

إدارة النمو وخلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية وفق مصفوفة الإستراتيجية المالية دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2010-2021)

Financial Strategy Matrix as a tool for Managing Growth and Creating Value in the Organization

Case Study of Saidal Group for the Period (2010-2021)

أفوجيل أيوب

مخبر الدراسات الاقتصادية للصناعة المحلية

جامعة الحاج لخضر باتنة - الجزائر

ayoub.agoudzil@univ-batna.dz

تاريخ النشر: 2025/04/17

دباح كريمة*

مخبر التنمية المستدامة

جامعة يحيى فارس بالمدينة - الجزائر

debbah.karima@univ-medea.dz

تاريخ القبول: 2025/03/10

تاريخ الإستلام: 2024/12/06

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل كل من النمو وخلق القيمة في مجمع صيدال للفترة (2010-2021) للوقوف على مدى قدرة المجمع على تحقيق نمو فعلي يتوافق مع نموه المستدام بما يضمن خلقا للقيمة، ومن أجل الوصول لهذا الهدف تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي واستخدام مصفوفة الاستراتيجية المالية كأداة تحليلية تجمع بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لقياس القيمة والفرق بين معدل نمو المبيعات الفعلي (G_{sales}) ومعدل النمو المستدام (SGR) لإدارة النمو.

توصلت الدراسة إلى أن مجمع صيدال في الفترة (2010-2019) استطاع خلق قيمة مضافة ونمو بمعدل أقل من معدل نموه المستدام واحتل بهذا أحسن ربع (A) في المصفوفة، إلا أن التراجع المستمر لكل من مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل النمو المستدام أدى إلى نقله للربع (B) في الفترة (2020-2021)، ويشير هذا الوضع الجديد إلى أن مجمع صيدال سيكون في السنوات اللاحقة بحاجة إلى المزيد من الأموال الخارجية لتحقيق النمو المستهدف.

كلمات مفتاحية: إدارة النمو، نمو المؤسسة، خلق القيمة، مصفوفة الإستراتيجية المالية، مجمع صيدال.

تصنيفات JEL: H23.H43.G32.

Abstract:

This study aims to analyze both growth and value creation in SaidalGroup for the period (2010-2021) to determine the extent of the group's ability to achieve actual growth consistent with its sustainable growth and ensuring value creation. In order to achieve this goals, the descriptive analytical approach was relied upon, and the financial strategy matrix was used as an analytical tool that combines the economic value added index (EVA) to measure the value and difference between actual sales growth rate (G_{sales}) and sustainable growth rate (SGR) for growth management.

The study found that SaidalGroup in the period (2010-2019) was able to create added value and grew at a rate lower than its SGR, thus occupied the best quadrant (A) in the matrix. However, the continuous decline of both EVA index and SGR led to its transfer to quadrant (B) in the period (2020-2021). this new situation indicates that in subsequent years, SaidalGroup was needed more external funds to achieve the targeted growth.

Keywords: Growth management, corporate growth, value creation, financial strategy matrix, Saidal Group.

JelClassificationCodes: H23.H43.023

* المؤلف المراسل.

1. مقدمة:

تواجه المؤسسات تحديات مستمرة خاصة في بيئة الأعمال المعاصرة التي ألفت على عاتق الإدارة العليا مسؤولية ملاحقة هذه التطورات والتغيرات كمطلب أساسي لتطور نشاطها وللمحافظة على المقومات الأساسية لبقائها في هذه البيئة ومن أهم هذه التحديات الاهتمام بالنمو وبناءه وفق ركائز تضمن للمؤسسة استمراريتهما وتطور نشاطها. إذ يعد النمو هدفا إستراتيجيا يتحقق على المدى البعيد لذا أصبح الاهتمام بتحقيق النمو المستدام الذي يضمن مصالح جميع الأطراف في المؤسسة (المساهمين، الدائنين، المسيرين) من الأهداف الرئيسية للإدارة المالية وذلك بالتركيز على تحقيق النمو الذي يخلق القيمة، ومن هنا تبرز أهمية مصفوفة الإستراتيجية المالية التي تجمع بين إدارة النمو وخلق القيمة في نهج متكامل يربط بين القرارات المالية والنمو المستدام بما يضمن تحقيق التوازن بين النمو والربحية دون تجاوز للقدرات المالية للمؤسسة مما يساهم في استمرارية ونجاح المؤسسة في بيئة الأعمال المتغيرة. وقطاع الصناعة الصيدلانية كجزء من هذه البيئة المتغيرة باستمرار يشهد في الآونة الأخيرة نموا وتطورا سريعا مما زاد من حدة المنافسة بين المؤسسات الناشطة في هذا القطاع وهذا ما حتم على هذه المؤسسات التقييم المستمر لأدائها من أجل تحديد الاستراتيجية المثلى التي تحافظ على مكانتها السوقية وتعزز قدرتها التنافسية في السوق.

1.1. الإشكالية:

من خلال ما سبق، نحاول في هذا البحث استخدام مصفوفة الإستراتيجية المالية لتحليل النمو وخلق القيمة من خلال دراسة مجمع صيدال للفترة 2010-2021، لهذا الغرض تمت صياغة الإشكالية التالية:

ما مدى قدرة مجمع صيدال على خلق القيمة من خلال إدارته للنمو في الفترة (2010-2021)، وهل يتوافق النمو الفعلي للمجمع مع النمو المستدام الذي يضمن تحقيق قيمة اقتصادية مضافة؟

وللإجابة على الإشكالية نطرح الأسئلة الفرعية التالية:

- هل يحقق مجمع صيدال معدل نمو فعلي «يكافئ» معدل نموه المستدام؟
 - هل يؤدي نمو مجمع صيدال إلى خلق قيمة وتعظيم ثروة مساهميه؟
 - من خلال تصنيف مجمع صيدال في المصفوفة، ما مدى قدرة المجمع على إدارة النمو الذي يخلق قيمة مضافة؟
- 2.1. فرضيات الدراسة:

- يعبر معدل نمو مبيعات مجمع صيدال عن إمكانياته الحقيقية المالية والاستثمارية؛
 - يحقق مجمع صيدال نموا يؤدي إلى تحسين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وهذا ما يؤدي إلى زيادة ثروة مساهميه؛
 - يعمل المجمع على الاستغلال الأمثل لإمكانياته الحقيقية في النمو من أجل خلق قيمة مضافة بهدف تحقيق النمو المستدام.
- 3.1. أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في كونها تجمع بين موضوعين حديثين في الفكر المالي الحديث وهما إدارة النمو وخلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية، فالدراسة تكتسي أهميتها من أهمية هذين الموضوعين في تحليل واقع تحقيق النمو وخلق القيمة الاقتصادية في مجمع صيدال من أجل تقييم الوضع المالي للمؤسسة وتوقع أسلوب نموها في المستقبل.

4.1. أهداف الدراسة: تهدف هذه الدراسة إلى:

- تحليل القيمة في مجمع صيدال باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة؛
- دراسة النمو المستدام ومحدداته في مجمع صيدال.

5.1. منهجية الدراسة

من أجل تحقيق أهداف الدراسة والإلمام بجوانب الموضوع اتبعنا المنهج الوصفي التحليلي وتم الاعتماد على منهج دراسة الحالة في الجانب التطبيقي كما استخدمنا مصفوفة الإستراتيجية المالية كأداة تحليلية لتقييم مدى قدرة مجمع صيدال على خلق القيمة من خلال إدارته للنمو الفعلي بما يتوافق مع النمو المستدام.

2. معدل النمو المستدام Sustainable Growth Rate

يعد معدل نمو المبيعات مؤشرا لقياس نمو المؤسسة ويعكس مركزها التنافسي، إلا أن تعظيمه بشكل مفرط يجلب معه مخاطر العسر المالي والإفلاس، لأن الزيادة في المبيعات تتطلب حيازة أصول جديدة، كما أن النمو البطيء يهدد تنافسيته وبقائها في السوق لذا يتطلب من المؤسسة إدارة نموها بما يتوافق مع إمكانياتها المالية والاستثمارية أو الاستعداد لتغيير سياساتها المالية والتشغيلية لتحقيق معدل النمو المرغوب فيه.

1.2. مفهوم معدل النمو المستدام

بحث روبرت هيغنز عن مقدار النمو الذي يمكن أن تتحمله المؤسسة واقترح أن تضع المؤسسة حدا لهذا النمو بما يسمح لها بتحقيق نمو مستدام دون خلق مشاكل تمويلية وانطلق من في مقاله العلمي سنة 1977 في البحث عن معدل النمو الذي يمكن أن تنمو به مبيعات المؤسسة في ظل مواردها المالية ودون تغيير في سياساتها المالية والتشغيلية مفترضا الحفاظ على نسبة مستهدفة من الأرباح الموزعة وثبات نسبة الدين إلى الأموال الخاصة ليتوصل في الأخير إلى أن معدل النمو المستدام هو الحد الأقصى للوتيرة التي يمكن أن تنموها المؤسسة في ظل ربحيتها وكفاءة استخدام أصولها دون استنفاد مواردها المالية. (Higgins, How match Growth can a Firm Afford?, 1977, p. 8)

وأن هذا المعدل يحدده معدل نمو الأموال الخاصة للمؤسسة وأعطى صيغة لحساب معدل النمو المستدام كالآتي: (Higgins, Analysis for Financial Management, 2001, pp. 125-126)

$$SGR=R \times ROE_{bop}$$

حيث أن:

R: نسبة الاحتفاظ بالأرباح؛

ROE_{bop}: العائد على الأموال الخاصة في بداية الفترة (النتيجة الصافية/الأموال الخاصة في بداية السنة).

أي أن الزيادة في العائد على الأموال الخاصة الناتجة عن زيادة الأرباح الصافية بمعدل أكبر من معدل نمو الأموال الخاصة واحتجاز المؤسسة لمعدلات مرتفعة من الأرباح المحققة سوف يرفع من معدل النمو المستدام، وقام روبرت هيغنز بتحليل العائد على الأموال الخاصة إلى مكوناته الرئيسية وأعاد كتابة المعادلة السابقة كما يلي:

$$SGR=P \times R \times A \times T^{\wedge}$$

حيث:

P: هامش الربح بعد الضريبة؛

R: نسبة الاحتفاظ؛

A: معدل دوران الأصول (المبيعات إلى إجمالي الأصول) إجمالي الأصول إلى الأموال الخاصة:

T: إجمالي الأصول إلى الأموال الخاصة في بداية الفترة. (Higgins, Analysis for Financial Management, 2001, pp. 125-126)

ومنه فإن قدرة المؤسسة على تحقيق النمو المستدام يعتمد على العوامل التالية:

❖ هامش الربح: هو مؤشر يقيس ربحية المؤسسة وقدرتها على تحقيق الأرباح، فيعبر عما تحققه المبيعات من نتائج صافية، حيث تؤدي الزيادة في هامش الربح إلى زيادة قدرة المؤسسة على توليد الأرباح داخليا مما يرفع من قدرة التمويل الذاتي التي تؤدي إلى دعم معدل النمو المستدام؛

❖ سياسة توزيع الأرباح: تؤدي انخفاض الأرباح الموزعة على المساهمين إلى زيادة نسبة الاحتفاظ وبالتالي الرفع من قيمة من الأموال الخاصة المتولدة داخل المؤسسة مما يسمح بالتوسع في الديون وكل هذا يؤدي إلى تعزيز النمو المستدام؛

❖ السياسة المالية: إن قدرة المؤسسة على التوسع في الاستدانة يوفر الأموال المطلوبة لدعم النمو مع مراعاة الأثر الإيجابي للرافعة المالية وهذا ما يؤدي إلى زيادة معدل النمو المستدام؛

❖ إجمالي دوران الأصول: تقيس كفاءة استخدام المؤسسة لأصولها، فالزيادة في هذه النسبة تؤدي إلى زيادة المبيعات المتولدة عن كل وحدة نقدية مستثمرة من الأصول وهذا ما يقلل من حاجة المؤسسة إلى حيازة أصول إضافية لدعم هذا النمو فالاستغلال الأمثل والفعال للموارد المتاحة يخلق قيمة مضافة للمؤسسة وهذا ما يؤدي إلى رفع مستويات النمو المستدام. (Ross, Westerfield, & Jeffry, 2013, p. 70)

من خلال ما سبق تظهر أهمية معدل النمو المستدام في إدارة النمو في المؤسسة كونه المعدل الوحيد لنمو المبيعات الذي يتوافق مع القيم المستقرة للنسب الأربعة (P,R,A,T) فإذا نمت مبيعات المؤسسة بمعدل يختلف عن معدل نموها المستدام فهذا يتطلب منها تغيير نسبة أو أكثر من النسب الأربعة لتحقيق هذا النمو، وهذا يعني أنه إذا كان معدل النمو الفعلي أكبر من معدل النمو المستدام لفترة متوسطة أو طويلة المدى، فعلى الإدارة المالية تحسين كفاءتها التشغيلية بزيادة هامش الربح و/أو الرفع من كفاءة استخدام أصولها لتوليد معدلات دوران أعلى للأصول، أو أن تكون مستعدة لتغيير سياساتها المالية بزيادة نسبة احتجاز الأرباح أو اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية. (Higgins, Analysis for Financial Management, 2001, p. 126)

2.2. أهمية معدل النمو المستدام: تكمن أهميته فيما يلي:

- يعتبر معدل النمو المستدام أداة تخطيطية هامة تساعد في إدارة النمو لتحديد معدل النمو الفعلي الذي يضمن للمؤسسة تحقيق التوازن بين النمو والربحية في ظل سياساتها الحالية؛
- يفيد في تخصيص الموارد بكفاءة وفعالية وإدارتها بالشكل الذي يقلل حاجة المؤسسة إلى التمويل الخارجي المفرط مما يجنبها المخاطر المالية الناتجة عن التوسع في الاستدانة؛
- يساهم في التخطيط الاستراتيجي ورسم السياسات المالية من أجل تحديد الاحتياجات التمويلية بدقة مع المحافظة على نسبة دفع مثلى وهيكل مالي مستهدف؛
- يساعد المستثمرين والمقرضين في فهم طبيعة الاحتياجات المالية عند لجوء المؤسسة إلى المزيد من الاقتراض؛

- تستخدم الأطراف الخارجية من بنوك ومحللين خارجيين معدل النمو المستدام لتقييم الجدارة الائتمانية للمؤسسة من خلال تحليل الأداء المالي ومعدل النمو المستدام ثم مقارنته مع معدل النمو الفعلي؛ (Ross, Westerfield, & Jeffrey, 2013, p. 75)

- يساعد المؤسسة في تقدير المبيعات المثلى التي تتوافق مع الإمكانيات المتاحة دون تغيير لسياساتها المالية والتشغيلية (العامري، 2013، صفحة 124).

3. القيمة الاقتصادية المضافة Economic Value Added

غيرت الإدارة المالية الحديثة الهدف التقليدي وهو تعظيم الربح إلى هدف تعظيم قيمة المؤسسة لأن مجرد تحقيق الأرباح لم يعد كافيا بل يجب أن تغطي الأرباح المحققة على الأقل تكلفة رأس المال لذا أصبح التركيز على خلق القيمة الهدف الأساسي الذي تسعى إليه المؤسسات لضمان بقائها ونموها خاصة في ظل بيئة الأعمال المعاصرة، ويعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من المقاييس الحديثة التي تساعد في قياس قدرة المؤسسة على خلق القيمة.

1.3 مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة

تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة من مؤشرات قياس القيمة في المؤسسة وهي امتداد لمفهوم الربح الاقتصادي، إذ تستند إلى فكرة مفادها أن ثروة المساهمين لا يمكن إنشاؤها إلا إذا حققت المؤسسة عائدا على رأس مالها يتجاوز تكلفة رأس مالها المستثمر (Petrus, 2008, p. 32)، فالمؤسسة التي تخلق قيمة هي التي تحقق أرباحا تكفي على الأقل لتغطية تكلفة رأس المال وأن الأرباح الإضافية إن وجدت فهي تساهم في رفع قيمة ثروة المساهمين، بمعنى أن الأرباح الحقيقية تتعدى مجرد دفع تكلفة الاستدانة بل ضرورة حصول المساهمين على عوائد مرتفعة من استثمار أموالهم لتعظيم ثروتهم. (مزعاش و قايدى، 2021، صفحة 213)

يشير مكتب الاستشارات الأمريكي المتخصص ستيرنستيوارت Stern Stewart سنة 1991 إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة هي تقدير للربح الاقتصادي وشكل من أشكال الدخل المتبقي، يتم تحديدها من خلال الفرق بين العائد على رأس المال وتكلفته وضرب هذا الفرق في رأس المال المستثمر بعد دمج عددا من التعديلات الخاصة في حسابه، وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$EVA = (ROIC_t - WACC_t) \cdot IC_t$$

حيث:

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة؛

ROIC_t: العائد على رأس المال المستثمر في السنة t ويمثل النسبة المئوية بين النتيجة التشغيلية ورأس المال المستثمر؛

WACC_t: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال في السنة t؛

IC_t: رأس المال المستثمر المعدل ويساوي الاستثمارات العينية مضافا لها الاحتياج في رأس المال العامل. (Mondher & Stéphane, 2009, p. 68)

من المعادلة السابقة توجد ثلاث حالات للقيمة الاقتصادية المضافة وهي:

EVA > 0: المؤسسة تحقق عائدا يفوق تكلفة رأس المال المستثمر وتخلق قيمة للمساهمين؛

EVA = 0: العائد المتحقق يساوي تكلفة رأس المال ويلبي التزامات الدائنين والمساهمين على حد سواء؛

EVA < 0: العائد لا يغطي تكلفة رأس المال ويشير هذا إلى تآكل (تدمير) القيمة. (Van Horne & Wachowicz, 2008, p. 395)

3. أهمية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة: يفيد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة فيما يلي:

- توضيح التحسن الفعلي والمستمر لثروة المساهمين؛
- تساهم في عملية صنع القرار على جميع المستويات في المؤسسة؛
- تقييم الأداء بشكل عام والأداء المالي والاستراتيجي بشكل خاص؛
- القيمة الاقتصادية الموجبة تؤدي إلى تعظيم سعر السهم في السوق لأنها تعكس قدرة المؤسسة على خلق الثروة داخليا؛
- تساهم في عملية المفاضلة بين البدائل الاستثمارية كونها توفر معلومات ذات أهمية بالغة للمستثمرين مقارنة بالمؤشرات المحاسبية التقليدية. (التميمي و النعيمي، 2008، الصفحات 140-141)

4. مصفوفة الإستراتيجية المالية

يتوقف نجاح المؤسسة في كفاءة تطبيق إدارتها الإستراتيجية من أجل صناعة القرارات التي تحدد مسار المؤسسة وتزيد من قدرتها على المنافسة وتمكنها من الاستخدام الأمثل لمواردها (حاضر، 2019، صفحة 383). حيث اقترح Hawawini & Viallet سنة 1999 مصفوفة الإستراتيجية المالية بهدف توجيه القرارات المالية وتحسين الأداء في المؤسسة للحفاظ على المقومات الأساسية للبقاء تعزيز مركزها التنافسي في بيئة الأعمال.

1.4. تعريف مصفوفة الإستراتيجية المالية

مصفوفة الإستراتيجية المالية هي ابتكار مالي لتشخيص الوضعية المالية المؤسسة بهدف ترشيد القرارات (المالية والتشغيلية والاستثمارية) يجمع بين متغيرين وهما خلق القيمة وإدارة النمو، حيث يتم استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لقياس القيمة، والفرق بين معدل نمو المبيعات الفعلي ومعدل النمو المستدام لإدارة النمو في المؤسسة (De Wet & Jager, 2007, p. 103)

2. أهمية مصفوفة الإستراتيجية المالية: تكمن أهميتها فيما يلي:

- تستخدم المصفوفة لقياس مدى قدرة المؤسسة على تمويل نموها بنفسها من خلال إدارة النقد وخلق القيمة؛
- يمكن للإدارة المالية استخدام المصفوفة في رسم السياسات المالية من خلال تحديد الاستراتيجيات الممكنة مع مراعاة القيود المالية التي تفرضها الوضعية المالية للمؤسسة وعناصر المحيط المالي لتحقيق هدف النمو في المدى البعيد: (kiagus, Unggul, & Ari, 2018, p. 14)
- تعتبر المصفوفة الإستراتيجية المالية أداة مالية تحدد قدرة المؤسسة على خلق القيمة من خلال إدارتها للنمو، وهي أداة تشخيصية لتقييم السياسات المالية من خلال ترتيب المؤسسة في ريع معين من المصفوفة، بعدها يتم تحديد الخيارات الإستراتيجية المناسبة لتحسين وضع المؤسسة ونقلها إلى الريع المفضل التي ترغب المؤسسة باحتلاله؛ (De Wet & Hall, 2006, p. 59)

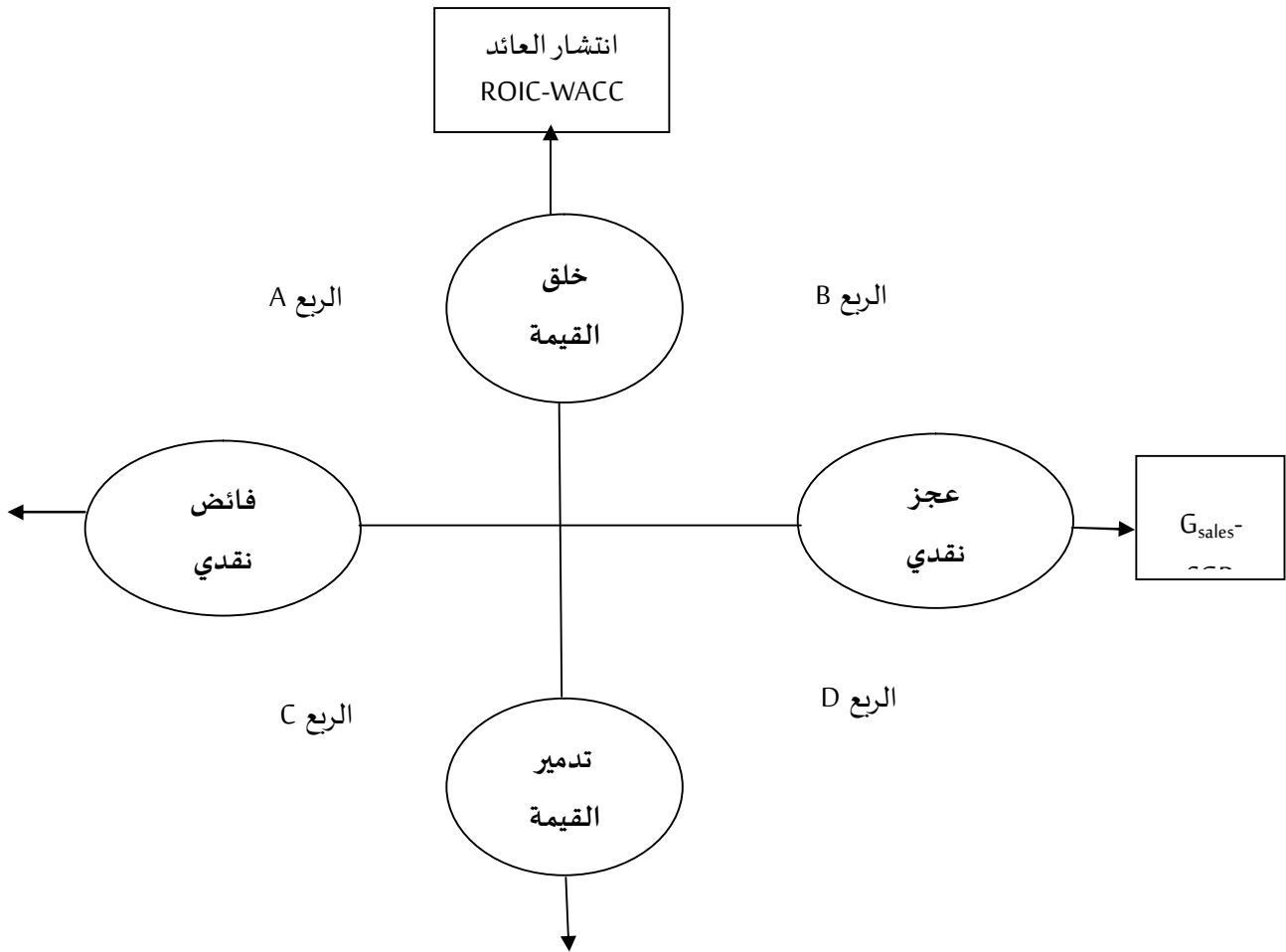
3. مكونات المصفوفة: تتكون المصفوفة حسب هوايني وفياليت من محورين:

- ❖ **المحور الرأسي:** يمثل خلق القيمة في المؤسسة والمعبر عنها بانتشار العائد وهو الفرق بين العائد على رأس المال المستثمر والتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (ROIC-WACC)، فإذا كان انتشار العائد موجبا فالمؤسسة تخلق قيمة (EVA موجبة) وتصنف في الجزء العلوي من المصفوفة أما إذا كان سالبا (EVA سالبة) فهناك تآكل للقيمة وتكون المؤسسة في الجزء السفلي؛

❖ المحور الأفقي: يشير إلى وتيرة النمو ويقاس قدرة المؤسسة على تمويل نمو مبيعاتها من خلال إيجاد الفرق بين معدل نمو المبيعات الفعلي ومعدل النمو المستدام ($G_{sales} - SGR$)، إذ يعبر الفرق السالب عن حالة عجز نقدي (تصنف المؤسسة في الجزء الأيسر) والفرق الموجب عن وجود فائض نقدي (تصنف المؤسسة في الجزء الأيمن) (Hawawini & Viallet, 2007, p. 383)

كما موضح في الشكل التالي:

الشكل 1: مصفوفة الإستراتيجية المالية



SOURCES: Gabriel Hawawini, Claude Viallet, FINANCE FOR EXECUTIVES: Managing For Value Creation, third Edition, Thomson, South-Western, 2007, p.383.

حسب هواويني وفياليت تتكون المصفوفة من أربعة أرباع وهي كالآتي: (Hawawini & Viallet, 2007, p. 383)

❖ الربع A: قيمة اقتصادية مضافة موجبة وفوائض نقدية متراكمة

يمثل أفضل وضع ممكن حيث تخلق المؤسسة قيمة ويتضح ذلك من خلال القيمة الاقتصادية الموجبة كما أنها لا تنمو بسرعة ولا تعاني عجزا نقديا بل تتراكم لديها فوائض مالية نتيجة انخفاض معدل نموها الفعلي دون معدل نموها المستدام، لذا من المستحسن أن تسعى المؤسسات في هذه الوضعية لزيادة القيمة الاقتصادية المضافة وتسريع النمو من خلال الاستراتيجيات التالية:

- استخدام الفائض النقدي لتسريع النمو: استثمار الفوائض النقدية بمعدل عائد يفوق تكلفة الاستثمار عن طريق النمو داخليا أو الاستحواذ عن أنشطة مماثلة؛
- توزيع الفائض النقدي: إن لم توجد فرصا مناسبة لرفع معدلات النمو فعلما التخلص من الفائض النقدي بزيادة مدفوعات الأرباح للمساهمين أو إعادة شراء الأسهم (Hawawini & Viallet, 2007, p. 383)
- ❖ الربع B: قيمة اقتصادية موجبة وتراكم العجز النقدي
تخلق المؤسسة قيمة اقتصادية وتنمو بسرعة أكبر من معدل نموها المستدام مما يؤدي إلى تراكم عجز نقدي يجعلها أما الخيارات الإستراتيجية التالية:
- رفع نسبة احتجاز الأرباح بتخفيض أو إلغاء الأرباح الموزعة؛
- البحث عن مصادر لتمويل هذا النمو إما بإصدار أسهم جديدة أو اللجوء إلى المزيد من الاستدانة أو كلاهما معا فإذا قامت المؤسسة بإصدار أسهم جديدة هذا يسمح لها بالتوسع في الديون مع المحافظة على هيكل رأس مالها؛
- التخلص من النشاطات ذات القيمة الاقتصادية المضافة الأصغر التي تحقق أدنى ربحية وأكبر كثافة لرأس المال،
- تخفيض نمو المبيعات إلى مستوى النمو المستدام: إن لم تستطع المؤسسة الحصول على التمويل اللازم لدعم المزيد من النمو يتطلب منها خفض معدل نموها الفعلي إلى مستوى معدل النمو المستدام لحل مشكلة نقص السيولة والإفلاس الناتجة عن تراكم العجز النقدي. (Hawawini & Viallet, 2007, p. 383)
- ❖ الربع C: قيمة اقتصادية مضافة سالبة وفوائض نقدية تراكمية
في هذه الوضعية تدمر المؤسسة القيمة ولكنها في نفس الوقت، ولد فوائضا نقدية، لذا يقترح كل من هواوي و فيالاتسنه 1999 أن تقوم المؤسسات بمراجعة سياساتها المالية والتشغيلية قبل نفاذ الفائض النقدي وينصحان بإتباع الإستراتيجيات التالية:
- توزيع جزء من الفائض النقدي على المساهمين واستخدام الجزء المتبقي الفائض في رفع معدل العائد على الاستثمار من خلال تحسين الربحية بزيادة هامش الربح (زيادة الحجم، رفع الأسعار، الرقابة على التكاليف) ورفع كفاءة استخدام الأصول؛
- استغلال الجزء المتبقي من الفائض في رفع معدل العائد على الاستثمار من خلال تحسين الربحية ومعدل دوران الأصول بزيادة هامش الربح وكفاءة استخدام الأصول؛
- مراجعة سياسة التمويل بهدف تخفيض التكلفة المرجحة لرأس المال وذلك من خلال تغيير نسبة الدين إلى الأموال الخاصة للوصول إلى النسبة المستهدفة التي تحقق هيكل التمويل الأمثل؛
- إن لم تحقق الاستثمارات الإضافية عائدا أكبر من تكلفة التمويل فيجب التخلي عنها كما يتطلب من المؤسسة التخلي عن المشاريع التي لا يتولد عنها عوائدا تغطي تكلفة رأس المال.

❖ الربع D: قيمة اقتصادية مضافة سالبة وعجز نقدي

تدمر المؤسسات في هذا الربع قيمتها ويتراكم لديها عجزا نقديا يؤثر على حياتها في المدى الطويل لذا يتطلب من متخذ القرار في هذه الحالة اللجوء إلى الخيارات التالية:

- إعادة الهيكلة وبيع جزء من الأصول لتوفير السيولة الضرورية وكذا تقليص حجم الأعمال لتحويل الجزء المتبقي منها إلى أنشطة تخلق قيمة مضافة:

- بيع وحدة الأعمال أو المؤسسة. (Hawawini & Viallet, 2007, p. 393)

5. الجانب التطبيقي: مصفوفة الإستراتيجية المالية لمجمع صيدال خلال الفترة (2010-2021)

بعدما تطرقنا في الجانب النظري إلى أهم محتويات الموضوع سنحاول في هذا الجزء تحليل واقع النمو في مجمع صيدال وقياس القيمة الاقتصادية المضافة ثم تحديد موضع المجمع في مصفوفة الإستراتيجية المالية خلال فترة الدراسة حيث تم جمع المعلومات المالية لمجمع صيدال من خلال موقع بورصة الجزائر.

1.5. تحليل النمو في مجمع صيدال:

من أجل معرفة وتيرة النمو في مجمع صيدال يتطلب حساب معدل نمو المبيعات الفعلي ومعدل النمو المستدام وإيجاد الفرق بينهما، حيث تم قياس معدل النمو الفعلي بمؤشر نمو المبيعات وفق الصيغة التالية: (فرحات جمعة، 2002، صفحة 137)

$$G_{sales} = \frac{Sales_n - sales_{n-1}}{Sales_{n-1}}$$

كما تم قياس معدل النمو المستدام باستخدام نموذج هيغنز بضرب العائد على الأموال الخاصة لبداية الفترة بنسبة احتجاز الأرباح ($SGR = R \times ROE_{top}$) وتحليل محدداته وفق الصيغة التالية:

$$SGR = P \times R \times A \times T^f$$

كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول 01: تحليل النمو في مجمع صيدال للفترة (2010-2021)

الوحدة دج

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
صافي المبيعات □ 10*	12510,19	13504,27	13895,05	11461,14	9789,02	9984,04	10223,41	10265,89	10317,57	9392,75	9809,93	10211,44
الأصول □ 10*	28251,18	27277,97	30021,14	30099,57	31587,70	34921,90	46390,53	48318,94	39574,34	40434,17	40687,55	44811,48
النتيجة الصافية □ 10*	1102,19	2060,48	1965,16	2658,14	1477,75	1143,81	1509,16	1376,29	1174,21	793,51	189,93	48,70
الأموال الخاصة □ 10*	11785,52	13795,48	14746,50	16748,43	17590,66	20465,93	27464,01	27931,53	19796,41	21776,90	22234,55	22912,56
العائد على الأموال الخاصة	0,10	0,17	0,14	0,18	0,09	0,07	0,07	0,05	0,04	0,04	0,01	0,00
نسبة الاحتفاظ	0,83	0,68	0,81	0,80	0,85	0,73	0,65	0,70	0,71	0,79	0,68	0,47
معدل النمو المستدام (SGR%)	8,30	11,89	11,54	14,42	7,50	4,75	4,79	3,51	2,98	3,17	0,59	0,10
هامش الربح P	0,09	0,15	0,14	0,23	0,15	0,11	0,15	0,13	0,11	0,08	0,02	0,00
معدل دوران الأصول A	0,44	0,50	0,46	0,38	0,31	0,29	0,22	0,21	0,26	0,23	0,24	0,23

إدارة النمو وخلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية وفق مصفوفة الإستراتيجية المالية

دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2010-2021)

الأصول/الأموال الخاصة لبداية الفترة T ¹	2,30	2,31	2,18	2,04	1,89	1,99	2,27	1,76	1,42	2,04	1,87	2,02
معدل نمو المبيعات (Gsales %)	3,92	7,95	2,89	-17,52	-14,59	1,99	2,40	0,42	0,50	-8,96	4,44	4,09
معدل نمو الأصول %	21,89	-3,44	10,06	0,26	4,94	10,56	32,84	4,16	-18,10	2,17	0,63	10,14
% (G sales- SGR)	-4,38	-3,94	-8,64	-31,94	-22,09	-2,75	-2,40	-3,09	-2,48	-12,13	3,85	3,99

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع

يتضح من الجدول أعلاه أن معدل النمو الفعلي للمجمع أقل من معدل النمو المستدام في الفترة (2010-2019) مما يعبر عن وجود فوائض مالية بشكل مستمر كان بإمكان المجمع استغلالها لزيادة مبيعاته التي تراجعت بداية من سنة 2014 وفي بعض السنوات بمعدلات نمو سالبة نذكر منها سنة 2013، 2014، 2019 والتي بلغت (-17.52%، -14.59%، -8.96%) في حين أن معدل نمو سوق الصناعة الصيدلانية في الجزائر بلغ 16.84%، 12.31%، 7.26% خلال هذه السنوات على الترتيب، أما في سنتي 2020-2021 فقد تحسن حجم مبيعات المجمع واستقر عند نسبة 4% ليتجاوز بذلك معدل النمو المستدام، هذا الأخير الذي تراجع باستمرار بداية من سنة 2014 مما يدل على أن المجمع سيكون بحاجة إلى المزيد من الأموال الخارجية لتمويل النمو.

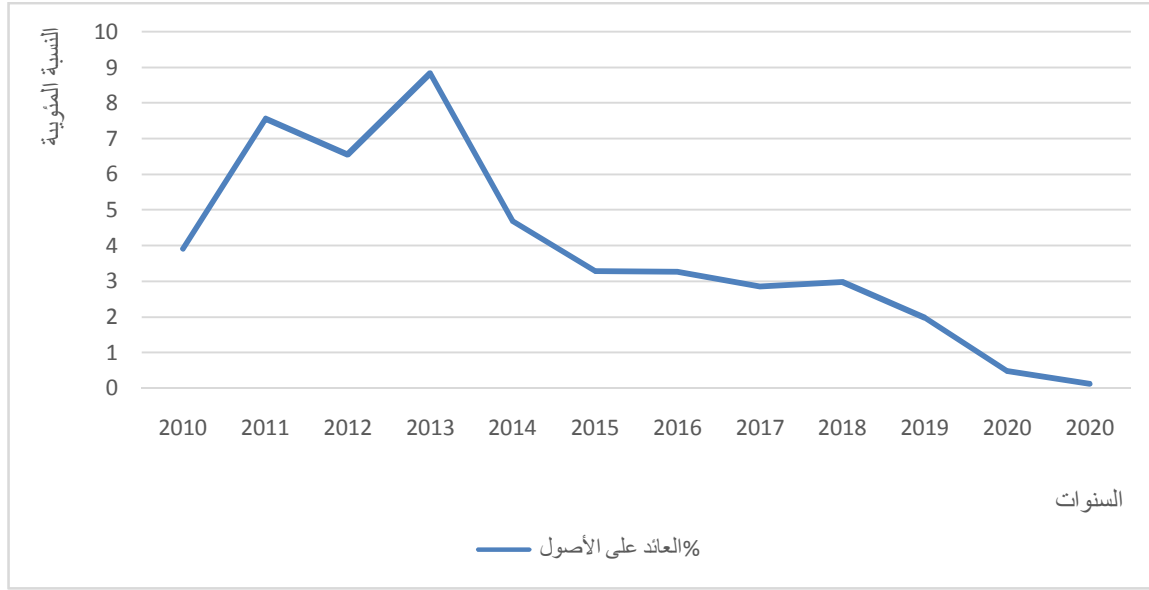
عرف معدل النمو المستدام ارتفاعا في الفترة 2010-2013 ثم تراجع باستمرار بداية من سنة 2014 إلى غاية 2021 بنسبة 99% مقارنة بسنة 2013، ويعود هذا الانخفاض الكبير إلى تراجع العائد على الأموال الخاصة نتيجة انخفاض الأرباح المحققة بنسبة 100% للفترة 2013-2021 من جهة ونمو الأموال الخاصة بمعدل 37% من جهة أخرى، ومن أجل تفسير تراجع معدل النمو المستدام نحلل محدداته على النحو التالي:

❖ هامش الربح: عرفت ربحية مجمع صيدال تحسنا لتبلغ الذروة سنة 2013 بمعدل 23% ثم تراجعت باستمرار إلى غاية 2020، 2021 حيث بلغ هامش الربح 2%، 0.4% على الترتيب ويعود انخفاض سنة 2020 إلى تراجع النتيجة المحققة في هذه السنة مقارنة بسنة 2019 رغم ارتفاع رقم الأعمال وهذا بسبب الانخفاض المسجل في بند الإيرادات العمليانية الأخرى وبند الاسترجاعات عن خسائر القيمة والمؤونات بنسبة 70.20% و 67.70% على الترتيب من جهة والارتفاع المسجل في بند الأعباء العمليانية الأخرى بنسبة 44.20% من جهة أخرى مما نتج عنه انخفاض في النتيجة الصافية لسنة 2020:

أما الانخفاض الكبير في هامش الربح لسنة 2021 سببه تراجع النتيجة الصافية بنسبة 74.36% رغم ارتفاع رقم أعمال المجمع بمعدل 4.09% مقارنة بسنة 2020 وهذا نتيجة العجز المسجل من طرف مؤسسة PSM (فايزر صيدال مانو فاكترينغ) وصيدال السوليفارم و GRP والذي أدى إلى تراجع الأرباح الكلية للمجمع.

❖ معدل دوران الأصول: شهد معدل دوران الأصول استقرارا عند متوسط 0.4 مرة في السنوات الأربعة الأولى من فترة الدراسة ليتراجع بعدها بمقدار 50% أي عند متوسط 0.2 مرة في باقي الفترة نتيجة ارتفاع استثمارات المجمع بوتيرة أعلى من معدل نمو رقم الأعمال مما يعبر عن انخفاض أداء المجمع وهذا ما يؤكد تراجع معدل العائد على الأصول كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل 01: تطور العائد على الأصول لمجمع صيدال خلال الفترة (2010-2021)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع.

❖ نسبة إجمالي الأصول إلى الأموال الخاصة: بلغ متوسط نسبة الأصول إلى الأموال الخاصة 2 خلال فترة الدراسة مما يعني أن الأموال الخاصة للمجمع تغطي نصف حجم استثماراته وهذا نتيجة تراكم الأموال الخاصة بفعل سياسة توزيع الأرباح التي انتهجها المجمع؛

❖ نسبة الاحتفاظ: اتبع المجمع سياسة توزيع أرباح مستقرة نسبيا خلال فترة الدراسة، حيث تراوحت الأرباح الموزعة بين 35 دج و 45 دج للسهم الواحد في الفترة 2010-2018، و 25 دج للسهم الواحد سنوي 2019-2020، أما سنة 2021 للسهم فقد انخفضت الأرباح الموزعة للسهم الواحد إلى 10 دج، وفي المقابل احتجز مجمع صيدال نسبة مرتفعة من الأرباح المحققة تراوحت ما بين 65% و 88% ما عدا سنة 2021 فقد قدرت نسبة الاحتفاظ بـ 47%، يهدف المجمع من خلال سياسة توزيع الأرباح هذه إلى تكوين قدرة تمويل ذاتي لتغطية الزيادة في حجم استثماراته.

نستنتج مما سبق أن تراجع معدل النمو المستدام لمجمع صيدال للفترة 2013-2021 يعود إلى تناقص كل من الربحية وكفاءة استخدام الأصول، وهذا ما يبينه الانخفاض الكبير في هامش الربح ومعدل دوران الأصول بنسبة 100% و 50% على الترتيب.

5.2. خلق القيمة في مجمع صيدال:

تم قياس القيمة لمؤسسة صيدال بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وفق المعادلة التالية:

$$EVA_t = (ROIC_t - WACC_t) \cdot IC_t$$

والجدول التالي يعرض تطور القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة صيدال للفترة (2010-2021):

جدول 02: القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لمجمع صيدال للفترة (2010-2021) الوحدة دج.

السنوات	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
العائد على رأس المال المستمر	1,65	1,38	4,27	9,17	8,64	11,79	9,66	9,55	20,85	18,54	19,23	9,43
التكلفة المتوسطة	0,31	0,52	1,93	3,74	3,69	4,38	5,77	7,99	16,86	12,12	13,33	5,78
ROIC-WACC	1,34	0,86	2,34	5,43	4,95	7,41	3,89	1,56	3,99	6,42	5,90	3,65
رأس المال المستمر 10^4	25 847,30	23 854,92	23 290,49	14 103,10	17 127,26	17 751,97	14 845,46	16 954,06	14 214,84	13 602,12	13 647,99	17 495,64
القيمة الاقتصادية المضافة 10^5	346,35	205,15	545,00	765,80	847,80	1 315,42	577,49	264,48	567,17	873,26	805,23	638,59

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الملحق 01 و 02.

تشير بيانات الجدول أعلاه أن مجمع صيدال استطاع خلق قيمة طيلة فترة الدراسة وهذا ما تبينه القيم الموجبة للقيمة الاقتصادية المضافة مما يعني أنه حقق معدل عائد أكبر من تكلفة رأس المال المستثمر إلا أن هذه القيمة (EVA) شهدت تذبذبا بين الارتفاع والانخفاض حيث سجلت أعلى قيمة لها سنة 2016 لتشهد بعدها تراجعا مستمرا وتبلغ أدنى قيمة لها سنة 2020 ثم تعافت سنة 2021 وهذا ما يعكس الأداء المقبول للمجمع؛

إن ارتفاع EVA سنة 2016 راجع إلى الفرق المعترف بين العائد على رأس المال والتكلفة المتوسطة وكذا تزايد رأس المال المستثمر وهذا نتيجة ارتفاع النتيجة التشغيلية (كما هو موضح في الملحق 02) من 1433.80 مليون دج سنة 2015 إلى 2093.14 مليون دج سنة 2016 أي بنسبة 45.98% بسبب ارتفاع الاسترجاعات عن الخسائر والمؤونات بنسبة 70.86% وانخفاض الأعباء التشغيلية الأخرى بنسبة 31.01%.

التراجع المستمر لـEVA يعكس تراجع أداء مجمع صيدال، لتبلغ سنة 2020 أدنى قيمة لها في فترة الدراسة نتيجة الانخفاض الكبير في معدل العائد بنسبة 67.80% كما هو موضح في الملحق 02، ويرجع هذا الانخفاض إلى ارتفاع الأعباء التشغيلية المسجلة في بند الأعباء التشغيلية الأخرى من 75.63 مليون دج سنة 2019 إلى 109.05 مليون دج سنة 2020 من جهة، وكذا إلى انخفاض كل من الإيرادات التشغيلية الأخرى وبند الاسترجاعات عن خسائر القيمة والمؤونات من 687.94 مليون دج و664.53 مليون دج سنة 2019 إلى 205.03 مليون دج و214.60 مليون دج سنة 2020 على الترتيب؛

ارتفعت قيمة EVA سنة 2021 بمعدل نمو قدره 68.83% نتيجة الارتفاع المحسوس في الفرق بين العائد على رأس المال والتكلفة المرجحة وهذا نتيجة تزايد النتيجة التشغيلية بنسبة 29.60% (من 329.42 مليون دج سنة 2020 إلى 426.91 مليون دج سنة 2021) من جهة ومن جهة أخرى أدى انخفاض تكلفة الأموال الخاصة إلى انخفاض التكلفة المتوسطة لرأس المال المستثمر (كما هو موضح في الملحقين 01 و02).

5.3. مصفوفة الإستراتيجية المالية لمجمع صيدال

لمعرفة الإستراتيجية المالية التي يمكن لمؤسسة صيدال إتباعها بعد دراسة خلق القيمة ومستويات النمو نستخدم الفرق بين العائد والتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال والفرق بين معدل نمو المبيعات الفعلي ومعدل النمو المستدام لتحديد موقع مؤسسة صيدال في مصفوفة الإستراتيجية المالية وفق الجدول الموالي:

جدول 03: وضعية مجمع صيدال في مصفوفة الإستراتيجية المالية للفترة (2010-2021)

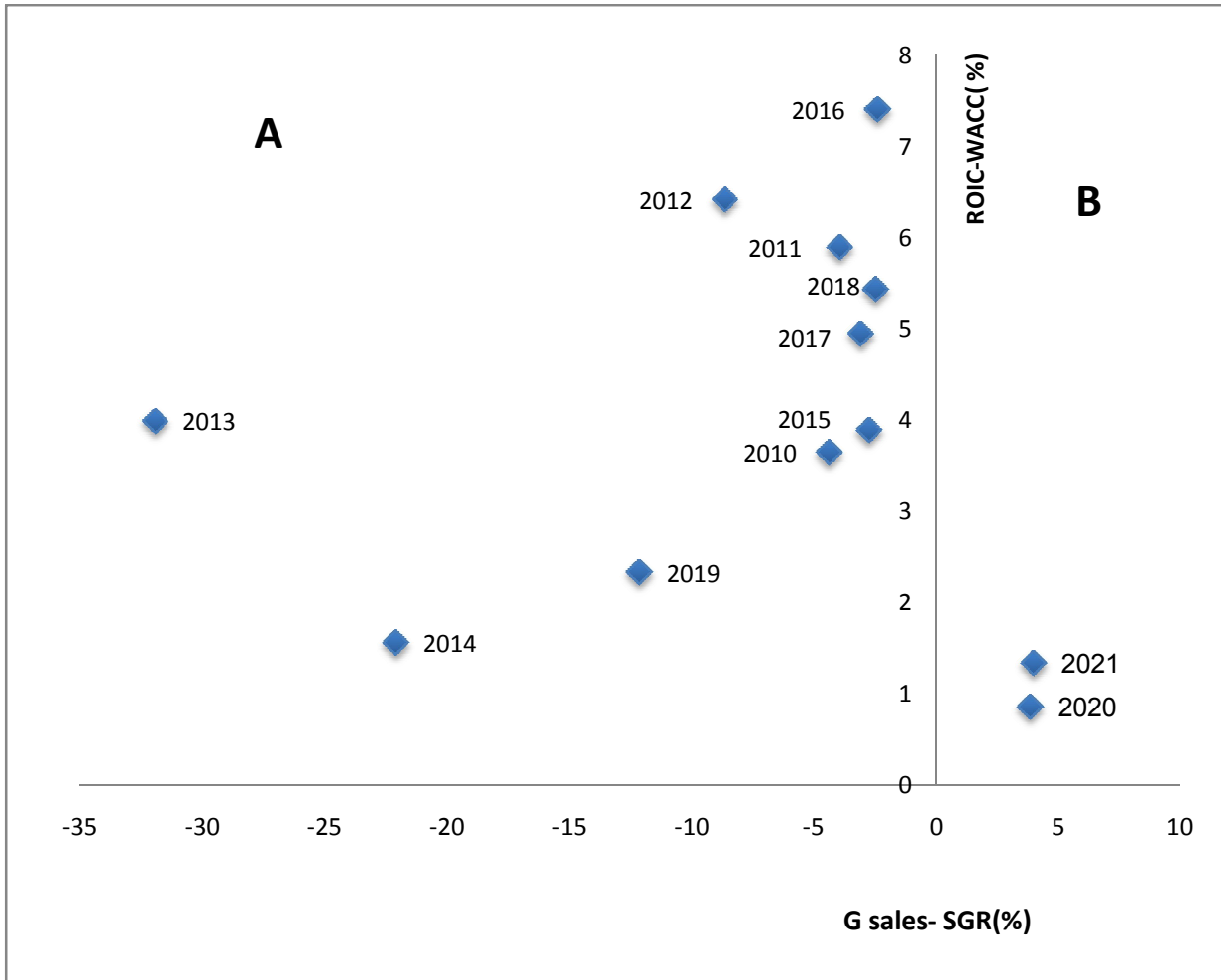
السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ROIC-WACC (%)	3,65	5,90	6,42	3,99	1,56	3,89	7,41	4,95	5,43	2,34	0,86	1,34
G sales- SGR(%)	-4,38	-3,94	-8,64	-31,94	-22,09	-2,75	-2,40	-3,09	-2,48	-12,13	3,85	3,99
الربع	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	B	B

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدولين 01 و02

انطلاقا من الجدول 03، يمكن توضيح وضعية المجمع في مصفوفة الإستراتيجية المالية خلال الفترة 2010-2021 وفق

الشكل الموالي:

الشكل 02: مصفوفة الإستراتيجية المالية لمجمع صيدال في الفترة (2010-2021)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول 03.

تظهر المصفوفة في الشكل (02)، أن مجمع صيدال انتقل من الربع A إلى الربع B في نهاية الفترة، إذ تم وضعه في الربع A للفترة (2010-2019) ذلك لأنه يخلق قيمة من خلال القيمة الاقتصادية المضافة الموجبة ويولد فوائض نقدية لأنه ينمو بوتيرة أقل من معدل نموه المستدام، إذ يجد المجمع نفسه في أفضل وضع على المصفوفة إلا أنه كان بإمكانه استخدام الفوائض النقدية للاستثمار في الأعمال التي تخلق قيمة مضافة أكبر من أجل تحسين وضعه خاصة في ظل التراجع المستمر للقيمة الاقتصادية المضافة؛

أما في الفترة (2020-2021) تم وضع المجمع في الربع B لأنه يخلق قيمة ويولد عجزا نقديا ذلك كونه ينمو بسرعة كبيرة تفوق معدل النمو المستدام، فهو بحاجة للتغلب على مشكلة العجز النقدي وسيكون بحاجة إلى الأموال الخارجية في المستقبل القريب خاصة في ظل الانخفاض المستمر لهامش الربح نتيجة تراجع الأرباح المحققة من طرف المجمع وذلك: إما عن طريق تخفيض نسبة الأرباح الموزعة أو اللجوء إلى المزيد من الاقتراض.

حاولنا في هذه الدراسة تحليل كل من النمو وخلق القيمة ودمجهما ضمن مصفوفة الإستراتيجية المالية لتقييم الوضعية المالية للمؤسسة، ومن ثمة رسم السياسات المالية الممكنة لتحسين وضع المؤسسة ونقلها إلى الربع المفضل التي ترغب في احتلاله حيث تستطيع المؤسسة تحديد الإستراتيجية المثلى لدعم النمو في المستقبل.

❖ النتائج:

- مع الاعتماد على دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2010-2021) توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها:
- يتيح معدل النمو المستدام للمؤسسة معرفة المعدل الذي يمكن أن تنموه أصولها ومبيعاتها بشكل مستدام دون خلق مشاكل مالية في المستقبل، وفي مجمع صيدال وجد اختلاف بين معدل النمو الفعلي ومعدل النمو المستدام مما يدل على أن النمو الفعلي للمجمع لا يعبر عن إمكاناته الحقيقية في النمو، كما أن أصول المجمع نمت بمعدلات أكبر بكثير من معدلات النمو الفعلي فالزيادة في الأصول لا تقابلها زيادة مماثلة في المبيعات طيلة فترة الدراسة وهذا ما أدى إلى تراجع كفاءة استخدام الأصول وبالتالي تراجع معدل النمو المستدام؛
 - يقل معدل النمو الفعلي عن معدل النمو المستدام في الفترة 2010-2019 مما يطرح مشكلة تسيير الفوائض النقدية التي كان بإمكان المجمع استغلالها لرفع مستويات نموه الفعلي خاصة في ظل ظروف السوق التي تسمح بذلك حيث شهد قطاع الصناعة الصيدلانية تطورا خلال فترة الدراسة، إلا أن التراجع المستمر لمعدل النمو المستدام بسبب انخفاض كلا من ربحية المؤسسة وكفاءة استخدام أصولها أدى إلى تجاوز معدل النمو الفعلي لمعدل النمو المستدام في الفترة 2020-2021 مما ينتج عنه من مخاطر السيولة والتوقف عن الدفع؛
 - تدل القيم الاقتصادية المضافة الموجبة لمجمع صيدال على أنه يحقق عائدا يفوق تكلفة رأس المال المستثمر طيلة فترة الدراسة مما يعكس قدرته على خلق القيمة وزيادة ثروة مساهميه، غير أنها شهدت تراجعا نتيجة انخفاض العائد على رأس المال المستثمر؛
 - يشير تموقع مجمع صيدال في الربع A خلال الفترة 2010-2019 إلى أن المجمع استطاع خلق القيمة ونما بمعدل أقل من معدل نموه المستدام مما ولد فوائضا نقدية كان بإمكان المجمع استغلالها في الفرص الاستثمارية التي أتاحتها سوق الصناعة الصيدلانية من أجل الرفع من القيمة الاقتصادية المضافة التي شهدت تراجعا طيلة هذه الفترة؛
 - انتقل المجمع إلى الربع B في السنتين الأخيرتين من فترة الدراسة كان نتيجة تراجع معدل نموه المستدام دون مستويات النمو الفعلي وبدل هذا على تراكم العجز النقدي؛
 - تغيير موقع صيدال في المصفوفة من الربع A إلى الربع B يدل على أن المجمع سيكون بحاجة إلى المزيد من الأموال الخارجية لتمويل النمو خاصة مع تراجع كل من هامش الربح ومعدل دوران الأصول.
- ❖ التوصيات: من خلال النتائج المتوصل إليها نقترح التوصيات التالية:
- الرفع من ربحية المجمع من خلال تحسين كفاءة استخدام الأصول من خلال الاسراع في استغلال الاستثمارات المنجزة وتحسين هامش الربح بالعمل على التحكم في التكاليف لأن سياسة رفع الأسعار غير ممكنة بسبب سياسة تسعير الدواء المطبقة في الجزائر؛

- لتحقيق النمو المستدام يتطلب من مجمع صيدال تحسين الكفاءة التشغيلية وترشيد السياسات المالية بما يضمن لها تمويل النمو في المستقبل؛
- من أجل تفادي الوقوع في مشاكل مالية مستقبلا، يتطلب من مجمع صيدال إدارة نموه بما يضمن له تحقيق معدلات نمو فعلية تعكس امكانياته الحقيقية في النمو؛
- لتحسين أداء المجمع وتوليد الثروة داخليا، يتطلب من مجمع صيدال الرفع من مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وذلك بالتحكم في التكاليف من أجل رفع معدلات العائد على الإستثمار؛
- ينبغي على إدارة المجمع دمج النمو المستهدف مع خلق القيمة باستخدام أدوات مالية حديثة مثل مصفوفة الإستراتيجية المالية لترشيد القرارات المالية بهدف تحقيق النمو المستدام الذي يخلق قيمة للمساهمين.

7. قائمة المراجع

1. De Wet, J. H., & De Jager, P. (2007, February). An appropriate financial perspective for balanced scorecard. Southern Africa Business Review, 11 (2), pp. 98-113.
2. De Wet, J. H., & Hall, J. H. (2006). An analysis of strategic performance measures of companies listed on the JSE Securities Exchange South Africa. SAJEMS NS, 9 (1), pp. 57-71.
3. Hawawini, G., & Viallet, C. (2007). Finance For Executives: Managing for Value Creation (03 ed.). South-Western: Thomson.
4. Higgins, C. R. (2001). Analysis for Financial Management (10 ed.). New York: Mc Grow Hill.
5. Higgins, C. R. (1977, Autumn). How match Growth can a Firm Afford? Financial Management, 6 (3), pp. 7-16.
6. kiagus, R., Unggul, P., & Ari, W. (2018). ANALYSIS OF FINANCIAL MATRIX STRATEGY TO KNOW THE VALUE CREATION GROWTH OF SUSTAINABLE COMPANIES (case studies of companies holding geothermal concession areas in ASEAN). Asia Pacific Journal of Management , pp. 1-17.
7. Mondher, C., & Stéphane, D. (2009). Creation de valeur et capital investissement. Feance: Pearson éducation.
8. Petrus, D. E. (2008, march). EVALUATING VALUE BASED FINANCIAL PERFORMANCE MEASURES (Thesis PhD). Faculty of Ecomic and Management, South Africa: Stellenbosch University.
9. Ross, A. S., Westerfield, W. R., & Jeffry, J. (2013). corporate finance (10 ed.). Irwin: Mc Graw-Hill.
10. Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2008). Fundamentals of Financial Management (13 ed.). England: FT Prentice Hall.
11. أرشد فؤاد التميمي، وعدنان تايه النعيمي. (2008). التحليل والتخطيط المالي- اتجاهات معاصرة-. عمان: دار البيازوري العلمية.
12. السعيد فرحات جمعة. (2002). الأداء المالي لمنظمات الأعمال (التحديات الراهنة). الرياض، المملكة العربية السعودية: دار المريخ للنشر.
13. صباح شعير حاضر. (مارس، 2019). دور الإدارة الإستراتيجية في تطوير الكفاءة المالية للقطاع المصرفي: دراسة تطبيقية في عدد من المصارف العراقية الخاصة. مجلة إقتصاد المال والأعمال، 03 (01)، الصفحات 374-397.
14. محمد علي إبراهيم العامري. (2013). الإدارة المالية الحديثة (الإصدار 01). عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
15. هيبه مزعاش، وخميسي قايد. (2021). قياس وتحليل الأداء المالي للبنوك التجارية الخليجية باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة خلال الفترة 2011-2019. مجلة الميادين الاقتصادية، 4 (1)، الصفحات 207-226.

ملحق 01: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال لمجمع صيدال في الفترة (2010-2021)

الوحدة دج

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
النتيجة الصافية ① ^{*10}	1 102,19	2 060,48	1 965,16	2 658,14	1 477,75	1 143,81	1 509,16	1 376,29	1 174,21	793,51	189,93	48,70
الأموال الخاصة ② ^E	11 785,52	13 795,48	14 746,50	16 748,43	17 590,66	20 465,93	27 464,01	27 931,53	19 796,41	21 776,90	22 234,55	22 912,56
تكلفة الأموال الخاصة % (②/①)	9,35	14,94	13,33	15,87	8,40	5,59	5,50	4,93	5,93	3,64	0,85	0,21
الخصوم غير الجارية-خزينة الخصوم ③ ^{*10}	8 729,03	6 896,78	7 809,93	5 740,21	9 116,90	8 502,65	12 207,39	14 116,40	13 952,23	13 275,41	12 976,98	15 531,54
التوظيفات المالية-خزينة الأصول ④ ^{*10}	3 269,67	5 838,24	7 172,16	7 431,93	8 217,13	9 006,20	5 149,56	4 757,45	3 154,25	1 936,71	2 804,12	3 788,97
الاستدانة الصافية ④-③) D ^{*10}	5 459,36	1 058,54	637,77	-1 691,72	899,77	-503,55	7 057,83	9 358,95	10 437,98	11 338,70	10 172,86	11 742,57
النتيجة المالية ⑤ ^{*10}	-130,35	-98,85	-124,33	-147,69	-1,51	10,00	5,56	-1,27	-54,93	-190,15	-25,75	71,40
تكلفة الاستدانة % (④-③)/⑤)	-2,39	-9,34	-19,49	8,73	-0,17	-1,99	0,08	-0,01	-0,53	-1,68	-0,25	0,61
(1-t)	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
D+E	17 244,88	14 854,02	15 384,27	15 056,71	18 490,43	19 962,38	34 521,84	37 290,48	30 234,39	33 115,60	32 407,41	34 655,13
WACC %	5,78	13,33	12,12	16,86	7,99	5,77	4,38	3,69	3,74	1,93	0,52	0,31

ملحق 02: العائد على رأس المال المستثمر لمجمع صيدال في الفترة (2010-2021)

الوحدة دج.

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
الأصول الجارية خزينة الأصول ① ⁽¹⁰⁾	11 787,25	10 297,33	11 412,88	13 377,46	13 385,89	13 167,07	10 817,74	9 620,69	11 608,04	11 742,82	12 099,00	14 647,68
الخصوم الجارية خزينة الخصوم ② ⁽¹⁰⁾	6 759,82	6 585,70	7 464,71	7 610,92	4 880,13	5 953,31	6 719,13	6 271,00	6 185,70	5 382,48	5 476,00	6 367,37
الإحتياج في رأس المال العامل ③=(②-①)	5 027,43	3 711,63	3 948,17	5 766,54	8 505,76	7 213,76	4 098,61	3 349,69	5 422,34	6 360,34	6 623,00	8 280,31
الإستثمارات العينية ④ ⁽¹⁰⁾	12 468,21	9 936,36	9 653,95	8 448,30	8 448,30	7 631,70	13 653,36	13 777,57	8 680,76	16 930,15	17 231,92	17 566,99
رأس المال المستثمر ⑤=(④+③)	17 495,64	13 647,99	13 602,12	14 214,84	16 954,06	14 845,46	17 751,97	17 127,26	14 103,10	23 290,49	23 854,92	25 847,30
النتيجة العملياتية ⑥ ⁽¹⁰⁾	1 649,96	2 624,06	2 522,17	2 964,40	1 618,73	1 433,80	2 093,14	1 480,24	1 293,87	995,11	329,42	426,92
العائد على رأس المال المستثمر ⑤/⑥)	9,43	19,23	18,54	20,85	9,55	9,66	11,79	8,64	9,17	4,27	1,38	1,65