مجلــة اقتصــاد المــال والأعمــال (م إ م أ)

المجلد 8 العدد 4/ ديسمبر 2024/ ص ص 136– 150

DOI : 10.58205/fber.v8i4.1906

استخدام المؤشرات الحديثة (السوقية) لقياس قدرة للشركات الجزائرية على خلق القيمة للفترة (2016–2022)

Using modern (market) indicators to measure the value creation capacity of Algerian companies For the period(2022-2016)

رويمل حياة [1] ، حاب الله الشريف [2]

[1] مخبر اقتصاد المنظمات والتنمية المستدامة، جامعة محمد الصديق بن يحي ،جيجل ، الجزائر، hayet.rouimel@univ-jijel.dz

2 مخبر المالية، المحاسبة، الجباية والتأمين ، جامعة محمد الشريف مساعدية ،سوق اهراس،الجزائر ، haballacherif@yahoo.fr

معلومات حول المقال

تاريخ المقال

الاستلام: 20أكتوبر 2024

القبول: 05 ديسمبر 2024

النشر: 31 ديسمبر 2024

المؤلف المراسل

رويمل حياة

hayet.rouimel@univ-jijel.dz

حقوق النشر© 2024، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف، ميلة. هذه مقالة ذات وصول مفتوح بموجب ترخيص *CC BY-NC-ND*.

الاقتباس المقترح

رويمل، حياة وحاب الله الشريف. (2024). استخدام المؤشرات الحديثة (السوقية) لقياس قدرة للشركات الجزائرية على خلق القيمة للفترة (2016-2022)، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 8، العدد 4، ص ص 136-150.

DOI : 10.58205/fber.v8i4.1906

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم الأداء المالي للشركات الجزائرية المسعرة في بورصة الجزائر للفترة 2016-2022 باستخدام الأساليب الحديثة (السوقية) والمتمثلة في العائد الإجمالي للمساهمين (TSR)، القيمة السوقية المضافة (MVA) ونسبة توبين(Tobin's Q).والتي تعتبر أهم المؤشرات الحديثة لقياس قدرة المؤسسات الاقتصادية على خلق القيمة.وقد أظهرت النتائج المتوصل إليها تفوق شركة صيدال في الأداء من حيث قيمةMVA و TSR مما يشير إلى قدرتها على خلق قيمة حقيقية أكبر لمساهميها ، في حين تتمتع شركة أليانس للتأمينات بأعلى نسبةQ ، مما يدل على تقييم إيجابي للغاية من قبل السوق وتوقعات عالية بشأن أدائها المستقبلي.أما أوراسي فتشير الزيادة المستمرة في نسبةQ 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.

الكلمات المفتاحية: المؤشرات السوقية الحديثة ؛الشركات الجزائرية ؛خلق القيمة ؛تقييم الأداء المالي .

Abstract: This study aims to evaluate the financial performance of Algerian companies listed on the Algiers Stock Exchange for the period 2016–2022 using modern (market-based) methods, including Total Shareholder Return (TSR), Market Value Added (MVA), and Tobin's Q ratio, which are considered among the most prominent modern indicators for assessing the ability of economic institutions to create value .The findings revealed that Saidal outperformed other companies in performance, as indicated by its high MVA and TSR values, reflecting its superior capacity to create real value for its shareholders. Meanwhile, Alliance Assurances demonstrated the highest Tobin's Q ratio, signaling a highly positive market valuation and strong expectations for its future performance. For Aurassi, the continuous increase in its Q ratio reflects an improvement in its market valuation. Biopharm, on the other hand, showed significant development in its TSR, highlighting the potential for substantial enhancement in shareholder returns .These results underscore the considerable potential for improving the performance of Algerian companies by adopting modern performance indicators and making informed strategic decisions that enable them to create additional value for their shareholders.

Keywords: Financial performance evaluation, modern market-based indicators, value creation, Algerian companies

1. مقدمة:

تواجه المؤسسات الاقتصادية اليوم تحديات متزايدة في بيئة أعمال ديناميكية ومعقدة تتسم بالتغيرات المتسارعة والمنافسة الشرسة، لذلك أصبح من الضروري أكثر من أي وقت مضى قياس أداء المؤسسة بشكل فعال ،وتحديد الإستراتيجيات اللازمة لخلق القيمة لمختلف أصحاب المصلحة لضمان استدامة وازدهار المؤسسات.

و بناء عليه نجد أن الاهتمام بمفهوم خلق القيمة والذي ظهر قديما قد تزايد في عصرنا الحالي، فأصبح هذا المفهوم يحتل مكانة هامة لدى أغلب مسيري المؤسسات خاصة الكبرى منها، فقد تحوّل "التسيير بالقيمة" إلى سمة مميزة للمؤسسات الكبرى، حيث يساعد قياس وتقييم الأداء المالي للمؤسسات على تحديد نقاط القوة والضعف، وتحديد المجالات التي يمكن تحسينها.

ونجد أيضا أن عملية تقييم أداء المؤسسات قد شهدت تحولا كبيرا ، فبسبب قصور المؤشرات المحاسبية التقليدية في قياس خلق القيمة على نحو دقيق، اتجهت المؤسسات إلى تطوير مجموعة من المؤشرات الحديثة التي تُقدم صورة أشمل وأكثر واقعية لأداء المؤسسات وربحيتها. مما يمكنها من اتخاذ قرارات مالية واستراتيجية مستنيرة ومبنية على أسس دقيقة ومحايدة. ومن بين هذه المؤشرات نجد المؤشرات السوقية وأهمها: العائد الإجمالي للمساهمين (TSR)، القيمة السوقية المضافة (MVA) ونسبة توبين (Tobin's Q).

1.1 الإشكاليةالبحثية :

تسعى المؤسسات الاقتصادية بشكل دائم إلى تحقيق أكبر قدر من القيمة المضافة لتحسين وضعها التنافسي وزيادة ثروة المساهمين. ومع تنوع وتعدد المؤشرات المستخدمة لقياس هذا الأداء، تبرز الحاجة إلى فهم كيفية تأثير هذه المؤشرات بشكل متكامل على خلق القيمة الاقتصادية في المؤسسة.

في هذا السياق، تطرح هذه الدراسة الإشكالية التالية:

"هل يمكن لمؤشرات القيمة السوقية المضافة(MVE) ، العائد الإجمالي للمساهمين(TSR) ، ونسبة توبين (Tobin's Q)أن تسهم في تحقيق وقياس خلق القيمة الاقتصادية في المؤسسة؟

2.1 أهميةالبحث :

1. توفير إطار تحليلي لفهم العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي المختلفة وخلق القيمة الاقتصادية في المؤسسات.
2. دعم اتخاذ القرارات من خلال استخدام نتائج البحث من قبل الإدارة العليا لاتخاذ قرارات استراتيجية تعتمد على مؤشرات أداء محددة لتحقيق النمو المستدام.
3. تحسين الأداء من خلال التركيز على المؤشرات الرئيسية التي تؤثر على القيمة المضافة.
4. توجيه الاستثمارات اذ يساعد المستثمرين على تحديد المؤشرات الأكثر فعالية في تقييم الشركات وتحقيق عوائد مستدامة.
5. يسهم البحث في إثراء الأدبيات الأكاديمية بمجال الإدارة المالية وتقديم رؤى جديدة حول تقييم الأداء الاقتصادي.

DOI 10.58205/fber.v8i4.1906

3.1 أهداف البحث :

1. تحليل العلاقة بين القيمة السوقية المضافة(MVE) ، العائد الإجمالي للمساهمين(TSR) ، ونسبة توبين (Tobin's Q)وخلق القيمة الاقتصادية في المؤسسات.
2. تقديم نموذج شامل يوضح كيفية تكامل هذه المؤشرات لتحقيق أهداف المؤسسة الاقتصادية وزيادة رضا المساهمين.
3. تحديد العوامل المؤثرة :تحديد العوامل المؤثرة على كل منMVE ، TSR، ونسبة توبين Tobin de Q وكيفية تأثيرها على القيمة الاقتصادية.
4. اقتراح استراتيجيات لتحسين أداء المؤسسات بناءً على النتائج المستخلصة من الدراسة.
5. زيادة وعي الإدارة والمستثمرين بأهمية استخدام مؤشرات القيمة السوقية المضافة في تقييم الأداء واتخاذ القرارات المالية.

2 -التأصيل النظري للأساليب الحديثة لخلق القيمة:

يُعتبر خلق القيمة موضوعًا هامًا نال اهتمام الباحثين في مجالات الاقتصاد والإدارة، كما أنه أصبح محور اهتمام الشركات، خاصة تلك التي تسعى لتحقيق ميزة تنافسية من خلال مواردها المادية واللامادية. يُعد خلق القيمة أحد أهم التحديات التي يواجهها مدراء القرن الواحد والعشرين وأحد أبرز مقاييس أداء الشركات لتوجيهها نحو المسار الأفضل والصحيح.

2 .1 مفهوم خلق القيمة:

ظهر مفهوم خلق القيمة في مجال علم الإدارة خلال منتصف التسعينيات، ليصبح معيارًا رئيسيًا لتقييم أداء الإدارة في الولايات المتحدة الأمريكية. يركز هذا المفهوم على إنشاء قيمة تتجاوز تكلفة رأس المال للمساهمين أو أصحاب الملكية، مما يضعهم في مركز عمليات اتخاذ القرار. ومن ثم تُوجه جميع القرارات نحو تعظيم ثروة المالكين، الذين يتحملون المخاطر في سبيل تحقيق الربح.

عندما تتمكن المنشأة من خلق قيمة حقيقية لمساهميها، فإن الآثار الإيجابية تتسع لتشمل جميع أصحاب المصلحة. في هذا السياق، يحقق المستثمرون عائدًا مجزيًا على استثماراتهم يتجاوز تكلفة مصادر التمويل المختلفة، مما يؤكد أن الربح المحاسبي وحده لا يعد مؤشرًا كافيًا لقياس خلق القيمة. فقد تحقق الشركة ربحًا محاسبيًا دون أن تقدم قيمة مضافة حقيقية لمساهميها.

المنشأة التي تحقق القيمة الحقيقية هي تلك التي تستطيع تحقيق الربح بعد أخذ تكلفة رأس المال في الاعتبار. وتشمل تكلفة رأس المال كلًا من تكلفة التمويل بالأسهم (العائد المطلوب على الأسهم) وتكلفة التمويل بالدين (الفائدة على القروض) (عقيل، 2015،ص43-44).

كما يمكن تعريف خلق القيمة بأنها "القدرة على تحقيق عوائد مستقبلية كافية من الأموال المستثمرة حاليًا"، 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 (طاسين، 2018،ص70).

2. 2 المؤشرات الحديثة (السوقية) لتقييم اداء المالي من منظور خلق القيمة:

في ظل بيئة الأعمال الديناميكية والتنافسية الحالية، أصبح من الضروري أكثر من أي وقت مضى قياس أداء المؤسسات بشكل فعال وتحديد الاستراتيجيات اللازمة لخلق القيمة لمختلف أصحاب المصلحة. ولذلك، تتزايد أهمية استخدام المؤشرات السوقية لخلق القيمة بدلاً من الاعتماد على المؤشرات المحاسبية التقليدية. والتي يعتبر من أهمها:

(معدل العائد الإجمالي للمساهمين (TSR)، القيمة الاقتصادية المضافة (MVA)، نسبة توبين (Tobin de Q)

2. 2. 1 . معدل العائد الإجمالي للمساهمين (Totel Shareholder Return-TSR):

أ – مفهوم العائد الإجمالي للمساهمين (TSR) :

أصبح العائد الإجمالي للمساهمين (TSR) مشهورًا بشكل خاص في العقد الأول من القرن الحادي والعشرين، عندما أصدرت هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية(SEC) ، وهي إحدى الوكالات الحكومية الأكثر تأثيرًا في تنظيم أسواق الأوراق المالية، قرارًا يلزم الشركات بالإفصاح عن نسبة TSR لمدة خمس سنوات. يقيّم TSR التغيرات في أسعار الأسهم وتوزيع الأرباح على المساهمين خلال فترة زمنية معينة، مما يتيح للمستثمرين فهم مدى العوائد التي يحصلون عليها من استثماراتهم في الأسهم.

يأخذ TSR في الحسبان جميع الدفعات النقدية المقدمة للمساهمين، سواء كانت من التوزيعات الدورية للأرباح، أو التوزيعات العرضية لمرة واحدة، أو إعادة شراء الأسهم. يتم حساب الأرباح ضمن إطار TSR بناءً على المبلغ المدفوع لكل سهم للمساهمين، وليس كمبلغ إجمالي. يمكن حساب العائد الإجمالي للمساهمين لفترات زمنية متنوعة، تبدأ من سنة واحدة وهي الأكثر شيوعًا، وتمتد حتى عشر سنوات (Burcovich , 2021 ,p97)أي أن هذا المقياس يتضمن عوائد الأسهم بما في ذلك قيمة التوزيعات (الأرباح الموزعة) والتغير في قيمة السهم نفسه.يحسب بالعلاقة التالية:(Bhargavi, 2014,p31)

$$TSR_t = \frac{D_t + P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

حيث أن: TSR_t: العائد الإجمالي للمساهم خلال الفترة t D_t: توزيعات الأسهم للفترة t

P_t : سعر السهم في نهاية الفترة t P_{t-1}: سعر السهم في نهاية الفترة t-1

ب – إيجابيات العائد الإجمالي للمساهمين (TSR) :

توجد لهذا المؤشر العديد من المزايا نذكر منها(Burcovich , 2021 ,p97) :

- أنه يربط أداء الشركة بنظام المكافآت حيث يُمكن استخدامه لتحديد حوافز الموظفين وتقييم أدائهم .
- سهولة الحساب والفهم، مما يجعله مفيدًا للمديرين والمستثمرين على حدٍ سواء.
- التقييم الشامل لقيمة الاستثمار الذي قام به المساهمون، مما يجعله أداة مناسبة لتحليل الاستثمار في الأسهم الخاصة ورأس المال الاستثماري.
- قياس القيمة على المدى الطويل إذ يمكن قياسه حتى على مدى فترة زمنية طويلة، تصل لعشر سنوات.

المجلد 8، العدد 4، ديسمبر 2024 DOI 10.58205/fber.v8i4.1906

- يمكن حسابه كنسبة مئوية، مما يجعله قابلاً للمقارنة مع شركات مشابهة في نفس القطاع (مجموعة النظراء) أو كمؤشر معياري للعوائد على مستوى السوق أو الصناعة.

ج- سلبيات العائد الإجمالي للمساهمين (TSR)

على الرغم من فوائده العديدة، إلا أن هناك بعض السلبيات التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند استخدام العائد الإجمالي للمساهمين (TSR) كمؤشر للأداء منها(Bhargavi, 2014,p99) :

- صعوبة القياس في الشركات الخاصة التي لا يتم تداول أسهمها في البورصة.
- عدم صلاحيته لتقييم أداء الأقسام فهو يقيس الأداء العام للشركة وليس أداء أقسامها الداخلية.
- التركيز على الأداء الماضي وصعوبة التنبؤ باتجاهات السوق المستقبلية، و هذا لان استخدام أسعار الأسهم في حساب العائد الإجمالي للمساهمين يقتصر تقييم الأداء على الماضي وليس على المستقبل.
- لا يأخذ بعين الاعتبار حجم الاستثمار أو عائد الاستثمار أو اختلافات القطاعات الاقتصادية.
- على الرغم من أن العائد الإجمالي للمساهمين يمكن أن يوائم بين مصالح المساهمين والمديرين، إلا أنه لا يأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال، ولا يقدم أي مؤشرات للمديرين حول استراتيجيات يمكن اتباعها لتحسين قيمة هذا المؤشر .لذلك، قد لا يكون العائد الإجمالي للمساهمين أفضل مؤشر مالي لتقييم أداء الموظفين وتحديد حوافز التعويض الخاصة

ثانيا: القيمة الاقتصادية المضافة (Market Value Added-MVA)

قدمت شركة The Stern & Stewart Co سنة 1991. نهجًا مختلفًا تمامًا يعتمد على المبادئ الاقتصادية بدلًا من المبادئ المحاسبية لتحديد قيمة الشركة،القيمة التي يتم خلقها للشركة فوق قيمة رأس المال المستثمر تسمى القيمة الفائضة، والتي يُطلق عليها أيضًا القيمة السوقية المضافة أو القيمة الإدارية المضافة. تُعد هذه القيمة ناتجة عن قدرة الإدارة على تحقيق معدلات عائد أعلى من تلك المطلوبة لمواجهة المخاطر. تُمثل القيمة السوقية المضافة الفرق بين القيمة السوقية للشركة ورأس المال الذي يقدمه المستثمرون. (Shah & Sengupta,p540)

أ-تعريف القيمة الاقتصادية المضافة (MVA)

عرفت بأنها "مقياس تراكمي للقيمة التي أضافتها الإدارة تفوق رأس المال المستثمر من قبل المساهمين" . وعرفت أيضا بأنها" أداة لتحديد مقدار الأموال التي حققها المستثمرون على استثماراتهم ومستوى القيمة التي تراكمت عليها الشركة بمرور الوقت (ثروة الشركة)" لذلك، يجادل بأنMVA تعتمد على معدل العائد للشركة(Alsoboa, 2017,p66) .

كما عرفت بأنها" الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة (ما ساهم به المستثمرون منذ إنشاء الشركة) والتدفقات النقدية الخارجة (ما يمكنهم بيع حقوقهم فيه اليوم)" (Elali, 2007,p35).

ب. حساب القيمة السوقية المضافة (MVA)

هنالك طريقتين لحساب القيمة الاقتصادية المضافة وهما:

الطريقة الأولى: وتكون انطلاقا من القيمة المضافة، وذلك كما يلي:

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

الطريقة الثانية: وتكون وفق المعادلة التالية:

$$MVA = MVE - BVE$$

القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية للشركة - القيمة الدفترية لإجمالي رأس المال.

حيث أن:

- **القيمة السوقية للشركة :**هي إجمالي القيمة السوقية لأسهم الشركة المُدرجة. وتحسب بـــ: عدد الأسهم x سعر السهم.
- **القيمة الدفترية لإجمالي رأس المال :**هي القيمة الدفترية لإجمالي الديون وحقوق الملكية للشركة. وتحسب بـــ:

القيمة الدفترية للسهم x عدد الأسهم(Prescort, 1999,p40).

ج-تفسير القيمة السوقية المضافة (MVA)

تفسير القيمة السوقية المضافة (MVA) بسيط للغاية(Elali, 2007,p38) :

- **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.
- **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.

يعني ذلك أن القيمة قد تم إنشاؤها إذا كانت قيمة MVA إيجابية ، وكلما ارتفع هذا المؤشر كان ذلك أفضل. ومع ذلك، فإن الاستنتاج بأن القيمة تُنشأ إذا كانت القيمة السوقية المضافة (MVA) أعلى من الصفر يُعتبر تبسيطاً مفرطاً فهو لا يقدم أدلة حول ما إذا كانت القيمة المتولدة تفوق رأس المال المستثمر من قبل ملاك الشركة ومقرضيها، والمعكوسة في القيمة السوقية كافية أم لا ،بدلاً من ذلك يجب حساب هذا المؤشر عبر فترات زمنية مختلفة وتحليل اتجاهه. إذا تحسنت القيمة السوقية المضافة، فإن ذلك يعني أن أداء الإدارة كان إيجابياً لأنها أنشأت قيمة لتحسن هذا المؤشر، إضافة إلى أنه يجب على المديرين تنفيذ مشاريع ذات قيم صافية حالية إيجابية لأن القيمة السوقية المضافة ترتفع عندما يُستثمر رأس المال المدفوع من الملاك والمقرضين (أي رأس المال المستثمر) في مشاريع يكون فيها تكلفة رأس المال أقل من معدل العائد المكتسب (Burcovich , 2021,p77).

د- إيجابيات القيمة السوقية المضافة (MVA)(الذبنجاوي &توبج, 2021،ص31):

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

هـ- سلبيات القيمة السوقية المضافة (MVA): (Burcovich , 2021,p78)

- لا يمكن حسابها إلا للشركات المدرجة في البورصة لأن سعر السهم معلوم ومتاح بسهولة.
- لا يمكن حسابها على مستوى وحدات الأعمال لأن الأقسام لا تمتلك أسهمًا.

DOI 10.58205/fber.v8i4.1906

- لا تأخذ بعين الاعتبار سياسة توزيعات الأرباح للشركة، والتي تعد عاملاً مهمًا يراعي المستثمرون عند شراء الأسهم.
- تأثرها بالعوامل الخارجية بشكل كبير، على سبيل المثال يُقال إن 75٪ من القيمة السوقية للشركة تتحدد بعوامل لا علاقة لها بأداء الشركة، مثل الحالة العامة للاقتصاد، وأسعار الفائدة، والتضخم، والتوقعات الاقتصادية، وظروف القطاع(Shah & Sengupta,p540) .

ثالثا: نسبة توبين (Tobin's Q)

قام الاقتصادي الأمريكي جيمس توبين الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد من جامعة بيل سنة 1981 ، بتعريف نسبة Q التي اشتهرت باسمه "نسبة توبينQ "و التي تُستخدم كأسلوب لقياس أداء الشركات وكذلك تساعد في اتخاذ قرارات الاستثمار.حيث افترض توبين في هذه النسبة أن إجمالي القيمة السوقية للشركات يجب أن يساوي إجمالي تكلفة استبدال أصولها. وفقًا لنسبته فإن تكلفة الاستبدال تعني قيمة الأصول التي تم إنشاؤها لتشغيل العمل قبل الاستهلاك .وبما أن هذه النسبة تأخذ في الاعتبار الأصول قبل الاستهلاك، فإن تكلفة الاستبدال ستكون أكبر من القيمة الدفترية لأصول الشركة في أي وقت.

(lalitha, Sandhyavani, & sudha,2020,p2596) .ولحساب نسبة توبين (Tobin's Q) تُستخدم الصيغة التالية:

نسبة Q= القيمة السوقية للشركة / تكلفة استبدال رأس المال

لكن من الناحية العملية، يصعب جدًا قياس أو حساب تكلفة استبدال شركة كاملة .لذلك، قام توبين بتعديل الصيغة أعلاه، وبدلاً من النظر في تكلفة استبدال الشركة، نظر في إجمالي قيمة الأصول .إذن أصبحت صيغة نسبة توبين Q المعدلة على النحو التالي (lalitha, Sandhyavani, & sudha, 2020,p2597) :

نسبة Q= القيمة السوقية للشركة / إجمالي قيمة الأصول

وبتفسير لقيمة نسبة توبين (Tobin de Q) نجد:

- إذا كانت **نسبة Q أقل من 1**، فهذا يدل على أن العوائد أقل من تكلفة الاستثمار، مما يعكس عدم كفاءة في إدارة أصول الشركة وتراجع فرص النمو. (سويسي و رمضاني، 2017،ص806).

وهذا لا يجذب المستثمرين من الشركات أو المشترين المحتملين .نظرًا لأن ربحية الشركة منخفضة، فلا معنى لإنشاء شركة مماثلة .في مثل هذه الحالة، سيشتري المستثمرون من الشركات القائمة (lalitha, Sandhyavani, & sudha, 2020,p2597)

- إذا كانت **نسبة Q أكبر من 1**، مما يشير إلى نمو المؤسسة. أي انها تجذب مستثمرين جدد لإنشاء شركة جديدة في نفس الصناعة .بما أن قيمة النشاط التجاري أكبر من قيمة الأصول (هناك فرص نمو للمؤسسة)، فإنها بالتأكيد **تجذب** شركات جديدة إلى السوق .تشير النسبة المرتفعة إلى أن أرباح الشركة مرتفعة وأن القيمة السوقية **أكبر** من تكلفة استبدال الشركة .هذا الوضع مشجع للغاية ويسمح للأفراد والشركات بإنشاء نفس نوع النشاط التجاري للاستحواذ على جزء من الأرباح .يؤدي هذا الوضع تدريجيًا إلى خفض قيمة أسهم الشركة القائمة مع دخول شركات جديدة إلى السوق، وبالتالي ينخفض سعر السوق ونسبة Q أيضًا (lalitha, Sandhyavani, & sudha, 2020,p2597) .
- أما إذا كانت **نسبة Q تساوي** 1، فهذا يعني تساوي العائد مع التكلفة وعدم تحقيق نمو إضافي. (سويسي و رمضاني، 2017،ص806)

3- الجانب التطبيقي

1-3 الإطار العام لدراسة الحالة

1-1-3 تقديم مجتمع الدراسة:

يشمل مجتمع الدراسة الشركات االمسعرة في بورصة الجزائر ، و التي تمثل قطاعات إقتصادية و صيدلانية هامة ، و قد تم الاقتصار على أربع شركات هي : صيدال، أوراسي، أليانس للتأمينات، بيوفارم، و هذا لتوفر البيانات المالية الخاصة بها للقيام بعملية تحليل الأداء المالي لها .مع استثناء الشركتين المتبقتين لعدم توفر المعلومات المالية الخاصة بها أو لدخولها البورصة في فترة لا تشمل فترة الدراسة .

أما عن نطاق الدراسة فيشمل الفترة الممتدة من 2016 إلى 2022 و هو ما يتيح لنا دراسة الأداء المالي للشركات عبر عدة سنوات متتالية ، و عبر مراحل إقتصادية مختلفة بما في ذلك مختلف التغيرات سواء في السوق المحلي أو العالمي.

2-1-3 متغيرات الدراسة:

تتم دراسة المتغيرات الاقتصادية والمالية التالية: القيمة السوقية المضافة(MVA) ، العائد الإجمالي للمساهمين (TSR) بالإضافة إلى نسبة .Tobin's Q ويعتمد التحليل على هذه المتغيرات الثلاث ، والقيم المتوصل إليها انطلاقا من البيانات المالية التي تم جمعها للشركات قيد الدراسة بالاعتماد على التقارير السنوية المنشورة في المواقع الرسمية للشركات ، وكذلك مختلف المعلومات المنشورة ببورصة الجزائر أي سوق الجزائر للأوراق المالية.(Société de Gestion de la Bourse des Valeurs - SGBV) .و كذلك الموقع الإلكتروني لـ "اللجنة التنظيمية لعمليات البورصة .

(Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse - COSOB).

3-1-3 و اقع المؤشرات الحديثة (السوقية) لتقييم اداء المالي من منظور خلق القيمة:

أ -العائد الإجمالي للمساهمين (TSR): ويتم حسابة بالعلاقة المبينة سابقا بناءً على المعطيات التالية:

الجدول رقم (01): يوضح توزيعات أسهم الشركات عينة الدراسة للفترة (2016- 2022) مقيمة بالدينار الجز ائري

السنوات	صيدال	الأوراسي	اليانس للتأمينات	بيوفارم
2016	40	30	35	66
2017	40	30	35	100
2018	40,5	30	45	115
2019	40,5	30	45	115
2020	25	30	32	115
2021	25	30	35	115
2022	25	30	35	115

المصدر: (من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للشركات مواقع sgbv.dz وcosob.org، 2024

DOI 10.58205/fber.v8i4.1906

الجدول رقم (02) : يوضح أسعار أسهم الشركات عينة الدراسة للفترة (2016- 2022) مقيمة بالدينار الجزائري

السنوات	صيدال	الأوراسي	اليانس للتأمينات	بيوفارم
2016	600	480	515	1225
2017	600	495	465	1225
2018	660	495	420	1020
2019	635	525	427	1150
2020	552	550	240	1225
2021	543	560	300	1302
2022	530	495	403	2123

المصدر: .(من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للشركات مواقع sgbv.dz وcosob.org، 2024)

بناء على الجدولين السابقين فان قيم العائد الإجمالي للشركات تكون كما يلي :

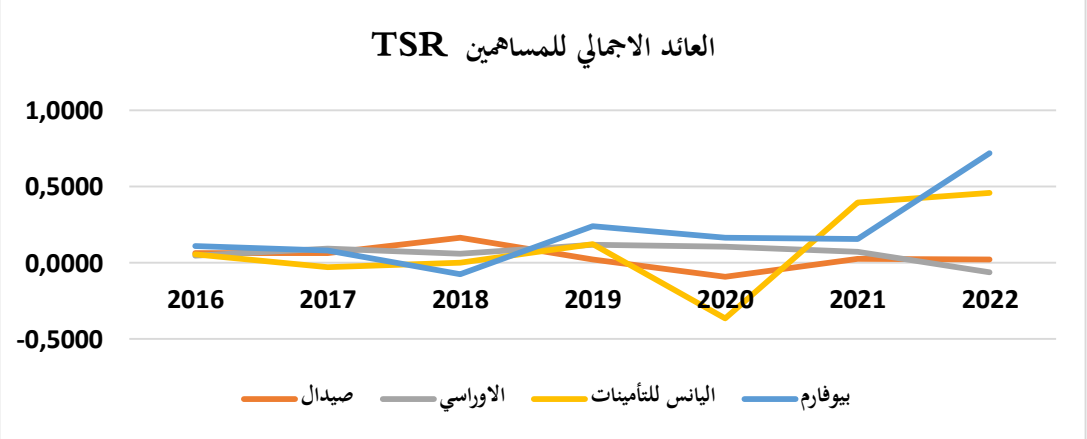
الجدول رقم (03): يوضح العائد الإجمالي للمساهمين (TSR) للشركات عينة الدراسة للفترة (2016- 2022)

السنوات	صيدال	الأوراسي	اليانس للتأمينات	بيوفارم
2016	0,0667	0,0500	0,0583	0,1100
2017	0,0667	0,0938	-0,0291	0,0816
2018	0,1675	0,0606	0,0000	-0,0735
2019	0,0235	0,1212	0,1238	0,2402
2020	-0,0913	0,1048	-0,3630	0,1652
2021	0,0290	0,0727	0,3958	0,1567
2022	0,0221	-0,0625	0,4600	0,7189

المصدر: .(من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للشركات مواقع sgbv.dz وcosob.org، 2024)

إنطلاقا من نتائج الجدول أعلاه فإنه يمكن تمثيل قيم(TSR) للشركات المدروسة في الشكل البياني التالي:

الشكل رقم (01): يوضح العائد الإجمالي للمساهمين (TSR) للشركات عينة الدراسة للفترة (2016- 2022)



المصدر: (من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للشركات مواقع sgbv.dz وcosob.org، 2024)

التعليق:

يبين الجدول رقم (03) والشكل رقم (01) أعلاه نظرة عامة على أداء الشركات عينة الدراسة على مدى سبع سنوات (من 2016 إلى 2022) من خلال قياس العائد الإجمالي للمساهمين و الذي يعكس العائد الكلي الذي يحققه المساهم في الشركة خلال فترة زمنية معينة، بما في ذلك التغيرات في سعر السهم والتوزيعات النقدية. ويمكن ملاحظة ما يلي:

-نلاحظ وجود تباين كبير في أداء الشركات على مر السنوات. بعض الشركات حققت عوائد إيجابية ثابتة نسبياً مثل **صيدال**، لكنها ظلت منخفضة نسبيًا، مما يعكس استقرارًا محدودًا في تحقيق العوائد. في المقابل أظهرت شركة **الأوراسي** تقلبات ملحوظة، مع عوائد إيجابية في معظم السنوات باستثناء 2022.

أما شركة **أليانس للتأمينات**، فقد شهدت تطورًا لافتًا حيث تحولت من معدلات سلبية وضعيفة في بعض السنوات إلى أعلى معدل **TSR**في 2022، مما يشير إلى تحسن كبير في أدائها. كما أظهرت شركة **بيوفارم** عوائد مرتفعة بشكل لافت وخاصة في 2022 (0.7189)، بالرغم من تقلبات الأداء خلال السنوات السابقة.

أ- القيمة الاقتصادية المضافة (MVA): ويتم حسابها بالعلاقة المبينة سابقا بناءً على المعطيات التالية:

الجدول رقم (04): يوضح القيمة السوقية للشركات عينة الدراسة للفترة (2016- 2022)

السنوات	صيدال	الاوراسي	أليانس للتأمينات	بيوفارم
2016	30441000000,0000	4601000000,0000	3085000000,0000	23298000000,0000
2017	33959000000,0000	4886000000,0000	3241000000,0000	28111000000,0000
2018	19796000000,0000	4960000000,0000	3427000000,0000	33069000000,0000
2019	21776000000,0000	4853000000,0000	4397000000,0000	37737000000,0000
2020	22234000000,0000	4081000000,0000	4220000000,0000	40416000000,0000
2021	22912000000,0000	3565000000,0000	4927000000,0000	44986000000,0000
2022	18965000000,0000	3757000000,0000	5267000000,0000	49258000000,0000

المصدر: (من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للشركات مواقع sgbv.dz وcosob.org، 2024)

الجدول رقم (05): يوضح القيمة الدفترية لرأس مال الشركات عينة الدراسة للفترة (2016- 2022)

السنوات	صيدال	الاوراسي	أليانس للتأمينات	بيوفارم
2016	1200000000,0000	576000000,0000	929323165,0000	31264296875,0000
2017	1200000000,0000	594000000,0000	839097615,0000	31264296875,0000
2018	1320000000,0000	594000000,0000	757894620,0000	26032312500,0000
2019	1270000000,0000	630000000,0000	770526197,0000	29350156250,0000
2020	1104000000,0000	660000000,0000	433082640,0000	31264296875,0000
2021	1086000000,0000	672000000,0000	541353300,0000	33229481250,0000
2022	1060000000,0000	594000000,0000	727217933,0000	54182940625,0000

المصدر: (من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للشركات مواقع sgbv.dz وcosob.org، 2024)

DOI 10.58205/fber.v8i4.1906

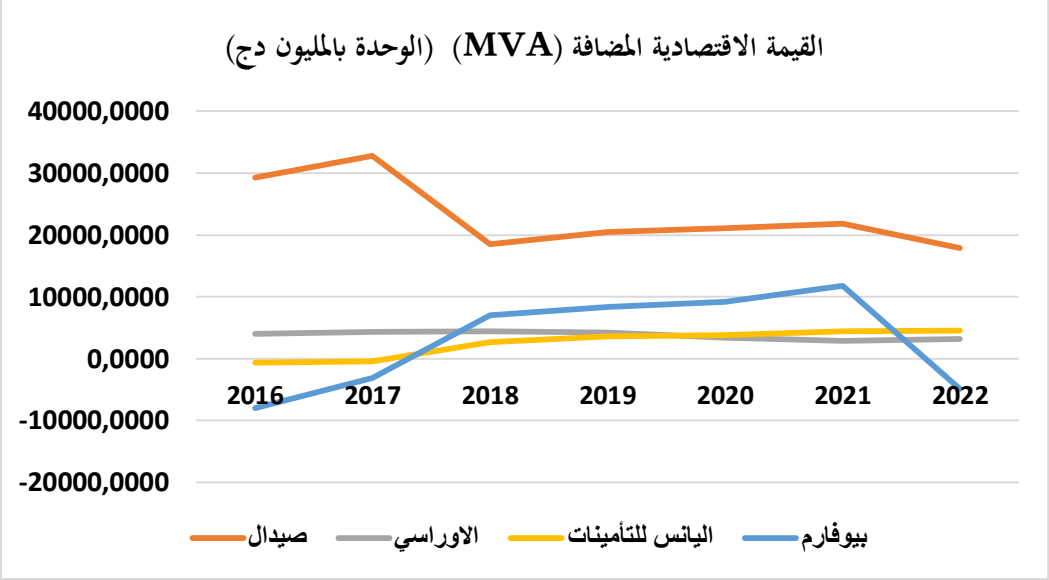
انطلاقا من قيم الجدولين السابقين فإنه يمكن حساب القيمة السوقية المضافة للشركات المدروسة كما يلي:

الجدول رقم (06): يوضح القيمة الاقتصادية المضافة (MVA) للشركات عينة الدراسة للفترة (2016- 2022)

السنوات	صيدال	الأوراسي	اليانس للتأمينات	بيوفارم
2016	29241,0000	4025,0000	-649,3232	-7967,2969
2017	32759,0000	4292,0000	-456,0976	-3153,2969
2018	18476,0000	4366,0000	2669,1054	7036,6875
2019	20506,0000	4223,0000	3626,4738	8386,8438
2020	21130,0000	3421,0000	3786,9174	9151,7031
2021	21826,0000	2893,0000	4385,6467	11756,5188
2022	17905,0000	3163,0000	4539,7821	-4924,9406

المصدر: (من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للشركات مواقع sgbv.dz وcosob.org، 2024)

الشكل رقم (02): يوضح القيمة الاقتصادية المضافة (MVA) للشركات عينة الدراسة للفترة (2016- 2022)



المصدر: (من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للشركات مواقع sgbv.dz وcosob.org، 2024)

التعليق:

يبين الجدول رقم (06) والشكل رقم (02) القيمة الاقتصادية المضافة(MVA) ، شركة **صيدال** سجلت قيمًا إيجابية مرتفعة نسبيًا طوال فترة الدراسة ، على الرغم من التراجع في عام 2022 مقارنة بالسنوات السابقة، مما يشير إلى أدائها المستقر إجمالًا في خلق القيمة للمساهمين. أما شركة **الأوراسي**، فقد حققت قيمًا إيجابية منخفضة نسبيًا، مع تقلبات طفيفة، مما يعكس استقرارًا محدودًا في قدرتها على خلق القيمة.

شركة **أليانس** للتأمينات أظهرت تحسنًا مستمرًا في قيم MVA، حيث انتقلت من قيم سلبية في 2016 إلى قيم إيجابية مرتفعة في 2022، مما يشير إلى تطور ملحوظ في أدائها المالي. في المقابل، تميزت شركة **بيوفارم** بتقلبات حادة، حيث بدأت بقيم سالبة في 2016، وحققت أعلى قيمة إيجابية في 2021، قبل أن تتراجع إلى قيمة سلبية كبيرة في 2022، مما يعكس تأثرها بعوامل اقتصادية أو تشغيلية غير مستقرة.

و عليه فإن شركة **صيدال** هي الأفضل أداءً بناءً على قيمMVA ،و الأكثر نجاحًا في خلق القيمة للمساهمين.

أ. نسبة توبين(Tobin's Q): ويتم حسابها بالعلاقة المبينة سابقا بناءً على المعطيات التالية:

الجدول رقم (07): يوضح القيمة السوقية للشركات عينة الدراسة للفترة (2016- 2022)

السنوات	صيدال	الأوراسي	ألیانس للتأمينات	بيوفارم
2016	30441000000,0000	4601000000,0000	3085000000,0000	23298000000,0000
2017	33959000000,0000	4886000000,0000	3241000000,0000	28111000000,0000
2018	19796000000,0000	4960000000,0000	3427000000,0000	33069000000,0000
2019	21776000000,0000	4853000000,0000	4397000000,0000	37737000000,0000
2020	22234000000,0000	4081000000,0000	4220000000,0000	40416000000,0000
2021	22912000000,0000	3565000000,0000	4927000000,0000	44986000000,0000
2022	18965000000,0000	3757000000,0000	5267000000,0000	49258000000,0000

المصدر: (من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للشركات مواقع sgbv.dz وcosob.org، 2024)

الجدول رقم (08): يوضح إجمالي قيمة الأصول للشركات عينة الدراسة للفترة (2016- 2022)

السنوات	صيدال	الأوراسي	ألیانس للتأمينات	بيوفارم
2016	46390000000	11730000000	4298000000	40255000000
2017	48318000000	11581000000	4880000000	48592000000
2018	39574000000	11362000000	4540000000	55387000000
2019	40434000000	11133000000	9915000000	66700000000
2020	40687000000	10424000000	11613000000	74336000000
2021	44811000000	9488000000	11975000000	79559000000
2022	44880000000	10297000000	13114000000	82988000000

المصدر: (من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للشركات مواقع sgbv.dz وcosob.org، 2024)

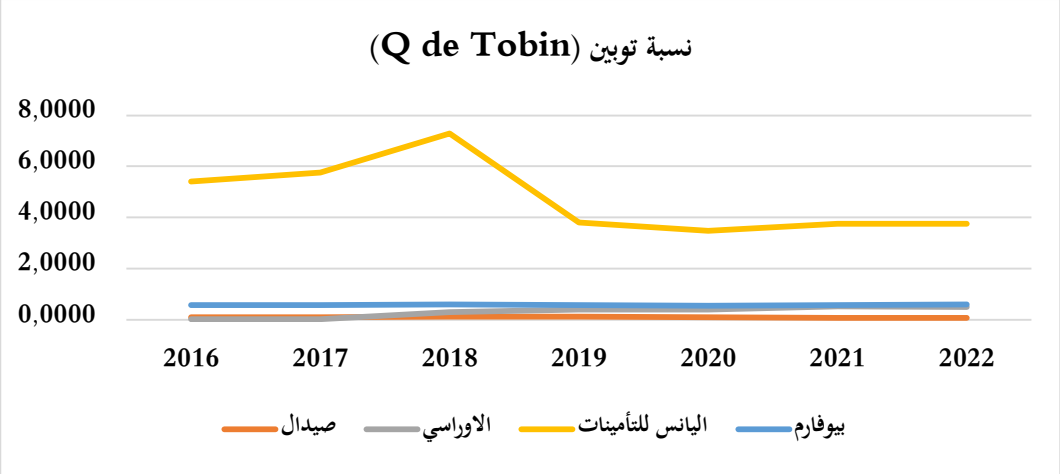
الجدول رقم (09) : يوضح نسبة توبين (Tobin's Q)للشركات عينة الدراسة للفترة (2016- 2022)

السنوات	صيدال	الأوراسي	اليانس للتأمينات	بيوفارم
2016	0,0992	0,0239	5,4204	0,5787
2017	0,1011	0,0331	5,7605	0,5785
2018	0,1253	0,3016	7,2839	0,5971
2019	0,1200	0,3950	3,8061	0,5658
2020	0,1003	0,4048	3,4802	0,5437
2021	0,0796	0,5193	3,7567	0,5654
2022	0,0837	0,5115	3,7561	0,5936

المصدر: (من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للشركات مواقع sgbv.dz وcosob.org، 2024)

DOI 10.58205/fber.v8i4.1906

الشكل رقم (03): يوضح نسبة توبين(Tobin's Q) للشركات عينة الدراسة للفترة (2016- 2022)



المصدر: (من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للشركات مواقع sgbv.dz وcosob.org، 2024)

التعليق:

يبين الجدول رقم (09) والشكل رقم (03) نسبة توبين (Q) للشركات عينة الدراسة ،و ما يمكن ملاحظة أن شركة أليانس للتأمينات تتمتع بأعلى نسبة Q على مدار الفترة، مما يشير إلى أن السوق يقدرها بشكل كبير ويترقب منها نموًا مستقبليًا قويًا. أما شركة الأوراسي فقد شهدت زيادة مستمرة في نسبةQ ، مما يدل على تحسن في تقييم السوق لها. فيما يلاحظ أن شركتي صيدال وبيوفارم تتراوح نسبة Q لهذين الشركتين حول 1، مما يشير إلى أن السوق يقدرهما بقيمة قريبة من قيمتهما الدفترية.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن التقلبات في نسبة Q لبعض الشركات ربما تكون نتيجة لتأثير العوامل الاقتصادية والقطاعية على تقييم السوق للشركات.

مما سبق يمكن استنتاج أن شركة أليانس للتأمينات هي الشركة الأكثر تقييمًا من قبل السوق وهذا يشير إلى أن المستثمرين يتوقعون منها تحقيق أداء قوي في المستقبل. فيما تحظى شركة الأوراسي بثقة متزايدة من المستثمرين بدليل الزيادة المستمرة في نسبة Q والتي تشير إلى تحسن في تقييم السوق للشركة. بالمقابل تم تقييم شركتي صيدال وبيوفارم بشكل معقول على اعتبار نسبة Q القريبة من 1 والتي تشير إلى أن السوق يقدرهما بقيمة عادلة.

4-الخاتمة :

تشير نتائج هده الدراسة إلى وجود إمكانات كبيرة لتحسين أداء الشركات الجزائرية من خلال تبني مؤشرات الأداء الحديثة واتخاذ قرارات استراتيجية مستنيرة. على الرغم من وجود بعض الاختلافات بين الشركات ،حيث تُظهر شركة **صيدال** أفضل أداء من حيث قيمةMVA و TSR، مما يشير إلى قدرتها على خلق قيمة حقيقية أكبر للمساهمين سواء الحاليين او المرتقبين ،في حين تتمتع شركة **أليانس** للتأمينات بأعلى نسبةQ مما يدل على تقييم إيجابي للغاية من قبل السوق وتوقعات عالية بشأن أدائها المستقبلي.أما **أوراسي** فتشير الزيادة المستمرة في نسبة Q لشركة الأوراسي إلى تحسن في تقييم السوق لها. كما نجد أن **بيوفارم** قد سجلت تطور ملحوظ في العائد الإجمالي للمساهمين TSRما يعكس قدرتها على خلق قيمة لمساهميها .

4-1 النتائج :

من خلال النتائج المتوصل اليها في دراسة مختلف هذه الشركات يمكن القول ان:

1- تظهر النتائج تباينًا كبيرًا في أداء الشركات المدروسة، مما يعكس تأثير العوامل الداخلية والخارجية على أداء كل شركة.

2- تؤكد النتائج على أهمية استخدام المؤشرات الحديثة مثل MVA و Qفي تقييم الأداء، حيث أنها توفر صورة أكثر شمولية عن القيمة التي تخلقها الشركة.

3- تؤثر العوامل الاقتصادية العامة وظروف السوق بشكل كبير على أداء الشركات، كما يتضح من التقلبات في قيم المؤشرات المختلفة.

4- تُظهر شركة صيدال أداءً متميزًا من حيث خلق القيمة، مما يشير إلى استراتيجيات ناجحة وقدرة على التكيف مع التغيرات في السوق.

5- تتمتع شركة أليانس للتأمينات بتقييم إيجابي من قبل السوق، مما يعكس توقعات المستثمرين بشأن نموها المستقبلي.

2-4 التوصيات:

1. يجب على المؤسسات الجزائرية تبني المؤشرات الحديثة مثل MVA و Qبشكل أكبر في عمليات تقييم الأداء، وذلك لضمان اتخاذ قرارات استراتيجية أكثر فعالية.
2. تحليل الأسباب الكامنة وراء أدائها، سواء كان إيجابيًا أو سلبيًا، من خلال مقارنة أدائها بمعايير الصناعة وبأفضل الممارسات العالمية.
3. التركيز على خلق قيمة مستدامة للمساهمين من خلال تبني استراتيجيات نمو مستدامة وتحسين الكفاءة التشغيلية.
4. إدارة المخاطر بشكل فعال، خاصة تلك المخاطر المرتبطة بالتقلبات في السوق والعوامل الاقتصادية الخارجية.
5. التعلم من أفضل الممارسات العالمية في مجال إدارة الأداء المالي، وتبني تلك الممارسات التي تتناسب مع طبيعة أعمالها.
6. التعاون مع المستثمرين وتزويدهم بمعلومات شفافة حول أدائها المالي، وذلك لزيادة الثقة وتعزيز قيمة الشركة.
7. تطوير كفاءات موظفيها، خاصة في مجال التحليل المالي واتخاذ القرارات الاستراتيجية.

في حال تطبيق التوصيات السابقة سيتم تحقيق ما يلي:

- ✓ تحسين الأداء المالي للشركات الجزائرية وزيادة قيمتها السوقية.
- ✓ زيادة جاذبية الاستثمار إذ ستصبح الشركات الجزائرية أكثر جاذبية للمستثمرين المحليين والأجانب، مما يساهم في جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة.
- ✓ تعزيز القدرة التنافسية في الأسواق المحلية والإقليمية والدولية.
- ✓ تحقيق الاستدامة المالية والبيئية والاجتماعية للشركات.

6- المراجع

1. Burcovich, L. (2021). Value-based management: Performance indicators of value creation alternative measures to assess shareholder returns. Venise.
2. Alsoboa, S. (2017). The influence of economic value added and return on assets on created shareholders' value: A comparative study in Jordanian public

DOI 10.58205/fber.v8i4.1906

industrial firms. *International Journal of Economics and Finance, 9*(4), 66. Retrieved from https://www.academia.edu/59039180

3. Bhargavi, P. (2014). Association of total shareholder return with other value-based measures of financial performance: Evidence from the Indian banking sector. *Journal of Entrepreneurship, Business and Economics*.
4. Elali, W. (2007, September). EVA and shareholder value creation. Retrieved from https://westminsterresearch.westminster.ac.uk/download/6c14ef5e1a32cd6f80bab7b7b1c3f3e3e0c376c403d05649bfe0361a16f1c4d9/10829132/Elali.pdf
5. Lalitha, N., Sandhyavani, K., & Sudha, M. (2020). Relevance of MVA and Tobin's Q model as an investment decision tool. *Journal of Critical Reviews*. Retrieved from https://www.researchgate.net/profile/Sudha-Mavuri/publication/343600974_RELEVANCE_OF_MVA_AND_TOBIN'S_Q_MODEL_AS_AN_INVESTMENT_DECISION_TOOL/links/601cdbe5a6fdcc37a8025e18/RELEVANCE-OF-MVA-AND-TOBINS-Q-MODEL-AS-AN-INVESTMENT-DECISION-TOOL.pdf
6. Prescort, L. (1999). The minimum acceptable rate of return: Engineering economic and practice. Canada. Retrieved from https://era.library.ualberta.ca/items/05101c1f-f90f-471e-b254-bdfbfbdb323b/view/f15e2d28-701c-408e-941c-75c67251dad3/MQ47082.pdf
7. Shah, A., & Sengupta, S. (n.d.). A study on financial performance and valuation metrics: Application of EVA, MVA, CVA, and TSR techniques. *Journal of the Twelfth AIMS International Conference on Management*, 540. Retrieved from https://scholar.google.com/scholar?Q=A+Study+on+Financial+Performance+and+Valuation+Metrics:+Application+of+EVA,+MVA,+CVA+and+TSR+TechniQues&hl=fr&as_sdt=0&as_vis=1&oi=scholart.

8- الذبنجاوي، ك. ح.، و تويج، ع. ا. (2021). القروض المتعثرة وأثرها على القيمة السوقية المضافة: دراسة تحليلية لعينة من المصارف التجارية للمدة 2005-2019. *مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، 17*(2)، 315-327.

9- سويسي، هـ.، و رمضاني، ح. (2017). قياس أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الأداء الحديثة: دراسة مجمع صيدال للفترة 2015-2021. *مجلة الواحات للبحوث والدراسات، 10*(2).

10- طاسين، ع. (2018). دور الحوكمة المؤسسية في خلق القيمة في المؤسسة: دراسة عينة من المؤسسات. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة فرحات عباس، سطيف.

11-عقيل، م. ش. (2015). قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين. رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة.