



قياس أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الأداء الحديثة، دراسة حالة مجمع صيدال للفترة 2010- 2015

سويسي الهواري¹، رمضان حميدة²

01- المركز الجامعي- إليزي

02- جامعة قاصدي مرباح - ورقلة

مخبر أداء المؤسسات والاقتصاديات في ظل العولمة

soucihouari@yahoo.fr¹

ramdani2011@yahoo.fr²

الملخص -

تهدف هذه الدراسة الى قياس مدى قدرة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية بشكل عام ومجمع صيدال بشكل خاص على خلق قيمة للمساهمين والأطراف ذات المصالح، وذلك من خلال قياس و تحليل تطور خلق القيمة من قبل مجمع صيدال خلال فترة الدراسة الممتدة من سنة 2010- 2015 ، وذلك بالاعتماد على جملة من المؤشرات الحديثة لقياس خلق القيمة والمتمثلة في : مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، مؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA) و نسبة Q Tobin's. وتم توصل من خلال هذه الدراسة الى أن مجمع صيدال قادر على خلق قيمة مضافة لكل الأطراف المعنية وكذلك قدرة المجمع على خلق ورسملة قيمة سوقية بورصية، بالاضافة الى تحقيق نسبة Q Tobin's موجبة أكبر من الواحد خلال كل فترة الدراسة والذي يفضي نظرة إيجابية حول الاستثمار لدى مجمع صيدال .

الكلمات المفتاحية -

خلق القيمة، مجمع صيدال، مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)،
مؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA) و نسبة Tobin'sq.

**Abstract: Measuring The Performance Of Algerian Economic Institution From The Perspective Of Creating Value With Reference To Modern Performance Indicators
Case Study : Saidal Complex For The Period 2010 Until 2015**

This Study Is Designed To Measure The Extent To Which The Algerian Economic Institution In General And The Saidal Complex In Particular Can Create Value For Shareholders And Stakeholders .This Can Be Measured Through Measuring And Analyzing The Development Of Value Creation By The Saidal Complex During The Period Of Study From 2010-2015. A Group Of Recent Indicators To Measure Creation Of The Value Illustrated By The Economic Value Added Index (EVA),The Economic Value Market Added (MVA) And Q Tobin's Value. The Study Concluded That The Saidal Complex Is Able To Create Added Value For All Concerned Parties, It Has The Ability As Well At The Level Of Its Industrial Complex To Create And Capitalize On The Market Value Of Shares, In Addition To Achieving Q Tobin's Positive Ratio That Is Superior To Its Peer Through The Whole Study Period At Saidal Complex That Gave A Positive Impression Of The Concerned Complex.

Keywords-

Create Value, Saidal Complex, The Economic Value Added, (EVA),The Economic Value Market Added (MVA), Q Tobin's Value.

I. تمهيد -

يحتل موضوع خلق القيمة مكانة هامة في مراكز التسيير والقيادة داخل المؤسسات الاقتصادية فالتسيير بالقيمة أصبح ميزة مرتبطة بالمؤسسات الاقتصادية الكبرى كمحاولة منها للانتقال بالوظيفة المالية من الاعتماد على المؤشرات المحاسبية الى المؤشرات الاقتصادية في حساب خلق القيمة حيث أضحت المؤسسات تأخذ به كمؤشر نمطي في التقييم، وكمقياس شامل يسهم في اتخاذ القرارات المالية والاستراتيجية .كما تعد مؤشرات خلق القيمة من أهم مقاييس الأداء، والتي كانت في بدايات ظهورها عبارة عن مقاييس أداء

محاسبية تقليدية . إلا أنه بالنظر لقصورها تم تطوير مقاييس حديثة تهتم بتقييم السوق لأداء وربحية المؤسسات منها: القيمة السوقية المضافة (MVA)، القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ، ونسبة Tobin's q التي ترشد المستثمر الى اتخاذ قرارات صائبة، وهذا مايسمح لمقاييس الأداء بتطوير الخطط الإستراتيجية، تقييم مدى تحقيق المؤسسة لأهدافها، مكافأة المسيرين.

ويعد توجه اقتصاد الجزائر نحو اقتصاديات السوق، أضحت معظم المؤسسات العمومية الكبرى تتنافس لمواكبة اقتصاديات السوق المبنية على خلق قيمة لمساهميها ومن أبرز هاته المؤسسات نجد مجمع صيدال بإعتباره احدى أهم وأكبر مؤسسة اقتصادية في الجزائر خاصة في مجال خارج المحروقات، ومن هذا المنطلق يمكن صياغة اشكالية الدراسة كمايلي:

هل مجمع صيدال خالق للثروة والقيمة للأطراف ذات المصالح من منظور مؤشرات الأداء الاقتصادية أم محطما لها؟

للإجابة على هذه الإشكالية يتم وضع الفرضية التالية :

مجمع صيدال خالق للثروة والقيمة لجميع الأطراف ذات المصالح خلال الفترة الممتدة من 2010 - 2015.

- الدراسات السابقة :

- دراسة Maryam Zarat Dakhely Parast And others (2013)¹:

هدفت هذه الدراسة الى البحث عن علاقة التأثير والارتباط بين المتغيرات المستقلة EVA و MVA والقيمة السوقية للأسهم لشركات الصيدلانية المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية، وللكشف عن هذه العلاقة تم دراسة عينة 30 مؤسسة لقطاع الصيدلة مدرجة في بورصة طهران من خلال جمع بياناتهم من خلال التقارير المالية الشهرية والأسبوعية لسوق الأوراق المالية، ولقد تم استخدام معامل بيرسون للإرتباط لتحقيق في وجود وتوجيه الارتباط الخطي بين المتغيرات فيما يتعلق بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية للأسهم، وأظهرت النتائج الاجمالية أن القيمة الاقتصادية المضافة EVA هي المؤشر الرئيسي للتنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم في المؤسسات الصيدلانية المسعرة في بورصة طهران.

- دراسة Habibollah Nakhaei (2016)²

تختبر هذه الدراسة الفرضية القائلة بأن القيمة السوقية المضافة (MVA) ترتبط بدرجة أكبر بعائد الأسهم (SR) مقارنة بمقاييس الأداء التقليدية. والغرض من هذه الدراسة هو تقديم أدلة تجريبية على محتوى المعلومات المتعلقة بالقيمة السوقية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية، أي صافي الدخل، وصافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT)، وربحية السهم الواحد. وشملت العينة 395 شركة غير مالية مدرجة في السوق الرئيسية لبورصة ماليزيا خلال الفترة 2002-2011. ولتحليل الفرضيات تم استخدام أساليب الانحدار وتحليل PANEL. وأظهرت النتائج أن المقاييس المحاسبية لديها محتوى المعلومات نسبية أعلى مع عوائد الأسهم مقارنة بمؤشر MVA. وبالتالي، فإن النتائج لا تدعم الفرضية القائلة بأن مؤشر القيمة السوقية المضافة تفوق عن المؤشرات المحاسبية التقليدية بالارتباط مع عوائد الأسهم. وعلاوة على ذلك، أظهرت النتائج أن MVA لديها محتوى معلومات إضافية مع عوائد الأسهم مقارنة مع المقاييس المحاسبية. ونتيجة لذلك، تعد القيمة السوقية المضافة مقياسا هاما ورئيسيا في وصف عائد أسهم الشركات في بورصة ماليزيا. ولذلك، يمكن للشركات الماليزية استخدام MVA مع المؤشرات التقليدية (NI, NOPAT, EPS) في تقييم أداء الشركات.

- دراسة Dimitrios I. Maditinos³

تناقش هذه الدراسة مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة، لتقديم نقاط الضعف والقوة ومناقشة النتائج التي تم الكشف عنها من الدراسات التجريبية حتى الآن بشأن أهميتها كمقياس للأداء المالي، كما قدمت الأدبيات التجريبية نتائج مختلطة (مؤيدة وغير مؤيدة) لفائدة EVA في تفسير عوائد الأسهم. ركزت الدراسات على ما إذا كانت EVA أكثر ارتباطا مع عوائد الأسهم من غيرها. وتوظف هذه الدراسة سلسلة زمنية مجمعة، بيانات مقطعية من 163 شركة مدرجة في بورصة أثينا على مدى الفترة 1992 - 2001 لدراسة ما إذا كان EVA أو المقاييس التقليدية القائمة على أساس محاسبي ترتبط بقوة أكبر بعائدات الأسهم. كشفت اختبارات محتوى المعلومات النسبية أن عوائد الأسهم

ترتبط ارتباطا وثيقا بربحية السهم الواحد ومع ذلك، تشير اختبارات محتوى المعلوماتية الإضافية إلى أن مؤشر EVA يضيف قوة تفسيرية كبيرة لأرباح السهم الواحد في تفسير عائدات الأسهم.

كشف أسلوب محتوى المعلومات النسبية أنه في سوق الأسهم اليونانية ترتبط مستويات الأرباح وتغيرات الأرباح بعائدات الأسهم وتتفوق على أداء جميع مقاييس الأداء الأخرى قيد الدراسة في تفسير عوائد الأسهم.

- دراسة نايت عطية مريم، ريحان الشريف (2016) ⁴ :

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

- شهاب الدين حمد النعيمي(2012)⁵ :

يهدف هذا البحث الى توعية المستثمر لأهمية الأساليب الحديثة في تقييم الأداء و ربحية الفرص الاستثمارية المتاحة وتشخيص هذه الفرص من خلال نسبة Tobin's q وتعديل مسارات وسلوكيات المحللين الماليين والمستثمرين الحاليين والمرتقبين في سوق العراق للأوراق المالية بالاعتماد على الأساليب الحديثة وخاصة أسلوب Tobin's q في التعرف على الفرص الاستثمارية المتاحة واتخاذ قرارات الاستثمار السليمة . تفوق مقياس الأداء الحديث -q

في التعبير عن الواقع الحقيقي لشركات عن المقياس التقليدي mv/bv الذي يحتمل نسبة خطأ عالية جدا تؤثر في قرارات الاستثمار. ان الاعتماد على المقياس الحديث q لتنبؤ بالأداء والربحية المستقبلية يوفر فرصة مناسبة للمستثمر في قراءة التوجهات المستقبلية لأداء وربحية الشركات وتعديل القرارات الاستثمارية فيها.

- أدبيات الدراسة :

تسعى المؤسسات الاقتصادية في الوقت الراهن ومع تطور الاقتصاديات الى رفع وتعظيم قيمتها وذلك ينتج عن انشاء وخلق قيمة متراكمة والذي أصبح أبرز متطلبات مسيري المؤسسات، ولقياس هذه الثروة وجدت عدة مؤشرات لقياس هذا الأداء من منظور خلق القيمة، والتي كانت في بدايات ظهورها عبارة عن مقاييس أداء محاسبية تقليدية. إلا أنه بالنظر لقصورها تم تطوير مقاييس حديثة تهتم بتقييم السوق لأداء وربحية المؤسسات منها القيمة السوقية المضافة (MVA) والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ، ونسبة Tobin's q التي سيتم سردها كمايلي :

1- مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

لاتعد EVA اكتشافا جديدا، وإنما تعد امتدادا لمؤشر الأداء المسمى "الربح المتبقي" أو "الدخل المتبقي"،⁶ فكرة القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) هو اكتشاف جديد إلى حد ما ولكن المفهوم هو قديم. EVA لا تختلف بشكل أساسي عن فكرة الدخل المتبقي (صافي الدخل مطروحا منه تكلفة رأس المال) التي وضعها الاقتصاديون مثل ألفريد مارشال في سنة 1890⁷. كما تعد القيمة الاقتصادية المضافة تقنية وضعها (Joel Stern et G.Bennett Stewart) مع المجموعة الاستشارية، أساس هذه التقنية انها توفر وسيلة لحساب القيمة الاقتصادية التي أنشأتها المؤسسة على مدى فترة من الزمن كما تعد المتغير الأساسي الذي يحرك صناعة القرارات الاستراتيجية⁸.

ويكمن الفرق بين المفهومين في الغرض من الاستعمال، حيث استعمل مؤشر "الربح المتبقي" لخدمة مسيري المؤسسات في سنوات الستينيات من القرن الماضي كأداة لتقييم الأداء الداخلي للمؤسسة ومختلف وحداتها

(مؤشر داخلي)، بينما أستعمل مؤشر " القيمة الاقتصادية المضافة " لخدمة المساهمين منذ بداية الثمانينيات من القرن الماضي، كأداة اتصال يستعملها المسكرون لتميرر معلومات للمساهمين حول أداء المؤسسة، خاصة المدرجة منها في البورصة. يضاف لذلك، أن الربح المتبقي يأخذ في حسابه تكلفة الفرصة الداخلية، ممثلة في مصاريف مالية داخلية، بينما تعتمد " القيمة الاقتصادية المضافة" على مفهوم تكلفة رأس المال، والتي تسمح بالمرور من قياس لنتيجة - كما هو الحال في" الربح المتبقي - " إلى قياس فائض.

وتعد القيمة الاقتصادية المضافة نهجا مبتكرا لقياس أداء الأعمال يعطينا لمحة أكثر واقعية عن الوضع الحالي للمؤسسة. مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة حقوق الملكية وإمكانية تنفيذ تعديلات المحاسبية التي تمثل ابتكارات هامة عديدة فيما يتعلق بمفاهيم أخرى.⁹

EVA هو وسيلة لقياس القيمة الاقتصادية من الأعمال المنجزة بعد النظر في تكلفة رأس المال بما في ذلك تكلفة الدين وتكلفة حقوق الملكية، ويعتمد في حساب المعايير المحاسبية على تكلفة الدين فقط بينما في حساب EVA بالاضافة الى تكلفة الدين يتم خصم تكلفة رأس المال، والنقطة المفتاحية في القيمة الاقتصادية المضافة هو أن يتم إنشاء قيمة عند ما يكون معدل عائد الاستثمار أكثر من اجمالي تكلفة رأس المال.¹⁰

ويعد تعريف Stern و Stewart الأقرب والأدق للواقع حيث عرف القيمة الاقتصادية المضافة كالتالي: "مقياس للإنجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي حيث مرتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت والفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب وتكلفة رأس المال المملوك والمقترض.¹¹

ويتم حساب قيمة EVA بعد القيام بعدة تعديلات وفقا للعلاقة التالية¹² :

$$EVA = NOPAT - (TCE \times WACC)$$

القيمة الاقتصادية المضافة = النتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب- (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال X الأموال المستثمرة)

حيث:

NOPAT: نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب؛

WACC : المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال؛

TCE : الأموال المستثمرة.

ويمكن القول أنه عند تحقيق قيمة اقتصادية مضافة موجبة فإن الربحية على رأس المال المستثمر تكون أعلى من تكلفة رأس المال، وهنا المؤسسة تكون لها القدرة على خلق ثروة للمساهمين وهو ما يعني من وجهة نظر المساهمين تحقيق أداء يفوق توقعات السوق، وفي حال كانت القيمة الاقتصادية المضافة سالبة فهذا يدل على أن المؤسسة قامت بتدمير ثروة المساهمين، وبالتالي تحقق أداء أدنى من التوقعات، وفي بعض الحالات الاستثنائية جدا، تكون القيمة الاقتصادية المضافة معدومة تماما هنا الربحية تسمح بتلبية مطالب المقرضين فقط.¹³

إن ما جعل هذا المؤشر يحوز على أهمية في تلك الفترة وصالحا للاستعمال، نتج عن ثلاثة أسباب رئيسية هي¹⁴:

- أخذه في الحسبان للأداء الكلي للمؤسسة، يضاف إلى ذلك اعتباره أداة تؤدي لتوافق أهداف المنظمة وأهداف الأفراد؛
- يقدم معلومات تخص مردودية الأصول الموجودة بالمؤسسة، والاستثمارات الجديدة؛
- يسمح بالمقارنة بين مراكز المسؤولية فيما بينها داخل المؤسسة، وبين المؤسسة والمؤسسات المنافسة لها أو بينها وبين فرص استثمارية أخرى.
- بالإضافة إلى مزايا أخرى¹⁵:
- حيث أن بعض المؤشرات (عائد على السهم / الأصول / الاستثمار) قد لا تعكس بشكل صحيح تكلفة رأس المال، ولا تقدم تفصيلا عن ما إذا قد تم إنشاء

قيمة للمساهمين أو تدميرها، وهذا على عكس القيمة الاقتصادية المضافة التي لها دور كبير في تحديد القيمة التي تم إنشاؤها؛

- تساعد القيمة الاقتصادية المضافة المسيرين على اتخاذ أفضل القرارات الاستثمارية وتحديد الضرب المناسبة ؛

- تعبر القيمة الاقتصادية المضافة جودة القرارات الإدارية وتشير إلى معدل النمو المستقبلي من خلال قياس التغير في قيمها من فترة إلى أخرى، إلى جانب ذلك تعبر الاستخدام الأمثل لرأس المال من خلال خلق قيمة إضافية؛

- سهولة حسابها واستخراج البيانات من كل القوائم المالية للمؤسسة ؛

- يتوافق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مع العديد من مؤشرات الأداء مثل القيمة النقدية المضافة، التدفق النقدي.

- تعبر EVA عن الربح الحقيقي للمؤسسة .

بالرغم من المزايا السابقة الذكر التي جعلت من هذا المؤشر يحظى باستعمال واسع، نجد أنه يطرح عدة مشاكل وسلبيات يمكن أن تحد من مزاياه، وذلك لسببين رئيسيين هما :

- إمكانية إنتاج الطرق المستعملة المختلفة لحساب قاعدة الاستثمار (على سبيل المثال استعمال التكلفة التاريخية أو قيمة السوق) لمعدل مردودية مغلوطة، يؤدي إلى إضعاف العلاقة بين ربحية الأقسام (الوحدات) وربحية المؤسسة.

- البساطة الكبيرة والسطحية لهذا المؤشر كأداة قياس تستعمل في اتخاذ القرارات المرتبطة بالاستثمارات.

بالإضافة إلى¹⁶ :

- القيمة الاقتصادية المضافة مقياس غير كاف لتقييم التقدم الذي حققته المؤسسة في تحقيق أهدافها الاستراتيجية وقياس الأداء الوحداتي ؛

- في بعض الصناعات القيمة الاقتصادية المضافة لا تعد مناسبة كمقياساً لتقييم الأداء المالي؛

- لا يمكن استخدام مؤشر EVA خلال أوقات التضخم لتقدير الربحية الفعلية،

2- مؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA)

MVA هو مقياس نقدي مطلق. مثل EVA، كما يعد إجراء تكميلي إضافي. بالتالي فإن مؤشر القيمة المضافة هو مؤشر للنجاح رأس المال ومقياس مصداقية النسبية، والعوامل ذات الأهمية والتي ينبغي رصدها بعناية. كما تعرف القيمة السوقية المضافة بأنها الزيادة في القيمة، والتي تترجم الى فائض قيمة او القيمة الأفضل عند الشراء.¹⁷

من وجهة نظر المستثمر، تعد MVA هو أفضل مقياس للأداء الخارجي للمؤسسة ويقول ستيوارت أن MVA هو مقياس تراكمي لأداء الشركات، ولا تنمو القيمة السوقية المضافة إلا إذا كان رأس المال الإضافي المستثمر يولد عوائد أكبر التكلفة الحالية لرأس المال. MVA لا تأخذ في الاعتبار توزيعات الأرباح.¹⁸ القيمة السوقية المضافة MVA هي مقياس اقتصادي آخر وهي الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة ورأس المال المستثمر للمؤسسة. كما أن القيمة السوقية المضافة هي نتيجة صافي القيمة الحالية للمشاريع السابقة والفرص المستقبلية المربحة للمؤسسة، وتبين كيف نجحت المؤسسة في استثمار رأسمالها، وتوقعت الفرص المستقبلية وخططت لتحقيقها. من الناحية النظرية، القيمة السوقية المضافة للمؤسسة هي مجموع القيمة الحالية للقيم الاقتصادية المضافة (EVA) للمؤسسة أو الأرباح المتوقع انشائها في المستقبل.¹⁹

يعد كل من مؤشر EVA و MVA (القيمة السوقية المضافة) مؤشرا لقياس الأداء حيث تستخدم الأول في تقييم الأداء الداخلي للمؤسسة، بينما يقوم مؤشر MVA (Market value Added) بتقييم الأداء الخارجي أو السوقية للمؤسسة، حيث تحسب EVA لكل سنة بينما تحسب MVA لعدة سنوات وهذا يعني أن MVA تعكس صافي القيمة الحالية للمؤسسة وذلك بتحديد القيمة الاقتصادية المضافة لعدة سنوات وتحسب وفقا لطريقتين:

حساب MVA عن طريق تحيين 20 EVA:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+K)^t} \square$$

MVA : القيمة السوقية المضافة ؛

EVA : القيمة الاقتصادية المضافة ؛

K : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال .

كما يمكن تعريف القيمة السوقية المضافة MVA للمنشأة على أنها الفرق بين القيمة السوقية و القيمة الدفترية للمؤسسة والتي تعد الطريقة الأخرى لإيجاد MVA وتحسب وفقها كالتالي²¹:

$$\text{القيمة السوقية المضافة MVA} = \text{القيمة السوقية للمنشأة} - \text{القيمة الدفترية}$$

و تتمثل قيمة المنشأة في قيمة الديون مضافا إليها قيمة حقوق الملكية، و إذا ما أخذنا بعين الإعتبار لفرضية تكافئ القيمة السوقية والدفترية للديون فإن عبارة القيمة السوقية المضافة يمكن تبسيطها إلى:

$$\text{القيمة السوقية المضافة MVA} = \text{القيمة السوقية لحقوق الملكية} - \text{القيمة الدفترية لحقوق}$$

وتعكس MVA موجبة سوقا متفائلة، وتعني قدرة المسيرين على خلق ثروة للمساهمين تفوق متطلبات الربحية. على عكس MVA سالبة والتي تعني سوق يوفر ربحية غير كافية لمواجهة تكلفة رأس المال .ويتم التعبير عن MVA بشكل مبسط ضمن فرضية EVA على أنها التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس مال ثابت²²

ونجد من بين المؤشرات الأخرى لخلق القيمة مؤشر Q Tobin's .

3- نسبة Q لجيمس توبين (Q Tobin's) :

تم ادخال نسبة Tobin'sq بواسطة العالم (جيمس توبين) باعتبارها مؤشرا لتنبؤ بالربحية المستقبلية للاستثمار وتم تعريفا على أنها نسبة القيمة السوقية (market value) لشركة على تكلفة الاحلال أو تكلفة الاستبدال (Replacement Cost)²³. في مقاله عام 1969، ذكر جيمس توبين أن "معدل الاستثمار - السرعة التي يرغب المستثمرون في زيادة رأس المال - يجب أن تكون ذات علاقة بq، والتي تعبر عن القيمة من رأس المال نسبة إلى تكلفة استبداله"²⁴.

ويعد خلق قيمة للمؤسسة على المدى الطويل هو مقياس رئيسي لقدرة المسيرين على تنفيذ استراتيجيات المؤسسة، ونسبة Tobin's q هي مقياس لفرص نمو المؤسسة على النحو المبين في استراتيجياتها الاستثمارية، وهو يقارن القيمة السوقية للمؤسسة مع تكلفة استبدال أصول المؤسسة . كما أنه يعني زيادة العائد الحقيقي على الاستثمار كلما زادت قيمة Q. أن استخدام هذه النسبة يسمح بتخطي بعض المشاكل المصاحبة لنسبة B/M وذلك لكونها تستخدم قيمة استبدال الأصول عند قياس القيمة التي أنشأتها المؤسسة.²⁵

وتعد نسبة Tobin's q من أهم المؤشرات التي تهتم مباشرة بالقيمة السوقية وتقارنها مع القيمة المحاسبية لإبراز خلق القيمة التي تكون في السوق، وتحسب بالعلاقة التالية²⁶:

$$Q \text{ Tobin's} = \text{القيمة السوقية للمؤسسة} / \text{قيمة استبدال الأصول}$$

ويتم تحليل استراتيجية المؤسسة وتقييم أدائها وفقاً لنسبة Q Tobin's كالتالي : في حال كانت الفرص الاستثمارية للمؤسسة تساهم في الحصول على عائد (r) وتساوي تكلفة رأس مالها k_0 ($r = k_0$) نظرياً فإن نسبة Q Tobin's ستساوي 1 وهنا لا يكون للمستثمرين دراية أو علم بتوقعات فرص نمو المؤسسة، إلا أنه يمكنهم تنفيذ استراتيجية التوسع في حال كان r أكبر من k_0 ، وبالتالي هنا نسبة Q Tobin's ستكون أكبر من 1 وهذا يشير إلى أنه لديهم نظرة إيجابية حول فرص نمو المؤسسة، وعلى المؤسسة تنفيذ استراتيجية النمو.

في حين إذا كانت نسبة Q Tobin's أقل من 1 فهذا يدل على أنه سيكون للمستثمرين نظرة سلبية حول التوسع حيث يكون $k_0 > r$ ، وبالتالي هنا على المؤسسة عدم إعادة الاستثمار في هذه الأصول، وبالتالي تكمن أهمية نسبة Q Tobin's في أنها توفر تقديراً للأصول غير الملموسة للمؤسسة وهي تشمل فرص الاستثمار المستقبلية، قوة السوق ونجاح الإدارة، كما أن هذه النسبة تعتبر مقياساً لقدرة المؤسسة على إضافة قيمة على المدى الطويل عن طريق إعادة شراء أسهمها.²⁷

II. الطريقة و الأدوات المستخدمة :

أ- الإطار العام لدراسة الحالة

1- تقديم مجتمع الدراسة

يعبر مجتمع الدراسة عن مجمع صيدال بشكل اجمالي دون التطرق الى فروعه كل على حدا في حساب المؤشرات. ويعد مجمع صيدال شركة عمومية اقتصادية لصناعة الأدوية ذات أسهم برأسمال قدره 2.500.000.000 دينار جزائري. 80 % من رأسمال صيدال ملك للدولة و الـ 20 % المتبقية قد تم طرحها للاكتتاب في سنة 1999 عن طريق البورصة إلى المستثمرين من المؤسسات والأشخاص. تكمن مهمة صيدال في تطوير، إنتاج وتسويق المواد الصيدلانية الموجهة للاستهلاك البشري.

يتمثل الهدف الاستراتيجي لمجمع صيدال في تعزيز مكانته كرائد في إنتاج الأدوية الجينية والمساهمة بشكل فعلي، في تجسيد السياسة الوطنية للدواء التي وضعت من قبل السلطات العمومية²⁸.

2- الإطار الزماني والمكاني

تتمثل حدود الدراسة الزمنية في الفترة الممتدة من 01- 01- 2010 الى غاية 31- 12- 2015 والتي تعبر عن 6 سنوات والتي بدورها تعد كافية للكشف عن تطور مؤشرات خلق القيمة داخل المجمع .والحدود المكانية هي الجزائر. أما من حيث الموقع الجغرافي لمركز صيدال فموقعه بعين البيضاء العاصمة .

3- متغيرات الدراسة والمنهج المستخدم في التحليل

وهي حساب مؤشرات خلق القيمة الحديثة والمتمثلة في القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) بالاضافة الى نسبة (Q Tobin's).والكشف عن تطورها في مجمع صيدال وذلك باستخدام المنهج الوصفي من خلال استخدام دراسة الحالة.

4- طريقة جمع البيانات والأدوات الاحصائية المستخدمة .

لحساب مؤشرات الدراسة تم الاعتماد على المعلومات المصرح بها من طرف مجمع صيدال في تقارير مجلس الادارة من قوائم مالية وغيرها بالاضافة الى

المعلومات المصرح بها كذلك من طرف المجمع في موقع الالكتروني لكل من المجمع وبورصة الجزائر:

<https://www.saidalgroup.dz> -

<http://www.sgbv.dz/ar> -

وتم معالجة هذه المعلومات في حساب مؤشرات الدراسة بالاعتماد على برنامج

المجدول (Exel)

ب- تحليل نتائج الدراسة بالنسبة لتقييم أداء مجمع صيدال من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات (EVA، MVA، نسبة Tobin's Q) خلال سنوات 2010 - 2015

سنقوم بتحليل تطور مؤشرات خلق القيمة في مجمع صيدال خلال فترة الدراسة مما يؤكد فرضية الدراسة أو نفيها، فيما يخص قدرة مجمع صيدال على خلق ثروة لكل الأطراف ذات المصلحة .

1- تطور مؤشرات القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لمجمع صيدال للفترة

المتدة من سنة 2010 - 2015

- طريقة حساب EVA في مجمع صيدال

- لا بد من ايجاد أولا : NOPAT

تم تعبير عن بالنتيجة العملياتية المستخرجة من جدول حسابات النتائج المدون في تقارير مجلس الادارة للمجمع لكل من سنة 2010، 2011، 2012، 2013، 2014، 2015 وضربها في (-1، 0,19) ل طرح الضريبة المدفوعة وفقا للمعدل السائد بالنسبة للمؤسسات الصناعية واطافة الضرائب المؤجلة ان وجدت .تم التحصل على الجدول التالي :

الجدول (رقم: 01) حساب النتيجة العملياتية لمجمع صيدال للفترة

2015 - 2010

| السنوات | نتيجة العملياتية | NOPAT |
|---------|------------------|------------|
| 2010 | 1649967193 | 1336473426 |
| 2011 | 2624059985 | 2125488588 |
| 2012 | 2522169351 | 2042957174 |
| 2013 | 2946399282 | 2386583418 |
| 2014 | 1618736152 | 1311176283 |
| 2015 | 1433808242 | 1161384676 |

من اعداد الباحثين وفقا لبرنامج المجدول Exel، بالاعتماد على القوائم

المالية للمجمع

نلاحظ أن نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب في تزايد مستمر خلال سنوات 2010، 2011، 2012، 2013 وذلك نظرا للايرادات الكبرى المحققة من طرف المجمع نظرا لتزايد رقم أعمال وتزايد اكتساح منتجات صيدال السوق وانتعاش استراتيجية الشراكة من طرف المجمع في ظل هذه السنوات لما نقلته من تكنولوجيا وخبرة من المخابر الكبرى وكذا زيادة فرص انفتاح على أسواق العالمية. ويعود تراجع في نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب لكل من سنة 2014 و 2015 لتراجع في رقم أعمال المجمع نتيجة إعادة هيكلة المجمع وامتصاصه لفروعه.

- حساب تكلفة رأس المال لمجمع صيدال .

معدل تكلفة رأس المال WACC وتمثل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس

المال والتي تحسب انطلاقا من الهيكل المالي للمؤسسة، بين الديون ورأس

المال. وتحسب كالتالي²⁹:

$$WACC = Ke [CP/CE] + Ki [D/CE]$$

حيث :

Ke : عوائد الأموال الخاصة؛ CP : الأموال الخاصة D : الديون المالية
 Ki : سعر الفائدة على الديون بعد الضريبة؛ CE : اموال المستثمرة
 $WACC$: تكلفة المتوسطة المرجحة
 لرأس المال

اذن لا بد أولاً من تحديد لحساب الشق الأول من المعادلة تكلفة الأموال الخاصة، يمكن حساب تكلفة الأموال الخاصة باستخدام طريقتين، وسنعمد في دراستنا على طريقة توازن الأصول المالية أو ما يعرف بنموذج *Modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF)*، ويتم حساب تكلفة الأموال الخاصة وفق نموذج توازن الأصول المالية وفقاً للمعادلة التالية³⁰:

$$Ke = rf + \beta_i(Rm - rf)$$

حيث:

Ke : تكلفة الأموال الخاصة؛

rf : معدل العائد الخالي من المخاطر؛

Rm : معدل العائد لمحفظة السوق؛

β_i : معامل المخاطر يبين حساسية معدل العائد للسهم بالنسبة لمعدل

العائد السائد في السوق ويحسب بعدة طرق أشهرها العلاقة التالية :

$$\beta_i = \frac{COV(R_i R_m)}{VAR(R_m)}$$

ودالة ميل الانحدار *slope* والتي تم الاعتماد عليها في حساب بيتا سنوي لكل سنة من سنوات الدراسة في دراستنا لمتغيرات عائد السهم بالنسبة لعائد السوق وقد تم الاعتماد في دراستنا في حساب كل من عائد السوق وعائد السهم على العلاقة التالية:

سعر الاغلاق لشهر الحالي - سعر الاغلاق لشهر السابق / سعر الاغلاق لشهر

الحالي .

تم الحصول على الجدول التالي لمعامل بيتا :

الجدول (رقم: 02): حساب معامل بيتا لمجمع صيدال للفترة 2010 - 2015

| السنوات | معامل بيتا |
|---------|------------|
| 2010 | ,611 |
| 2011 | ,342 |
| 2012 | ,920 |
| 2013 | ,271 |
| 2014 | -0,97 |
| 2015 | ,950 |

من اعداد الباحثين باستخدام برنامج Exel

- أما بالنسبة لمعدل العائد لمحفظه السوق تم استخدام الدالة حساب المتوسط (AVERAGE) في برنامج الاكسل لحساب المتوسط من خلال عوائد الشهرية .

- فيما يخص عائد الخالي من المخاطرة تم الاعتماد على السندات الحكومية الشبيهة بأذونات الخزينة للمدة الأقصر المصرح بها لصيدال على الموقع الالكتروني للبورصة وذلك بأخذ جداء سعر السهم والمعدل المتوقع عل السندات.

- إذن يمكن الآن حساب تكلفة رأس المال بالقيمة :

الجدول (رقم- 03) : يوضح حساب تكلفة رأس المال في مجمع صيدال

للفترة 2010 - 2015 الوحدة : دج

| السنوات | ديون+اموال الخاصة | تكلفة الدين | الأموال الخاصة | تكلفة الأموال الخاصة | WACC |
|---------|-------------------|-------------|----------------|----------------------|----------|
| 2010 | 13408133489 | ,0425250 | 11785525448 | ,161792 | ,2841575 |
| 2011 | 15390823631 | ,0425250 | 13795482543 | ,533153317 | ,6582973 |
| 2012 | 16598247023 | ,0425250 | 14746506012 | ,041134 | ,5281007 |
| 2013 | 19659483064 | ,0425250 | 16748436102 | ,747581733 | ,0321477 |
| 2014 | 20973828082 | ,0425250 | 17590664386 | -1130,6275 | -948,246 |
| 2015 | 25287447583 | ,0425250 | 20465934577 | ,50731186 | ,2862960 |

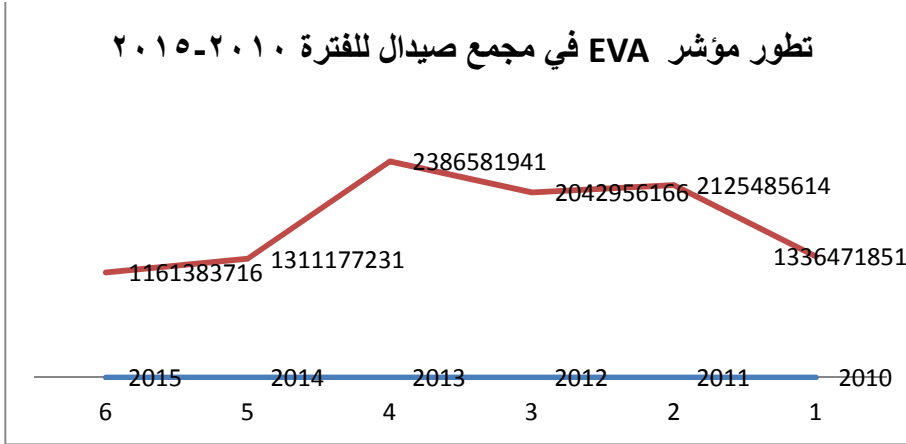
من اعداد الباحثين باستخدام برنامج Exel بالإعتماد على القوائم المالية للمجمع

- بعد استفاء كل العناصر المطلوب ايجادها لحساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة نجد EVA كمايلي :

الجدول (رقم- 04): حساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA لمجمع صيدال للفترة 2010 - 2015
الوحدة : دج

| EVA | WACC | NOPAT | السنوات |
|------------|----------|------------|---------|
| 1336471851 | ,2841575 | 1336473426 | 2010 |
| 2125485614 | ,6582973 | 2125488588 | 2011 |
| 2042956166 | ,5281007 | 2042957174 | 2012 |
| 2386581941 | ,0321477 | 2386583418 | 2013 |
| 1311177231 | -948,246 | 1311176283 | 2014 |
| 1161383716 | ,2862960 | 1161384676 | 2015 |

من اعداد الباحثين : باستخدام برنامج Exel
ويمكن ملاحظة تطور مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA لمجمع صيدال للفترة 2010 - 2015 من خلال المنحنى التالي :
الشكل(رقم- 01): - تطور مؤشر EVA في مجمع صيدال للفترة 2010 - 2015



من اعداد الباحثين: باستخدام برنامج Exel
2- تطور مؤشر القيمة السوقية المضافة MVA في مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2010 - 2015

- حساب MVA لمجمع صيدال من سنة 2010 الى سنة 2015
ظهر مؤشر MVA سنة 1991 من طرف شركة Stern Stewart ويحسب بطريقتين كما ذكرنا سابقا وسنعمد في دراسة الحالة على الطريقة رسملة

القيمة الاقتصادية المضافة وذلك لحساب كل مكونات MVA سابقا وبالتالي سهولة التطبيق كالتالي :

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + K)^t}$$

MVA : خلق قيمة بورصية.

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة .

k :التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

في صيدال تم حساب EVA سابقا لكل سنة على حدا لمدة ستة سنوات من سنة 2010- 2015

ثم نقوم بعملية استحداث القيمة الاقتصادية المضافة لمجمع صيدال وذلك بمعدل استحداث متوسط تكلفة راس المال التي تم تطرق الى حسابها سابقا لكل سنة على حدا .

بالنسبة لسنة 2010 نجد أن مؤشر القيمة السوقية المضافة MVA كالتالي :

$$847862,4212 = \sum_{t=1}^6 \frac{1336471851}{(1 + 1575,284)^t}$$

وهكذا بالنسبة لكل سنة من سنوات الست للدراسة وذلك من 2010 الى 2015 والجدول التالي يوضح النتائج المتحصل عليها من خلال عملية التحيين من سنة 2010 الى سنة 2015 .

الجدول (رقم- 05) : حساب مؤشر MVA لمجمع صيدال للفترة الممتدة من سنة 2010 الى 2015

| سنا | تحيين EVA |
|-----|-----------|
|-----|-----------|

| ت | |
|------------|--------------------|
| 2010 | ,4212847862 |
| 2011 | ,2062069240 |
| 2012 | ,9915653481 |
| 2013 | ,0005000820 |
| 2014 | -1,71928E-06 |
| 2015 | ,47184E-091 |
| MVA | ,6195848104 |

من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Exel

3- تطور مؤشر نسبة Q Tobin's في مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2010 - 2015

بالإضافة الى مؤشرات خلق القيمة السابق استخدامها لتقييم أداء مجمع صيدال من منظور خلق القيمة وقدرته على خلق قيمة لمساهميها، يوجد مؤشر آخر هو نسبة Q Tobin's حيث قام James Tobin الحائز على جائزة نوبل للاقتصاد سنة 1989 بوضع نظرية بسيطة للاستثمار توضح كيفية حساب Q وهو يرى انه من مصلحة المؤسسة مواصلة الاستثمار اذا كان يحقق عوائد، والتي تعطي قيمة مضافة موجبة .

- حساب نسبة Q Tobin's في مجمع صيدال :

أي أن المؤسسة تستمر في الاستثمار في حال كانت نسبة Q Tobin's اكبر أو تساوي الواحد , حيث تحسب هذه النسبة بعد صياغتها كالتالي :

$$\text{نسبة Q Tobin's} = \frac{\text{القيمة السوقية للمؤسسة}}{\text{قيمة استبدال الأصول}}$$

✓ القيمة السوقية في مجمع صيدال تم الحصول عليها وذلك بأخذ آخر قيمة مسجلة لسنة بتاريخ 31 - 12 من السنوات الدراسة في بورصة الجزائر من خلال الموقع الالكتروني، وباعتبار اسما صيدال ليس مسعرا في البورصة ككل وانما في حدود 20 % فقط وهو ما يقارب 2 مليون سهم اذن نتحصل على القيمة السوقية لسهم ثم نسقطها على عدد اسهم المقدرة لصيدال من راسمال الكلي وهو ما يقارب 10 ملايين سهم كما هو موضح في الجدول .

✓ قيمة الاستبدال الأصول تم الحصول عنها وذلك عن طريق القيمة الدفترية من دفاتر الختامية للمجمع في نهاية السنة.

ويتالي نتحصل على نسبة **Q Tobin's** وفقا للجدول التالي :

الجدول (رقم- 06) : حساب نسبة **Q Tobin's** لمجمع صيدال للفترة 2010 - 2015

| السنوات | القيمة السوقية | قيمة سوقية للسهم | قيمة مجموع صيدال | القيمة السوقية الاصول | نسبة Q Tobin's |
|---------|----------------|------------------|------------------|-----------------------|-----------------------|
| 2010 | 5200000000 | 2600 | 26000000000 | 11785525448 | ,2060962 |
| 2011 | 7150000000 | 3575 | 35750000000 | 13795482543 | ,5914282 |
| 2012 | 6200000000 | 3100 | 31000000000 | 14746506012 | ,1021932 |
| 2013 | 5000000000 | 2500 | 25000000000 | 16748436102 | ,4926771 |
| 2014 | 5550000000 | 2775 | 27750000000 | 17590664386 | ,5775411 |
| 2015 | 6400000000 | 3200 | 32000000000 | 20465934577 | ,5635741 |

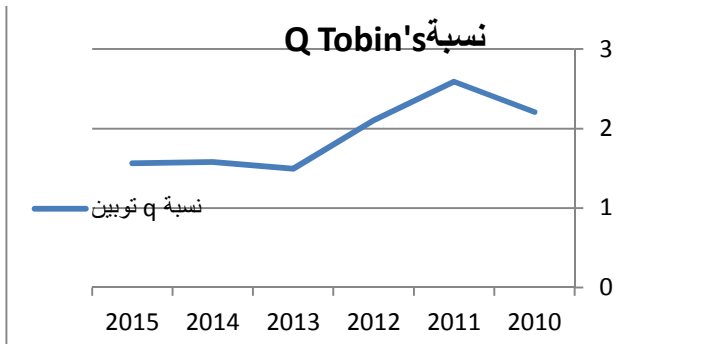
من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Exel

نلاحظ من خلال الجدول تحقيق مجمع صيدال لنسبة **Q Tobin's** موجبة

أكبر من واحد صحيح وبحالات متذبذبة وهو ما يوضح المنحنى التالي:

الشكل (رقم- 02) : منحنى يوضح تطور نسبة **Q Tobin's** للفترة الممتدة

من 2010 - 2015



من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Exel

III. النتائج ومناقشتها :

حاولنا من خلال هذه الدراسة تحديد مدى قدرة مجمع صيدال على خلق

قيمة لمساهميهم ولكل الأطراف ذات المصلحة، وذلك بالاعتماد على جملة من

مؤشرات خلق القيمة الحديثة وهي : مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

(EVA)، مؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA) و نسبة Tobin'sq للفترة الممتدة من 2010- 2015 والتي تعد بدورها كافية لتحليل تطور هذه المؤشرات وتم التوصل الى النتائج التالية :

حقق مجمع صيدال قيمة إقتصادية مضافة (EVA) موجبة لكل من سنوات الدراسة ، كما نلاحظ من خلال النتائج المحصل عليها في الجدول (رقم 01) وكذا من خلال التمثيل البياني أن مجمع صيدال حقق تطور موجبا متزايدا في مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة خلال السنوات 2010، 2011، 2012، 2013 في حين تراجع في كل من سنة 2014 وكذا 2015 والذي يعود في الحقيقة الى تغير الهيكل التنظيمي في مجمع صيدال نتيجة امتصاص فروعه مما أدى الى تراجع في رقم الأعمال الناتج عن انخفاض معدل الانتاج مما انعكس على الصافي التشغيلي للربح بعد الضرائب بالانخفاض مما أدى الى انخفاض في مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

ان وجود مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة موجب لدى مجمع صيدال يدل على أن ربحية على رأسمال لمجمع صيدال أعلى من تكلفة رأسمال صيدال وهنا يمكن القول أن مجمع صيدال له القدرة على خلق ثروة للمساهمين وهو مايعني من وجهة نظر حمله الأسهم تحقيق أداء يفوق توقعات السوق وهذا مايتنافى مع دراسة (نايت عطية مريم، ريحان الشريف (2016). ومن جهة أخرى وباعتبار مؤشر EVA مقياسا لتقييم الأداء الداخلي، فانه لمجرد تحقيق مجمع صيدال لقيمة اقتصادية مضافة في ظل كل استراتيجياته المتبعة خاصة استراتيجية الشراكة فان هذا يدل على مهارة طاقم المسيرين التابع لمجمع صيدال وكفاءته في تسيير المجمع وتنفيذ خططه واستراتيجياته وتحكم في التكاليف بالاضافة الى زيادة الايرادات والتي تعود الى اتساع واكتساح عديد من الاسواق الجديدة نتيجة جودة المنتجات المطروحة التي يعوذ الفضل فيها الى استراتيجية الشراكة مع مخابر عالمية التي ينجم عنها نقل تكنولوجيا والخبرة من هاته الدول وهذا مايتوافق مع دراسة (Maryam Zarat Dakhely Parast And others (2013)) والتي أظهرت النتائج الاجمالية لدراستها أن القيمة

الاقتصادية المضافة EVA هي المؤشر الرئيسي للتنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم وعوائدها في المؤسسات الصيدلانية المسعرة في بورصة طهران.

كما أظهرت القيمة السوقية المضافة MVA هنا مجموع القيم الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة المتوقعة و من خلال الجدول (رقم- 05) نلاحظ ان مجمع صيدال حقق قيمة سوقية (بورصية) موجبة خلال ستة سنوات المدروسة من 2010 الى 2015 ، وهذا ما يدل على قدرة مجمع صيدال في تحقيق ثروة بورصية للمساهمين واعطاء صورة على قدرة المجمع في خلق قيمة واداء جيد بالنسبة للمتعاملين الخارجيين و كما اعطاء ثقة للمتعاملين والاطراف الخارجية وكذا دفع أكبر للمستثمرين والمتعاملين في البورصة للاستثمار في المجمع .

نجد ان نسبة Q Tobin's لمجمع صيدال خلال السنوات المدروسة كلها أكبر من الواحد صحيح واتخذت منحنى متذبذب خلال سنوات (2010،2011،2012،2013،2014،2015) وهذا يعني أن مجمع صيدال استطاع تحقيق الأداء المطلوب والريحية المرجوة خلال هذه السنوات والذي انعكس بمقدار نسبة Q (2060962، 5914282، 2،102193، 1،492677، 1،577541، 5635741،) على التوالي وهذا يدل على الانخفاض في درجة المخاطرة عند الاستثمار في اسهم صيدال وكذا تشكيل فرص جيدة للاستثمار، وهذا يعني ان نسبة Q Tobin's خلال السنوات المدروسة تعكس مستوى أداء وريحية قوي محقق من طرف المجمع خلال هذه الفترة. وهنا سيكون للمستثمرين نظرة ايجابية حول الاستثمار في أسهم صيدال وعلى صيدال الاستثمار مجددا في هذه الأصول .

الخلاصة :

نستنتج من خلال هذه الدراسة التي هدفت الى قياس خلق القيمة المنشأة من طرف مجمع صيدال للفترة 2010- 2015 بالاعتماد على جملة من مؤشرات قياس خلق القيمة الحديثة، بينت معظم النتائج التي تم التوصل اليها من خلال متابعة القيم المتخذة من طرف هاته المؤشرات، أن مجمع صيدال قادر على خلق ثروة وقيمة لمساهميهِ ولكل الأطراف ذات المصلحة خلال كل فترة الدراسة، وذلك من خلال :

1. تحقيق قيمة اقتصادية مضافة للمجمع وهذا ما يؤكد حسن الأداء التسيري الداخلي للمجمع ؛
2. تحقيق قيمة سوقية موجبة وهذا انعكس على القيم الموجبة لمؤشر MVA ورسملة بورصية للمجمع خلال فترة الدراسة والذي يدل على الأداء الخارجي الجيد للمجمع في البورصة ؛
3. تحقيق نسبة Q Tobin's موجبة أكبر من الواحد مما يؤكد مستوى أداء وريحية قوي محقق من طرف المجمع خلال هذه الفترة. وهذا مايفضي للمستثمرين نظرة ايجابية حول الاستثمار في أسهم صيدال . وهذا ما يؤكد قدرة مجمع صيدال على اتباع مرتكزات نظام التسيير بالقيمة في ظل استراتيجياته المتبعة وهذا ما يضمن له البقاء والاستمرارية .

المراجع والهوامش -

- 1 Maryam Zarat Dakhely Parast And others, The Study of the Effect of Relationship between Value Added Economic, Operating Cash Flow, and the Stock Market Value of Pharmaceutical Companies, European Online Journal of Natural and Social Sciences 2013 Vol.2, No.3 Special Issue on Accounting and Management. Pp: 2620-2625
- 2 Habibollah Nakhaei, Market value added and traditional accounting criteria: Which measure is a best predictor of stock return in Malaysian companies, Iranian Journal of Management Studies (IJMS) Vol. 9, No. 2, Spring 2016 P pp. 433-455
- 3 Dimitrios I. Maditinos And others, Economic Value Added (EVA®). Is it really the best performance measure? A Review of the Theoretical and Empirical Literature. The case of Athens Stock Exchange (ASE), on the link p p : 20-26 : على الرابط : http://abd.teikav.edu.gr/articles_th/EVA.pdf

- 4 - نابت عطية مريم، ربحان الشريف، قياس مدى قدرة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية على خلق القيمة دراسة حالة مجمع صيدال لصناعة الصيدلانية، مقال منشور في مجلة محكمة علمية دولية متخصصة في الاقتصاد والعلوم الادارية مجلة الرماح للبحوث والدراسات بالأردن ، جوان 2016 ص ص:

5- شهاب الدين حمد النعيمي، التنبؤ بأداء وربحية الشركات باستخدام معادلة Tobin's q دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية _ المجلد السابع _ العدد 20 ،جامعة بغداد، 2012، ص ص : 20 - 37

-6Nikhil Chandra Shil, **Performance Measures: An Application of Economic Value Added**, International Journal of Business and Management, Vol. 4, No. 3, march 2009, p: 170

-7Sarapriya Ray, **Efficacy of Economic Value Added Concept in Business Performance Measurement**, Advances in Information Technology and Management (AITM) 260 Vol. 2, No. 2, 2012, p: 260 - 261

-8Sandro Brusco, Bartolomé Deyá Tortella, **The Economic Value Added (EVA): An Analysis of Market Reaction**, p: 02

9 -Sarapriya Ray, Op cit, p: 261

-10Habibollah Nakhaei and Nik Intan Norhan Bnti Hamid, **Analyzing the Relationship Between Economic Value Added (EVA) and Accounting Variables with Share Market Value in Tehran Stock Exchange (TSE)**, Middle-East Journal of Scientific Research 16 (11), ISSN 1990-9233 © IDOSI Publications, 2013, p: 1591

11 - مقبل علي أحمد علي، دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة

كأداة مكملة لأدوات تقويم أداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة

لاحتسابها "دراسة تطبيقية، مجلة- دراسات محاسبية ومالية، المعهد العالي

للدراسات المالية والمحاسبية، جامعة بغداد :العراق، المجلد 05 ، العدد 11 ، 2010

ص:04،

-12Anil K. Sharma, Satish Kumar, **Economic Value Added (EVA) - Literature Review and Relevant Issues**, International Journal of Economics and Finance, p: 201

-13Denglos Grégory, **Le modèle de création de valeur (EVA-MVA) Présentation, ajustements et reformulations**, La Revue des Sciences de Gestion , 2005/3 n°213, p: 44.

14 - سويس الهواري، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من

منظور خلق القيمة، مجلة الباحث عدد 07، 2009-2010، ص: 57

-15Andreea Paula, Cristina Elena, **EVA Versus Traditional Accounting Measures of Performance As Drivers of Shareholder value: A**

- Comparative Analysis**, Romanian-American University, Bucharest, p: 56.
- 16 Andreea Paula, Cristina Elena, **Op.cit**, p: 57
- 17 Dominique JACQUET, **RENTABILITÉ ET VALEUR : EVA & MVA**, revue Analyse Financière en septembre, 1997, p:13
- 18 Andreea Paula, Cristina Elena, **Op.cit**, p: 54
- 19 Amir Mosazadeh, Azim Aslani, **The relationship between the measures of working capital and economic value added (EVA) a case study of companies listed on the Tehran Stock Exchange**, INTERNATIONAL JOURNAL OF HUMANITIES AND CULTURAL STUDIES, Volume 2 Issue 2 September 2015, p:617
- 20 سويسى الهوارى، مرجع سابق، ص: 62
- 21 هشام بحري، مقاييس الأداء البنينة على القيمة من وجهة نظر المساهم :بين النظرية والتطبيق، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، الجزائر، العدد 01، 2012/2011. ص:17
- 22 Grégory Denglos, **LE MODÈLE DE CRÉATION DE VALEUR « EVA-MVA » Présentation, ajustements et reformulations**, La Revue des Sciences de Gestion, CAIRN INFO, 2005/3 n°213, p:51
- 23 شهاب الدين حمد النعيمي، مرجع سابق ص: 24
- 24 philippon Thomas, **The bond market's Q**, Quarterly journal of Economics, 2009, Vol. 124, No. 3, p. 1011
- 25 John P. Evans and James A. Gentry, **Using Tobin's Q Ratio To Assess the Strategy of Repurchasing Shares**, Working paper series / School of Economics and Finance, Curtin Business School, Curtin University of Technology ; 2000, 30, p: 06.
- 26 السعيد بريكة وسمير مسعى، تقييم المنشأة الاقتصادية :مدخل القيمة الاقتصادية المضافة، الملتقى الدولي :صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف الجزائر، أفريل، 2009، ص: 18
- 27 John P. Evans and James A. Gentry, **Op.cit**, p.p 6-7.
- 28- <https://www.saidalgroup.dz>
- 29 السعيد بريكة وسمير مسعى، مرجع سابق، ص: 22
- Anil K. Sharma, Satish Kumar, **Op.cit**, p : 20130