاً كبيراً قدره 907 مليون دج، ثم تفاقم هذا العجز في سنة 2023 ليصل إلى 3.87 مليار، يشير إلى ضغوط مالية شديدة قد تهدد التوازن المالي العام للمؤسسة إن لم يتم اتخاذ تدابير تصحيحية عاجلة.

الرسم البياني: فيما يلي سوف نقوم بتوضيح التغيرات في تدفقات الخزينة من خلال الرسم الموالي:

الشكل رقم (02-05): منحني تغيرات تدفقات الخزينة



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول السابق

التعليق على الرسم: يُظهر الرسم البياني المعروض تطور تدفقات الخزينة لمؤسسة "بيوفارم" للفترة (بين 2015 و2023)، بشكل عام يُوضح الرسم أن المؤسسة تعتمد بشكل كبير على التدفقات التشغيلية، مع تمويل واستثمارات محدودة. ويوضح التغيرات في مكونات التدفقات: الاستغلال، الاستثمار، التمويل، وإجمالي التدفقات، سنحاول فيما يلي تناول هذه التدفقات كل على حدة:

1. **تدفق خزينة الاستغلال:** يظهر بشكل عام اتجاهًا تصاعديًا ما يوضح نموًا موجبًا لهذه التدفقات، مع بعض التذبذبات. يبدأ بقيمة مرتفعة نسبيًا سنة 2015، يشهد انخفاضًا ثم يرتفع بشكل ملحوظ بعد 2018، ليبلغ ذروته في السنوات الأخيرة. هذا يعكس تحسن القدرة التشغيلية للمؤسسة على المدى المتوسط.
2. **تدفق خزينة الاستثمار:** يظهر دائمًا تحت خط الصفر، وهو ما يؤكد أن المؤسسة تستثمر باستمرار. نلاحظ تراجعًا حادًا في بعض السنوات، خصوصًا في الجزء الأيمن من الرسم (2023)، ما يدل على نفقات استثمارية ضخمة في تلك السنة.
3. **تدفق خزينة التمويل:** يتقلب بين السالب والموجب. في البداية كان سالب، ثم نلاحظ ارتفاعًا مفاجئًا قد يدل على تمويل خارجي أو قروض، قبل أن يعود للانخفاض. وفي نهاية الفترة، يعود للارتفاع بشكل قوي، ما يعكس اعتمادًا كبيرًا على التمويل في سنة 2023.
4. **إجمالي تدفقات الخزينة:** يُظهر تذبذبًا بشكل واضح بين الموجب والسالب. يبدأ بقيمة موجبة ثم ينخفض تدريجيًا، ويبلغ أدنى نقطة له في نهاية الفترة، مما يشير إلى أن الضغوط الاستثمارية وتمويلها أثرت سلبًا على صافي السيولة.

المبحث الثالث: دراسة حالة المجمع بالاعتماد على مقارنة إنشاء القيمة

من خلال هذا المبحث سوف نقوم بتحديد قيمة مجمع "بيوفارم" بالاعتماد على القوائم المالية للفترة الممتدة

بين (2015-2023)، وذلك من خلال الخطوات التالية:

- **المطلب الأول:** تحديد قيمة المؤسسة VE بالاعتماد على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA
- **المطلب الثاني:** تحليل تطور القيمة السوقية للشركة
- **المطلب الثالث:** دراسة العلاقة بين EVA والقيمة السوقية للشركة

المطلب الأول: تحديد قيمة المؤسسة VE بالاعتماد على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA:

من أجل حساب هذه قيمة وجب أولاً حساب القيمة EVA من ثم تحديد قيمة المؤسسة

الفرع الأول: حساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA وتحليل تطوره:

قبل حساب EVA وجب أولاً حساب مختلف العناصر المتعلقة به وهي: معدل الخصم والأموال المستثمرة ثم

الربح التشغيلي، وهو ما سنتناوله من خلال هذا المطلب

أولاً: تحديد معدل الخصم CMPC t:

من أجل تحديد معدل الخصم وجب أولاً تحديد مجموعة العناصر التي تدخل في حسابه.

1. حساب معدل النمو المستدام g:

تم قياس النمو المستدام لمجمع بيوفارم باستخدام نموذج "Robert C.Higgins" الذي طوره سنة 2001،

والذي ينطلق من افتراضه أن للمؤسسة هيكل تمويل مستهدف وسياسة توزيع أرباح مستهدفة ترغب في الحفاظ

عليهما، وأنها غير قادرة أو غير راغبة في إصدار أسهم جديدة. وتحسب من خلال العلاقة التالية:¹

$$g=P*R*A*T$$

والجدول الموالي يوضح حساب معدل النمو المستدام g لمجمع "بيوفارم" للفترة (2015-2023):

جدول (02-06): معدل النمو المستدام لمجمع بيوفارم للفترة (2015-2023)

2019	2018	2017	2016	2015	البيان
66,699,000,000	55,386,000,000	48,592,810,680	40,255,181,265	38,195,806,244	اجمالي الأصول
28,963,000,000	22,318,000,000	20,481,423,428	16,957,423,678	18,943,664,011	اجمالي الديون
37,736,000,000	33,069,000,000	28,111,387,250	23,297,757,586	19,252,142,233	الاموال الخاصة
67,838,000,000	63,055,000,000	58,567,782,393	56,376,333,817	51,042,777,621	صافي المبيعات
7,604,000,000	7,525,000,000	6,498,667,964	5,552,092,789	4,453,571,856	النتيجة الصافية
2,936,000,000	2,553,000,000	1,685,038,000	1,403,703,000	0	الارباح الموزعة
0.6139	0.6607	0.7407	0.7472	1.0000	R (Retention Ratio) نسبة الاحتفاظ
1.0171	1.1385	1.2053	1.4005	1.3363	A (Asset Turnover) المبيعات/الاصول

¹ - دباح كريمة، شكرين محمد، مرجع سبق ذكره، ص 480.

0.1121	0.1193	0.1110	0.0985	0.0873	P هامش الربح (Profit Margin)
1.7675	1.6749	1.7286	1.7279	1.9840	T (Equity Multiplier) / الاصول / الاموال الخاصة
0.1237	0.1504	0.1712	0.1781	0.2313	معدل النمو المستدام g
معدل النمو المستدام	2023	2022	2021	2020	البيان
/	94,914,000,000	82,695,000,000	79,559,065,353	74,337,000,000	اجمالي الأصول
/	40,547,000,000	33,437,000,000	34,266,035,885	33,921,000,000	اجمالي الديون
/	54,367,000,000	49,257,000,000	45,292,658,469	40,415,000,000	الاموال 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	الارباح الموزعة
/	0.5979	0.4703	0.6244	0.4729	R (Retention Ratio) نسبة الاحتفاظ
/	0.8736	1.0136	1.0324	0.9615	A (Asset Turnover) المبيعات/الاصول
/	0.1026	0.1006	0.0951	0.0779	P هامش الربح (Profit Margin)
/	1.7458	1.6788	1.7566	1.8393	T (Equity Multiplier) / الاصول / الاموال الخاصة
0.1335	0.0935	0.0805	0.1077	0.0652	معدل النمو المستدام g

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

التعليق على الجدول: من خلال الجدول السابق نلاحظ تذبذبًا واضحًا في معدل النمو المستدام على مدار فترة الدراسة، حيث كانت في بداية الفترة بنسبة 23.13% في سنة 2015 وهي أعلى قيمة، من ثم انخفضت هذه النسبة لتصل إلى أقل مستوياتها في سنة 2020 بنسبة 6.52%، أما في آخر فترة الدراسة ارتفعت قليلاً لتصبح 9.35% في سنة 2023. هذا يشير إلى أن المؤسسة لا تحافظ على مستوى مستقر من النمو المستدام ما قد يشير إلى وجود عوامل تشغيلية أو تمويلية تؤثر أدائها بمرور الزمن. كما يتضح أيضاً أن هامش الربح كان العامل الأضعف في النمو المستدام حيث كان يتراوح ما بين 7.8% إلى 11.93%، ما يشير إلى أن ربحية المؤسسة ضعيفة.

وعليه فإن الأداء الأفضل للنمو المستدام كان في سنوات الاحتفاظ الكامل بالأرباح، مما يؤكد أهمية سياسة الأرباح في دعم النمو الداخلي. كما تشير أيضاً النتائج أن المؤسسة كانت تحتفظ بكل أرباحها في البداية ثم بدأت

توزع جزءًا منها، ما يقلل من قدرتها على تمويل النمو داخليًا. كما اتسمت بالثبات النسبي في معدل دوران الأصول لكنه منخفض نوعًا ما، مما يدل على ضعف في استخدام الأصول لتحقيق الإيرادات.

2. حساب تكلفة الأموال الخاصة K_{cp} :

تم حساب تكلفة العائد المطلوب من قبل المستثمرين وفق نموذج Gordon Shapiro، والجدول التالي يوضح ذلك:

جدول (02-07): تكلفة الأموال الخاصة K_{cp}

2019	2018	2017	2016	2015	البيان
2,936,000,000	2,553,000,000	1,685,038,000	1,403,703,000	0	التوزيعات الاجمالية
25,521,875	25,521,875	25,521,875	25,521,875	25,521,875	عدد الأسهم
115.0386	100.0318	66.0233	55.0000	0.0000	التوزيع للسهم
1,225	1,150	1,020	1,225	/	قيمة السهم في البورصة
21.76%	25.04%	26.93%	23.20%	/	تكلفة الاموال الخاصة وفق Gordon
2024	2023	2022	2021	2020	البيان
4,600,000,000	3,420,000,000	4,466,000,000	2,935,417,495	2,936,000,000	التوزيعات الاجمالية
25,521,875	25,521,875	25,521,875	25,521,875	25,521,875	عدد الأسهم
180.2375	134.0027	174.9871	115.0157	115.0386	التوزيع للسهم
/	2,300	2,123	1,302	1,225	قيمة السهم في البورصة
/	17.19%	14.36%	24.21%	15.91%	تكلفة الاموال الخاصة وفق Gordon

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

تشير بيانات الجدول إلى أن أعلى تكلفة كانت 25.04% في سنة 2018 نتيجة ارتفاع توزيعات الأرباح والنمو المتوقع، بينما كانت أدناها في سنة 2022 بنسبة 14.36% ما قد يعكس تراجع في النمو المتوقع أو انخفاض في توزيع الأرباح. أما باقي السنوات كانت تُظهر استقرارًا نسبيًا مع تغيرات بسيطة مرتبطة بسعر السهم أو معدل النمو.

3. حساب نسبة الضريبة IS:

يُعد تحديد معدل الضريبة (IS أو Tax Rate) الفعلي المطبق أمر مهم وضروري لأن الشركة محل الدراسة عبارة عن مجمع عدّة فروع وقد يكون لكل فرع نسبة ضريبة خاصة به، حيث تتولى الشركة الأم "مجمع بيوفارم" تجميع الضرائب المستحقة الدفع عن فروعها أو وحداتها، من ثم تقوم بدفعها مباشرة إلى مصلحة الضرائب. إضافة إلى ذلك تستفيد الشركة الأم من تخفيض ضريبي نظرًا لوضعها كشركة مدرجة في البورصة، وهو ما يمنحها امتيازات ضريبية خاصة بموجب القوانين الجبائية المعمول بها. والجدول الموالي يوضح احتساب هذه النسبة:

جدول (02-08): معدل الضريبة لمجمع "بيوفارم"

العنصر	2015	2016	2017	2018	2019
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	0.2188	0.1938	0.1880	0.1165	0.1590
العنصر	2020	2021	2022	2023	/
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	0.2424	0.1938	0.1917	0.1726	/

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

يتضح من خلال الجدول السابق تذبذبًا في كل من النتيجة العادية قبل الضرائب ومعدل الضريبة مما أدى إلى تذبذب في قيمة الضريبة.

4. حساب تكلفة الاستدانة K_D :

تكلفة الاستدانة هي التكلفة الفعلية التي تتحملها المؤسسة مقابل الأموال التي تقتربها، ومعنى آخر هي سعر أو معدل الفائدة¹ الذي تدفعه الشركة للمقرضين بعد أخذ الخصم الضريبي بعين الاعتبار. وتحسب من خلال العلاقة التالية:

$$K_D = i * (1 - IS)$$

والجدول التالي يوضح طريقة احتساب هذه التكلفة:

¹ معدل الفائدة على القروض الخاصة بالجزائر بالاعتماد على بيانات البنك الدولي. <https://www.albankaldawli.org/ext/ar/home>

جدول (02-09): تكلفة الاستدانة K_D

العنصر	2015	2016	2017	2018	2019
معدل الفائدة (i) ¹	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
معدل الضريبة	0.2188	0.1938	0.1880	0.1165	0.1590
تكلفة الاستدانة	0.062492863	0.064497771	0.064961125	0.070681918	0.067282794
العنصر	2020	2021	2022	2023	/
معدل الفائدة (i) ¹	0.08	0.08	0.08	0.08	/
معدل الضريبة	0.2424	0.1938	0.1917	0.1726	/
تكلفة الاستدانة	0.060606764	0.064498727	0.064663252	0.066190657	/

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

يتضح من خلال الجدول ثبات نسبي في تكلفة الاستدانة بحيث كانت في حدود 6.06% إلى 7.07%

تعود هذه التغيرات نتيجة لارتفاع وانخفاض نسبة الضريبة.

5. تحديد معدل الخصم t:

تم قياسها بمتوسط التكلفة المرجح لرأس المال (CMPC)، والجدول التالي يوضح ذلك:

جدول (02-10): معدل الخصم t

العنصر	2015	2016	2017	2018	2019
KCP وفق Gordon	/	0.231956175	0.171332237	0.250385833	0.217610542
الاموال الخاصة CP	19,252,142,233	23,297,757,586	28,111,387,250	33,069,000,000	37,736,000,000
الخصوم غير الجارية D	968,596,798	709,250,030	537,816,436	546,000,000	4,154,000,000
Kd	0.062492863	0.064497771	0.064961125	0.070681918	0.067282794
t:CMPC	/	22.70%	16.93%	24.75%	20.27%
العنصر	2020	2021	2022	2023	/
KCP وفق Gordon	0.159064227	0.242117165	0.143615671	0.171895151	/
الاموال الخاصة CP	40,415,000,000	45,292,658,469	49,257,000,000	54,367,000,000	/
الخصوم غير الجارية D	4,238,000,000	4,722,023,011	3,346,000,000	8,299,000,000	/
Kd	0.060606764	0.064498727	0.064663252	0.066190657	/
t:CMPC	14.97%	22.53%	13.86%	15.79%	/

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

من خلال الجدول السابق يتضح لنا تذبذبات في معدل الخصم حيث بلغ ذروته في سنة 2018 بقيمة

24.75% وكان ذلك نتيجة لارتفاع كل من تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الاستدانة. أما في باقي السنوات كان

يتراوح في حدود 13.86% إلى 22.7% تعود هاته التذبذبات نتيجة لعدم ثبات التكاليف.

ثانيا: حساب الأموال المستثمرة CI:

من أجل تحديد قيمة الأموال المستثمرة وجب أولا تحديد قيمة الاحتياج في رأس المال العامل، ثم تحديد قيمة الأصول الاقتصادية.

1. تحديد الاحتياج في رأس المال العامل BFR:

تحسب من خلال الفرق بين اجمالي الأول الجارية باستثناء خزينة الأصول واجمالي الخصوم الجارية باستثناء خزينة الخصوم، نحسبها من خلال الجدول التالي:

جدول (02-11): تطور الاحتياج في رأس المال العامل BFR

2019	2018	2017	2016	2015	البيان
24,809,000,000	21,772,000,000	19,943,606,992	16,248,173,648	17,975,067,213	اجمالي الخصوم الجارية
812,000,000	799,000,000	1,958,989,873	433,745,633	1,596,022,642	خزينة الخصوم
57,738,000,000	48,786,000,000	43,932,106,895	35,981,884,461	34,108,670,693	الاصول الجارية
3,546,000,000	3,135,000,000	5,761,374,957	5,545,508,240	5,345,545,993	خزينة الأصول
30,195,000,000	24,678,000,000	20,186,114,819	14,621,948,206	12,384,080,129	BFR
22.36%	22.25%	38.05%	18.07%	/	النمو
/	2023	2022	2021	2020	البيان
/	32,248,000,000	30,091,000,000	29,544,012,874	29,683,000,000	اجمالي الخصوم الجارية
/	5,406,000,000	4,286,000,000	2,558,245,385	2,831,000,000	خزينة الخصوم
/	65,569,000,000	64,166,000,000	63,207,731,928	61,259,000,000	الاصول الجارية
/	5,366,000,000	8,121,000,000	6,300,620,967	5,560,000,000	خزينة الأصول
/	33,361,000,000	30,240,000,000	29,921,343,472	28,847,000,000	BFR
/	10.32%	1.06%	3.72%	-4.46%	النمو

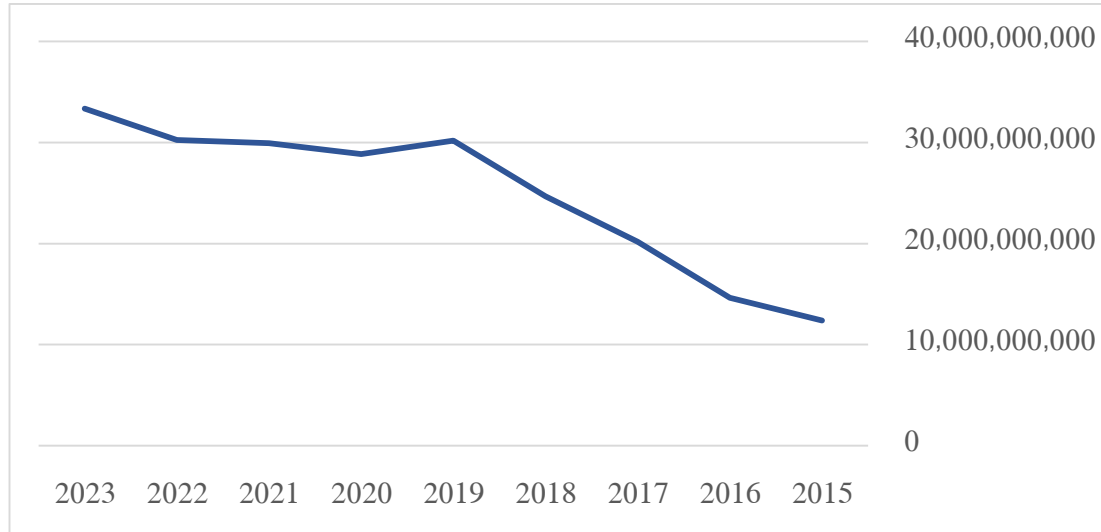
المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

التعليق على الجدول: يتضح من خلال الجدول السابق تذبذبات واضحة في قيمة الاحتياج في رأس المال

العامل BFR حيث بدأ بالصعود التدريجي 12.38 مليار دج 14.62 مليار دج 20.18 مليار دج 24.68 مليار دج و 30.2 مليار دج للسنوات 2015 2016 2017 2018 و 2019 على التوالي ثم انخفضت قليلا

في سنة 2020 بقيمة 1.36 مليار دج، ثم بدأت بالارتفاع مجددا لتصل إلى ذروتها في سنة 2023 بقيمة 33.36 مليار دج. تعود كل هذه التذبذبات نتيجة للتذبذب في العناصر المكونة للاحتياج في رأس المال العامل. والمنحنى التالي يوضح هذه التذبذبات:

الشكل رقم (02-06): تطور الاحتياج في رأس المال العامل



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول السابق

التعليق على الرسم:

نلاحظ من خلال الرسم البياني أن الاحتياج في رأس المال العامل يزداد بمرور الوقت هذا يدل على وجود ضغط متزايد في تمويل المؤسسة لنشاطها التشغيلي، أي ارتفاع الحسابات المدينة (العملاء) ويدل أن المؤسسة تباع بالآجل وتنتظر وقتا أطول للتحصيل، تراكم في المخزون قد يشير على تباطؤ دورة البيع أو سوء التخطيط الإنتاجي، انخفاض مدة سداد الموردين مما يعني أن الشركة تدفع سرعة أكبر، وبالتالي فإن هذا الارتفاع المستمر قد يدل على اختلال التوازن المالي قصير الأجل مما يؤدي إلى التمويل الخارجي.

2. حساب الأصول الاقتصادية AE:

تحسب من خلال جمع الاحتياج في رأس المال العامل مع الأصول الاقتصادية، والجدول التالي يوضح حساب

هذه الأصول:

الجدول رقم (02-12): تطور الأصول الاقتصادية AE

2019	2018	2017	2016	2015	البيان
30,195,000,000	24,678,000,000	20,186,114,819	14,621,948,206	12,384,080,129	BFR
8,961,000,000	6,600,000,000	4,660,703,785	4,273,296,804	4,087,135,551	الأصول غير الجارية
39,156,000,000	31,278,000,000	24,846,818,604	18,895,245,010	16,471,215,680	AE
25.19%	25.88%	31.50%	14.72%	/	النمو
/	2023	2022	2021	2020	البيان
/	33,361,000,000	30,240,000,000	29,921,343,472	28,847,000,000	BFR
/	29,345,000,000	18,529,000,000	16,351,333,425	13,078,000,000	الأصول غير الجارية
/	62,706,000,000	48,769,000,000	46,272,676,897	41,925,000,000	AE
/	28.58%	5.39%	10.37%	7.07%	النمو

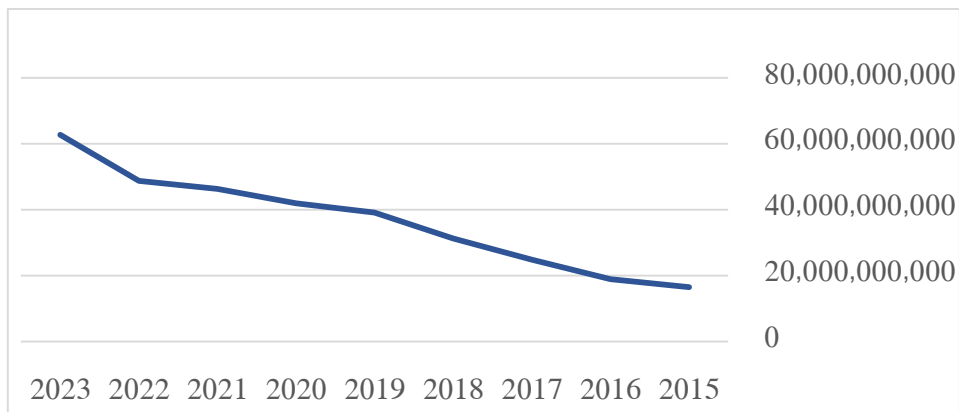
المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

التعليق على الجدول:

يتضح من خلال الجدول ارتفاع مستمر في قيمة الأصول الاقتصادية وهذا ناتج عن الارتفاع المستمر في قيمة

الاحتياج في رأس المال العامل أيضا الارتفاع المستمر في الأصول غير الجارية. والمنحنى الموالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (02-07): تطور الأصول الاقتصادية



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول السابق

التعليق على الرسم:

يوضح الرسم ارتفاع في الأصول الاقتصادية خلال فترة الدراسة هذا نتيجة لارتفاع في الاحتياج في رأس المال العامل إضافة إلى الارتفاع في الأصول غير الجارية.

3. تحديد الأموال المستثمر CI:

تحسب الأموال المستثمرة انطلاقاً من متوسط الأصول الاقتصادية للسنة الحالية والسنة السابقة أي: $CI_n = (AE_n + AE_{n-1})/2$ ، والجدول الموالي يوضح حساب الأموال المستثمرة والنمو الخاص بها:

الجدول رقم (02-13): تطور الأموال المستثمر CI

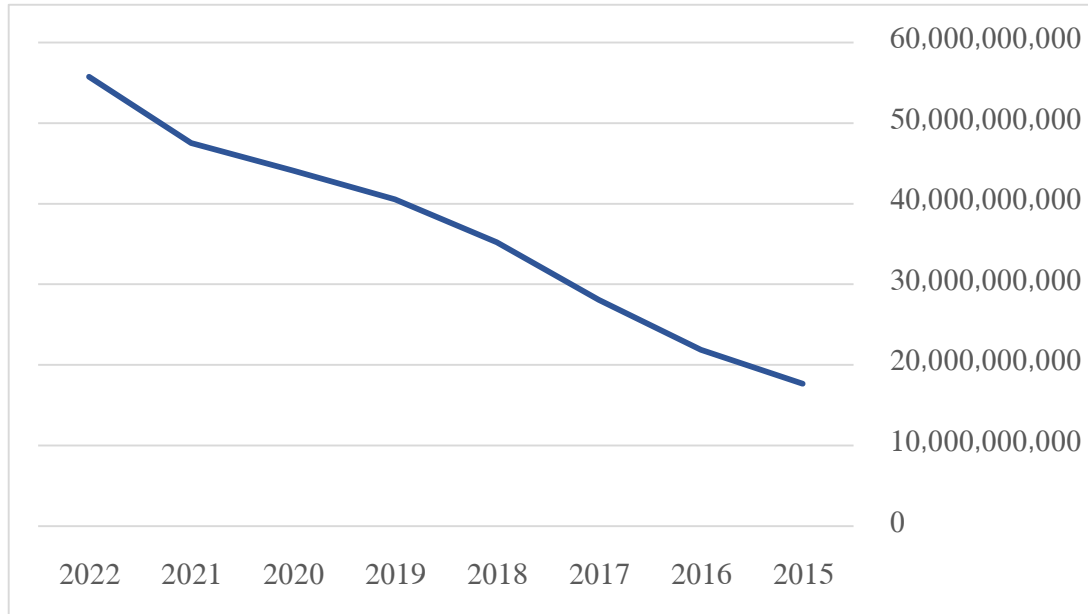
البيان	2015	2016	2017	2018	2019
AE	16,471,215,680	18,895,245,010	24,846,818,604	31,278,000,000	39,156,000,000
CI	/	17,683,230,345	21,871,031,807	28,062,409,302	35,217,000,000
النمو	/	/	23.68%	28.31%	25.50%
البيان	2020	2021	2022	2023	/
AE	41,925,000,000	46,272,676,897	48,769,000,000	62,706,000,000	/
CI	40,540,500,000	44,098,838,449	47,520,838,449	55,737,500,000	/
النمو	15.12%	8.78%	7.76%	17.29%	/

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

التعليق على الجدول:

يتضح من خلال الجدول السابق ارتفاع مستمر في قيمة الأموال المستثمرة يعود ذلك بسبب الارتفاع في الأصول الاقتصادية، مما قد يدل على زيادة في الأصول الثابتة أو التوسع في العمليات فمن الطبيعي تزداد الأصول وبالتالي تزداد الأموال المستثمرة. والمنحنى التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (02-08): منحى تطور الأموال المستثمرة



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول السابق

ثالثا: تحديد صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT:

وهي عبارة عن الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب EBIT مطروحا منه قيمة الضرائب وتحسب وفقا للعلاقة

التالية: $NOPAT = EBIT \times (1 - IS)$ سوف نقوم بحسابها من خلال الجدول إضافة إلى حساب معدل نموها:

الجدول رقم (02-14): جدول تطور صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT

العنصر	2015	2016	2017	2018	2019
الربح قبل الفوائد والضرائب (EBIT)	5,974,159,810	7,325,243,895	8,309,464,213	8,835,000,000	9,401,000,000
(IS)	0.2188	0.1938	0.1880	0.1165	0.1590
NOPAT	4,666,779,374	5,905,773,831	6,747,401,790	7,805,934,338	7,906,569,314
النمو	/	0.2654924	0.142509345	0.156880023	0.012892112
العنصر	2020	2021	2022	2023	/
الربح قبل الفوائد والضرائب (EBIT)	7,418,000,000	9,823,244,119	10,320,000,000	10,762,000,000	/
(IS)	0.2424	0.1938	0.1917	0.1726	/

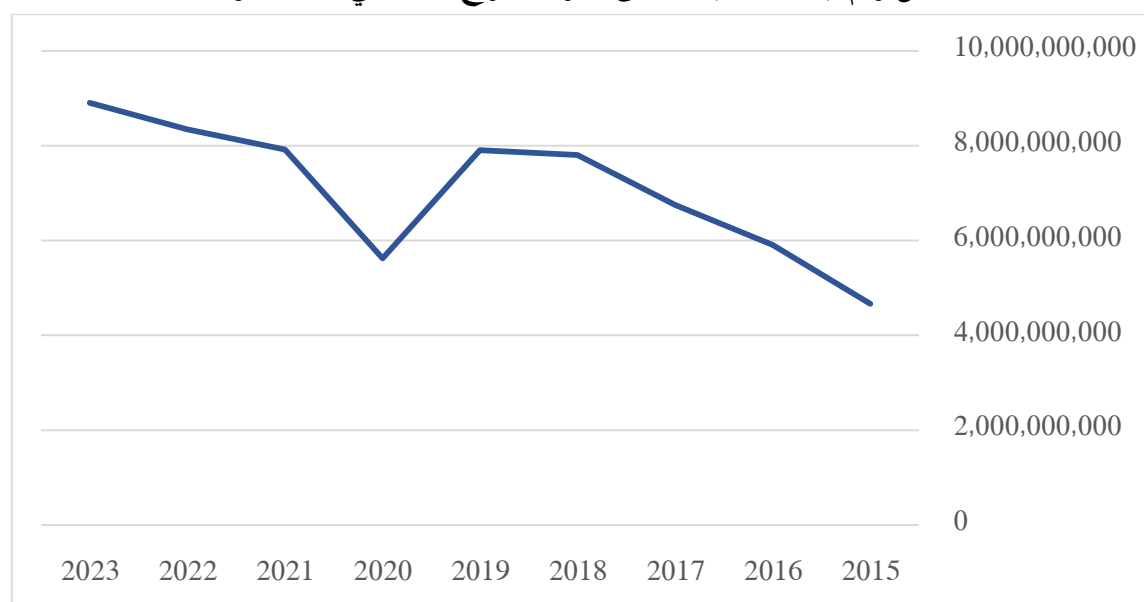
/	8,904,298,139	8,341,559,571	7,919,834,212	5,619,762,230	NOPAT
/	0.067462033	0.053249266	0.409282793	-0.289228741	النمو

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

التعليق على الجدول:

يتضح من خلال الجدول ارتفاع مستمر وإيجابي في قيمة الربح التشغيلي بعد الضرائب والذي جاء نتيجة انخفاض مستمر في نسبة الضرائب، إضافة إلى الارتفاع في الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب ما يشير إلى تحسن في الكفاءة التشغيلية للشركة. نلاحظ أيضا انخفاض مفاجئ في الربح التشغيلي بعد الضرائب في سنة 2020 ذلك سب ارتفاع في نسبة الضريبة الا أنها عاودت الارتفاع في بقية سنوات الدراسة. والمنحنى التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (02-09): منحنى تغيرات الربح التشغيلي بعد الضرائب



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول السابق

التعليق على الرسم:

يتضح من خلال الرسم الارتفاع المستمر في قيمة الربح التشغيلي بعد الضرائب عبر السنوات مع وجود انكسار مفاجئ في سنة 2020 ثم تعود للارتفاع مجددا.

رابعاً: تحديد قيمة EVA وتحليل تطوره:

من خلال الجدول الموالي سوف نقوم بحساب القيمة الاقتصادية المضافة:

جدول (02-15): القيمة الاقتصادية المضافة EVA

البيان	2015	2016	2017	2018	2019
NOPAT	4,666,779,374	5,905,773,831	6,747,401,790	7,805,934,338	7,906,569,314
CMPC	/	0.227008875	0.169335388	0.247466947	0.202703369
CI	/	17,683,230,345	21,871,031,807	28,062,409,302	35,217,000,000
EVA	/	1,891,523,608	3,043,862,134	861,415,578	767,964,765
النمو	/	/	60.92%	-71.70%	-10.85%
البيان	2020	2021	2022	2023	2024
NOPAT	5,619,762,230	7,919,834,212	8,341,559,571	8,904,298,139	/
CMPC	0.149719665	0.225347722	0.138593623	0.157896466	/
CI	40,540,500,000	44,098,838,449	47,520,838,449	55,737,500,000	/
EVA	-449,947,834	-2,017,738,554	1,755,474,408	103,543,883	744,512,248
النمو	-158.59%	348.44%	-187.00%	-94.10%	-16.13%

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

التعليق على الجدول: من خلال الجدول السابق نلاحظ تذبذباً واضحاً في أداء المؤسسة من حيث تحقيقها

للقيمة الاقتصادية المضافة، وهو ما يعكس عدم استقرار في قدرتها على تحقيق عوائد تفوق تكلفة رأس المال.

ففي السنوات 2016 إلى 2019 حققت المؤسسة قيمة اقتصادية مضافة موجبة، بلغت أقصاها سنة 2017

بحوالي 3.04 مليار دج، مما يشير إلى كفاءة نسبية في استخدام الموارد وتحقيق أرباح تتجاوز تكلفة التمويل. غير أن

هذا التحسن لم يستمر، إذ سجلت EVA قيمة سالبة في عام 2020، لتصل إلى حوالي 500 مليون دج، وهو

ما يدل على تراجع في الأداء المالي الحقيقي للمؤسسة. استمرت في الانخفاض إلى سنة 2021 لتبلغ أقل مستوياتها

بقيمة فاقت 2 مليار دج. الالفت أن سنة 2022 عرفت قفزة ملحوظة بتحقيق EVA إيجابية قدرها 1.75 مليار

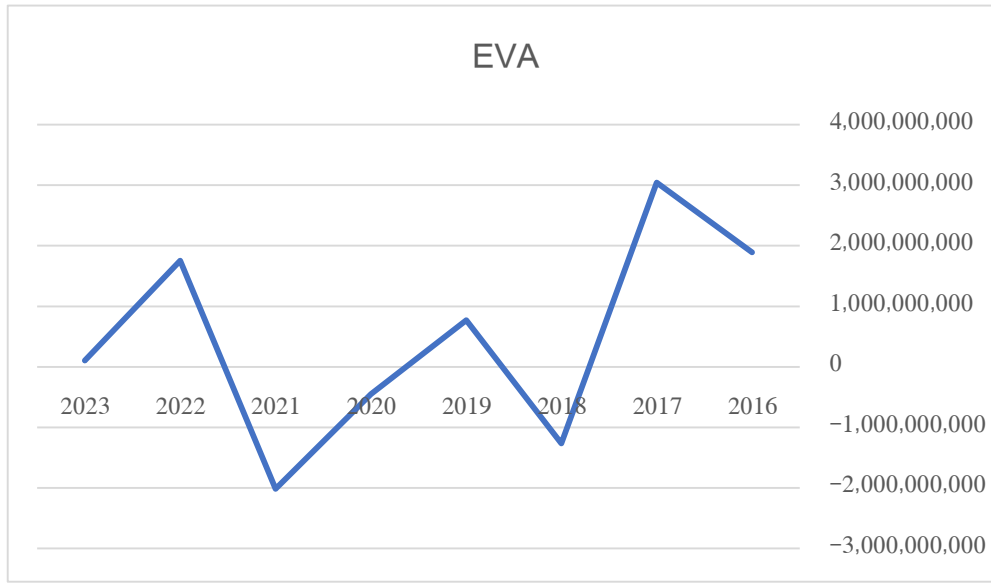
دج، ما قد يدل إلى تحسن صافي الأرباح أو انخفاض في تكلفة رأس المال. غير أن هذه القفزة لم تُترجم إلى اتجاه

تصاعدي ثابت، إذ عادت للتراجع في السنة التالية، حيث سجلت 103 مليون دج في سنة 2023.

وبالتالي يمكن القول إن المؤسسة لم تُحقق استقرارًا في خلق القيمة الاقتصادية، حيث تأرجحت بين فترات ربحية حقيقية وفترات عجز عن تغطية تكلفة رأس المال، وهو ما يطرح تساؤلات حول كفاءة إدارتها المالية واستدامة استراتيجياتها الاستثمارية.

المنحنى التالي يوضح هذه التذبذبات التي شهدتها القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة خلال فترة الدراسة (2015-2023):

الشكل رقم (02-10): منحنى تطور القيمة الاقتصادية المضافة



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول السابق

التعليق على الرسم: يتضح من خلال الرسم تغيرات واضحة في القيمة الاقتصادية المضافة، بحيث بدأت بحوالي **02** مليار دج في سنة **2016** ثم ارتفعت في سنة **2017** حيث تجاوزت **03** مليار دج ما يشير إلى كفاءة نسبية في استخدام الموارد وتحقيق أرباح تتجاوز تكلفة التمويل، غير ان هذا النمو لم يستمر بحيث انخفضت في سنة **2018** لتصبح أقل من **01** مليار دج واستمرت في الانخفاض محققة قيم سالبة بقيمة **02** مليار دج في سنة **2021** ما يدل على عدم تحقيق موارد تغطي تكاليف رأس المال. من الملفت أنها حققت قفزة في سنة **2022** تجاوزت **01** مليار دج، ما يدل على تحسن في النتائج، لكن سرعان ما بدأت بالانخفاض مجدداً في سنة **2023**، مما يعكس عدم قدرة المؤسسة على تحقيق قيمة ثابتة للمساهمين.

- حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA بعد خط الانحدار:

1. اعداد معادلة خط الانحدار: من خلال الجدول التالي سوف نقوم بتقدير معادلة خط الانحدار بالاستعانة

ببرنامج Excel:

الجدول رقم (02-16): معادلة خط الانحدار

Coefficients	
539.6294273	Intercept
-0.266972548	السنوات

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات السابقة

بالاستناد إلى بيانات الجدول السابق، تم التوصل إلى معادلة خط الانحدار، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$.y = 359.63x - 0.27$$

2. توقع القيمة الاقتصادية المضافة بواسطة خط الانحدار: من خلال الجدول الموالي سوف نقوم بتوقع

قيمة EVA ابتداءً من سنة 2024 إلى غاية سنة 2032 بالاعتماد على معادلة خط الانحدار الموضحة

من خلال الجدول السابق. حيث قمنا بتعويض السنوات في مكان x:

جدول (02-17): القيمة الاقتصادية المضافة EVA بعد خط الانحدار (الوحدة بمليارات الدينارات)

رتبة السنة	9	10	11	12	13	14	15	16	17
السنوات	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
EVA	-0.7230	-0.9900	-1.2570	-1.5239	-1.7909	-2.0579	-2.3248	-2.5918	-2.8588

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على جدول EVA

يوضح الجدول توقعات حول تطور القيمة الاقتصادية المضافة للفترة (2032-2024)، وذلك بالاعتماد

على معادلة خط الانحدار. نلاحظ من خلال الأرقام المسجلة انخفاضاً تدريجياً في EVA على امتداد فترة التوقع.

حيث بدأت في سنة 2024 بسالب **0.723** مليار دج واستمرت في التدهور لتصل إلى أقل مستوياتها بقيمة

سالب **2.8588** مليار دج في سنة 2032، ما يدل على مسار تنازلي مستمر في الأداء الاقتصادي من حيث

قدرة المؤسسة على خلق القيمة للمساهمين في المستقبل.

الفرع الثاني: تحديد قيمة المؤسسة **VE**:

حيث يتم حسابها وفقا للعلاقة التالية:

$$VE = CI_0 + \frac{EVA_{2025}}{t_{2025} - g_{2023}}$$

أولاً: حساب **EVA** لسنة 2024:

حيث قمنا بحساب هذه القيمة من خلال متوسط القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لسنوات الدراسة (2015-2023). ذلك لأنه لدينا قيم متطرفة خلال هذه الفترة، وعليه فإن:

$$EVA_{2024} = \frac{\sum_{i=2016}^{n=2023} EVA_i}{n} = \frac{(1,891,523,608 + 3,043,862,134 + 861,415,578 + 767,964,765 - 449,947,834 - 2,017,738,554 + 103,543,883 + 1,755,474,408)}{8} = 744,512,248$$

ثانياً: توقع قيمة **EVA** لسنة 2025:

بناءً على القيمة الاقتصادية المضافة لسنة 2024 يتم التوقع للسنة الحالية من خلال ادخال معدل النمو، g، أي:

$$EVA_{2025} = EVA_{2024} * (1 + g_{2023}) = 744,512,248 * (1.0935) = 814,147,225$$

ثالثاً: حساب قيمة المؤسسة **VE**:

بالاعتماد على ما سبق تأتي هاته الخطوة كآخر خطوة في عملية تقييم المؤسسة ألا وهي تحديد قيمة المؤسسة.

جدول (02-18): تحديد قيمة المؤسسة **VE**

68,386,320,993	قيمة الشركة وفق EVA
25,521,875	عدد الأسهم
2,680	قيمة السهم الواحد وفق EVA

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

يتضح من خلال الجدول السابق أن مجمع "بيوفارم" يتمتع بوضع مالي قوي، ذلك لأن قيمة الشركة وفق EVA بلغت قيمتها **68.39** مليار دج، مما يشير أن الشركة حققت أرباح تجاوزت تكلفة رأس المال، كما حققت أيضاً قيمة للمساهمين. ما يعكس أداء مالي قوي وفعال، ويدل أن المؤسسة تستغل مواردها بكفاءة وتحقق أرباحاً اقتصادية حقيقية.

المطلب الثاني: تحليل تطور القيمة السوقية للمؤسسة: أو بعبارة أخرى الرسملة في البورصة، والمحسوبة من خلال متوسطات قيمة الشركة في البورصة لكل سنة والمتحصل عليها من موقع بورصة الجزائر. والجدول الموالي يوضح تطورات هاته القيمة:

الجدول رقم (02-19): تطور القيمة السوقية للمؤسسة

البيان	2016	2017	2018	2019	2020
الرسملة في البورصة	33,300,654,930	29,509,977,700	28,083,743,211	30,831,600,350	30,385,078,173
النمو	/	-11.38%	-4.83%	9.78%	-1.45%
البيان	2021	2022	2023	2024	المتوسط
الرسملة في البورصة	31,553,044,363	40,960,983,778	63,383,079,383	58,764,701,021	38,530,318,101
النمو	3.84%	29.82%	54.74%	-7.29%	9.15%

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

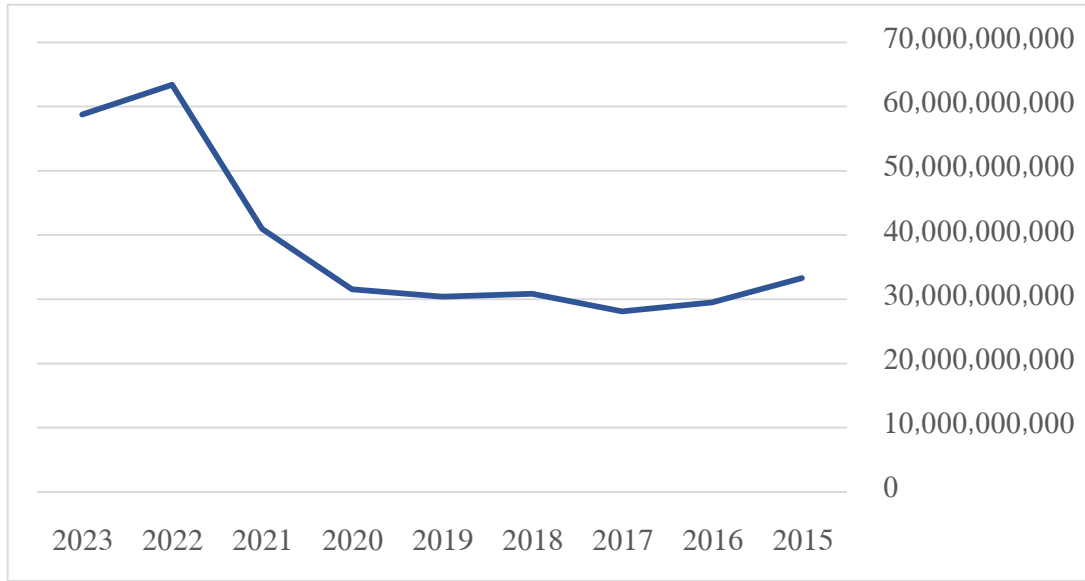
من خلال الجدول المعروض حول تطور القيمة السوقية للمؤسسة خلال الفترة من 2016 إلى 2024، نلاحظ تقلبًا واضحًا في هذه القيمة نتيجة لتغيرات في الأداء المالي وظروف السوق. فقد بدأت السلسلة المتاحة من سنة 2016 بقيمة بلغت 33.3 مليار دج، ثم شهدت انخفاضًا ملحوظًا في 2017 بنسبة 11.38%، ما يشير إلى تراجع في ثقة المستثمرين أو تدهور في نتائج المؤسسة. ثم استمرت في الانخفاض أكثر في 2018 بنسبة 4.83% إلا أن القيمة عادت للارتفاع في سنة 2019 بلغت 30.83 مليار دج وهو ما يدل على تعافٍ نسبي.

في 2020، حدث انخفاض طفيف بنسبة 1.45%، ثم عادت القيمة للارتفاع في 2021 بنسبة 3.84%، مما يعكس استقرارًا نسبيًا. إلا أن السنوات الثلاث الأخيرة (2022-2024) شهدت تذبذبًا حادًا؛ حيث ارتفعت القيمة بشكل كبير في 2022 بنسبة 29.82% ثم بنسبة أعلى في 2023 بلغت 54.74%، ما قد يشير إلى تطورات إيجابية كبيرة كمشاريع توسعية أو تحسين في نتائج الأداء. غير أن 2024 شهدت تراجعًا بنسبة 7.29%، مما قد يكون نتيجة تصحيح سوقي أو تأثيرات خارجية سلبية.

بشكل عام، يظهر المتوسط العام للقيمة السوقية للمؤسسة خلال هذه الفترة عند 38.53 مليار دج، مع معدل نمو سنوي متوسط قدره 9.15%، مما يعكس اتجاهًا عامًا نحو النمو رغم التذبذبات الدورية.

والمنحنى الموالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (02-11): منحى تغيرات قيمة الشركة في البورصة



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول السابق

التعليق على الجدول: يتضح من خلال الشكل أن قيمة الشركة في البورصة شهدت تقلبات ملحوظة خلال فترة الدراسة (2015-2023). حيث بدأت القيمة عند مستوى مرتفع نسبيا (أكثر من 30 مليار دج) ثم شهدت انخفاضا تدريجيا استمر إلى سنة 2018، واستقرت عند أدنى مستوى لها حتى سنة 2020 لترتفع بعد ذلك تدريجيا حيث بلغت أكثر من 60 مليار دج في سنة 2022، لكن سرعان ما انخفضت في السنة الأخيرة. تشير هاته التقلبات أن الشركة واجهت فترات تراجع في قيمتها السوقية، قد تكون ناجمة عن تحديات داخلية أو خارجية أثرت على توازنها.

المطلب الثالث: دراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة في البورصة:

من خلال هذا المطلب سوف نتطرق لدراسة العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشر القيمة في البورصة. من خلال تحليل نسبة تمثيل القيمة الاقتصادية المضافة للقيمة في البورصة، كما وتحليل نسبة الارتباط بين المؤشرين.

الفرع الأول: دراسة نسبة تمثيل القيمة في البورصة للقيمة وفق EVA:

من خلال هذا العنصر سوف نقوم بدراسة مدى العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة في البورصة.

من خلال الجدول الموالي سوف نقوم بقياس مدى انعكاس الأداء الاقتصادي الحقيقي للشركة باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في تقييم السوق لها من خلال القيمة في البورصة، حيث قمنا بحساب النسبة من خلال قسمة القيمة في البورصة على القيمة الاقتصادية المضافة:

الجدول رقم (02-20): تحديد نسبة تمثيل القيمة في البورصة للقيمة وفق EVA

العنصر	2016	2017	2018	2019	2020
القيمة الاقتصادية المضافة	79,867,260,534	57,970,412,286	36,073,564,038	29,521,592,169	16,674,884,824
قيمة الشركة في البورصة	33,300,654,930	29,509,977,700	28,083,743,211	30,831,600,350	30,385,078,173
نسبة تمثيل القيمة في البورصة للقيمة وفق EVA	41.70%	%50.91	%77.85	%104.44	%182.22
العنصر	2021	2022	2023	2024	/
القيمة الاقتصادية المضافة	59,022,625,613	49,303,083,332	63,169,550,026	63,864,677,113	/
قيمة الشركة في البورصة	31,553,044,363	40,960,983,778	63,383,079,383	58,764,701,021	/
نسبة تمثيل القيمة في البورصة للقيمة	53.46%	%83.08	%100.34	%92.01	/

				البورصة للقيمة وفق EVA
--	--	--	--	---------------------------

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدولين (15-02) و(18-02)

التعليق على الجدول: يعكس الجدول تطور العلاقة بين القيمة السوقية للشركة والقيمة الاقتصادية المضافة للفترة 2016-2024، مما يتيح تقييم مدى كفاءة السوق في تسعير الشركة وفق أدائها الاقتصادي الحقيقي. عموماً يمكن تقسيم الفترة إلى ثلاث مراحل كما يلي:

الفترة 2016-2018: شهدت هذه الفترة نسباً متدنية في تمثيل القيمة السوقية للشركة باستخدام EVA، حيث كانت النسب كما يلي: 41.7% في سنة 2016 و 50.91% في سنة 2017 و 77.85% في سنة 2018. يشير ذلك إلى أن السوق لم يكن يقيّم الشركة بما يتناسب مع القيمة الاقتصادية التي تولدها، وهو ما يدل على ضعف ثقة المستثمرين.

الفترة 2019-2020: شهدت هذه الفترة تضخم واضح في النسب، حيث بلغت 104.44% في سنة 2019 ثم ارتفعت أكثر في سنة 2020 وسجلت نسبة بلغت 182.22%. حيث تعكس هذه النسب فجوة كبيرة بين التقييم السوقي والأداء الاقتصادي الحقيقي، لاسيما أن قيمة EVA في سنة 2020 كانت الأدنى خلال فترة الدراسة في حيث حافظت القيمة السوقية على مستويات مرتفعة. مما يعكس تهاؤل مفرد من قبل المستثمرين.

الفترة 2021-2024: تميزت هذه الفترة بتقارب تدريجي بين EVA والقيمة السوقية. حيث تراوحت النسبة بين 53.46% و 100.34%، ما يشير إلى تقييم متوازن يعكس الأداء الاقتصادي الحقيقي للشركة. يتضح من التحليل أن السوق مرّ بمراحل من عدم الكفاءة في تقييم الشركة، إلا أنه اتجه في آخر فترة الدراسة نحو تقييم أكثر عدالة وموضوعية.

الفرع الثاني: تحليل الارتباط بين القيمة وفق القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة في البورصة:

بالاعتماد على نتائج الجدول السابق قمنا بإعداد الجدول الموالي، والذي يوضح معامل الارتباط بين قيمة الشركة وفق القيمة الاقتصادية المضافة وقيمة الشركة في البورصة.

الجدول رقم (02-21): جدول معامل الارتباط بين القيمة وفق EVA والقيمة في البورصة

معامل الارتباط بين التقييم وفق EVA والقيمة في البورصة	
قيمة الشركة وفق EVA	قيمة الشركة في البورصة
1	قيمة الشركة وفق EVA
0.421670774	قيمة الشركة في البورصة

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول السابق

أظهرت نتائج الجدول أن معامل الارتباط بين قيمة الشركة وفق القيمة الاقتصادية المضافة EVA وقيمتها في البورصة قد بلغ 0.4217، ما يشير إلى وجود علاقة طردية إيجابية متوسطة القوة بين المتغيرين. هذه النتيجة تُظهر ارتباطاً نسبياً بين أداء الشركة الحقيقي وفق EVA، وبين التقييم الذي يمنحه السوق للشركة. ومع ذلك، فإن ضعف العلاقة النسبية بين المتغيرين يشير إلى أنّ المستثمرين في السوق لا يعتمدون فقط على مؤشرات الأداء الداخلي مثل EVA بل تتأثر قراراتهم أيضاً بعوامل أخرى، مثل: التوقعات المستقبلية لنمو الأرباح، الظروف الاقتصادية العامة، المعلومات غير المالية كالسمعة. وبالتالي فإن النتيجة تستدعي تعزيز عوامل الجذب الاستثماري في السوق لزيادة قيمة الشركة السوقية.

خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل تطرقنا إلى التعريف بمجمع "بيوفارم" للصناعات الدوائية من خلال المبحث الأول، من ثم تحليل تطورات القوائم المالية للمجمع خلال الفترة 2016-2023 من خلال المبحث الثاني، أما المبحث الثالث فقد تناول

وبعد دراستنا لحالة المجمع اتضح لنا من خلال مؤشر (EVA) أن المؤسسة لم تستطع تحقيق قيمة داخلية للمساهمين بشكل ثابت خلال فترة الدراسة. مما يدل على أن الشركة لا تتمتع بأداء اقتصادي ثابت. بينما أثبتت القوائم المالية للمؤسسة أنها كانت تحقق نتائج جيدة.

أظهرت نتائج دراسة نسبة تمثيل القيمة في البورصة للقيمة وفق (EVA) نتائج مرتفعة ما يدل إلى أن السوق كان يقيّم الشركة بما يتناسب مع القيمة الاقتصادية التي تولدها. كما يتضح من خلال دراسة الارتباط بين المتغيرين نجد أنّ العلاقة بينهما كانت علاقة طردية متوسطة القوة.

خامنه

في عالم يشهد تطورًا متسارعًا في مجال مالية المؤسسات وأدوات تقييم الأداء المؤسسي، أصبحت الحاجة إلى مؤشرات دقيقة وفعّالة أكثر إلحاحًا من أي وقت مضى. وعلى ضوء ما تقدّم، يتضح أن القيمة الاقتصادية المضافة تُعد من أبرز المؤشرات المالية التي تُمكن من تقييم الأداء الحقيقي للمؤسسة من خلال التركيز على خلق القيمة بعد احتساب تكلفة رأس المال. وباعتباره أداة قياس داخلية، توقّر EVA نظرة معمقة على مدى كفاءة الإدارة في توليد أرباح تتجاوز التكاليف المرتبط بتمويل أنشطتها. بالإضافة إلى مؤشر القيمة السوقية المضافة الذي يُعد مؤشرًا خارجيًا يعكس تقييم السوق لأداء المؤسسة كما يراه السوق والمستثمرون.

وعليه من خلال ما تم التطرق إليه في كل من الفصلين النظري والتطبيقي أصبح بالإمكان اختبار الفرضيات والإجابة عن إشكالية الدراسة، كما سنعرض النتائج المتوصل لها من خلال هاته الدراسة بالإضافة إلى التطرق إلى توصيات وآفاق الدراسة.

أولاً: نتائج اختبار الفرضيات: فيما يلي نتائج اختبار فرضيات الدراسة:

- **الفرضية الأولى:** شهدت مؤشرات المركز المالي لمجمع "بيوفارم" تحسّناً ملحوظاً خلال الفترة 2016-2023؛ أظهرت نتائج الدراسة التطبيقية أن مجمع "بيوفارم" تمكن من تحقيق تطورات إيجابية ملحوظة في كل من عناصر الأصول وعناصر الخصوم على امتداد فترة الدراسة. وبالتالي صحة الفرضية الأولى. يتضح هذا من خلال الجدولين رقم (02-02) و(03-02)؛

- **الفرضية الثانية:** سجلت مؤشرات قائمة الدخل لمجمع "بيوفارم" تغيرات إيجابية تعكس أداءً ماليًا جيدًا خلال نفس الفترة؛

يتضح من خلال الدراسة التطبيقية أن نتائج قائمة الدخل لمجمع "بيوفارم" في تزايد خلال فترة الدراسة حيث حققت الشركة نتائج جيدة وفي نمو مستقر نوعاً ما، وبالتالي صحة الفرضية الثانية استناداً إلى الجدول رقم (02-04)؛

- **الفرضية الثالثة:** سجلت مؤشرات تدفقات الخزينة لمجمع "بيوفارم" تطوراً إيجابياً خلال الفترة المدروسة؛

من خلال نتائج الدراسة التطبيقية فإن الفرضية الثالثة محققة بشكل جزئي، حيث نلاحظ أن مؤشرات تدفقات الخزينة في نمو متذبذب، أما مؤشر إجمالي تدفقات الخزينة فهو في حالة تدهور على امتداد فترة الدراسة. وعليه نفي الفرضية الثالثة. وهذا من خلال الجدول رقم (02-05)؛

• **الفرضية الرابعة:** عرف مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA تغيراً إيجابياً خلال الفترة 2016-2023؛

من خلال نتائج الدراسة التطبيقية اتضح أن المؤسسة لم تتمكن من خلق قيمة ثابتة للمساهمين خلال فترة الدراسة، حيث كانت القيمة متذبذبة خلال هذه الفترة. وبالتالي عدم صحة الفرضية الرابعة. بالاعتماد على نتائج الجدول رقم (02-15)؛

• **الفرضية الخامسة:** تطورت القيمة السوقية لمجمع "بيوفارم" في السوق المالي بشكل إيجابي خلال الفترة المدروسة؛

أثبتت نتائج الدراسة التطبيقية أن المؤسسة استطاعت خلق قيمة خارجية لحملة الأسهم، بحيث كانت قيمة المؤسسة في السوق المالي في نمو إيجابي مستمر خلال فترة الدراسة. وبالتالي صحة الفرضية الخامسة، وهذا من خلال الجدول رقم (02-19)؛

• **الفرضية السادسة:** يمكن الاعتماد على القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لتمثيل قيمة المؤسسة السوقية في

البورصة خلال الفترة 2016-2023

اتضح من خلال الدراسة التطبيقية أنه لا يمكن الاعتماد على القيمة السوقية للشركة لتمثيل القيمة وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، حيث كانت هذه النسبة متذبذبة خلال فترة الدراسة (منخفضة خلال الفترة الأولى ثم مضخمة في الفترة الثانية ثم استقرار وتوازن نسبي في نسبة التمثيل)، والسبب يكمن في أن السوق المالي الجزائري غير كفؤ أي لا يمثل العرض والطلب بشكل جيد. بالإضافة إلى أن القوائم المالية للشركة في ظل التضخم لا تمثل الصورة الصادقة لوضعية المؤسسة. وعليه فإن الفرضية منفية، وهذا من خلال الجدول رقم (02-20).

ثانياً: نتائج الدراسة

1. النتائج النظرية:

بناءً على ما تم تناوله في الأدبيات النظرية، يمكن تلخيص النتائج المتوصل إليها في النقاط التالية:

- ان الهدف الأساسي لعملية التقييم هو معرفة ماضي المؤسسة كما تشكل أساساً لاتخاذ قرارات مستقبلية
- تمس التوسع، الاندماج، الاستحواذ، وغيرهم من الأسباب؛
- تُبرز الدراسات النظرية أن أدوات التقييم لا تعكس فقط قيمة المؤسسة حالياً، بل تُظهر مدى قدرتها على خلق قيمة مستقبلية؛
- إن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يعد مقياساً يعكس مقدار العائد الذي يُحقق لحملة الأسهم بعد تغطية تكاليف رأس المال؛

- تعد القيمة السوقية للشركة أحد الأدوات الخارجية الفعالة في التحقق من مدى قدرة المؤسسة على توليد قيمة لحملة الأسهم.

2. النتائج التطبيقية:

- من خلال الجانب التطبيقي، توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج التالية، يمكن ذكرها فيما يلي:
- من خلال الدراسة التطبيقية وبالاعتماد على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة تبين لنا أن المؤسسة لم تستطع تحقيق عوائد ثابتة للمساهمين ما يدل على أن المؤسسة لا تتمتع بأداء جيد مقارنة بالمؤشرات المحاسبية التي تدل على أن المؤسسة تتمتع بمستوى أداء جيد؛
- أظهرت الدراسة أن مؤشر القيمة السوقية للشركة يظهر أداء جيد للمؤسسة خارجيا خلال فترة الدراسة، ما يعكس أداء جيد للمؤسسة داخل السوق المالي.

ثالثا: توصيات الدراسة

- بناء على النتائج المتوصل إليها، أصبح بإمكاننا تقديم التوصيات التالية لمجمع "بيوفارم":
- الاعتماد على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشر القيمة السوقية كمقاربات لتقييم المؤسسات من أجل التأكد فيما إذا كانت المؤسسة تحقق قيمة لحملة الأسهم؛
- ضرورة إعادة النظر في مدة تسديد الموردين ومدة تحصيل ديون الزبائن هذا بسبب الارتفاع المستمر في قيمة الاحتياج في رأس المال العامل؛
- إعادة النظر في سياسة توزيع الأرباح لتحقيق التوازن بين العائد للمساهمين والنمو.

رابعا: آفاق الدراسة

- على ضوء ما ورد ضمن هذه الدراسة، يمكننا تصور آفاق للدراسة وتقديم مقترحات وموضوعات بحثية نوردها فيما يلي:

- المقارنة بين المؤشرات التقليدية والحديثة في تقييم المؤسسات الاقتصادية -دراسة حالة NCA ROUIBA؛
- مقارنة بين المقاربة الذمية ومقاربة فائض القيمة على تمثيل القيمة السوقية للشركة -مقارنة بين مجمع "صيدال" ومجمع "بيوفارم"؛
- أثر تبني مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تحقيق القيمة السوقية -دراسة حالة مؤسسة الأوراسي؛

- دور مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تحسين قرارات الاستثمار والتشغيل داخل المؤسسة -دراسة حالة أحد المؤسسات المدرجة في البورصة.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية	
أولاً: الكتب	
01-	اشواق بن قندورة، تقييم المؤسسات وفقاً لرأس المال غير المادي، الطبعة الأولى، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
02-	إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
03-	د. عبود بدر، التقييم المستقل لدور المنظمة وعملها في مجال الإحصاء، الطبعة العربية، دار أمجد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
04-	د. مجدي الجعبري، التحليل المالي المتقدم، الطبعة الأولى، دار الحكمة للطباعة والنشر والتوزيع، جمهورية مصر العربية، 2014.
ثانياً: الأطروحات والمذكرات	
05-	أرحاب هلال وسام، دور الإدارة بالقيم في خلق القيمة بالمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة لعينة من المؤسسات، أطروحة دكتوراه، جامعة غرداية، الجزائر، 2016/2017.
06-	أسماء أيمن، تقييم المؤسسات وفق منظور القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) - دراسة حالة مؤسسة الأوراسي ومجمع صيدال، أطروحة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2020/2021.
07-	بكار بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر - دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار (ENSP)، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2009/2010.
08-	بن مراد زينب، مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في تقييم الأداء المالي لمؤسسات القطاع الخاص بالجزائر - دراسة حالة مؤسسة NCA ROOUIBA، أطروحة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2013/2014.
09-	ضامن وهيبة، دور القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في تقييم الأداء المالي للمؤسسة - دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة ماجستير، جامعة سطيف، الجزائر، 2007/2008.

- 10- طبشي مصطفى، إشكالية التقييم المالي وفق مقارنة التدفقات في المؤسسات الاقتصادية -حالة المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار (ENTP) للفترة 2016/2025، أطروحة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2023/2022.
- 13- عبد الحق قنون، محاولة إرساء نموذج لتقييم مؤسسات الاتصال في الجزائر -دراسة حالة مؤسسة موبيليس، أطروحة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2017./2018.
- 12- عدمان فائزة، سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة -دراسة قياسية لأسهم النوك المدرجة في بورصة عمان، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016/2017.
- 13- مقبل علي أحمد علي، دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكتملة لأدوات تقوم أداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها -دراسة تطبيقية، أطروحة دكتوراه، جامعة الموصل، حلب، سوريا.
- 14- نميسي حسن، تحليل مؤشرات قياس الأداء المالي للمؤسسة من منظور خلق القيمة -دراسة حالة مجمع صيدال (2011-2020)، مذكرة ماستر، جامعة 8 ماي 1945، جامعة قالمة، الجزائر، 2021/2022.
- 15- نوال معيزة، إدارة الأعمال الحديثة في إطار مكافحة الفساد الإداري بالمؤسسة الاقتصادية الجزائرية في الفترة (2000-2020) -دراسة حالة مؤسسة الإنتاج مجمع "بيوفارم"، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2021/2022.
- 16- وردة قربي، أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسة في ظل اختلاف فرص النمو -دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي، أطروحة دكتوراه، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، الجزائر، 2023/2024.

ثالثا: المجلات

- 17- أسماء أيمن، عبد الغني دادن، "اختبار قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير القيمة السوقية المضافة -دراسة حالة المؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2002/2017"، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 08، العدد 01، 2021/11/11، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر.

- 18- أشرف صلاح ، أ. عبد الرؤوف علي عبد الله جريد، " دراسة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) على أسعار أسهم شركات مؤشر EGX30 المدرجة في البورصة المصرية"، الأكاديمية العربية للعلوم والتكنولوجيا والنقل البحري، المجلد 10 ، العدد 03 ، الجزء 01 ، 2019 ، جامعة الدول العربية.
- 19- بكاري بلخير، هواري السويسي، "مراحل عملية تقييم المؤسسات (مخطط العمل)"، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 15، ديسمبر 2006، جامعة ورقلة، الجزائر.
- 20- جبار بوكثير، نبيلة سهايلية، "عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة ديون مجمع صيدال"، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 05، 2017/05/30، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، الجزائر.
- 21- حكيم حمود فليح الساعدي، "تعزيز الإبلاغ المالي للشركات باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة_ دراسة تحليلية من وجهة نظر الأكاديميين والممارسين والمستثمرين" مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 43، جامعة بغداد، العراق، سنة 2015.
- 22- دباح كريمة، شكرين محمد، أهمية معدل النمو المستدام كأداة لإدارة النمو في المؤسسة -دراسة حالة مجمع "بيوفارم (2016-2020)"، مجلة المنتدى للدراسات والأبحاث الاقتصادية، المجلد 06، العدد 01، جامعة يحيى فارس المدية، الجزائر، 15 ماي 2015.
- 23- رومل حياة، حاب الله الشريف، "استخدام المؤشرات الحديثة (السوقية) لقياس قدرة الشركات الجزائرية على خلق القيمة"، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 08، العدد 04، 2024/12/31، المركز الجامعي عد الحفيظ بوصوف، ميله، الجزائر.
- 24- زيبيدي البشير، "تحليل الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة_دراسة حالة مجمع صيدال للسنوات 2012/2015"، مجلة الدراسات المالية والاقتصادية، العدد 10، الجزء 03، 2017/09/03، جامعة حمة لخضر الوادي، الجزائر.
- 25- سطم صالح حسين، سجي عبد الكريم علي، "مواجهة القصور في مؤشرات المحاسبة التقليدية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة"، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 18، العدد 60، الجزء 02، 2022/12/31.
- 26- شعشوع أحمد وآخرون، "دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تقييم الأداء والرفع من القيمة السوقية للمؤسسة_دراسة تحليلية مقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA

- والمؤشرات المالية التقليدية **E33+(ROI-ROE)**، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 09، العدد 01، 2021/12/31، المركز الجامعي ميله، الجزائر.
- عبد الكريم خيرى، "مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (**EVA**) في تحديد القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة -دراسة حالة مجمع صيدال"، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد 07، العدد 01، 2021/06/07، جامعة الجلفة، الجزائر.
- علي محمد علي الصياد، "أثر جودة التقرير المالي واختيار مراقب الحسابات على تعظيم قيمة المنشأة من منظور المساهمين -دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، قسم المحاسبة والمراجعة، المجلد 04، العدد 03، سبتمبر 2020، جامعة الإسكندرية، مصر.
- محمد زرقون، أ. عمر الفاروق زرقون، "فاعلية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية مقارنة بالمؤشرات التقليدية- دراسة حالة مجمع المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار **ENSP** للفترة 2012/2009"، دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 5، العدد 02، جوان 2014، جامعة الأغواط، الجزائر.
- محمد محمود هاشم درويش، "تقييم الأداء المالي لشركات التأمين باستخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة **EVA** -دراسة تطبيقية على شركات التأمين المدرجة ببورصة الأوراق المالية المصرية"، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، المجلد 03، العدد 04، الجزء 02، يوليو 2022، جامعة دمياط.
- محمد نواف عابد، "أثر الإفصاح غير المالي على مؤشرات القيمة السوقية -دراسة تطبيقية على قطاعي البنوك والتأمين في بورصة فلسطين"، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 05، عدد 01، 2019/05/10، جامعة الأزهر، فلسطين.
- محمد يزيد صالحى، د. عبد العزيز قتال، "تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لسهم أليانس للتأمينات"، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 07، العدد 02، 2020/05/11، جامعة أم البواقي، الجزائر.

محمد يزيد صالح، د. عبد العزيز قتال، "تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لسهم أليانس للتأمينات"، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 07، العدد 02، 2020/05/11، جامعة أم البواقي، الجزائر.

ناصر بن سنة، يوسف قاشي، "دراسة قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم المؤسسة الاقتصادية _دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة 2018/2014"، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 11 العدد 01، 2021/06/30، جامعة البويرة، الجزائر.

رابعا: المداخلات

بكار بلخير، مداخلعة بعنوان: النظام المحاسبي المالي والتقييم وفق طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، الجزائر.

خامسا: المطبوعات

أ.د مرغني وليد، محاضرات في تقييم المؤسسات، قسم العلوم المالية والمحاسبة، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، الجزائر، 2025/2024.

طاسين عائشة، محاضرات في تقييم المؤسسات، قسم العلوم المالية والمحاسبة، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، 2024/2023.

سادسا: المواقع الالكترونية

معدل الفائدة على القروض الخاصة بالجزائر بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

<https://www.albankaldawli.org/ext/ar/home>

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

39- Albert Corhay and Mapapa Mbangala, **Fondements de gestion financière: manuel et applications**, Editions de l'ULG, 2007, p 151, sur le site: <https://books.google.dz/>, date de dernière consultation: 27/02/2025, heure 10:52.

40- Gabriela Chmelíková, "**Economic Value Added versus Traditional Performance Metrics in the Czech Food-Processing Sector**", International Food and Agribusiness

- Management Review, Volume 11, Issue 4, Mendel University of Agriculture and Forestry Brno, Czech Republic, 2008.
- 41- Jean-Étienne Palard and Franck Imbert, **Guide pratique d'évaluation d'entreprise**, Eyrolles, 2013.
- 42- Kartal Demirgunes, Investing The Relationship Between Market Value-Added (MVA) And Economic Value-Added Momentum (EVAM): Empirical Evidence From TURKIYE, Journal of economic, Finance and Accounting, Vol 10, 2023.
- 43- Khaoirina Azfiani, Menggunakan Pendekatan Metode Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA), DAN Financial Value Added (FVA), Terdaftar di Jakarta Islamic Indeks periode 2015-2017, Universitas Islam, NIGERI, 2019.
- 44- M. Thenmozhi, **Market Value Added and Share price Behaviour**, Delhi Business Review, Vol 01, N 01, Jan 2000.
- 45- Machrouhi, L'évaluation des entreprises.
- 46- Nicolae Sichigea, Laura Vasilescu, "**Economic Value Added And Market Value Added - Modern Indicators For Assessment The Firm's Value**", Economy Series, Special Issue ECO-TREND—Performance, Competitiveness, Creativity, University of Târgu Jiu, CRAIOVA, 2015.
- 47- Smita Kashiramka and al, "**Economic Value Added As A Measure Of Performance: Evidence From India**", Business Analyst, Vol 35, N 02, 10/2014, 03/2015, India.
- 48- Tim Koller et al, **Valuation Measuring and Managing the Value of Companies**, University Edition, fourth Edition.
- 49- Rapport de gestion annuel 2020.
- 50- Rapport de gestion annuel 2021.
- 51- Rapport de gestion annuel 2023.

الملاحق

الملحق (01): جدول الأصول لمجمع "بيوفارم" لسنة 2015

Rapport de gestion annuel 2015



GROUPE BIOPHARM AU 31 DECEMBRE 2015				
18, Rout de la Gare, Zone Industrielle, Haouch Mahieddine, Reghaia, W/ Alger				
N°D'IDENTIFICATION : 0998 16000 4216 94				
BILAN (ACTIF)				
<i>(Exprimé en Dinars Algériens)</i>				
LIBELLE	Brut	Amort/Prov	Net 2015	Net 2014
ACTIFS NON COURANTS				
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles	280 687 484	220 488 312	60 199 172	22 238 787
Immobilisations corporelles				
Terrains	1 532 487 550		1 532 487 550	1 532 487 550
Bâtiments	1 614 374 612	798 760 900	815 613 712	748 585 961
Autres immobilisations corporelles	2 768 538 504	1 749 133 419	1 019 405 085	1 003 671 643
Immobilisations en concession				
Immobilisations encours	282 386 348		282 386 348	109 311 984
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées				
Autres titres immobilisés				
Prêts et autres actifs financiers non courants	289 520 996		289 520 996	233 483 681
Impôts différés actif	87 522 687		87 522 687	87 631 864
TOTAL ACTIF NON COURANT	6 855 518 182	2 768 382 631	4 087 135 551	3 737 411 471
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	13 962 634 561	595 297 973	13 367 336 588	12 886 106 870
Créances et emplois assimilés				
Clients	14 706 803 169	542 463 082	14 164 340 087	12 694 947 654
Autres débiteurs	895 204 731		895 204 731	786 072 843
Impôts et assimilés	336 243 295		336 243 295	122 705 539
Autres créances et emplois assimilés				27 523 009
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	5 345 545 993		5 345 545 993	2 362 564 897
TOTAL ACTIF COURANT	35 246 431 748	1 137 761 055	34 108 670 693	28 879 920 812
TOTAL GENERAL ACTIF	42 101 949 930	3 906 143 686	38 195 806 244	32 617 332 282

الملحق (02): جدول الخصوم لمجمع "بيوفارم" لسنة 2015

Rapport de gestion annuel 2015

**GROUPE BIOPHARM AU 31 DECEMBRE 2015**

18, Rout de la Gare, Zone Industrielle, Haouch Mahieddine, Reghaia, W/ Alger
N°D'IDENTIFICATION : 0998 16000 4216 94

BILAN (PASSIF)

(Exprimé en Dinars Algériens)

LIBELLE	Net 2015	Net 2014
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	5 104 375 000	5 104 375 000
Capital non appelé		
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)	6 396 030 334	5 947 829 615
Ecart de réévaluation		
Ecart d'équivalence (1)		
Résultat net - Résultat net du groupe (1)	4 453 571 856	3 854 368 188
Autres capitaux propres - Report à nouveau	3 298 165 043	
Part de la société consolidante (1)	19 159 219 657	14 846 504 563
Part des minoritaires (1)	92 922 576	60 068 240
TOTAL CAPITAUX PROPRES	19 252 142 233	14 906 572 803
PASSIF NON-COURANT		
Emprunts et dettes financières	880 422 450	967 604 509
Impôts (différés et provisionnés)	11 723 546	4 629 978
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits constatés d'avance	76 450 802	212 469 415
TOTAL PASSIF NON COURANT	968 596 798	1 184 703 902
PASSIF COURANT		
Fournisseurs et comptes rattachés	13 397 281 757	12 066 505 362
Impôts	575 323 779	392 634 284
Autres dettes	2 406 439 035	2 816 626 327
Trésorerie passif	1 596 022 642	1 250 289 604
TOTAL COURANT	17 975 067 213	16 526 055 577
TOTAL GENERAL PASSIF	38 195 806 244	32 617 332 282

الملحق (03): قائمة الدخل لمجمع "بيوفارم" لسنة 2015

Rapport de gestion annuel 2015



GROUPE BIOPHARM AU 31 DECEMBRE 2015

18, Route de la Gare, Zone Industrielle, Haouch Mahieddine, Reghaia, W/ Alger
N° D'IDENTIFICATION : 0998 16000 4216 94

COMPTE DE RESULTAT / NATURE

(Exprimé en Dinars Algériens)

LIBELLE	NOTE	2015	2014
Ventes et produits annexes		51 042 777 621	48 943 049 070
Variation stocks produits finis et en cours		391 673 757	(67 584 419)
Production immobilisée		-	-
Subventions d'exploitation		-	-
PRODUCTION DE L'EXERCICE		51 434 451 378	48 875 464 651
Achats consommés		(42 286 962 312)	(41 500 903 101)
Services extérieurs et autres consommations		(1 055 794 151)	(1 127 669 517)
CONSOMMATION DE L'EXERCICE		(43 342 756 463)	(42 628 572 618)
VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION		8 091 694 916	6 246 892 033
Charges de personnel		(2 395 674 259)	(2 094 886 656)
Impôts, taxes et versements assimilés		(998 368 310)	(964 345 268)
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		4 697 652 347	3 187 660 108
Autres produits opérationnels		1 878 125 241	1 905 471 652
Autres charges opérationnelles		(78 423 483)	(135 963 459)
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs		(1 534 890 509)	(1 281 500 698)
Reprise sur pertes de valeur et provisions		1 011 696 214	1 369 133 265
RESULTAT OPERATIONNEL		5 974 159 810	5 044 800 867
Produits financiers		307 570 042	180 903 099
Charges financières		(571 286 266)	(336 515 290)
RESULTAT FINANCIER		(263 716 224)	(155 612 191)
RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS		5 710 443 586	4 889 188 676
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		(1 249 668 985)	(1 100 670 370)
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		(7 202 745)	65 849 882
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		54 631 842 875	52 330 972 666
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		(50 178 271 019)	(48 476 604 478)
RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		4 453 571 856	3 854 368 188
Éléments extraordinaires (produits) (à préciser)		-	-
Éléments extraordinaires (charges) (à préciser)		-	-
RESULTAT EXTRAORDINAIRE		-	-
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		4 453 571 856	3 854 368 188
Part dans les résultats nets des Stés mises en équivalence			
RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE		4 453 571 856	3 854 368 188
Dont Part du groupe		4 420 717 520	3 819 063 845
Part des minoritaires		32 854 336	35 304 343

الملحق (04): جدول الأصول لمجمع "بيوفارم" لسنة 2016

X Annexes

ANNEXE III
Etats Financiers BIOPHARM SPA Consolidés Exercice clos
le 31 Décembre 2016

BILAN (ACTIF) CONSOLIDE					
LIBELLE	NOTE	BRUT	AMO/PROV	NET	NET 2015
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif					
Immobilisations incorporelles		304 034 737	235 585 840	68 448 897	60 199 172
Immobilisations corporelles					
Terrains		1 532 487 549		1 532 487 549	1 532 487 550
Bâtiments		1 671 743 608	873 640 811	798 102 797	815 613 712
Autres immobilisations corporelles		3 433 165 815	2 039 275 316	1 393 890 499	1 019 405 085
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours		51 734 077		51 734 077	282 386 348
Immobilisations financières					
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées		4 804 000		4 804 000	
Autres titres immobilisés		50 000 000		50 000 000	
Prêts et autres actifs financiers non courants		285 736 387		285 736 387	289 520 996
Impôts différés actif		88 092 596		88 092 596	87 522 687
TOTAL ACTIF NON COURANT		7 421 798 772	3 148 501 968	4 273 296 804	4 087 135 551
ACTIF COURANT					
Stocks et encours		13 998 566 779	432 665 131	13 565 901 648	13 367 336 588
Créances et emplois assimilés					
Clients		15 262 055 515	412 591 764	14 849 463 750	14 164 340 087
Autres débiteurs		1 601 406 534		1 601 406 534	895 204 731
Impôts et assimilés		419 604 287		419 604 287	336 243 295
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		5 545 508 240		5 545 508 240	5 345 545 993
TOTAL ACTIF COURANT		36 827 141 357	845 256 895	35 981 884 461	34 108 670 693
TOTAL GENERAL ACTIF		44 248 940 130	3 993 758 863	40 255 181 266	38 195 806 244

الملحق (05): جدول الخصوم لمجمع "بيوفارم" لسنة 2016

X Annexes

ANNEXE III
Etats Financiers BIOPHARM SPA Consolidés Exercice clos
le 31 Décembre 2016

BILAN (PASSIF) CONSOLIDE			
LIBELLE	NOTE	2016	2015
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		5 104 375 000	5 104 375 000
Capital non appelé			
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)		5 721 193 070	6 396 030 334
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net du groupe (1)		5 552 092 789	4 453 571 856
Autres capitaux propres - Report à nouveau		6 920 096 727	3 298 165 043
Part de la société consolidante (1)		23 166 468 918	19 159 219 657
Part des minoritaires (1)		131 288 668	92 922 576
TOTAL I		23 297 757 587	19 252 142 233
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		620 177 696	880 422 450
Impôts (différés et provisionnés)		24 186 219	11 723 546
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		64 886 113	76 450 802
TOTAL II		709 250 030	968 596 798
PASSIFS COURANTS:			
Fournisseurs et comptes rattachés		12 532 748 319	13 397 281 757
Impôts		872 956 150	575 323 779
Autres dettes		2 408 723 545	2 406 439 035
Trésorerie passif		433 745 633	1 596 022 642
TOTAL III		16 248 173 648	17 975 067 213
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)		40 255 181 266	38 195 806 244

الملحق (06): قائمة الدخل لمجمع "بيوفارم" لسنة 2016

X Annexes

ANNEXE III
Etats Financiers BIOPHARM SPA Consolidés Exercice clos
le 31 Décembre 2016

COMPTE DE RESULTAT / NATURE CONSOLIDE			
LIBELLE	NOTE	2016	2015
Ventes et produits annexes		56 376 333 817	51 042 777 621
Variation stocks produits finis et en cours		-901 622 632	391 673 757
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		55 474 711 185	51 434 451 378
Achats consommés		-44 538 105 615	-42 286 962 312
Services extérieurs et autres consommations		-954 332 558	-1 055 794 151
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-45 492 438 173	-43 342 756 463
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		9 982 273 012	8 091 694 916
Charges de personnel		-2 635 466 009	-2 395 674 259
Impôts, taxes et versements assimilés		-1 289 793 159	-998 368 310
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		6 057 013 843	4 697 652 347
Autres produits opérationnels		1 724 829 793	1 878 125 241
Autres charges opérationnelles		-385 474 815	-78 423 483
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs		-1 280 628 652	-1 534 890 509
Reprise sur pertes de valeur et provisions		1 209 503 727	1 011 696 214
V- RESULTAT OPERATIONNEL		7 325 243 895	5 974 159 810
Produits financiers		280 571 800	307 570 042
Charges financières		-352 803 438	-571 286 266
IV-RESULTAT FINANCIER		-72 231 638	-263 716 224
IV-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)		7 253 012 256	5 710 443 586
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-1 405 473 172	-1 249 668 985
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		-11 892 764	-7 202 745
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		58 613 743 822	54 631 842 875
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-52 859 940 100	-50 178 271 019
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		5 835 646 320	4 453 571 856
Éléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Éléments extraordinaires (charges) (à préciser)		-283 553 530	
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE		-283 553 530	
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		5 552 092 789	4 453 571 856
Dont Part du groupe		5 512 633 719	4 420 717 520
Part des minoritaires		39 459 070	32 854 336
Bénéfice par action, part du Groupe		216,00	173,21

الملحق (07): جدول الأصول لمجمع "بيوفارم" لسنة 2017

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2017

ETATS FINANCIERS CONSOLIDÉS EXERCICE CLOS LE 31
DÉCEMBRE 2017

BILAN (ACTIF) CONSOLIDE

LIBELLE	BRUT	AMO/PROV	NET 2017	NET 2016
ACTIFS NON COURANTS				
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles	330 076 830	252 950 556	77 126 273	68 448 897
Immobilisations corporelles				
Terrains	1 532 487 549		1 532 487 549	1 532 487 549
Bâtiments	1 578 647 540	906 301 354	672 346 186	798 102 797
Autres immobilisations corporelles	3 917 101 498	2 161 773 984	1 755 327 514	1 393 890 499
Immobilisations en concession				
Immobilisations encours	159 465 135		159 465 135	51 734 077
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées	4 804 000		4 804 000	4 804 000
Autres titres immobilisés	50 000 000		50 000 000	50 000 000
Prêts et autres actifs financiers non courants	171 559 072		171 559 072	285 736 387
Impôts différés actif	237 588 053		237 588 053	88 092 596
TOTAL ACTIF NON COURANT	7 981 729 679	3 321 025 894	4 660 703 785	4 273 296 804
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	18 032 992 839	390 448 791	17 642 544 047	13 565 901 648
Créances et emplois assimilés				
Clients	17 389 472 209	388 791 747	17 000 680 461	14 849 463 750
Autres débiteurs	3 265 215 660		3 265 215 660	1 601 406 534
Impôts et assimilés	115 144 805		115 144 805	419 604 287
Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	147 146 963		147 146 963	
Trésorerie	5 761 374 957		5 761 374 957	5 545 508 240
TOTAL ACTIF COURANT	44 711 347 435	779 240 539	43 932 106 895	35 981 884 461
TOTAL GENERAL ACTIF	52 693 077 115	4 100 266 434	48 592 810 680	40 255 181 266

الملحق (08): جدول الخصوم لمجمع "بيوفارم" لسنة 2017

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2017

ETATS FINANCIERS CONSOLIDÉS EXERCICE CLOS LE 31
DÉCEMBRE 2017

BILAN(PASSIF) CONSOLIDE

LIBELLE	2017	2016
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	5 104 375 000	5 104 375 000
Capital non appelé		
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)	8 242 335 959	5 721 193 070
Ecart de réévaluation		
Ecart d'équivalence (1)		
Résultat net - Résultat net du groupe (1)	6 498 667 964	5 552 092 789
Autres capitaux propres - Report à nouveau	8 266 008 327	6 920 096 727
Part de la société consolidante (1)	27 941 842 568	23 166 468 918
Part des minoritaires (1)	169 544 683	131 288 668
TOTAL I	28 111 387 251	23 297 757 587
PASSIFS NON-COURANTS		
Emprunts et dettes financières	368 427 245	620 177 696
Impôts (différés et provisionnés)	150 871 602	24 186 219
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits constatés d'avance	18 517 588	64 886 113
TOTAL II	537 816 436	709 250 030
PASSIFS COURANTS :		
Fournisseurs et comptes rattachés	15 086 479 693	12 532 748 319
Impôts	476 678 609	872 956 150
Autres dettes	2 421 458 816	2 408 723 545
Trésorerie passif	1 958 989 873	433 745 633
TOTAL III	19 943 606 992	16 248 173 648
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)	48 592 810 680	40 255 181 266

الملحق (09): قائمة الدخل لمجمع "بيوفارم" لسنة 2017

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2017

ETATS FINANCIERS CONSOLIDÉS EXERCICE CLOS LE 31
DÉCEMBRE 2017

COMPTE DE RESULTAT PAR NATURE CONSOLIDE

LIBELLE	2017	2016
Ventes et produits annexes	58 567 782 393	56 376 333 817
Variation stocks produits finis et en cours	-348 005 013	-901 622 632
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE	58 219 777 380	55 474 711 185
Achats consommés	-44 615 570 700	-44 538 105 615
Services extérieurs et autres consommations	-1 719 179 672	-954 332 553
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE	-46 334 750 372	-45 492 438 168
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)	11 885 027 007	9 982 273 012
Charges de personnel	-2 784 340 825	-2 635 466 009
Impôts, taxes et versements assimilés	-1 058 957 582	-1 289 793 159
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	8 041 728 599	6 057 013 843
Autres produits opérationnels	834 134 887	1 724 829 793
Autres charges opérationnelles	-243 696 014	-385 474 815
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs	-1 217 001 926	-1 280 628 652
Reprise sur pertes de valeur et provisions	894 298 667	1 209 503 727
V- RESULTAT OPERATIONNEL	8 309 464 213	7 325 243 895
Produits financiers	527 087 426	280 571 800
Charges financiers	-861 495 303	-352 803 438
IV-RESULTAT FINANCIER	-334 407 876	-72 231 638
IV-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)	7 975 056 336	7 253 012 256
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-1 499 198 445	-1 405 473 172
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	22 810 073	-11 892 764
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	60 498 108 432	58 689 616 506
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-53 999 440 468	-52 853 970 186
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	6 498 667 964	5 835 646 320
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		-283 553 530
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE		-283 553 530
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE	6 498 667 964	5 552 092 789
Dont Part du groupe	6 459 899 313	5 512 633 719
Part des minoritaires	38 768 651	39 459 070
Bénéfice par action, part du Groupe	253,11	216,00

الملحق (10): جدول الأصول لمجمع "بيوفارم" لسنة 2018

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

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

الملحق (11): جدول الخصوم لمجمع "بيوفارم" لسنة 2018

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

Bilan consolidé
Passif

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

الملحق (12): قائمة الدخل لمجمع "بيوفارم" لسنة 2018

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

Bilan consolidé
Passif

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

الملحق (13): جدول الأصول لمجمع "بيوفارم" لسنة 2019

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

Actif					
en millions de DZD					
	Note	31/12/2019	12/31/2018	Var	%
Actifs non courants					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif	1	445	445	-	-
Immobilisations incorporelles	2.1	156	170	(14)	(8,4%)
Immobilisations corporelles	2.2				
Terrains		1 508	1 508	-	-
Bâtiments		576	627	(51)	(8,2%)
Autres immobilisations corporelles		3 216	2 186	1 030	47,1%
Immobilisations en concession		-	-	-	n/a
Immobilisations encours	3	2 342	945	1 397	147,8%
Immobilisations financières	4				
Titres mis en équivalence		-	-	-	n/a
Autres participations et créances rattachées		5	5	-	-
Autres titres immobilisés		-	50	(50)	(100,0%)
Prêts et autres actifs financiers non courants		331	331	0	0,1%
Impôts différés actif	5	382	333	49	14,7%
Total actifs non courants		8 961	6 600	2 361	35,8%
Actifs courants					
Stocks et encours	6	24 438	21 187	3 251	15,3%
Créances et emplois assimilés					
Clients	7	22 666	20 135	2 530	12,6%
Autres débiteurs	8	5 291	3 751	1 540	41,1%
Impôts et assimilés		1 258	531	727	137,1%
Autres créances et emplois assimilés		-	-	-	n/a
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants	9	540	48	492	1 034,9%
Trésorerie	10	3 546	3 135	411	13,1%
Total actifs courants		57 738	48 786	8 952	18,3%
Total actifs		66 700	55 387	11 313	20,4%

الملحق (14): جدول الخصوم لمجمع "بيوفارم" لسنة 2019

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

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

Comptes consolidés du groupe au 31.12.2019
États financiers consolidés exercice 31.12.2019

الملحق (15): قائمة الدخل لمجمع "بيوفارم" لسنة 2019

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

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

الملحق (16): جدول الأصول لمجمع "بيوفارم" لسنة 2020

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

Actif					
(en millions de DZD)	Note	31/12/2020	31/12/2019	Var	%
Actifs non courants					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif	1	683	445	238	54%
Immobilisations incorporelles	2.1	114	156	(42)	-27%
Immobilisations corporelles	2.2				n/a
Terrains		2 018	1 508	510	34%
Bâtiments		617	576	41	7%
Autres immobilisations corporelles		4 259	3 216	1 042	32%
Immobilisations en concession		-	-	-	n/a
Immobilisations encours	3	4 139	2 342	1 797	77%
Immobilisations financières	4				n/a
Titres mis en équivalence		-	-	-	n/a
Autres participations et créances rattachées		5	5	-	0%
Autres titres immobilisés		-	-	-	n/a
Prêts et autres actifs financiers non courants		392	331	61	18%
Impôts différés actif	5	850	382	468	122%
Total actifs non courants		13 078	8 961	4 116	46%
Actifs courants					
Stocks et encours	6	27 628	24 438	(810)	-3%
Créances et emplois assimilés					
Clients	7	24 060	22 666	1 394	6%
Autres débiteurs	8	5 798	5 291	507	10%
Impôts et assimilés		1 211	1 258	(47)	-4%
Autres créances et emplois assimilés		-	-	-	n/a
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants	9	1 002	540	462	85%
Trésorerie	10	3 560	3 546	2014	57%
Total actifs courants		61 257	57 738	3 521	6%
Total actifs		74 336	66 700	7 637	11%

الملحق (17): جدول الخصوم لمجمع "بيوفارم" لسنة 2020

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

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

الملحق (18): قائمة الدخل لمجمع "بيوفارم" لسنة 2020

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

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

الملحق (19): جدول الأصول لمجمع "بيوفارم" لسنة 2022

Rapport annuel 2022

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

الملحق (20): جدول الخصوم لمجمع "بيوفارم" لسنة 2022

BIOPHARM Groupe

Rapport annuel 2022

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

الملحق (21): قائمة الدخل لمجمع "بيوفارم" لسنة 2022

Rapport annuel 2022

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

الملحق (22): جدول الأصول لمجمع "بيوفارم" لسنة 2023

Rapport annuel 2023

BIOPHA

COMPTES CONSOLIDÉS
AU 31 DÉCEMBRE 2023

Bilan de la période - Actifs

(en millions de DZD)	Note	31/12/2023	31/12/2022
Actifs non courants			
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou nég	1	703	703
Immobilisations incorporelles	2.1	140	127
Immobilisations corporelles	2.2		
Terrains		2 018	2 018
Bâtimens		750	500
Autres immobilisations corporelles		5 357	5 244
Immobilisations en concession		-	-
Immobilisations encours	3	13 358	9 096
Immobilisations financières	4		
Titres mis en équivalence		-	-
Autres participations et créances rattachées		5	5
Autres titres immobilisés		-	-
Prêts et autres actifs financiers non courants		6 464	38
Impôts différés actif	5	543	801
Total actifs non courants		29 345	18 529
Actifs courants			
Stocks et encours	6	23 824	22 303
Créances et emplois assimilés			
Clients	7	28 946	26 409
Autres débiteurs	8	4 800	5 261
Impôts et assimilés		2 542	2 071
Autres créances et emplois assimilés		-	-
Disponibilités et assimilés			
Placements et autres actifs financiers courants	9	-	1
Trésorerie	10	5 366	8 121
Total actifs courants		65 569	64 166
Total actifs		94 914	82 694

الملحق (23): جدول الخصوم لمجمع "بيوفارم" لسنة 2023

BIOPHARM Group

Rapport annuel 2023

COMPTES CONSOLIDÉS
AU 31 DÉCEMBRE 2023

Bilan de la période - Passifs

(en millions de DZD)	Note	31/12/2023	31/12/2022	Var	%
Capitaux propres					
Capital émis		5 104	5 104	-	0%
Capital non appelé		-	-	-	n/a
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)		14 280	12 512	1 768	14%
Résultat net - Résultat net du groupe (1)		8 505	8 431	74	1%
Autres capitaux propres - Report à nouveau		26 478	23 210	3 267	14%
Part de la société consolidante (1)		53 934	49 016	4 918	10%
Part des minoritaires (1)		433	242	191	79%
Total Capitaux propres		54 367	49 258	5 109	10%
Passifs non courants					
Emprunts et dettes financières	11	7 818	2 796	5 023	180%
Impôts (différés et provisionnés)	12	481	530	(49)	-9%
Autres dettes non courantes		-	-	-	n/a
Provisions et produits constatés d'avance	13	-	20	(20)	-100%
Total passifs non courants		8 299	3 346	4 953	148%
Passifs courants					
Fournisseurs et comptes rattachés	14	19 300	18 203	1 098	6%
Impôts		1 538	1 530	8	1%
Autres dettes	15	6 004	6 072	(68)	-1%
Trésorerie passif	16	5 406	4 286	1 120	26%
Total passifs courants		32 248	30 091	2 157	7%
Total passifs et capitaux propres		94 914	82 694	12 219	15%

الملحق (24): قائمة الدخل لمجمع "بيوفارم" لسنة 2023

BIOPHARM Group

Rapport annuel 2023

COMPTES CONSOLIDÉS
AU 31 DÉCEMBRE 2023

Comptes de résultat consolidés de la période

(en millions de DZD)	Note	31/12/2023	31/12/2022	Var	%
Ventes et produits annexes	17	82 917	83 818	(901)	-1%
Variation stocks produits finis et en cours		(58)	404	(462)	-114%
Production de l'exercice		82 859	84 222	(1 363)	-2%
Achats consommés		(62 542)	(63 931)	1 390	-2%
Services extérieurs et autres consommations	18	(2 434)	(2 499)	65	-3%
Consommation de l'exercice		(64 976)	(66 431)	1 455	-2%
Valeur ajoutée		17 883	17 791	92	1%
Charges de personnel	19	(4 465)	(4 087)	(318)	8%
Impôts, taxes et versements assimilés	20	(905)	(930)	25	-3%
Excédent brut d'exploitation		12 513	12 774	(261)	-2%
Autres produits opérationnels		142	146	(4)	-3%
Autres charges opérationnelles	21	(327)	(294)	(33)	11%
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	22	(4 758)	(4 146)	(612)	15%
Reprise sur pertes de valeur et provisions		3 132	1 840	1 292	70%
Résultat opérationnel		10 702	10 320	442	4%
Produits financiers		222	528	(306)	-58%
Charges financières		(453)	(499)	46	-9%
Résultat financier	23	(231)	29	(260)	-895%
Résultat ordinaire avant impôt		10 532	10 349	183	2%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	24	(1 818)	(1 984)	166	-8%
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		(200)	66	(274)	-415%
Résultat net des activités ordinaires		8 505	8 431	74	1%
Résultat extraordinaire		-	-	-	nia
Résultat net de l'exercice		8 505	8 431	74	1%
Dont Part du Groupe		8 473	8 496		
Part des minoritaires		33	-65		
Bénéfice par action, part du Groupe (DZD)		332	333		

الملحق (25): جدول خط الانحدار

P-value	t Stat	Standard Error	Coefficients	
0.350759588	1.011625362	533.4281323	539.6294273	Intercept
0.351155053	- 1.010729233	0.264138544	- 0.266972548	السنوات
Upper 95.0%	Lower 95.0%	Upper 95%	Lower 95%	
1844.881	-765.622	1844.881	-765.6221888	
0.379351	-0.9133	0.379351	-0.913296279	

شجرة الحياة