الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة أحمد درايعية –أدرار
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم : علوم مالية و محاسبة

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث (ل م د)

في علوم مالية و محاسبة

تخصص : مالية المؤسسة

بعنوان:

دور الإدارة المالية القائمة على القيمة المالية للنمو المستدام للشركات في ظل جائحة كورونا: دراسة تطبيقية لإحدى الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

من إعداد الطالب: محمد دليل

إشراف: أ.د/ عياد صالح

مشرف مساعد : أ.د/ ولد باحمو سمير

أمام لجنة المناقشة المكونة من:

أ.د. قويدري عبد الرحمان	أستاذ التعليم العالي	جامعة أدرار	رئيساً
أ.د. عياد صالح	أستاذ التعليم العالي	جامعة أدرار	مشرفا ومقرراً
أ.د. ولد باحمو سمير	أستاذ التعليم العالي	جامعة أدرار	مشرفا مساعداً
أ.د/ مسعودي عبد الكريم	أستاذ التعليم العالي	جامعة أدرار	ممتحناً
د. عينوس رضوان	أستاذ محاضر "أ "	جامعة الجزائر 03	ممتحناً
د. نعماوي رشيدة	أستاذ محاضر "أ "	جامعة أدرار	ممتحناً

نوقشت وأجيزت من طرف لجنة المناقشة بتاريخ 2026/06/08

السنة الجامعية : 2026/2025


بسم الله الرحمن الرحيم

شكر وعرفان

الحمد لله والشكر لله على ما أسبغ علينا من نعمه ظاهرة وباطنة، فلك الحمد يارب كما ينبغي لجلال وجهك وعظيم سلطانك، وصلى الله على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين.

نتقدم بجزيل الشكر والعرفان لأستاذنا القدير ومشرفنا الفاضل الدكتور: **'صالح عياد'**

والمشرف المساعد الدكتور **'سمير ولد باحمو'** لتفضلهما

بالإشراف على هذه الأطروحة، وما بذله معنا من جهد وإرشادات في سبيل أنجاح هذا العمل،

حيث أنه لم يبخل علينا بتوجيهاته وأرائه القيمة ، سائلين المولى عز وجل أن يجعل

ذلك في ميزان حسناته، فجزاه الله عنا كل خير.

كما نتوجه بالشكر الجزيل الأستاذة الكرام من داخل جامعة أدرار وخارجها وأخص بالذكر لجنة المناقشة

على قبولهم مناقشة هذه الأطروحة.

إهـــــداء

أهدي ثمرة هذا العمل المتواضع إلى:

- والدتي الكريمة أطال الله في عمرها.
- روح والدي رحمه الله وأجدادي.
- كل شيوخي الذين تعلم على يدهم العلوم الدينية والدنيوية.
- زوجتي الكريمة.
- عائلتي الصغيرة والكبيرة.
- كل من ساهم معي في إنجاز هذا العمل من قريب أو بعيد.

الفهرس

فهرس المحتويات

العنوان	الصفحة
الإهداء	–
شكر وعرفان	–
فهرس المحتويات	–
قائمة الجداول	–
قائمة الأشكال	–
مقدمة عامة	أ_ث
الفصل الأول : الدراسة النظرية	**6_62**
تمهيد	6
المبحث الأول: ماهية الإدارة المالية	7
المطلب الأول: مفهوم وتطور الإدارة المالية	7
المطلب الثاني: وظائف الإدارة المالية	13
المطلب الثالث: علاقة الإدارة المالية بالعلوم الأخرى	20
المبحث الثاني: بناء الهيكل المالي	24
المطلب الأول: نظريات الهيكل المالي	24
المطلب الثاني:مصادر التمويل لبناء الهيكل المالي	33
المطلب الثالث:محددات بناء الهيكل المالي	40
المبحث الثالث: دور الإدارة المالية القائمة على القيمة للنمو المستدام للشركات في ظل تداعيات جائحة كورونا	48
المطلب الأول: الإدارة المالية الحديثة كمنهج جديد في تحديد القيمة	48
المطلب الثاني: لمحة عن جائحة كورونا	52
المطلب الثالث: تداعيات جائحة كورونا وأثرها على القيمة السوقية في الأسواق المالية	58
الفصل الثاني : الدراسات السابقة العالمية و العربية و المحلية	**64_118**
المبحث الأول: عرض ومناقشة الدراسات السابقة المحلية	64
المطلب الأول: الدراسات السابقة المحلية	64
المطلب الثاني: مقارنة الدراسات السابقة المحلية مع الدراسة الحالية	73

المبحث الثاني: عرض ومناقشة الدراسات السابقة العربية	79
المطلب الأول: الدراسات السابقة العربية	79
المطلب الثاني: مقارنة الدراسات السابقة العربية مع الدراسة الحالية	90
المبحث الثالث:عرض ومناقشة الدراسات السابقة الأجنبية	95
المطلب الأول: الدراسات السابقة الأجنبية	95
المطلب الثاني: مقارنة الدراسات السابقة الأجنبية مع الدراسة الحالية	107
الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية و الميدانية	120_284
تمهيد	120
المبحث الأول: الدراسة التطبيقية لواقع مؤسسة صيدال في بورصة الجزائر في ظل الإدارة المالية.	121
المطلب الأول: واقع البورصة الجزائرية والمؤسسات المدرجة فيها	121
المطلب الثاني: مجمع صيدال كنموذج لمؤسسة مدرجة في البورصة	133
المطلب الثالث: تشخيص الأداء المالي والهيكلي لمجمع صيدال في ظل الإدارة المالية القائمة على القيمة	155
المبحث الثاني: الإطار القياسي المتبع في التحليل	231
المطلب الأول: تحليل الانحدار الخطي المتعدد	231
المطلب الثاني: التكامل المشترك(Johannsen-Juselius):	235
المطلب الثالث: التحليل الهيكلي	240
المبحث الثالث: تقديم عينة ومتغيرات الدراسة	244
المطلب الأول:لمحة تقديمية لمجمع صيدال	244
المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال	251
المطلب الثالث: متغيرات الدراسة	257
المبحث الرابع: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها	260
المطلب الأول: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة	260
المطلب الثاني: تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد	270
المطلب الثالث: التحليل الهيكلي	276
الخاتمة	286
قائمة المراجع	291

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
الجدول رقم (01):	إصابات ووفيات جائحة كورونا للفترة (2020-2021)	55
الجدول رقم (02):	تأثير فيروس كورونا على بعض المؤشرات وأسعار الأسهم في الأسواق المالية العالمية	59
الجدول رقم (03):	أوجه المقارنة بين الدراسات السابقة المحلية والدراسة الحالية	73
الجدول رقم (04):	أوجه المقارنة بين الدراسات السابقة العربية والدراسة الحالية	90
الجدول رقم (05):	أوجه المقارنة بين الدراسات السابقة العربية والدراسة الحالية	107
الجدول رقم (06):	تحليل هامش الربح التشغيلي لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	157
الجدول رقم (07):	مقارنة هوامش الربح التشغيلية لمجمع صيدال قبل / خلال / بعد جائحة كورونا	159
الجدول رقم(08):	تحليل هامش صافي الربح لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	161
الجدول رقم (09):	مقارنة هامش صافي الربح المجمع صيدال قبل / خلال / بعد جائحة كورونا	163
الجدول رقم (10):	تحليل معدل العائد على الأصول لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	165
الجدول رقم (11):	مقارنة معدل العائد على الأصول لمجمع صيدال قبل / خلال / بعد جائحة كورونا	168
الجدول رقم (12):	تحليل معدل العائد على حقوق الملكية لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	169
الجدول رقم (13):	مقارنة معدل العائد على حقوق الملكية لمجمع صيدال قبل / خلال بعد جائحة كورونا	172

الجدول رقم (14):	تحليل نسب السيولة الجارية لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	174
الجدول رقم (15):	مقارنة نسب السيولة الجارية لمجمع صيدال قبل / خلال بعد جائحة كورونا	177
الجدول رقم(16):	تحليل نسب السيولة السريعة لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	178
الجدول (17):	مقارنة نسب السيولة السريعة لمجمع صيدال قبل / خلال بعد جائحة كورونا	180
الجدول (18):	تحليل نسب المديونية لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	182
الجدول (19):	مقارنة نسب المديونية لمجمع صيدال قبل / خلال بعد جائحة كورونا	184
الجدول (20):	تحليل معدلات دوران الأصول لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	186
الجدول (21):	مقارنة نسب المديونية لمجمع صيدال قبل / خلال بعد جائحة كورونا	188
الجدول (22):	تطور رأس المال طويل الأجل لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	191
الجدول (23):	تطور رأس المال طويل الأجل لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	193
الجدول (24):	تكلفة الديون المالية طويلة الأجل خلال الفترة (2014-2023)	195
الجدول (25):	تكلفة رأس المال المتوسط المرجح لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	196
الجدول (26):	مقارنة تكلفة رأس المال المتوسط المرجح لمجمع صيدال قبل / خلال / بعد جائحة كورونا	198
الجدول (27):	القيمة الإقتصادية المضافة لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	200
الجدول (28):	مقارنة القيمة الاقتصادية المضافة لمجمع صيدال قبل / خلال بعد	202

	جائحة كورونا	
الجدول (29):	القيمة السوقية المضافة لمجمع صيدال خلال الفترة(2014-2023)	204
الجدول (30):	مقارنة القيمة السوقية المضافة لمجمع صيدال قبل / خلال بعد جائحة كورونا	206
الجدول (31):	نسبة القيمة الاقتصادية إلى رأس المال المستثمر لمجمع صيدال خلال الفترة(2014-2023)	207
الجدول (32):	مقارنة القيمة الاقتصادية المضافة لمجمع صيدال قبل / خلال بعد جائحة كورونا	209
الجدول (33):	تحليل العائد على رأس المال المستثمر لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	211
الجدول (34):	مقارنة معدل العائد على رأس المال المستثمر لمجمع صيدال قبل / خلال/ بعد جائحة كورونا	213
الجدول (35):	تحليل مؤشر قيمة المؤسسة لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	214
الجدول (36):	مقارنة مؤشر قيمة المؤسسة لمجمع صيدال قبل خلال بعد جائحة كورونا	216
الجدول (37):	نسبة الأرباح الموزعة لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	218
الجدول (38):	تحليل معدلات النمو المستدام لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	220
الجدول (39):	مقارنة معدل النمو المستدام لمجمع صيدال قبل / خلال بعد جائحة كورونا	222
الجدول (40):	تحليل معدلات نمو رقم الأعمال لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	223
الجدول (41):	مقارنة معدل نمو رقم الأعمال المجمع صيدال قبل / خلال بعد جائحة كورونا	225

الجدول (42):	تحليل نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	227
الجدول (43):	مقارنة نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لمجمع صيدال قبل / خلال بعد جائحة كورونا	229
الجدول (44):	بطاقة فنية لمجمع صيدال	246
الجدول (45):	تعريف المتغيرات المستخدمة في الدراسة	258
الجدول (46):	أهم الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة	267
الجدول (47):	الارتباط بين متغيرات الدراسة	268
الجدول (48):	معلمات النموذج المقدرة	270
الجدول (49):	نتائج اختبار ثبات التباين(Heteroskedasticity)	275
الجدول (50):	نتائج اختبار الارتباط الذاتي(LM-test)	276
الجدول (51):	ملخص اختبار(ADF)لدراسة إستقرارية المتغيرات	277
الجدول (52):	نتائج تحديد درجة التأخير	278
الجدول (53):	نتائج اختبار الأثر	279
الجدول (54):	نتائج اختبار القيمة الذاتية العظمى	279
الجدول (55):	تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير النمو المالي المستدام	280

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
الشكل رقم (01):	العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض	25
الشكل رقم (02):	نموذج M&Mفي ظل عدم وجود الضرائب وفق الاقتراح الأول	26
الشكل رقم (03):	نموذج M&Mفي ظل عدم وجود الضرائب وفق الاقتراح الثاني	27
الشكل رقم (04):	نموذج M&Mفي ظل وجود الضرائب	29

الشكل رقم (05):	نسبة الاستدانة المثلى وتكاليف الإفلاس	31
الشكل رقم (06):	تمويل المؤسسة في كل مرحلة من دورة الحياة	43
الشكل رقم (07):	العلاقة بين الحاجة للأموال ونوع استخدامها	44
الشكل رقم (08):	الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال	143
الشكل رقم (09):	تطور هامش الربح التشغيلي بمجمع صيدال خلال الفترة 2014-2023	158
الشكل رقم (10):	تطور هامش صافي الربح المجمع صيدال خلال الفترة 2014-2023	162
الشكل رقم (11):	تطور معدل العائد على الأصول لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	166
الشكل رقم (12):	تطور معدل العائد على حقوق الملكية لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	170
الشكل رقم (13):	تطور نسب السيولة الجارية لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	175
الشكل رقم (14):	تطور نسب السيولة السريعة لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	179
الشكل رقم (15):	تطور نسب المديونية لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	183
الشكل رقم (16):	تطور معدل دوران الأصول لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	187
الشكل رقم (17):	تطور تكلفة رأس المال المتوسط المرجح خلال المجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	197
الشكل رقم (18):	تطور القيمة الإقتصادية المضافة لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	201
الشكل رقم (19):	تطور القيمة السوقية المضافة لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	205
الشكل رقم (20):	تطور نسبة القيمة الإقتصادية إلى رأس المال المستثمر لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	208
الشكل رقم (21):	تطور العائد على رأس المال المستثمر لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	212
الشكل رقم (22):	تطور مؤشر قيمة المؤسسة لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	215

الشكل رقم (23):	تطور معدلات النمو المستدام لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	220
الشكل رقم (24):	تطور معدلات النمو المستدام لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	224
الشكل رقم (25):	تطور مؤشر نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)	228
الشكل رقم (26):	أهم مراحل تطور مجمع صيدال	246
الشكل رقم (27):	الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال	251
الشكل رقم (28):	الوحدات الإنتاجية بمجمع صيدال	255
الشكل رقم (29):	تطور النمو المالي المستدام في مجمع صيدال للفترة (2014-2024)	260
الشكل رقم (30):	تطور القيمة السوقية في مجمع صيدال للفترة (2014-2024)	261
الشكل رقم (31):	تطور العائد على الأصول في مجمع صيدال للفترة (2014-2024)	262
الشكل رقم (32):	تطور العائد على حقوق الملكية في مجمع صيدال للفترة (2014-2024)	263
الشكل رقم (33):	تطور نسبة الاستدانة في مجمع صيدال للفترة (2014-2024)	264
الشكل رقم (34):	تطور السيولة العامة في مجمع صيدال للفترة (2014-2024)	265
الشكل رقم (35):	تطور حجم الشركة في مجمع صيدال للفترة (2014-2024)	266
الشكل رقم (36):	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي (J-B)	275
الشكل رقم (37):	دوال الاستجابة لمتغير النمو المالي المستدام	282

مقدمة عامة

تمثل الإدارة المالية وظيفة محورية وذات أهمية إستراتيجية بالغة ضمن البنية التنظيمية لأي مؤسسة حديثة، حيث تقع على عاتقها المسؤولية الأساسية عن التخطيط والرقابة الفعالة على الموارد المالية المتاحة واتخاذ قرارات الاستثمار والتمويل الحاسمة،ويتمحور الهدف الكلاسيكي لهذه الوظيفة حول تعظيم ثروة المساهمين، ومع ذلك وفي سياق التنافسية السوقية الشديدة والتحولات الاقتصادية المتسارعة، تجاوز التركيز الأكاديمي والمهني مقياس الأداء الآني ليشمل الإدارة المالية القائمة على القيمة،يعد هذا المنهج نهجاً متقدما يهدف إلى توجيه جميع القرارات المالية والإستراتيجية نحو توليد قيمة اقتصادية حقيقية ومستدامة، بما يكفل للشركة القدرة على التوسع والنمو بشكل مستمر ومسؤول على المدى الطويل، مع ضمان عدم استنزاف مواردها الرأسمالية أو تعريضها لمخاطر مالية غير محسوبة وغير مبررة، مما يرسخ الاستدامة المالية كهف أساسي للوظيفة المالية.

لقد خضعت هذه الأهداف الإستراتيجية لتحقيق القيمة واختبار متانة الهياكل المالية لاختبار غير مسبوق مع تفشي جائحة كوفيد-19، حيث فرضت الجائحة صدمات اقتصادية هيكلية عميقة ومُعقدة تمثلت في اضطراب حاد في سلاسل الإمداد العالمية، وتدهور واسع النطاق في الطلب الكلي والجزئي إلى جانب تفاقم ضغوط السيولة على المؤسسات، هذه الظروف القسرية أبرزت الحاجة الملحة والجوهرية لتبني مرونة مالية استثنائية، ومن هذا المنطلق تبرز أهمية العلاقة والتي تتمحور حول الدور الذي يمكن أن تلعبه الإدارة المالية التي تتبنى مفهوم القيمة كآلية إستراتيجية ووقائية لتعزيز هذه المرونة المالية، حيث تهدف هذه الآلية إلى ضمان استمرارية الشركات في مسار النمو المستدام رغم الظروف الاقتصادية المُعقدة.

تتضاعف الأهمية الإستراتيجية لهذا الموضوع في سياق الاقتصادات التي تواجه تحديات مزدوجة ومُركبة كما هو الحال في الجزائر، ففي هذا السياق لم تقتصر الصدمة الاقتصادية على الآثار العابرة والعميقة لتداعيات جائحة كوفيد-19 فحسب، بل اقترنت أيضا بالضغوط الهيكلية المزمنة الناجمة عن التقلبات الحادة في أسعار المحروقات، وما يتبع ذلك من تأثير مباشر على الإيرادات العامة والميزانية هذه الضغوط المزدوجة تبرز الحاجة الملحة وغير القابلة للتأجيل لتنويع القاعدة الاقتصادية، هذا الواقع الاقتصادي المعقد يفرض على المؤسسات الوطنية الكبرى ضرورة قصوى لتبني أساليب إدارة مالية حديثة ومستدامة تضمن استقرارها المالي وتحد من تعرضها للمخاطر، وفي هذا الإطار المنهجي والاستراتيجي تم اختيار مجمع صيدال ليكون بمثابة النموذج التطبيقي الرائد لهذه الدراسة؛ نظرا لخصوصيته كونه يمثل مؤسسة صناعية عمومية ذات طابع استراتيجي وحيوي لارتباطها المباشر بقطاع الصحة والأمن القومي الدوائي، مما يجعل استدامته المالية قضية أمن اقتصادي وطني.

أولا: إشكالية الدراسة

بناءا على ما سبق يمكن طرح إشكالية الدراسة على النحو التالي:

ما مدى تأثير الإدارة المالية القائمة على القيمة في تحقيق النمو المالي المستدام لمجمع صيدال في ظل جائحة كورونا؟

الأسئلة الفرعية

هناك مجموعة من التساؤلات الفرعية التي يمكن طرحها حول الموضوع والتي تعد مكملة لإشكالية الدراسة، وتتمثل في:

- كيف تساهمالإدارة المالية القائمة على القيمة في تحقيق النمو المالي المستدام للشركات في ظل جائحة كورونا؟.
- هل هناك علاقة معنوية بين القيمة السوقية والنمو المالي المستدام في مجمع صيدال؟.
- هل هناك علاقة معنوية بين جائحة كورونا والنمو المالي المستدام في مجمع صيدال؟.
- ما هو المتغير الأكثر تأثيرا على النمو المالي المستدام في مجمع صيدال؟.

ثانيا: فرضيات الدراسة

للإجابة عن الأسئلة المطروحة يمكن اقتراح مجموعة من الفرضيات، على النحو التالي:

- تُحقق الإدارة المالية القائمة على القيمة النمو المالي المستدام عبر ترسيخ المرونة المالية وتوجيه القرارات نحو تعظيم القيمة طويلة الأجل، مما يضمن استمرارية الشركة في مواجهة الصدمات الاقتصادية.
- هناك علاقة طردية معنوية بين القيمة السوقية والنمو المالي المستدام في مجمع صيدال.
- هناك علاقة عكسية معنوية بين جائحة كورونا والنمو المالي المستدام في مجمع صيدال.
- يعد المتغير الوهمي الذي يعبر عن جائحة كورونا الأكثر تأثيرا على النمو المالي المستدام في مجمع صيدال.

ثالثا: أهمية الدراسة

تستمد هذه الدراسة أهميتها من شقين رئيسيين:

1-من الناحية النظرية تساهم الدراسة في إثراء الأدبيات المعرفية عبر تقديم إطار نظري متكامل وتحليل نقدي للأدبيات التطبيقية التي تناولت موضوع الإدارة المالية القائمة على القيمة والنمو المالي المستدام، مع التركيز على سد الفجوة المنهجية من خلال تحليل العلاقة السببية بين المتغيرات في سياق الأزمات الاقتصادية.

2- من الناحية التطبيقية فتتجلى الأهمية في تقديم نتائج قياسية ومؤشرات عملية مستمدة من دراسة تطبيقية معمقة على مجمع صيدال والتي يمكن أن تشكل أساسا لتوصيات إستراتيجية قابلة للتنفيذ من قبل صانعي القرار في المؤسسات العمومية الجزائرية، بهدف تعزيز مرونتهم المالية التشغيلية وقدرتهم على تحقيق الاستدامة والنمو طويل الأجل.

3- من ناحية السياسة المالية المنتهجة من طرف الشركات القائمة إدارتها على القيمة المالية لتحقيق الربح الاقتصادي والمحاسبي والمالي لتعظيم قيمة المؤسسة أرباح الملاكين والمساهمين و تدنية التكاليف المتعلقة بالتمويل والمخاطر إلى أقصى حدّ ممكن.

4- العائد على الإستثمار والعائد على السهم وتكلفة رأس المال المستثمر وتعدد مصادر التمويل مع تقليل من المخاطر .

رابعا: أهداف الدراسة

هدفت الدراسة بالأساس إلى تبيان دور الإدارة المالية القائمة على القيمة المالية للنمو المستدام للشركات في ظل جائحة كورونا، وذلك من خلال قياس أثر القيمة المالية على النمو المالي المستدام في مجمع صيدال المدرج ضمن سوق المال الجزائري، وذلك للفترة الممتدة من الربع الأول لسنة 2014 إلى غاية الربع الرابع من سنة 2024.

خامسا: أسباب اختيار موضوع الدراسة

يُعزى اختيار هذا الموضوع إلى تضافر دوافع ذاتية وموضوعية،فمن الناحية الذاتية ينبع الاختيار من الميول الفكرية والاهتمام المعرفي بمعالجة قضايا الإدارة المالية الحديثة، والرغبة في توسيع الإدراك الشخصي المتعلق بالنماذج القائمة على القيمة.

أما من الناحية الموضوعية فتبرز أهمية الدراسة في تناولها قضية محورية تتمثل في دور الإدارة المالية القائمة على القيمة في تفعيل النمو المالي المستدام للشركات وتحديد مساهمتها في تعزيز المرونة المالية التشغيلية للمؤسسات وقدرتها على تحقيق الاستدامة والنمو طويل الأجل في بيئة الأعمال المعاصرة.

سادسا: حدود الدراسة

فيما يخص الإطار الزماني والمكاني للدراسة فتم التعامل مع بيانات سنوية ممتدة من الربع الأول لسنة 2014 إلى غاية الربع الرابع لسنة 2024، أما الإطار المكاني فهو يشمل عينة متكونة من مجمع صيدال والمدرج ضمن السوق المالي الجزائري.

سابعا: منهج الدراسة

اعتمدت الدراسة على منهجية بحثية مُركبة لتحقيق أهدافها واختبار فرضياتها، حيث شملت استخدام المنهج الوصفي لتوثيق الإطار النظري ومراجعة الأدبيات، والمنهج التحليلي لتحليل نتائج الدراسات التطبيقية ومناقشة النتائج المتوصل إليها، بالإضافة إلى المنهج الاستقرائي (القياسي) في الجانب التطبيقي، تضمن المنهج الاستقرائي استخدام أساليب قياسية (كنموذج الانحدار الخطي المتعدد والتكامل المشترك، وتحليل التباين ودوال الاستجابة)، وذلك بهدف اختبار وتحليل أثر القيمة المالية على النمو المالي المستدام في ظل جائحة كورونا، وتم تطبيق هذه الأساليب على بيانات مجمع صيدال كدراسة حالة.

ثامنا: تقسيمات الدراسة

اعتمدت الدراسة في هيكلتها على ثلاثة فصول رئيسية، حيث خصص الفصلان الأول والثاني للإطار النظري والمعرفي، وتناول الفصل الأول الإطار النظري للدراسة، مقسَما إلى ثلاثة مباحث ركزت على ماهية الإدارة المالية، وبناء الهيكل المالي، ثم دور الإدارة المالية القائمة على القيمة في تحقيق النمو المستدام للشركات في ظل تداعيات جائحة كورونا، أما الفصل الثاني فقد خُصص لـ عرض ومناقشة الدراسات السابقة، حيث تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث استعرضت الأدبيات المحلية، والعربية، والأجنبية على التوالي.

بينما خُصص الفصل الثالث للدراسة التطبيقية الميدانية، حيث تضمن تحليل وقياس العلاقة بين أثر القيمة المالية على النمو المالي المستدام في مجمع صيدال المدرج ضمن سوق المال الجزائري وذلك للفترة الممتدة من الربع الأول لسنة 2014 إلى غاية الربع الرابع من سنة 2024، وشمل ثلاثة مباحث أساسية، تضمن المبحث الأول الإطار القياسي المتبع في التحليل، والمبحث الثاني تقديم عينة ومتغيرات الدراسة، وأخيراً عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها.

تاسعا: صعوبات الدراسة

تمثلت صعوبات الدراسة بالأساس في ندرة الدراسات التي تناولت بشكل مباشر العلاقة السببية بين الإدارة المالية القائمة على القيمة والنمو المالي المستدام في سياق الأزمات، خاصة داخل الاقتصاد الجزائري مما يفرض تحديا في بناء الإطار المقارن، بالإضافة إلى صعوبة وكيفية الربط بين التحليل النظري للدراسة وإسقاط ذلك تطبيقيا لخلق تناسق وتناغم بين جميع أجزاء الدراسة.

الفصل الأول

الجانب النظري للدراسة

المبحث الأول: ماهية الإدارة المالية

المبحث الثاني: بناء الهيكل المالي

المبحث الثالث: دور الإدارة المالية القائمة على القيمة للنمو المستدام للشركات في ظل تداعيات جائحة كورونا

تمهيد:

يعالج هذا الفصل الإشكالية البحثية المتجذرة في قدرة المؤسسات على استدامة نموها المالي في ظل الصدمات الاقتصادية الهيكلية التي أفرزتها جائحة كوفيد-19، فلقد تسببت الجائحة في إحداث تشوهات عميقة في بيئة الأعمال، تمثلت في اضطرابات سلسلة القيمة، وتآكل قاعدة الطلب، وتزايد الضغوط على هياكل السيولة والربحية، وهذا السياق يبرز الأهمية القصوى لتبني نموذج الإدارة المالية القائمة على القيمة (VBFM) كنهج استراتيجي متقدم، والذي يتجاوز التركيز القصير الأجل على المقاييس المحاسبية الآنية، يهدف هذا التحليل إلى تفكيك آليات عمل الإدارة القائمة على القيمة كأداة لتعزيز المرونة المالية التشغيلية للشركات، وتوجيه قراراتها الرأسمالية والتمويلية لضمان الاستمرارية والقدرة على التكيف، بما يكفل تحقيق نمو مالي يتسم بالثبات والاستدامة في بيئة تتسم بالشك وعدم اليقين، وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث الثلاثة الأساسية التالية:

-المبحث الأول: ماهية الإدارة المالية

- المبحث الثاني: بناء الهيكل المالي

- المبحث الثالث: دور الإدارة المالية القائمة على القيمة للنمو المستدام للشركات في ظل تداعيات جائحة كورونا

المبحث الأول: ماهية الإدارة المالية

من خلال هذا المبحث الأول سيتم التطرق إلى ماهية الإدارة المالية وذلك بتوضيح مفهومها كعملية إدارية تهدف إلى تعظيم ثروة المساهمين، مع تتبع تطورها التاريخي من وظيفة تمويلية بحتة إلى دور استراتيجي محلل للقيمة (المطلب الأول)؛ ثم الانتقال لتحديد وظائفها الأساسية المتمثلة في اتخاذ قرارات الاستثمار والتمويل وتوزيع الأرباح...ألخ (المطلب الثاني)؛ وبما أن للإدارة المالية علاقات ترابطية بالعديد من العلوم الأخرى سيتم التعرف على علاقة الإدارة المالية بباقي بالعلوم الأخرى(المطلب الثالث).

المطلب الأول: مفهوم وتطور الإدارة المالية

تطور الدور المالي من وظيفة تقليدية مقتصرة على توفير التمويل وحسب، إلى وظيفة حديثة إستراتيجية وتحليلية تهدف إلى توجيه القرارات نحو خلق القيمة للشركة والمساهمين، لذلك يمكن التطرق إلى كل من مفهوم وتطور الإدارة المالية كل على حدى وذلك على النحو الآتي:

1. مفهوم الإدارة المالية: تُعدّ الإدارة ظاهرة عالمية وضرورة لا غنى عنها في عصرنا الحالي. فجميع الأفراد والمؤسسات، بغض النظر عن مواردها – سواء كانت واسعة أو محدودة، كبيرة أو صغيرة، ذات قدرات كبيرة أو صغيرة، أو سواء كانت هذه الموارد بشرية أو مالية أو مادية أو معلوماتية – مُلزمون بوضع أهداف وتحديدها.

ويتطلب ذلك وضع خطط واستراتيجيات لتحقيق هذه الأهداف. علاوة على ذلك، تشمل هذه الخطط والاستراتيجيات التعاون بين الأفراد والجماعات لتنسيق جميع الأنشطة التي تُسهم في تحقيق الأهداف المنشودة، والتحكم فيها ومراقبتها وتقييمها.

– تبدأ أهمية الإدارة اليوم مع الأفراد الذين يُشكّلون حياتهم، ويُخططون، ويُحددون مسارهم، ويتقدمون وفقًا لطموحاتهم وتطلعاتهم. ثم تتجلى أهميتها في إدارة المنظمات الصغيرة والكبيرة، التي تتطلب تخطيطًا سليمًا وتنظيمًا فعالًا لضمان استمراريتها ونموها وربحيتها.

وعلى صعيد آخر، فإن الإدارة هي التي أدت، عبر التاريخ، إلى نشأة الحضارات، وسمحت للأمم بالصعود والازدهار، ثم السقوط والزوال، وبفضل التخطيط والإدارة السليمة، مكّنت من ظهور حضارات جديدة. قد تكون الإدارة على المستوى الوطني عاملاً حاسماً. فالعامل الحاسم في تنافسية أي دولة وتقدمها

وازدهارها ونموها هو حاجتها المُلحة إلى تخطيط مواردها، وتنظيم مؤسساتها، وتوفير خدماتها والحفاظ عليها، واستثمار مهاراتها وثرواتها بما يضمن رفاهية مواطنيها وازدهارهم [1].

على الرغم من تعدد تعريفات وتفسيرات مختلف الباحثين في مجالات الإدارة والعلوم الإنسانية، إلا أنه لا يوجد تعريف شامل واحد يُجسّد جوهر الإدارة. ولذلك، فقد جرى تكييف مفهوم علم الإدارة باستمرار مع الاحتياجات والتفسيرات الخاصة بهذا المجال. ومن الأمثلة على ذلك:

– خلال فترات الازدهار الاقتصادي، سعت الشركات إلى توظيف علم الإدارة لإيجاد سبل لتحسين تنظيمها الإداري والإنتاجي، مما حقق زيادات قياسية في الإنتاج.

– في أوقات المنافسة الشديدة، ركّز المديرون والمهندسون على تحسين جودة المنتج وخفض التكاليف لضمان مستوى عالٍ من القدرة التنافسية مقارنةً بالمنتجات المماثلة.

– خلال فترات الركود الاقتصادي، تحوّل تركيز عملية الإدارة إلى تنسيق أنشطة المبيعات لتسويق وبيع المنتجات بما يتماشى مع مصالح الشركة.

باختصار، يمكن تعريف الإدارة على النحو التالي: "عملية تحقيق أهداف المنظمة من خلال تخطيط وتنظيم وتوجيه ومراقبة عناصر عملية الإنتاج والعمليات داخل المنظمة"[2].

التمويل مجال متخصص ضمن الإدارة. يُعرَّف مصطلح "التمويل" بأنه التحكم في التدفقات النقدية داخل أي منظمة، سواء كانت شركة أو بنكًا أو جهة حكومية. الإدارة المالية وظيفة تطبيقية في إدارة الأعمال، تستخدم المبادئ المالية لحل المشكلات المتعلقة بإدارة الأموال. ولها نظرياتها ومفاهيمها ومبادئها الخاصة، التي طورها مديرو الشؤون المالية واستُمدت من تخصصات أخرى كالمحاسبة والاقتصاد وغيرها. تستخدم الإدارة المالية المعلومات التي توفرها المحاسبة لاتخاذ قرارات تُساعد المنظمة

[1] الشميمري أحمد بن عبد الرحمان، **إدارة الأعمال أساسياتها، ومفاهيمها وتطبيقاتها المعاصرة**، العبيكان، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2025، ص 21.

[2] DanishMohd, **Principales of Financial Mangement**, EduGorillaCommunityPvt Ltd, 2024, P02.

على تحقيق أهدافها. تشمل المحاسبة جمع وتصنيف وتسجيل وإعداد التقارير والبيانات المالية، بينما تُعنى الإدارة المالية بصنع القرار[3].

ويمكن تعريف الإدارة المالية بأنها الوظيفة المالية التي تهتم بتنظيم حركة الأموال (تدفقات نقدية داخلة وتدفقات نقدية خارجة) اللازمة لتحقيق أهداف المشروع والوفاء بالالتزامات المالية التي عليه في الوقت المحدد حتى لا يتعرض المشروع إلى عسر مالي سواء كان فني أم حقيقي[4].

كما تعرف على كونها وظيفة من الوظائف الأساسية في منظمات الأعمال والتي لها اتصال مباشر باتخاذ القرارات المالية ودراستها مثل: اتخاذ القرارات الحاسمة بشأن الاستثمار طويل الأجل وهيكل التمويل وتكلفة الأموال، والتمويل طويل الأجل، وكذلك قرارات الاستثمار قصيرة الأجل فالإدارة المالية هي الإدارة المسؤولة بالدرجة الأولى عن دراسة أفضل الأساليب المؤدية للحصول على رأس المال اللازم والطرق المناسبة لاستخدام هذا التمويل من أجل الوصول إلى أهم هدف للشركة وهو تعظيم القيمة السوقية واستثمار رأس المال بكفاءة[5].

وتعرف على أنها النشاط الإداري الذي يهتم بخلق والحفاظ على القيمة الاقتصادية أو الثروة، ويركز هذا التعريف على عملية اتخاذ القرارات المالية في المنظمة وتأثيرها على الثروة أو تعظيم القيمة الاقتصادية للمؤسسة ومن أمثلة هاته القرارات "تقديم منتج جديد أو شراء أصل أو الاقتراض من أحد البنوك....ألخ"، حيث تؤثر هذه القرارات على القيمة الاقتصادية لأسهم الملاك أو المؤسسة بوجه عام[6]، وأيضا هي النشاط الخاص بالحصول على الأموال بالشكل الأمثل وتخصيص هاته الأموال بالطريقة التي تساعد على تعظيم ثروة المساهمين[7]، ويرى بعض العلماء أن الإدارة المالية جزء مكمل للإدارة العليا؛

---

[3]السكارنه بلال، **مبادئ إدارة الأعمال في القرن الواحد والعشرين**، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص 321-322.

4 النعيمي عدنان تايه، **الإدارة المالية**،ط4، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 17.

[5]اليامي صالح عوض وآخرون، **الإدارة المالية ودورها في رفع مستوى جودة الخدمات الصحية**، المجلة الدولية لنشر البحوث والدراسات، 3(37)، 2022، ص 298.

[6]رمضان زياد، **أساسيات الإدارة المالية**،ط4، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، 1996، ص 12.

[7]زهواني رضا وآخرون، **دور الإدارة المالية في صنع القرارات المالية قرار التمويل**، قرار الاستثمار وتوزيع الأرباح، مجلة العلوم الإدارية والمالية، جامعة الوادي، الجزائر، 1(1)، 2017، ص ص 239-240.

وليس فقط كموظفين مختصين ومهنيين بعملية توفير الأموال، وطبقا لتلك الرؤية فإن المدير المالي يتقلد مسؤولية أوسع[8].

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن الإدارة المالية هي الوظيفة الإدارية الأساسية المسؤولة عن التنظيم الأمثل لحركة التدفقات النقدية، واتخاذ القرارات المالية الحاسمة (المتعلقة بالاستثمار والتمويل)، وذلك بهدف الحصول على رأس المال وتخصيصه بكفاءة، مما يؤدي في نهاية المطاف إلى تعظيم القيمة الاقتصادية وثروة المساهمين للمؤسسة والوفاء بالتزاماتها في الأوقات المحددة.

2. تطور الإدارة المالية: في أوائل عشرينيات القرن العشرين، ومع تزايد سعي المؤسسات إلى فرص الاستثمار، برزت حاجة ملحة للتمويل. ونظرًا لحجم الاستثمارات الهائل، اضطلعت الإدارة المالية بدور جديد: تأمين التمويل اللازم، لا سيما من مصادر خارجية، في وقت كانت فيه الأسواق المالية لا تزال في بداياتها. وقد أثبت إقناع الجمهور باستثمار مدخراتهم في قطاع التمويل صعوبة بالغة نظرًا لنقص المعلومات المحاسبية وانعدام الثقة في دقتها.

تميزت هذه المرحلة من تاريخ الإدارة المالية بالتركيز على مصادر التمويل الخارجية والجوانب القانونية التي تضمن حقوق المستثمرين، بينما لم تحظَ الإدارة المالية الداخلية إلا باهتمام ضئيل. في أوائل ثلاثينيات القرن العشرين، وهي فترة اتسمت بالكساد الكبير في أمريكا وإفلاس العديد من المؤسسات، ركزت الإدارة المالية على تدابير ضمان البقاء، مثل تأمين السيولة لتجنب الإعسار، وإعادة الهيكلة، وتحسين هيكل رأس المال، والامتثال للقوانين المنظمة للأسواق المالية. وبشكل عام، ساد مبدأ التحفظ خلال هذه الفترة. ظلّت الإدارة المالية علمًا وصفيًا يركز على المسائل القانونية، مع التركيز على البقاء بدلًا من نشر المعلومات. إلا أنه مع نهاية ثلاثينيات القرن العشرين، أجبرت عمليات الاحتيال وانهيار بعض المؤسسات الهيئات الحكومية على نشر معلومات مالية شاملة عن الشركات لإطلاع الجمهور والمستثمرين على وضعها المالي الحقيقي.

وأدى نشر هذه المعلومات إلى ظهور وظيفة جديدة ضمن الإدارة المالية: التحليل المالي، المصمم لتوجيه المستثمرين نحو فرص استثمارية مناسبة. وخلال أربعينيات وخمسينيات القرن العشرين، ظلّ النهج التقليدي للإدارة المالية، الذي تطور في عشرينيات وثلاثينيات القرن العشرين، هو السائد. ركّز هذا النهج

[8] المرسي جمال الدين، **الإدارة المالية "مدحل اتخاذ القرارات المالية"**، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص 13.

على الإدارة المالية من منظور خارجي – منظور المقرضين والمساهمين – دون مراعاة عمليات صنع القرار داخل المؤسسة. ومع نهاية خمسينيات القرن العشرين، حدث تحوّل جذري: لم تعد الإدارة المالية تركز حصريًا على الجوانب الوصفية، بل حوّلت تركيزها إلى الجوانب الكمية مثل التحليل المالي وتخطيط الموارد المالية. وفي الوقت نفسه، ازداد الاهتمام بالسيولة وإدارة التدفقات النقدية[9].

في أواخر خمسينيات القرن العشرين، طُوّرت أساليب تحليلية جديدة، وتحوّل تركيز المحللين الماليين من جانب الخصوم وحقوق الملكية إلى جانب الأصول في الميزانية العمومية. كما بدأت الشركات باستخدام الحواسيب وتطوير نماذج ومعادلات مالية لتحسين إدارة المخزونات والتدفقات النقدية والمستحقات والأصول الثابتة. تدريجيًا، تحوّل تركيز الإدارة المالية من أصحاب المصلحة الخارجيين إلى الإدارة الداخلية للشركة[10].

في سبعينيات القرن العشرين، ازداد الاهتمام بإدراج التضخم في التحليل المالي. وخلال ثمانينيات القرن العشرين وأوائل تسعينياته، ساهم التقدم التكنولوجي السريع في تطبيقات الحاسوب في تحسين قدرات الإدارة المالية التطبيقية بشكل ملحوظ، وذلك بجعل أدوات التحليل المالي التقليدية أسهل وأكثر كفاءة في الاستخدام. وقد أتاح ذلك إمكانية إجراء حتى أكثر الدراسات والتحليلات المالية تعقيدًا بأقل جهد ممكن، وفي وقت قصير جدًا، وبدقة استثنائية. علاوة على ذلك، برزت قضايا التسعير لمختلف الأدوات الاستثمارية، التقليدية منها والحديثة، خلال هذه الفترة. وفي مطلع القرن الحادي والعشرين، وفي ظل تزايد العولمة والتقدم التكنولوجي، ركزت معظم إدارات التمويل في الشركات بشكل أساسي على تعظيم قيمة المساهمين الحالية[11].

بالتالي يمكن تقسيم تطور الإدارة المالية إلى المراحل الآتية[12]:

– **مرحلة ما قبل القرن العشرين:** حيث كانت الإدارة المالية هي فرع من فروع الاقتصاد، والتقارير المالية تعد من قبل المحاسبة المالية، وكانت تقارير عقيمة لعدم احتوائها على معلومات تحليلية متنوعة.

---

[9] سلامة محمد سلمان، **الإدارة المالية العامة**، دار المعتز للنشر والتوزيع، 2015، ص 16.

[10] الدوري زكريا والعزاوي نجم، **مبادئ إدارة الأعمال (وظائف وعمليات ومنظمات الأعمال)**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2019، ص 158.

[11] سلامة محمد سلمان، **مرجع سابق**، صص16–17.

[12] غذوان علي، **مبادئ الإدارة المالية**، منشورات الجامعة الافتراضية السورية، سوريا، 2020، ص ص 5–6.

– **مرحلة بداية القرن العشرين:** عرفت هذه المرحلة بتحول المنظمات الفردية إلى شركات أشخاص ثم إلى شركات مساهمة أو شركات أموال، كما تمت الاستفادة من مفهوم الإنتاج الواسع. مرحلة العشرينات اهتمت الإدارة المالية في هذه الفترة بمصادر التمويل الخارجية من أجل تمويل

شراء التكنولوجيا الحديثة.

– **مرحلة الثلاثينات:** عرفت هذه المرحلة بفترة الكساد العالمي التي أدت إلى إفلاس الكثير من منشآت الأعمال، الأمر الذي خلق الحاجة إلى الاهتمام بالنواحي القانونية التي تضمن حقوق المنشآت وحقوق المتعاملين معها. كما عرفت هذه الفترة بظهور وظيفة جديدة للإدارة المالية وهي وظيفة التحليل المالي من أجل توعية المستثمرين بفرص الاستثمار المناسبة. مرحلة الأربعينات ركزت الإدارة المالية في هذه الفترة على التحليل المالي والسيولة والتدفقات النقدية والتخطيط لاستخدام الموارد المالية.

– **مرحلة الخمسينات:** طورت الإدارة المالية أساليب كمية لإدارة المخزون والحسابات المدينة والنقد والموجودات الثابتة.

– **مرحلة الستينات:** اهتمت الإدارة المالية بالتخطيط للاستثمار طويل الأجل، وإعداد الموازنات التقديرية، ودراسة تكلفة التمويل والهيكل الأمثل للتمويل.

– **مرحلة السبعينات:** ركزت الإدارة المالية على تنويع المحفظة وإدخال عنصر التضخم في إعداد القوائم المالية.

– **مرحلة الثمانينات:** عرفت هذه الفترة ببيع وشراء المعلومات التي تقدمها الإدارة المالية مثل أي سلعة أخرى. وقد ساعد في ذلك التطورات التكنولوجية المتسارعة في مجال استخدامات الحاسوب، حيث أصبح بالإمكان إجراء الدراسات والتحليلات المالية مهما كانت معقدة بأقل جهد ووقت ممكنين وبدقة متناهية.

– **مرحلة التسعينات:** تم التركيز على نقل الأموال عبر الدول والاستثمار العالمي. مرحلة بداية القرن الحالي وحتى الآن التركيز الرئيسي الذي يشغل معظم الإدارات المالية للمنشآت في هذه الفترة هو تعظيم القيمة الحالية للمنشأة في ظل الاتجاهات المتزايدة نحو العولمة والتكنولوجيا.

المطلب الثاني: وظائف الإدارة المالية

تهتم وظائف الإدارة المالية بالأدوار والمهام العملية المنظمة التي يقوم بها المدير المالي، وتتمحور حول إدارة تدفقات الأموال الداخلية والخارجية، الهدف من هذه الوظائف هو ضمان توفر السيولة الكافية والتخصيص الأمثل لرأس المال، بما يدعم الإستراتيجية العامة للشركة ويساهم في تعظيم قيمتها.

1. وظيفة اتخاذ القرارات: اتخاذ القرار من وجهة نظر علماء الإدارة يعني أنه يوجد في موقف معين أكثر من طريقة لمواجهته وهاته الطرق تسمى بدائل، فإذا لم يكن هناك غير حل واحد يجد سلوكه حتما لم يكن بصدد قرار وقد يكون أمام متخذ القرار أو الامتناع عنه، هذه الحالة يكون أمامه بديلان لا بديل واحد وهما اتخاذ القرار والامتناع عنه ويتطلب وجود القرار أن يتم اختيار واع لأحد البدائل المتاحة[13]، وتمثل هاته الوظيفة جوهر العملية الإدارية لأي تخصص وظيفي في المؤسسات حيث أن اتخاذ القرار يعد أساس العملية الإدارية لأي تخصص وظيفي في المنظمة.

وتهدف هاته القرارات إلى تحقيق هدف استراتيجي يتمثل في تعظيم ثروة الملاك وتعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد، بالإضافة إلى تحقيق أقصى العوائد الممكنة للمؤسسة، مع الحفاظ على السيولة وتتمثل هذه القرارات في قرار التمويل، قرار الاستثمار، بالإضافة إلى قرار توزيع الأرباح[14]، هناك مجموعة من العناصر التي يجب توفرها عند اتخاذ أي قرار ولا يمكن اعتبار أي عملية اتخاذ قرار إلا بوجود هاته العناصر والمتمثلة بالآتي[15]:

– **الهدف من اتخاذ القرار**: لا يتخذ القرار إلا إذا كان هناك هدف معين، وتعتمد أهمية القرار على درجة الهدف المراد تحقيقه، وكلما كان الهدف واضحا ساعد ذلك على اتخاذ القرار السليم.

– **الدافع:** لا يتخذ القرار إلا إذا كان وراءه دافع معين لتحقيق الهدف، مثلا هدف مضاعفة قيمة المنشأة، الدافع وراءه درجة الوضوح في المشروع الذي يتم اختياره هو الربح أي أن الدافع هنا تحقيق الربح المرغوب به.

---

[13] حسان محمد إبراهيم والعجمي محمد حسين، **الإدارة التربوية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص 173.

[14] محمد نظير رياض، **الإدارة المالية والعولمة**، المكتبة العصرية، المنصورة، مصر، 2001، ص 19.

[15] علي بركات عباس وعزت عبد الله، **مدخل إلى علم الإدارة**، ط2، وحدة الحدباء للطباعة والنشر، الموصل، العراق، 1998، ص ص 104-105.

– **التنبؤ:** وهو أمر يتعلق بتقدير ما سيحدث في المستقبل في حالة اتخاذ قرار معين ذلك أن معظم القرارات تتعامل مع المستقبل واتجاهاته، والمتغيرات المحتملة وتحديد انعكاساتها على الشركة.

– **البدائل:** تواجه المدير مواقف تتطلب منه اتخاذ القرارات ووجود عدد كبير من البدائل، ووجب عليه تخفيض عدد البدائل إلى أدنى ما يمكن.

– **قيود اتخاذ القرار:** يواجه متخذ القرار قيودا كدرجة المخاطرة والتأكد من المردود، الخبرة ومدة تنفيذ القرار، لذا وجب عليه أخذها بالاعتبار ودراستها حتى يتمكن من التأكد من صحة وسلامة قراره وانعكاساته على الشركة في المستقبل الذي يكتنفه الغموض.

تبرز أهمية اتخاذ القرارات في العصر الحديث بكل ما فيه من تغيرات سريعة أثرت على كل المنشآت القائمة سواء في الدول الغنية أو الدول الفقيرة، كما وأنه في ظل الثورة التكنولوجية تضاءلت المسافات وأصبح عنصر الوقت أهم عناصر اتخاذ القرارات، ففي الوقت الذي ساعدت فيه الثورة التكنولوجية الحديثة على وصول الإنسان إلى الكواكب الأخرى، ويعود إلى الأرض مرة أخرى، نجد أن هناك من بني الإنسان من يجوع ويموت من قلة الطعام أو الجفاف، هذا التناقض الكبير من مظاهر الحياة البشرية يجعل عملية اتخاذ القرارات ذات أهمية كبيرة سواء لتقدم الإنسان أو لتخلفه من غير البشر.[16]

يعتبر اتخاذ القرارات الإدارة من المهام الجوهرية للمدير، كما وصفت عملية اتخاذ القرار بأنها قلب الإدارة، وأن مفاهيم النظرية الإدارية يجب أن تكون مستمدة من منطلق وسيكولوجية الاختيار الإنسان ي، كما وصف المدير بأنه متخذ القرارات، وأن قدرته على اتخاذ القرارات وحقه النظامي في اتخاذها والذي يميزه عن غيره من أعضاء التنظيم الإداري، ومن هنا أصبحت عملية اتخاذ القرار محور العملية الإدارية وأصبح مقدار النجاح الذي تحققه اية شركة يتوقف على قدرة وكفاءة قيادتها على اتخاذ القرارات المناسبة، وذلك لأن عملية اتخاذ القرارات تشمل من الناحية العملية، كافة جوانب التنظيم الإداري ولا تقل أهمية عن

[16] المنصري أحمد محمد، **الإدارة الحديثة: الاتصالات، المعلومات، القرارات**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر 2008، ص 221.

عملية التنفيذ وترتبط بها ارتباطا وثيقا، وأن أي تفكير في العملية الإدارية ينبغي أن يركز على أسس وأساليب اتخاذ القرارات كما يركز على أسس وإجراءات تنفيذها[17].

ولقد جعل علماء الإدارة من اتخاذ القرارات موضوعا رئيسيا من دراساتهم وأصبح يحتل جزءا بارزا في معظم كتب الإدارة العامة وإدارة الأعمال وعلم النفس ..ألخ، مما زاد من أهمية اتخاذ القرارات ودورها في تحقيق أهداف الإدارة وما تشهده التنظيمات الإدارية الحديثة من مشكلة تعدد وتعقد أهدافها، ووجود التعارض بين هاته الأهداف أحيانا، إذ لم يعد التنظيم الإداري يسعى إلى تحقيق هدف واحد كما كان من قبل، وإنما عليه أن يسعى إلى تحقيق العديد من الأهداف المعقدة والمتشابكة، مما زاد من المشاكل التي تواجه قيادة هاته التنظيمات وما استبعد ذلك من اتخاذ العديد من القرارات لمواجهة هاته المشاكل[18].

2. وظيفة التخطيط المالي: التخطيط المالي هو أسلوب يعتمد على التفكير في المستقبل والتوقع المبني على تحليل الماضي واستقراء المستقبل[19]، كما يمكن تعريف التخطيط المالي بأنه الوظيفة التي تقوم بتحليل فرص الاستثمار والتمويل التي تمنح للمؤسسة، والتنبؤ بالنتائج المستقبلية للقرارات المتخذة اليوم، وربطها بالقرارات المتخذة مستقبلا لتجنب المفاجآت[20]، بالتالي فالتخطيط المالي هو التهيؤ والاستعداد للمستقبل، أي الاستعداد لتصوير مجموعة العلاقات المالية فيما بين الإدارات التنفيذية داخل الشركة من جهة والمحيط الاقتصادي الذي تعمل فيه من جهة ثانية[21]، ويهتم التخطيط المالي بالمجالات التالية[22]:

– يعتبر التخطيط للسيولة والربحية ثنائية من أهم المشاكل التي تواجه الوظيفة المالية في تحقيق التوازن بين الاستثمار الكامل للموارد المالية لتعظيم أرباح المشروع من جهة وبين ضرورة الاحتفاظ بجزء من تلك

---

[17] العجمي محمد حسين، **القيادة الإدارية**، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2008، ص 230.

[18] كورتل فريد ومغليطا الهام، **الاتصالات واتخاذ القرارات**، دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص 156.

[19] ص 247.

[20] Richard A. Brealy, Stewart C Myers, Pierre Laroche, **Principes de Gestion Financiere des Societes**, McGraw-Hill 2eme Edition, canada, 1992.P 1075.

[21] فلاق نور الدين، **دور التخطيط المالي في اتخاذ القرارات المالية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة حالة مؤسسات المباني الصناعية والنحاسية (BATICIC) خلال الفترة 2021-2022**، مجلة ايليزا للبحوث والدراسات 8(01)، 2023، ص 12.

[22] مقران فريد، **التخطيط المالي للمشاريع الاستثمارية دراسة حالة شركة سونطراك، فرع نشاط المنبع**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع: تخطيط وتنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر، 2005-2006، ص 47-48.

الموارد في شكل نقدي بغية مواجهة المخاطر التي قد يتعرض لها المشروع حين لا تتوفر لديه السيولة الكافية، إذ على الأصول أن تجعل في حالة سيولة مناسبة، أي في شكل نقدي فعلا أو يمكن تحويلها إلى نقدية عن طريق أعمال المشروع العادية خلال فترة تكفي لقيام الإدارة المالية بإيفاء التزاماتها.

– إن التخطيط للمخزون السلعي يحدد لنا المستوى الاقتصادي المناسب الذي ينبغي الاحتفاظ به من هذا المخزون، فالمخزون الزائد عن اللازم يعني تجميد أموال المشروع وتركها عاطلة بالإضافة إلى تكاليف الاحتفاظ به والمخزون الناقص عن اللازم يعني زيادة احتمالات توقف الإنتاج وعدم انتظامه واستمراره وبالتالي التشغيل بطاقة إنتاجية غير كاملة والنتيجة في كلتا الحالتين هي ارتفاع تكاليف الإنتاج الذي يؤدي بدوره إلى انخفاض ربح المشروع.

– إن التخطيط الاستثماري من أهم القرارات التي تشارك في اتخاذها الإدارة المالية، فهو يهدف إلى تجنب الاستثمارات التي لا لزوم لها أو اختيار الأكثر ربحية منها، وتتوقف درجة الخطورة على حجم المبالغ المستثمرة، الأمر الذي يؤثر على المشروع الفترات زمنية قد تكون طويلة.

– إن التخطيط للهيكل المالي يمكن صوغه بالإجابة عن التساؤلات التي تطرح حول المخطط المالي، هل يملك المشروع الأموال اللازمة لخططه المختلفة؟، وإذا كانت الإجابة بالنفي فهل يمكن الحصول عليها؟، ومن أية مصادر؟ وبأية تكلفة؟، وكيف تكون هيكلتها.

إن الخطة المالية الناجحة يجب أن تساهم في توفير السمات والخصائص التالية[23]:

–**البساطة:** وذلك من أجل ضمان إدراكها وفهمها ومن ثم إمكانية تطبيقها بسهولة من قبل العاملين في الإدارة المالية وغيرها من أقسام المؤسسة.

– **اقتصادية:** حيث أن الخطة المالية يجب أن تأخذ بالحسبان الفوائد المستحقة على التمويل المقترض كونها تمثل مقادير ثابتة من التدفقات الخارجية عند تصميم هيكل رأس المال.

– **السيولة:** حيث أن الخطة المالية يجب أن تحرص على إدامة رصيد نقدي كاف لمواجهة الالتزامات المالية بالمقدار والوقت المناسبين.

[23] فلاق نور الدين، **مرجع سابق**، ص 14.

– **بعد النظرة أو البصيرة:** حيث يتوجب من الخطة المالية أن تحفظ بالذاكرة أن الاحتياجات إلى الأموال حاليا ومستقبلا لاستثمارها في أصول ثابتة طويلة الأجل وأصول قصيرة الأجل، وأن تبنى الخطة على أساس التنبؤ بالتطور الذي قد يحصل في كل من الطلب، التكنولوجيا والتغيرات البيئية الأخرى.

– **طويلة الأجل:** كما هو معروف أن الخطة المالية يجب أن تلبي الاحتياجات المالية لأنشطة المؤسسة قصيرة الأجل، إلا أنها يجب أن لا تغفل احتياجات المؤسسة على الأمد البعيد.

– **الموقفية:** فالخطة المالية لا بد أن تضع في حسابها الأحداث الطارئة وغير المنظورة والتي يمكن أن تحدث بعد وضع الخطة موضع التنفيذ.

– المرونة: إن المؤسسة تعمل ضمن بيئة متغيرة الأمر الذي يفرض على الخطة المالية أن تتمتع بالمرونة الكافية التي تجعلها أكثر قدرة على التكيف مع التغيرات التي يمكن أن تحصل في الظروف البيئية.

– **الأمثلية:** على الخطة المالية أن تديم المبادلة ما بين الربحية والسيولة والأمثلية تعني الاستخدام الأمثل للموارد النقدية عن طريق إدامة رصيد كاف يوفر كل من الربحية والملاءة المالية.

وتستطيع المؤسسة أيضا من خلال وظيفة التخطيط المالي التعرف على الأزمات التي تحدث لها، والتي قد ترجع إلى أحد الأسباب التالية[24]:

– **عدم دقة التخطيط:** يرجع سبب هذا الانحراف إلى عدم توخي الدقة الكافية في رسم الخطة المالية أو في حصر الظروف المحيطة أو عدم القدرة على التكيف مع هاته الظروف؛

– **عدم كفاءة التنفيذ:** يظهر هذا الانحراف بسبب عدم كفاءة جهاز التنفيذ المسؤول عن تنفيذ الخطط الموضوعة بأوجه نشاط المؤسسة، والذي ينشأ عن أسباب عديدة منها ضعف القرارات المتخذة، ضعف كفاءة الأشخاص المسؤولين عنها أو عدم الأخذ بمرونة الخطة بشكل يمكن من مواجهة التغيرات؛

– **عدم دقة التخطيط وعدم كفاءة التنفيذ:** حيث ينتج هذا الانحراف نتيجة ضعف الدقة في الخطط الموضوعة، بالإضافة إلى عدم وجود جهاز التنفيذ الكفء الذي يتحمل مسؤولية التنفيذ؛

– **التأثير السلبي:** ويتمثل في التأثير السلبي لعناصر البيئة الخارجية عن نشاط المؤسسة، وعدم وجود جهاز لليقظة داخل المؤسسة يعمل على التنبؤ بهاته التغيرات وإعداد إستراتيجية لمواجهتها والتكيف معها.

---

[24] الزبيدي حمزة محمود، **أساسيات الإدارة المالية**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص ص 66-67.

3. وظيفة الرقابة المالية:تعتبر الرقابة المالية بأنها النشاط الذي تقوم به الإدارة لمتابعة تنفيذ السياسات الموضوعية وتقييمها والعمل على إصلاح ما يعتريها من ضعف في تمكين تحقيق الأهداف المنشودة[25]، أما المفهوم الحديث للمراقبة المالية فيشمل جانبين أساسين وهما توافق المراقبة مع التطورات في شتى الميادين والقدرة على مواجهة الأنشطة غير المشروعة، حيث يمكن أن نعرف المراقبة المالية الحديثة على أنها المسائلة المالية التي تقوم بها سلطة أو هيئة متخصصة لها الصلاحيات الكاملة في المراجعة والفحص الموضوعي لنفقات وموارد الدولة لتحقيقها وتحليلها من حيث الاقتصاد والكفاءة والفاعلية لتقييمها ماليا وتقويمها إداريا وقانونيا في الوقت المناسب وبالتكلفة المعقولة[26]،كما يقصد بالرقابة المالية مجموع العمليات اللازمة لمتابعة أعمال تنفيذ الخطط والسياسات الموضوعة بقصد التعرف على أي انحرافات ومعالجتها في الوقت المناسب[27].

تتمثل الأهداف الحديثة للرقابة المالية في مدى قدرة الإدارة في تنفيذها للميزانية العامة تماشيا مع السياسة المتبعة، ويتم التأكد من توفر المعلومات الكافية وتبيان الأنظمة والإجراءات المستخدمة، كما يظهر آثار التنفيذ على مستوى النشاط الاقتصادي وتوجهاته، ومن خلال الربط أيضا بين التنفيذ وما يتخلله من إنفاق، بالنظر إلى النتائج التي تترتب عن هذا التنفيذ[28]، في حين يمكن تصنيف الأهداف الأساسية للرقابة المالية إلى[29]:

- **أهداف سياسية:** تتمثل في التأكد من عدم تجاوز الأولويات والمخصصات التي صدرت بخصوص تنفيذ المشاريع والخدمات العامة؛

- **أهداف اقتصادية:** تتمثل في كفاية استخدام الأموال العامة والتأكد من استثمار الأموال في أفضل الأوجه التي تحقق النفع العام وعد الإسراف في صرفها، والاهم الحفاظ على الأموال العامة من التلاعب والسرقة والإهمال من كل أوجه سوء الاستعمال؛

---

[25] عياصرة بسام عبد الرحيم، **الرقابة المالية في النظام الاقتصادي الإسلامي**، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 27.

[26] ساجي فاطمة وبوهنة علي،**الرقابة المالية في الجزائر بين الواقع والتحديث**، مجلة المعيار، المركز الجامعي بتيسمسيلت، الجزائر، 12، 2015، ص 292.

[27] حماد أكرم إبراهيم، **الرقابة المالية في القطاع الحكومي**، دار الثقافة، الأردن، 1998، ص 14.

[28]بورطالة علي، **المراقب المالي في الجزائر**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الإدارة والمالية العامة، كلية الحقوق، جامعة الجزائر 1، 2013-2014، ص 19.

[29] الوادي محمود جسين، **مبادئ المالية العامة**، ط2، دار الهدى، عين مليلة، الجزائر، 2003، ص 194-195.

– **أهداف قانونية:** تتجلى في التأكد من مدى مطابقة التصرفات المالية للقوانين والتعليمات الصادرة سواء فيما تعلق بالنفقات أو الإيرادات العامة، والحرص على تطبيق مبدأ المسؤولية والمحاسبة، لمعاقبة المسؤولين عن أي انحرافات أو مخالفة التي من شأنها الإخلال بحسن سير الأداء المالي؛

– **أهداف اجتماعية:** تتمثل في منع ومحاربة الفساد الإداري والاجتماعي بمختلف صوره مثل: الرشوة والسرقة والإهمال وغيرها؛

– **أهداف إدارية وتنظيمية:** تتمثل في تحسين عملية التخطيط وزيادة فعاليته، والكشف عن بعض عيوب التخطيط، مع توجيه التنظيم لإنجاز الأغراض والأهداف المحددة للمؤسسة بفعالية وكفاءة، وكذا تصحيح الانحرافات البسيطة، ومنع تفاقمها واتخاذ الإجراءات التصحيحية قبل تفاقم الأمور، واتخاذ القرارات المناسبة من خلال المعلومات التي تقدمها لمتخذي القرار.

4. وظيفة التنظيم المالي:تعتمد الإدارة المالية على التنظيم المالي كوظيفة منظمة للعملية المالية، ويقصد بالتنظيم المالي جميع الفعاليات التي تمارسها الإدارة لتحقيق أهدافها المالية، ومن خلال توزيع الوظائف وتجميعها وفق أسس معينة، تضمن تحديد المسؤوليات وتحويل الصلاحيات، ويأتي الإنجاز الجيد للعملية المالية وفق تسلسل السلم التنظيمي للإدارة المالية، لهذا وجب أن تكون الصلاحيات والمسؤوليات المحددة واضحة ومتناسبة مع حجم الشركة، ومع طبيعة الأعمال، والمهام والمسؤوليات المنوطة بها[30]، ويمثل التنظيم تحديدا للأنشطة التي تقوم بها المشروع لبلوغ أهدافه بكفاءة ثم توزيع وتجميع هاته الأنشطة للأفراد والعاملين، وفق أسس معينة، تمثل التخصص الوظيفي في العمل، وبالتالي توضيح الصلاحيات والمسؤوليات من حق شرعي في اتخاذ القرارات، توجيه الأوامر والتعليمات، ودرجة المركزية واللامركزية المطلوبة، ويساعد وجود الإدارة المالية في هذا الموقع على إبراز دورها فيما يتعلق باستثمار الأموال وحركتها داخل المشروع وعلاقتها المالية الخارجية، هذا ويغلب طابع التجميع الوظيفي في تنظيم الوظيفة المالية، وذلك لما يتميز به هاته الوظيفة من تخصص نوعي، بالإضافة إلى فوائد تخصص العمل في هذه الإدارة والمتمثل بسلامة التخطيط والرقابة الماليين، وأهمية القرارات المالية المتخذة ثم طبيعة العمل ومتطلباته، ويختلف الهيكل التنظيمي للإدارة المالية من مؤسسة اقتصادية إلى أخرى، تبعا لنوع وحجم القطاع الذي يعمل فيه، وطبيعة نشاطه ودرجة تعقيده[31].

[30] زهواني رضا وآخرون، **مرجع سابق**، ص 240.

[31] السامرائي عدنان هاشم، **الإدارة المالية –منهج تحليلي شامل**، ط2، الجامعة المفتوحة، طرابلس، ليبيا، 1997، ص ص 31–32.

المطلب الثالث: علاقة الإدارة المالية بالعلوم الأخرى

من خلال هذا المطلب سيتم تسليط الضوء على علاقة الإدارة المالية بالعلوم الأخرى نظرا إلى الطبيعة البينية والتكاملية للإدارة المالية، حيث تتبادل المعرفة وتعتمد بشكل أساسي على الأطر والمفاهيم والأدوات التحليلية المستمدة من تخصصات أخرى مثل: المحاسبة (للحصول على البيانات) والاقتصاد (لفهم السوق وبيئة اتخاذ القرار)...ألخ، مما يضمن أن قراراتها المالية تكون شاملة ومستنيرة.

1. علاقة الإدارة المالية بالمحاسبة: إن العديد من مسائل المالية العامة وخاصة الضرائب، تستلزم العديد من المعرفة والإلمام بأصول المراجعة وفنونها من استهلاكات وجرد واحتياطات وعمل الحسابات الختامية والميزانية العامة للدولة وتنفيذها والرقابة عليها، وكلما زاد تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، كلما زادت العلاقة بين المالية العامة والمحاسبة، إذ يستدعي ذلك نشر ميزانيات تجارية لمشروعات الدولة إلى جانب البيانات المالية، الخاصة بها والواردة في ميزانيات الدولة أو الميزانيات المستقلة أو الميزانيات الملحقة، تعد المحاسبة من الوسائل المهمة والتي تزود الإدارة بالمعلومات المالية والاقتصادية والتي تساعدها في التخطيط والتنظيم والتوجيه والرقابة[32]، أي أن الإدارة تعتمد على المحاسبة في اتخاذ القرارات المهمة من خلال الاعتماد على المعلومات المحاسبية التي تقدمها المحاسبة[33].

وقد كان التصور العام بعدم وجود فصل بين قسمي المحاسبة والإدارة المالية إلا أن التطور التكنولوجي والتوسع في استخدام أدوات الإدارة المالية المعاصرة قد عزز تطور الانفصال بين الإدارة المالية والمحاسبة حتى أصبح قسم المحاسبة جزء من الإدارة المالية للمشروع التي تشرف على تسيير قسم المحاسبة، وتعتمد الإدارة المالية على مخرجات المحاسبة في عمليات التحليل والاستقراء والاستنباط وعرض البيانات، لكن التميز يصبح واضحا إذا عرفنا أن اهتمام المحاسبة ينصب أساسا على جمع البيانات المالية وتصنيفها ووضعها في قوائم مالية، في حين أن اهتمام الإدارة المالية الأساسي هو عملية التحليل لتلك القوائم والبيانات واتخاذ القرارات[34].

2. علاقة الإدارة المالية بالاقتصاد الجزئي: تهتم نظرية الاقتصاد الجزئي بالأداء الاقتصادي الفعال للمشروع، أي أنها تؤثر على الإجراءات والتصرفات التي تحقق الأداء المالي الجيد، لذلك فهي تهتم بالعلاقة بين الطلب والعرض واستراتيجيات تعظيم الأرباح (PROFIT MAXIMIZATION)، حيث تستند

---

[32] ناشد سوزي عدلي، **أساسيات المالية العامة**، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2009، ص 9.

[33] راضي خليل ومشكور جايد، **أساسيات المحاسبة المالية**، جامعة الفرات الأوسط التقنية، السماوة، العراق، 2020، ص 15.

[34] آل الشيب دريد كامل، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**، ط2، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2009، ص 33.

على هذه الأخيرة في رسمها لكل من النظريات الاقتصادية الجزئية، خاصة القرارات المتعلقة بتحديد التشكيل الأمثل لعوامل الإنتاج والمنتجات والمستويات المثلى للمبيعات، واستراتيجيات التسعير للمنتجات، حيث تتأثر هذه الجوانب بالنظريات الاقتصادية الجزئية، فتوجد نظريات تساعد في قياس مستوى المنفعة والخطر (RISK)، ومحددات القيمة أو الثمن، وإذا لم يستطيع المدير المالي تطبيق هاته النظريات فإنه على الأقل يعمل من خلال مجموعة من المبادئ العامة في هذه النظريات.

وباختصار من الضروري المعرفة بالعلوم الاقتصادية لفهم البيئة المالية (FINANCING ENVIRONMENT)، ونظريات اتخاذ القرار (THE DECISION THEORIES) وهما يشكلان جوهر الإدارة المالية المعاصرة، فالاقتصاد الكلي يزود المدير المالي برؤية واضحة عن السياسات الخاصة بالمنظمات الحكومية والمالية وغيرها، التي من خلالها تتدفق الأموال والائتمان، وتعمل على ضبط النشاط الاقتصادي العام، وللعمل داخل البيئة التي تشكلها هاته المؤسسات فلا بد من الإلمام بالاقتصاد الجزئي كأساس لرسم تخطيط العمليات وتعظيم الأرباح، فلا يواجه المدير المالي المنافسين فقط داخل الصناعة، وإنما عليه أن يتصدى للظروف الاقتصادية المرتقبة سواء كانت ملائمة أو غير ذلك[35].

3. علاقة الإدارة المالية بالاقتصاد الكلي (التجميعي): إن رواد النظرية مثل: Chareaux , Cose, Making, Jensen وغيرهم هم اقتصاديون، حتى أن النظرية المالية تعتمد بشكل كبير على النظريات الاقتصادية مثل: نظرية الألعاب (Game Theory) أو نظرية تكلفة الصفقة (Transaction CostsTheory)، إن التلاقي الحاصل بين الإدارة المالية والاقتصاد ينشأ من تلاقي أهدافهما، حيث يهدف علم الاقتصاد إلى دراسة الظروف الاقتصادية واستغلال الموارد المتاحة بالشكل الأمثل، وهذا ينطبق مع الأهداف التي تسعى الإدارة المالية إلى تحقيقها والمتمثلة بتعظيم ثروة الملاك الذي يقتضي الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة.

وبالتالي الاستخدام الأمثل للموارد على مستوى الاقتصاد الوطني[36]، ويعتبر العالم آدم سميث من السباقين الذين كتبوا عن الاقتصاد وعلاقة الاقتصاد بالإدارة وذلك في كتابه ثروة الأمم The Wealth of Nation حيث يقوم علم الاقتصاد على دراسة وسائل الندرة ومفاهيم العرض والطلب والتضخم والعمالة والبطالة وغيرها من المفاهيم الأخرى التي لها صلة مباشرة بعلم الإدارة، وما نلاحظه هو أن إدارة الأعمال ما هي إلا ترجمة حقيقية لتلك المفاهيم والنظريات، فالمدير يجب أن يكون ملما بعلم الاقتصاد ومفاهيمه المختلفة من مستوى الطلب وحاجات السوق والأسعار والتضخم والكساد وغيرها[37].

---

[35] معراج هواري وآخرون، **القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية**، المنهل، 2016، ص ص 29-30.

[36] غذوان علي، **مرجع سابق**، ص ص 6-7.

[37] العتيبي ضرار، **العملية الإدارية مبادئ وأصول علم وفن**، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2022، ص 56.

كما أن الإدارة المالية لها علاقة وطيدة بعلم الاقتصاد، وخاصة فيما تعلق بالتخطيط؛ لتقدير حاجة المنشأة من الأموال، واستخدام هاته الأموال الاستخدام الأمثل، حيث يعرف الاقتصاد بأنه الاستخدام الأمثل للموارد؛ لتحقيق أهداف المجتمع، والإدارة المالية تسعى لاستخدام أمثل لموارد المنشأة، لذلك فإنها تعتبر جانبا من جوانب النظرية الاقتصادية للمشروع[38].

يهتم الاقتصاد التجميعي بالبيئة التي تمارس فيها وظائف التمويل، لذلك تفيد النظريات الاقتصادية في تفهم المتغيرات التي ذات العلاقة بهذه البيئة، فهو يهتم بالنظام المصرفي ككل، والوسائط الماليين، وكذلك السياسات المالية الحكومية، ومتابعة النشاط الاقتصادي داخل المجتمع، وكيفية السيطرة عليه، لكن هذه النظريات لا تعترف بالحدود الجغرافية لذلك فهي تتطرق إلى المنظمات والمؤسسات المالية للدولة حيث تتدفق الأموال فيما بينها.

وطالما أن المشروع جزء من هاته البيئة، فمن الضروري أن يلم المدير المالي بالإطار التنظيمي لهذه المنظمات، والآثار المترتبة على السياسات الاقتصادية، وأثرها على بيئة القرار، أي أنه يمكن القول بأن المدير المالي لا يستطيع القيام بوظائفه بطريقة مرضية إذا لم يكن متفهما لهذه العلاقات، وعليه أيضا تتبع أثر التغير في السياسة المالية على مقدرة الشركة في الحصول على الأموال، وتحقيق الأرباح وكذلك الإلمام بمختلف المنظمات المالية، وشروطها ونظام العمل بها، وتقدير مصادر الأموال المحتملة والمناسبة للشركة[39].

4. علاقة الإدارة المالية بعلم النفس: يقوم علم النفس بدراسة الجوانب غير المادية في الفرد، فهو يهتم بالإنسان من حيث سلوكه ورغباته ودوافعه وحوافزه ومثبطاته وطموحاته وشخصيته وما إلى ذلك من الخصائص التي تعود إليه، إن تجاهل النظرية المالية التقليدية لعلم النفس واهتماماته شكل مجالاً واسعاً لانتقاد هذه النظرية واتهامها بالعجز في تفسير سلوك المستثمرين وقرارات المديرين الماليين.

الأمر الذي شكل أساساً لولادة النظرية المالية السلوكية (Behavioral Financial Theory) التي تسعى إلى تقديم تفسيرات للحالات غير العادية التي تتعرض لها أسواق رأس المال من التشوهات واللاعقلانية وفقاعات المضاربة، كما تبحث عن أساليب لتفاديها، إضافة إلى شرح كيف يتم الاستثمار والتمويل في أسواق رأس المال من منظور السلوك الإنسان ي، كما تسعى هذه النظرية إلى تقديم تفسيرات للقرارات التي يأخذها المدير المالي، الأمر الذي عجزت عنه النظرية المالية التقليدية التي ركزت على الجانب الكمي للقرار وعلى افتراض العقلانية المطلقة لمتخذه.

[38] المغربي محمد الفاتح محمد بشير، **الإدارة المالية**، دار النشر للجامعات، ط1، القاهرة، مصر، 2014، ص 11.

[39] معراج هواري وآخرون، **مرجع سابق**، ص ص 30-31.

5. علاقة الإدارة المالية بعلم الاجتماع:يقوم علم الاجتماع Sociology بدراسة المجتمع من حيث مكوناته وخصائصه وتنظيمه ونموه وتطوره، والعوامل المؤثرة فيه وتبعا لدراسات Hofstede فإن المجتمعات تتمايز عن بعضها البعض تبعاً لأربعة عوامل: هرمية السلطة الذكورة / الأنوثة، الفردية/الجماعية، السيطرة على حالات عدم التأكد، وانطلاقا من ذلك يمكن ربط الإدارة المالية بعلم الاجتماع، فالمدير المالي المنحدر من مجتمع يتمتع بثقافة فردية أو قيم مذكرة أو سيطرة ضعيفة على حالات عدم التأكد أو هرمية ضعيفة في السلطة يمكن أن يتخذ قرارات مالية أكثر مخاطرة من مدير مالي منحدر من مجتمع يتمتع بثقافة جماعية أو قيم مؤنثة أو سيطرة قوية على التأكد أو هرمية شديدة في السلطة، كما يمكن الربط بين الإدارة المالية وعلم الاجتماع منحا لا تعلم خلال فكر Max Weber الذي اعتبر أن العقلية البروتستانتية المسيطرة في المجتمع الأمريكي تفسر تطور الأسواق المالية في أمريكا، وسيطرة العقلية الكاثوليكية في فرنسا تفسر عدم تطور الأسواق المالية في فرنسا مقارنة بأمريكا[40].

بالتالي يركز علم الاجتماع اهتماماته في المشكلات المتعلقة بالمجتمعات الإنسان ية، ويعتبر أحد الروافد الأساسية في العلوم السلوكية والمفاهيم المتعلقة بالسلوك الإداري، ويعتبر دراسة المجتمعات والجماعات والأسس التي تقوم عليها وعلاقاتها ببعضها البعض، ولذلك أهمية كبيرة لكون الجماعات ذات تأثير كبير عن تفكير الإدارة وسياستها وبرامجها ونشاطها، كما أن علم الاجتماع ذو صلة وثيقة بالإدارة والتنظيمات الاجتماعية، فهو يهدف إلى دراسة ومعرفة القواعد والتقاليد التي تحكم العلاقات بين الأفراد داخل المنظمة، مما سهل على المدراء معرفة أمور كثيرة عما يدور أو يحكم عمل الجماعة أو الفرد، وخاصة عن التنظيمات غير الرسمية وعلاقتها بالتنظيمات، وأي مفاهيم أخرى لها صلة تؤثر على الجماعة بما يخدم أهداف التنظيم والعاملين[41].

6. علاقة الإدارة المالية بعلم الحاسوب:إن تطور علم الحاسوب لا سيما بالجانب المتعلق بالبرمجيات سهل عمل المدير المالي بشكل كبير، ومكنه من اتخاذ قرارات مالية معقدة بشكل دقيق، فأصبح بإمكان المدير المالي اليوم بفضل تطور علم الحاسوب الربط بين كميات كبيرة من البيانات ولفترات طويلة وتحليل هذه البيانات بوقت أقل وجهد أقل ودقة أكبر، كما أن هذا التطور مكن المدير المالي من رقابة مختلف العمليات المالية داخل المنشأة[42]،كان أول حاسوب في مجال احتساب الرواتب وإصدار الفواتير وإدخال وإخراج البضائع من والى المخزون، ومعلومات عن الأسواق وعن تفضيل العملاء المناطق الجغرافية وما شابهها، قدم الحاسوب إلى الإدارة المالية مجموعة جديدة من الأدوات بها توضع معايير

[40]غذوان علي، **مرجع سابق**، ص ص 6-7.

[41]عبوي زيد وآخرون، **المفاهيم الإدارية الحديثة**، دار المعتز للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2015، ص 28.

[42]غذوان علي، **مرجع سابق**، ص 8.

التشغيل لتحقيق أهداف الربحية، ومن التقنيات الموجودة والمستخدمة بكثرة برنامج التقييم والمتبعة والمحاكاة والبرمجة الخطية والتحليل الشبكي وتحديد المسار الحرج وتحديد الحد الزمني الأدنى[43].

المبحث الثاني: بناء الهيكل المالي

يشمل المبحث الثاني بناء الهيكل المالي تحليلًا معمقًا لآليات تشكيل وتكوين الهيكل الرأسمالي الأمثل للمؤسسة، والذي يوازن بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية، ويتناول هذا المبحث استعراض نظريات الهيكل المالي التي تقدم الإطار النظري لقرار التمويل في المطلب الأول.

وتحديد مصادر التمويل المتاحة فعليًا في الأسواق المالية سواء تلك المصادر الداخلية أو الخارجية في المطلب الثاني، وأخيرا يتم التعرف بالاعتماد على المطلب الثالث إلى تحليل محددات بناء الهيكل المالي التي تؤثر على التوزيع النسبي لتلك المصادر بهدف تعظيم القيمة السوقية للشركة.

المطلب الأول: نظريات الهيكل المالي

تُشكل نظريات الهيكل المالي الإطار النظري الذي يحلل العلاقة بين هيكل رأس مال الشركة (المزيج بين الديون والملكية) وقيمتها السوقية؛ فبينما افترضت النظرية التقليدية وجود هيكل أمثل يستغل المزايا الضريبية للديون قبل أن تتجاوزها تكاليف الضائقة المالية، جادلت نظرية مودلياني وميلر (MM)بأن الهيكل لا يؤثر على القيمة في الأسواق المثالية، ثم أقرّت بالتأثير الإيجابي للضرائب؛ وفي محاولة للتوفيق، تقدم نظرية المفاضلة حلاً وسطًا عبر الموازنة بين الوفورات الضريبية وتكاليف الإفلاس لتحديد الهيكل الأمثل؛ أما نظرية التسلسل الهرمي فتنفي وجود هيكل مستهدف مرجحة التمويل الذاتي أولاً، بينما تفسر نظريتا الوكالة وتوقيت السوق قرارات التمويل بكونها ناتجة عن معالجة تضارب المصالح أو استغلال الظروف السوقية اللحظية على التوالي.

1. النظرية التقليدية: تقوم النظرية التقليدية على عدة فرضيات نذكر منها[44]:

– تستخدم المؤسسة نوعين فقط من الأموال، أي أن هيكل رأس المال يتكون من قروض وأموال خاصة فقط.

– تفترض أن مخاطر الأعمال ثابتة ومستقلة عن هيكل رأس المال والمخاطر المالية.

– تقتضي سياسة التوزيعات بالمؤسسة ضرورة توزيع الأرباح بالكامل وبمعنى آخر لن يتم احتجاز الأرباح، إذ أن من شأن ذلك يغير حجم هيكل رأس المال.

---

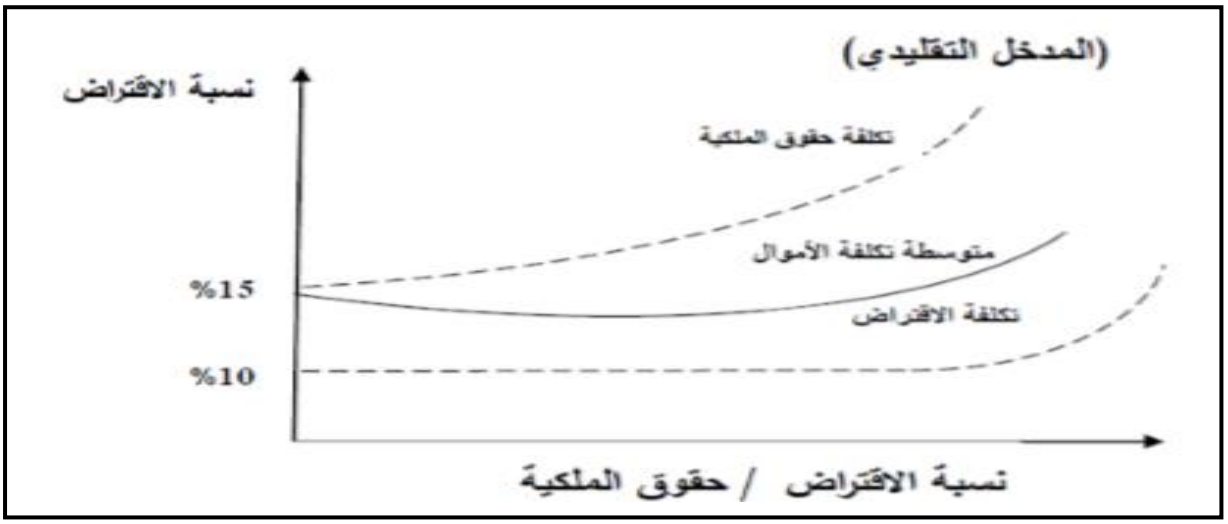
[43] الزعبي علي فلاح ودودين أحمد، **الأسس والأصول العلمية في إدارة الأعمال**، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2016، ص 136.

[44] الحناوي محمد صالح وآخرون، **الادارة المالية "التحليل المالي للمشروعات الجديدة"**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص ص 238–239.

– لا توجد ضرائب على دخل المؤسسات أي أن المؤسسات تعمل في ظل عالم خالي من الضرائب.

وترى هاته النظرية أن تكلفة رأس المال يمكن أن ترتفع وتنخفض عن طريق تشكيلة مميزة من الأموال الخاصة والأموال المقترضة، لذلك فهم يؤيدون وجود هيكل رأس مال مثالي من شأنه تعظيم قيمة المؤسسة[45]، والشكل الموالي يوضح العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الاقتراض حسب النظرية الكلاسيكية:

الشكل رقم (01): العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض



المصدر: هندي منير إبراهيم، **الإدارة المالية مدخل تقليدي معاصر**، ط6، المكتب العربي للنشر الإسكندرية، مصر، ص 54.

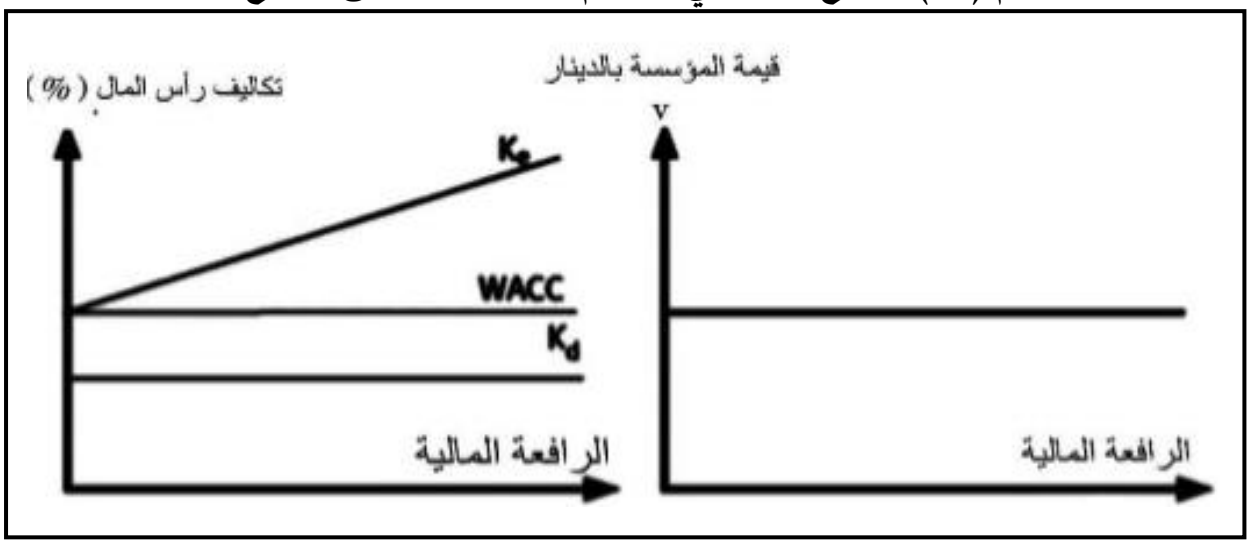
2. نظرية بنية رأس المال (مودلياني وميلر): ظل الفكر التقليدي سائدا حتى تم نشر نظرية مودلياني وميلر في عام 1958م والتي شكلت اتجاها فلسفيا غاية في الأهمية في النظرية المالية، إذ كانت ولا تزال موضوع جدل ونقاش المهتمين في هذا المجال، وقد أسند لهم بحق أنهم مؤسسو المدرسة الحديثة في الإدارة المالية، ويرجع الفضل لهما في وضع الأساس النظري للهيكل المالي في المؤسسات، وقد قدم الباحثان تحليلا منطقيا ينص على أن تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة لا تتأثر بأسلوب التمويل سواء كان من خلال الاقتراض أم من خلال رفع رأس المال بإصدار الأسهم كون أن قرار التمويل يحدده قرار الاستثمار فقط ولا يرتبط بالقيمة السوقية للمؤسسة ، أي برهنت نظريتهما بعدم وجود هيكل مالي امثل، وهذا يمثل الاختلاف الجذري بين نظرية M&Mوما جاء به المدخل التقليدي للهيكل المالي[46]، ويمكن شرح ما توصلا إليه من خلال اقتراحهما الأول والثاني على النحو التالي:

[45]الحناوي محمد صالح وآخرون، **مرجع سابق**، ص 355.

[46]Phooi, J. C and Other, **The determinants of capital structure: Evidence from public listedcompanies in Malaysia, Singapore and Thailand**. Financial Economic, 5(1), 2017, P 3.

-**الاقتراح الأول:** في ظل هذا الاقتراح فأن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما عن هيكل الأموال فيها وتتوقف فقط على قدرة أصولها على توليد الأرباح أي تتحدد من خلال صافي ربح العمليات الذي تحققه المؤسسة بما يتناسب مع خصائص الخطر للشريحة التي تنتمي إليها[47].

الشكل رقم (02): نموذج M&Mفي ظل عدم وجود الضرائب وفق الاقتراح الأول



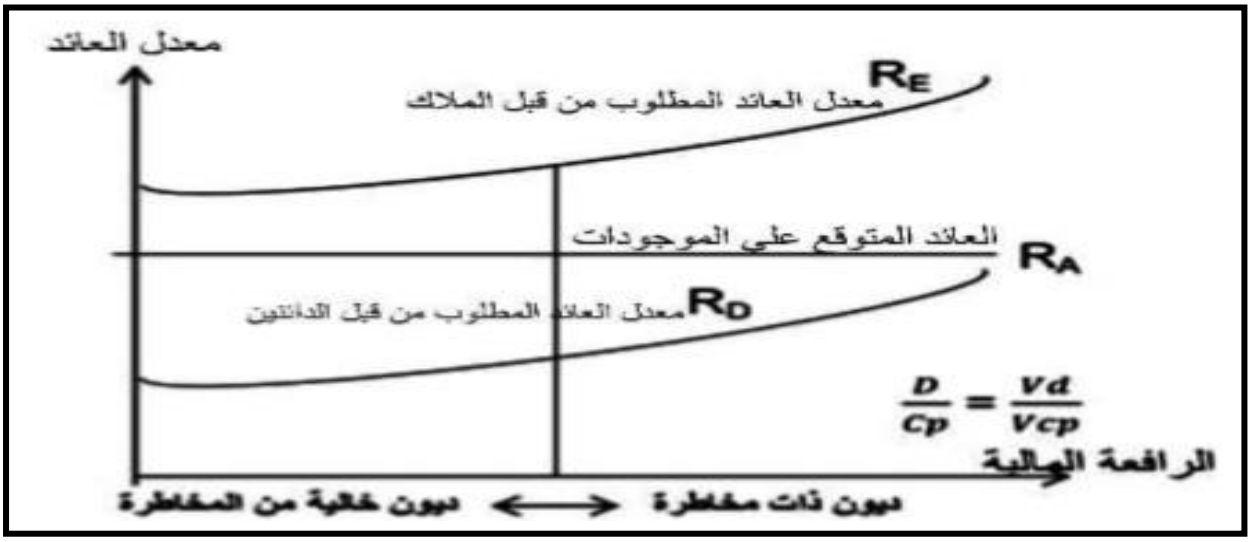
Source:Alifani, G . A., &Nugroho, A . B, **Proving Modigliani and Miller theories ofcapital structure: The research on Indonesia's cigarette companies**, International, Journal of Economic Sciences, 2(3), 2013, P3.

- **الاقتراح الثاني:** إن الرافعة المالية للمؤسسة ليس لها أي تأثير في متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال، ومن تم فأن معدل العائد المطلوب للمؤسسة التي تعتمد على الاقتراض يعادل معدل العائد المطلوب للمؤسسة التي لا تعتمد على الاقتراض لكنها مماثلة لها وتنتمي لفئة المخاطر نفسها[48].

[47] سدخان فاطمة علي محمد، **أثر الهيكل المالي في الأداء المالي للمصارف التجارية دراسة تطبيقية لعينة من المصارف التجارية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2009-2019**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، العراق، 2021، ص 34.

[48] سدخان فاطمة علي محمد، **مرجع نفسه.**

الشكل رقم (03): نموذج M&Mفي ظل عدم وجود الضرائب وفق الاقتراح الثاني



Source:Brigham, E . F., & Houston, J . F, **Fundamentals of Financial, Management:Cengage Learning**, Inc, 2019, p 499.

وقد وجهت لنظرية مودلياني وميلر العديد من الانتقادات من بينها[49]:

–الافتراض القائم بأن الأفراد والمؤسسات يمكنهم الاقتراض بنفس معدل الفائدة، افتراض غير صحيح من الناحية العملية لأن حجم وأصول المؤسسات تجعل لديها القدرة على الاقتراض بمعدلات فائدة أقل.

– إن عدم وجود ضريبة على الدخل أمر غير واقعي، ولو أن مودلياني وميلر أسقطا هذا الافتراض فيما بعد، وإن وجود الضريبة يجعل تكلفة الاقتراض أقل من المعدل الفعلي للفائدة نظرا للمزايا الضريبة التي تحصل عليها المؤسسة من الاقتراض والمتمثلة في الوفورات الضريبية.

❖ **حالة عدم وجود ضرائب:** يقوم النموذج الأول على العديد من الافتراضات الأساسية حيث أن المؤسسة تنشط في محيط يتميز بانعدام الضرائب، كما تتاح الحرية للمؤسسات من أجل اختيار مصادر التمويل، حيث يمكنها اللجوء إلى التمويل بالديون أو بواسطة الأموال الخاصة وبدون وجود تكاليف للإصدار، كما لا توجد أي تكاليف مباشرة أو غير مباشرة للإفلاس، حيث تنشط المؤسسات في محيط يتميز بانعدام التكاليف للوكالة، حيث يعمل المسيرون بهدف أساسي يتمثل في تعظيم الثروة للمساهمين، والدائنون لا يقلقون من قيام المساهمين بتجريد المؤسسة من الثروة على قرارات الاستثمار، التمويل، أو عند توزيع العوائد[50]،بالتالي يقوم النموذج الأول على مجموعة من الفرضيات يمكن ذكرها على النحو التالي[51]:

---

[49] الحناوي محمد الصالح والعبد جلال إبراهيم، **الإدارة المالية "مدخل القيمة واتخاذ القرارات"**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 372.

[50]AswathDamodaran, **Finance d'entreprise** , 2e édittion américaine,Paris,2005, P 748.

[51] Alain Capiez, **Elément de gestion financière**, 4e édition, Masson, Paris, 1995, p155.

-إتاحة المعلومات حول المؤسسات في السوق بشكل مجاني؛

- حرية شراء المستثمر للأوراق المالية حسب رغبته؛

- رشادة وعقلانية المستثمر؛

- تصنيف المؤسسات على شكل مجموعات على أساس درجة المخاطر التي ينطوي عليها، بحيث كل مؤسسة في نفس المجموعة معرضة لنفس درجة المخاطر؛

- ليس للديون مخاطر كما أن تكلفتها متماثلة لكل المساهمين؛

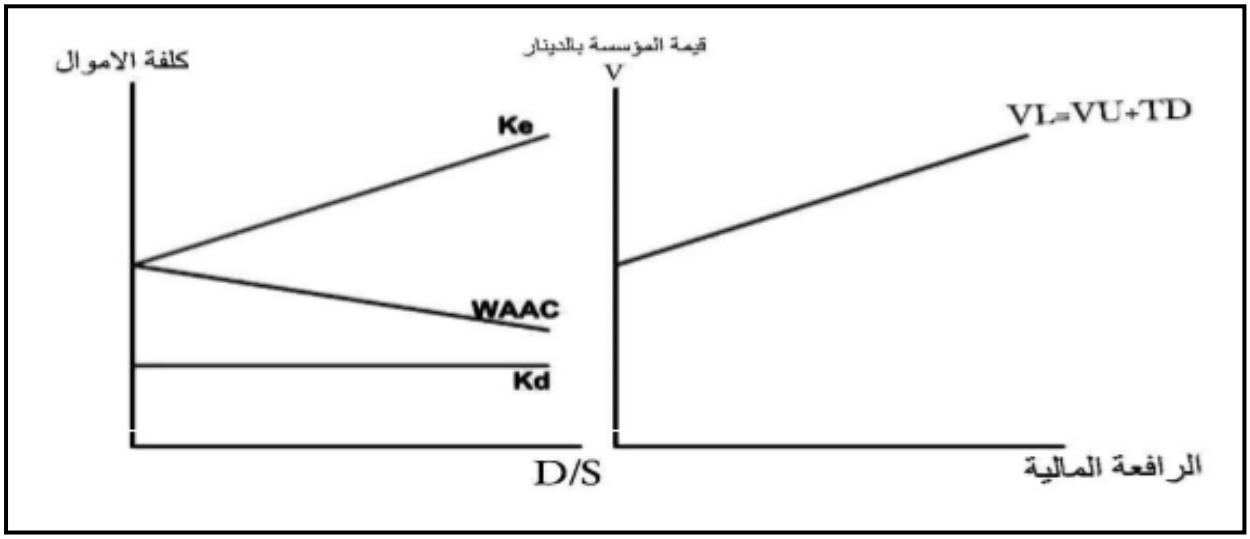
- ثبات النتيجة قبل الضرائب والفوائد المقدرة في كل الفترات.

❖ **حالة وجود ضرائب:** في حالة خضوع الأرباح للضريبة، في مقال Miller et Modigliani سنة 1963 استدركا الانتقادات التي وجهت لنموذجهما خاصة تلك المتعلقة بتجاهلها الضريبة على المؤسسة وضريبة على دخل المستثمر، حيث أعادا صياغة نموذجهما السابق مع الأخذ في الاعتبار الضريبة على أرباح المؤسسات في اقتصاد تكون فيه المصاريف المالية التي تدفعها المؤسسات قابلة للتخفيض الضريبي ومكافآت رأس المال خاضعة للضريبة[52]، بالتالي فإن النظرية تفترض أن قيمة المنشأة التي تعتمد على التمويل بالقروض في هيكلها المالي تفوق قيمة المنشأة التي لا تعتمد على التمويل بالقروض، وذلك بعد الأخذ بأثر وجود عنصر الاقتصاد للضريبة في المنشأة المقترضة أقل من الربح الخاضع للضريبة في المنشأة التي تعتمد على التمويل الذاتي[53].

[52] ساسي الياس وقريشي يوسف، **التسيير المالي (الإدارة المالية)**، ج1، ط2، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011، ص 406.

[53] أبو شعبان وليد زهير، **مدى تأثير السيولة والفرص الاستثمارية على الهيكل المالي "دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين"**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2017، ص 66.

الشكل رقم (04): نموذج M&Mفي ظل وجود الضرائب



Source: Ahmeti, F &Prenaj, B,**A Critical Review of Modigliani and Miller's, Theorem of Capital Structure**, International Journal of Economics, Commerce andManagement, 3(6), 2015, P918.

3. نظريـة التسلسـل الهرمـي:يرجـع بنـاء نظريـة التسلسل الهرمـي إلـى Danaldson سنة 1961 التـي تـم تطويرها فيما بعد من قبل Mayers et Majluf سنة 1984[54]،الذي أشار إلى أنه في حالة عدم تماثل المعلومات لدى المنشأة والأسواق المالية فإن أول مصدر لتمويل عمليات المنشأة واستثماراتها يكون هو التمويل الداخلي المعتمد على الأموال المتولدة من أرباح المنشأة، حيث يمثل فيما بعد رأس المال الذي يتم توليده من مصادر داخلية، وإذا لم تكن الأموال التي تم توليدها داخليا كافية، فإن المنشأة تسعى إلى استخدام المصدر الثاني وهو الديون الخارجية كالاقتراض، يليها بعد ذلك اللجوء إلى المصدر الثالث والأخير وهو إصدار الأسهم الجديدة بوصفها آخر مصدر تمويلي تلجأ إليه المنشأة، وبحسب هذه النظرية فإن على المنشآت أن تلتزم بهذا التسلسل الهرمي في اختيار مصادر التمويل، حيث يكون التمويل بالأسهم ملاذا أخيرا وذلك لأنه يأتي بمساهمين جدد للمنشأة مما يؤثر في عملية اتخاذ القرار، ولا شك أن هناك منفعة من التمويل بالدين، والذي يُعدُّ اقل مصادر التمويل تكلفة نظرا للوفورات الضريبية المترتبة

[54] مرسلي نزيهة، **الهيكل المالي على الأداء المالي في البنوك التجارية بالجزائر دراسة مقارنة بين مجموعة من البنوك العمومية والبنوك الخاصة للفترة 2006-2015**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: دراسات مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، 2017_2018، ص 79.

عليه، وهذا لا ينفي وجود مخاطر تصاحب استخدام هذا المصدر، تتمثل في زيادة خسارة المساهمين في حالة انخفاض الأرباح للمنشأة[55].

كما أشار أغلب الاقتصاديون إلى الخطر الأخلاقي باعتبارها حالة خاصة من عدم تناسق المعلومات وهي الحالة التي يتخذ فيها شخص قرار حول حدود المخاطر التي يمكن أن توجد في حين يتحمل شخص آخر التكلفة، إذا سارت الأمور بشكل سيئ على النحو المحدد من قبل، وفي القطاع المصرفي مشكلة الخطر الأخلاقي مرتبط ارتباطا وثيقا بالتأمين على الودائع الذي هو التزام أكثر رسمية لضمان الودائع من خلال القوانين، وبما أن الودائع المؤمنة لا تتطلب علاوة مخاطر كبيرة، وبالتالي تقلل تكاليف الاقتراض بالنسبة للبنوك وتقلل من المخاطر الأخلاقية، كما أن وجوب احتفاظ البنوك بمتطلبات الحد الأدنى لرأس المال يحد من مرونة مزيج هيكلها المالي[56].

4. نظرية المفاضلة: يتوقف بناء هذه النظرية على الأساس النظري لموديلياني وميلر (1963م) حيث أشارا إلى وصول المنشأة لهيكل المال الأمثل في حال الاعتماد على التمويل الخارجي وذلك لأنه تكلفة هذا التمويل المتمثلة بالفوائد تخصم قبل خصم الضرائب، وقد قدمت دراسة (Bradley and Kim, 1984) نوعا جديدا للتحليل وهو تكاليف الإفلاس، حيث اعتبرت الدراسة أن التمويل الخارجي يزيد من التكاليف المتمثلة في مخاطر الإفلاس، فكلما توسعت المنشأة في الاقتراض زاد هذا النوع من التكاليف مما يؤدي لارتفاع المتوسط المرجح لتكلفة هيكل رأس المال، وبحسب النظرية فان المنشأة تتجه نحو هيكل رأس المال الأمثل في كل مرة يتم فيها اتخاذ قرار يتعلق بالحصول على مصادر تمويل، وفي نفس الاتجاه طور (Miller, 1977) نموذجا أوضح فيه تأثير التمايز في معدلات الضريبة على دخل المنشآت من جهة ودخل الأشخاص من جهة أخرى كما تناول تأثير النموذج على تكلفة الاقتراض لنفس المجموعتين وقد استنتج (ميلر) إلى أن عامل الضرائب يخفض من مخاطر الاقتراض للشركات، وبالتالي يمكن تعظيم القيمة السوقية للمنشآت من خلال وجود الرفع المالي[57]، والشكل التالي يوضح ذلك:

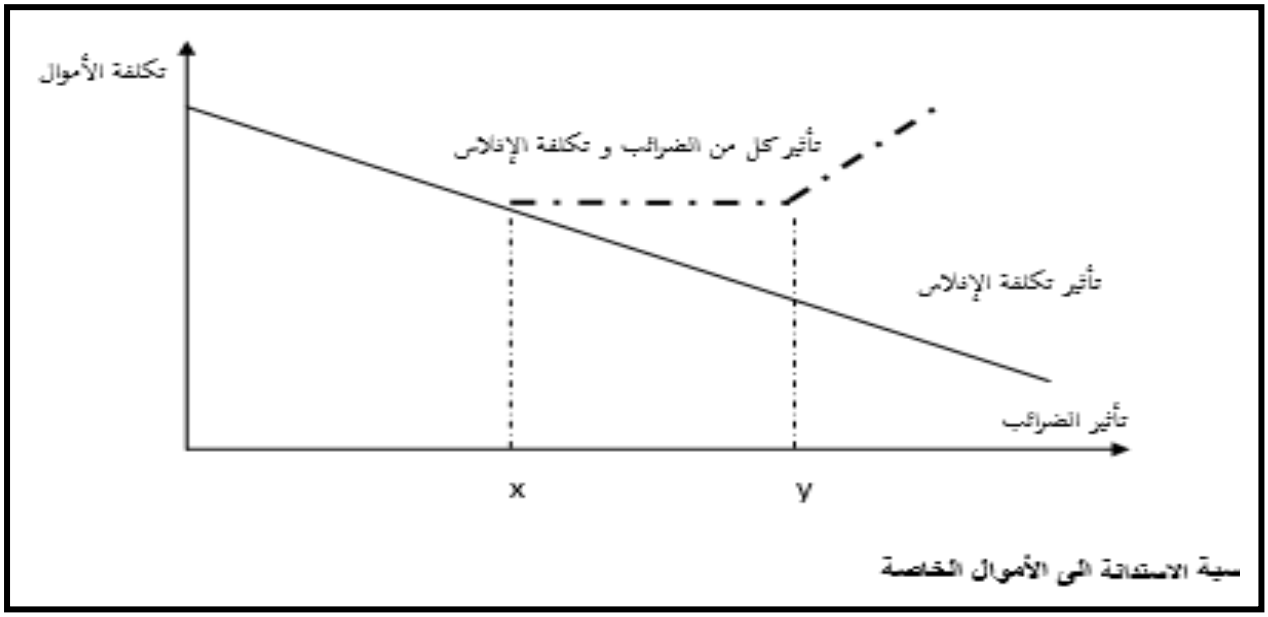
---

[55] أبو شعبان وليد زهير، **مرجع سابق**، ص 67.

[56] مرسلي نزيهة، **مرجع سابق**، ص 80.

[57] موسى محمد حيدر، **محددات هيكل التمويل لدى شركات الاتصال النقالة الوطنية في الوطن العربي دراسة مقارنة (2006-2011)**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2012، ص ص 22-23.

الشكل رقم (05): نسبة الاستدانة المثلى وتكاليف الإفلاس



المصدر:مرسلي نزيهة، **مرجع سابق**، ص 68.

5. نظرية الوكالة:أدخل (Jensen et Meckling, 1976) على التخمين الأكاديمي المتعلق بنظرية المشروع عامل تعدد الأهداف لشركاء المؤسسة التي قد تكون متناقصة في أغلب الأحيان وانعكاس ذلك على مسألة اختيار الهيكل المالي، حيث تفترض هذه النظرية وجود مصالح خاصة بمسيري المؤسسة تدفعهم إلى سلوك يكون مغاير فيما لو كانوا مساهمين، تقترح هذه النظرية تفسير السلوك مختلف المتعاملين المعنيين بتمويل المؤسسة مثل المسيرين المساهمين، المقرضين والمدينين بشكل عام، ومحاولة ملاحظة تأثير سلوكهم على تحديد هيكل التمويل، وتنطلق هذه النظرية من فرضيتين: أولا ليس بالضرورة أن تكون أهداف المسيرين والمساهمين متطابقة، ثم إن المتعاملين ليسوا متساوين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها، فنظرية الوكالة تحاول البحث عن تصور العقود المثلى بين الأطراف وتفسير سلوك هؤلاء وأولئك بمجرد أن تكون هناك علاقة وكالة، حيث ينجم عن علاقة الوكالة نوعان من تضارب المصالح، فهي تؤدي إلى بروز التناقض في المصالح بين المسير والمساهمين من جهة، وبين المساهمين و المقرضين من جهة ثانية[58].

[58]ساسي الياس وقريشي يوسف،**مرجع سابق**، ص ص 417-419.

إن تكلفة الإدارة المكلفة بإدارة المنشآت نيابة عن المساهمين سواء أكانت مالية أو غير مالية تمثل قضية مهمة، لأنها قد تؤدي إلى ظهور إدارات تعمل بصورة غير فعالة واختيار مدخلات أو مخرجات تتلاءم مع منافعها الشخصية، أو بمعنى آخر أنهم قد يفشلون في تعظيم قيمة المؤسسة. وكنتيجة لذلك فإن أثر الكلفة الخارجية تساوي الخسارة أو الانخفاض في قيمة المؤسسة الناتجة عن الإدارة التي تهتم بتلبية رغباتها بدلا من تعظيم قيمة المؤسسة، وقد أشار كلا من(Myers, (&and Raviv, 1991Harris) and (2001بأن اختيار هيكل رأس المال المناسب من الممكن أن يؤدي إلى التخلص من مثل هذه التكلفة، وتتمثل فرضية كلفة المنشأة بأن زيادة الرافعة المالية تؤدي إلى زيادة تكاليف المنشأة الناجمة عن الاقتراض، ولكن يمكن تخفيض تلك التكلفة من خلال تشجيع الإدارة للعمل بكل جد من أجل تعظيم أرباح وقيمة المؤسسة، وتحقيق أهداف المساهمين المتمثلة بتعظيم الأرباح، وفي نفس السياق أوضح (1982 ,Hart&Grossman)بأن زيادة التمويل بالاقتراض من الممكن أن تؤثر إيجابيا على المدراء وأن تعمل على تخفيض كلفة المنشأة من خلال خفض كلفة الاقتراض المتمثل بتعظيم أرباح المنشأة، وتوفير السيولة اللازمة لدفع التزامات المنشأة في مواعيدها ، ومنح المنشأة القدرة على التفاوض في الحصول على قروض بفوائد منخفضة وشروط سهلة[59].

6. نظريـة توقيـت السـوق:قدم Baker وWurgle فـي عـام 2002 نظريـة أخرى للهيكـل المـالي عرفت بنظرية توقيت السوق . وهي نظرية جديدة تماما ولهذا السبب أن عدد الدراسات التي قامت باختبار مدى صلاحيتها وصحتها كانت قليلة، وهناك إصدارين لهذه النظرية هما[60]:

-**الإصدار الأول:** هو الإصدار الديناميكي الذي قدمه كل من Myers et Majlusفي عام 1984 والذي افترض أن المديرين والمستثمرين يتصفون بالرشد والعقلانية وان عدم تماثل المعلومات هو الدافع الأساسي في إصدار الأسهم، فهم يتوقعون أن إصدار الأسهم بشكل مباشر بعد صدور معلومات ايجابية يقلل من المعلومات غير المتماثلة بين الإدارة والمساهمين، وهذا الانخفاض يؤدي إلى زيادة سعر السهم، ومن ثم زيادة درجة الاعتماد في التمويل على الأسهم يخلق مؤسسات تهتم بتوقيت الفرص.

- **الإصدار الثاني:** الذي يعتقد فيه المديرون أن المستثمرين غير كفئين في اختياراتهم وان سوء التقدير هذا لدى المستثمرين يؤدي إلى توقعات خاطئة وغير منطقية، واعتمدت هذه النظرية فكرة أساسية تنص على عدم وجود هيكل مالي مستهدف لكن يمكن للمؤسسات أن تصل إلى هيكل مالي مناسب بعد توقيت النشاطات في الأسواق النقدية والرأسمالية، فهذه المؤسسات سوف تختار إصدار الأسهم بدلا من الاقتراض إذا كانت القيمة السوقية أعلى من القيمة الدفترية كون هذا يخلق حالة من التفاؤل لدى

[59] أبو شعبان وليد زهير، **مرجع سابق**، ص 66.

[60]سدخان فاطمة علي محمد، **مرجع سابق**، ص 51.

المستثمرين بشأن العوائد المتوقعة للمؤسسة وسيقومون بشراء هذه الأسهم، ولكن عند انخفاض الأسعار السوقية للأسهم نسبة إلى قيمتها الدفترية سوف يخلق لدى المستثمرين توقعات متشائمة بشأن عائدات المؤسسة، لذا سيقوم المديرون بشراء الأسهم وعليه فأن المؤسسات ستحاول رصد هذه التغيرات في الأسعار لغرض إصدار الأسهم، أما قرارات إصدار السندات المالية فهي تعتمد على اختلاف الوقت نسبة إلى التكاليف النسبية لرأس المال والديون، بناء على ذلك فإن الرافعة المالية مرتبطة عكسيا بقيمة الأسهم السوقية، وان هاته التقلبات السوقية قد تؤدي إلى تغيرات دائمة في هيكل رأس المال، ومن ثم فإن قرارات الهيكل المالي تؤخذ على أساس ظروف وشروط سوق رأس المال، إذ يمكن للمؤسسة اتخاذ قرار إصدار الأسهم بناءا على تقييم السوق، كما أن معدلات الفائدة وأسعار الأسهم هي الدافع الرئيس لإصدار قرارات حقوق الملكية والدين، وأن تأثير التوقيت في الرافعة يرتبط بقوة تتجاوز عشرة أعوام بسبب الارتباط الوثيق بين الهيكل المالي والقيم السوقية الماضية.

المطلب الثاني:مصادر التمويل لبناء الهيكل المالي

من خلال هذا المطلب الثاني سيتم التطرق إلى مصادر التمويل لبناء الهيكل المالي، حيث تشير مصادر التمويل إلى القنوات التي تستمد منها الشركة الأموال اللازمة لتمويل عملياتها، واستثماراتها، وبناء هيكلها المالي وهيكل رأس المال وتكلفة التمويل.

وتنقسم هذه المصادر بشكل أساسي إلى فئتين رئيسيتين:

1. التمويل الداخلي (الذاتي):تتمثل مصادر التمويل الداخلي بالأساس فيما يلي:

1.1 الاهتلاكات: الاهتلاك هو الإثبات المحاسبي الذي يقوم بتدنية قيمة الاستثمارات بفعل الاستعمال أو التقادم سواء تعلق الأمر بالتجهيزات الإنتاجية أو الاجتماعية وهذا التدني يحدث في قيمة الاستثمارات يعود إلى نقص طاقتها، حيث أنها بعد فترة تصبح غير صالحة وتضطر المؤسسة لتغييرها[61]،وقد عرفت بأنها تقدير الخسارة الناتجة عن قيمة الأصل الثابت التي تهتلك عبر الزمن، وعرفت أيضا بأنها: عملية تناقص القيمة المحاسبية لأصل من الأصول ناتج عن استعماله أو عن الزمن أو عن تطور التكنولوجيا أو آثار أخرى[62].

[61]الشباكي سعدان، **تقنيات المحاسبة العامة حسب المخطط المحاسبي الوطني**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2002، ص 204.

[62]دادي ناصر، **تقنيات مراقبة التسيير**، ج1، مطبعة دار البعث، الجزائر، 1990، ص 27.

فبفضل أقساط الاهتلاك المتراكمة تتمكن المؤسسة في نهاية حياة الأصل من استبداله دون الوقوع في مشكلة البحث عن مصادر التمويل للقيام بذلك، فالاهتلاك إذا يمكن المؤسسة من المحافظة على طاقتها الإنتاجية عبر الزمن، وذلك عن طريق توفير التمويل لعملية التحديد، ويلعب الاهتلاك دورا ماليا في عملية إعادة تكوين الأموال المستثمرة في الأصول الثابتة بهدف إعادة تجريدها في نهاية حياتها الإنتاجية، حيث يتم حجز الأموال السنوية، لذلك تبقى تحت تصرف المؤسسة كتمويل ذاتي إلى يوم صرفها[63].

2.1 المؤونات ذات الطابع الاحتياطي:تعرف المؤونات بأنها مقابلة الانخفاض غير العادي في قيمة الأصول، وعلى المؤسسة أن تسعى إلى تفادي هذا الانخفاض بشتى الطرق والوسائل الممكنة[64]، ويكون تكوين المؤونة مقيدا بجملة من الشروط منها أن تكون أسباب تدهور قيمة الأصل المعني قد حدثت خلال نفس الدورة المالية، وأن يكون التدهور أو الأعباء أو الخسائر محتملة الوقوع أو أكيدة الحصول، كما أنه يتعين أن يكون تقدير المؤونة موضوعيا، وإذا كانت كل الاهتلاكات الخاصة بالأصول الثابتة تدخل ضمن مكونات التمويل الذاتي للمؤسسة، فإن المؤونات التي يمكن اعتبارها كإحدى مكونات التمويل الذاتي هي تلك المؤونات التي لها الطابع الاحتياطي، وهي تلك المخصصة للمؤونات المتعلقة بالأعباء والخسائر المحتملة، حيث تواجه المؤسسة هذه الخسائر في حالة وقوعها فعلا خلال الدورة المالية، أما في حالة عدم حدوثها فإن هاته الأموال المحتجزة كمؤونات تبقى على الدوام تحت تصرف المؤسسة، ومن ثم فإنه في دورة الاستغلال التي تم التأكد من عدم تحقق الخسائر المحتملة وعند نهاية الدورة المالية تحول إلى الاحتياطات، وذلك بعد طرح الضريبة المستحقة عليها، وبالتالي تبقى هذه الأموال لدى المؤسسة وتصير إحدى مكونات التمويل الذاتي لها[65].

3.1 الأرباح المحتجزة:تعرف الأرباح المحتجزة على أنها أحد أهم المصادر الهامة للتمويل الذاتي التي تلجأ إليه المؤسسة لتغطية احتياجاتها طويلة الأجل، وتمثل الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح

---

[63] بن الشريف سليمان، **المفاضلة بين البدائل التمويلية –دراسة قانونية واقتصادية**، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية جامعة تبسة، الجزائر، 11(2)، 2018، ص 380.

[64]دادي ناصر،**مرجع سابق**، ص 28.

[65] الجوزي غنية، **مردودية المؤسسة وتمويل تطورها –دراسة حالة مجمع صيدال**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبان نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011–2012، ص 09.

السنوية التي لم يتم توزيعه على ملاك الشركة أو المؤسسة ولم يتم تجنبه كاحتياطات للمؤسسة، وتستخدم المؤسسة الأرباح المحتجزة لتمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطتها كما يستخدم أيضا لإجراء أي توزيعات على المساهمين في الأحوال التي لم يتم فيها تحقيق الأرباح أو الخسائر[66].

وتعتبر النتائج غير الموزعة مصدرا مهما مرغوبا فيه لتقوية المركز المالي للمؤسسة ولمواجهة حالات الإحلال والتجديد والتوسعات متى أمكن ذلك، إلا أن توزيع الأرباح من ناحية أخرى وعدم احتجازها أمر مرغوب فيه خاصة من طرف المساهمين، لذا تعتبر مسألة إيجاد توازن بين نسبة الأرباح الموزعة ونسبة الأرباح المحتجزة أمرا ضروريا، وهذا التوازن لا يتحقق إلا من خلال إحداث سياسة توزيع رشيدة تراعي مصلحة كل الأطراف، لأجل ذلك تفضل الإدارة الإبقاء على أكبر قدر من الأرباح محجوزة في الشركة لحاجتها إليها في التوسع المنتظر، وأيضا لتجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة[67].

4.1 الاحتياطات: هي عبارة عن جزء من النتيجة غير الموزعة، بحيث تستعين به المؤسسة لتوسيع نشاطاتها ومواجهة المخاطر المستقبلية فهي تعتبر من مصادر التمويل الداخلية التي تستعملها المؤسسات في تمويل أصولها والذي يصبح جزء من حقوق الملكية[68]، وتقضي الحكمة والتريث وحسن التبصر بعدم توزيع الأرباح كلها على المساهمين واقتطاع نسبة معينة منها كل سنة لتكوين مال احتياطي بخصوص تحمل الخسارة التي قد تصيب المؤسسة في احدى السنوات أو لقضاء الحاجات التي قد تبدو في المستقبل أو لتقوية ائتمان المؤسسة، ومواجهة الأخطار التي يمكن أن تهدد استمرارها في المستقبل، مثل: ارتفاع التكاليف الاستثمارية في المستقبل عما هو مخطط ومقدر أثناء فترة الإنشاء[69].

وتمثل هاته العناصر التمويل الذاتي للمؤسسة بالإعتماد على القدرة و الكفاءة التشغيلية لتعظيم قيمة المؤسسة و العائد على حقوق الملكية، والقدرة على إستفاء المؤسسة بإلتزاماتها و تمويل أنشطتها من رأس مالها دون اللجوء إلى الإستدانة و التقليل من تكاليف التمويل إلى حدها الأقصى.

---

[66] اندرواس عاطف وليم، **التمويل والإدارة المالية للمؤسسات**، دار الفكر الجامعي، مصر، ص ص 378-379.

[67] الحناوي محمد الصالح ومصطفى نهال فريد، **الإدارة المالية، التحليل المالي للمشروعات**، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 250.

[68] consopierr،andfarouk hem,**gestion financiére de lentrepris**, edition 10 paris, 2002, P 248.

[69] بن الشريف سليمان، **مرجع سابق**، ص 385.

2. مصادر التمويل الخارجية: تتمثل مصادر التمويل الخارجي بالأساس فيما يلي:

1.2 التمويل عن طريق البنك:تتمثل مصادر التمويل الخارجية عن طريق البنك فيما يلي:

1.1.2الائتمان المصرفي:يقصد بالائتمان المصرفي القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك، ويتميز بأقل تكلفة من الائتمان التجاري في الحالات التي تفشل فيها المؤسسة في الاستفادة من الخصم، ولهذا نجد البنوك توفر تشكيلة مختلفة من القروض التي تتلاءم مع مختلف الاحتياجات التي تعبر عنها المؤسسات، يعتبر عقد القرض المصرفي من أكثر أنواع القروض تداولا، وهو من أقدم وأبسط صور الاعتماد المصرفي، وقد يكون هذا القرض مضمونا بتأمينات عينية أو شخصية، كما قد يكون غير مضمون بأي تأمينات، يمنحه المصرف للعميل حسب مراعاة أمانته[70].

وتعتمد المؤسسات التجارية والصناعية في ممارسة أنشطتها اعتمادا كبيرا على البنوك وذلك في مجالات عديدة منها تسهيل عمليات الدفع والاستيراد والتصدير، إلى جانب توفير الائتمان اللازم لتوفير احتياجاتها في النمو والتطور، وتعتبر البنوك التجارية أهم مصدر من مصادر التمويل المتاحة للمؤسسات التجارية والصناعية على حد سواء، وتتعامل هذه الأخيرة أيضا بالائتمان المصرفي من خلال الحاجة إلى عدة مسائل تتعلق باختيار نوع التمويل الذي تحتاج إليه والبنك الذي تتعامل معه، خاصة وأن قدرة البنوك على الاستدانة غير مطلقة بل محدودة بمجموعة من العوامل منها: (رأس مال البنك واحتياطاته المختلفة، حجم الودائع، مستوى الودائع واستقرارها)[71].

2.1.2 القروض المتوسطة وطويلة الأجل: إن القروض متوسطة الأجل هي تلك القروض التي تلزم المؤسسة عند الحصول عليها بسداد كل من أصل القرض والفائدة المستحقة في تاريخ معين، وتخضع عملية الاقتراض في هذه الحالة لشروط الاتفاق ما بين المؤسسة وما بين المقرض، وذلك فيما يتعلق بمعدل الفائدة وتاريخ الاستحقاق وتاريخ السداد، وتتراوح فترة الاقتراض ما بين ثلاثة إلى خمسة عشر عاما وتحصل الشركات هذا النوع من القروض من المؤسسات المالية المختلفة كالبنوك أو شركات التأمين أو

[70] طه مصطفى كمال والبارودي علي، **القانون التجاري**، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2011، ص 645.

[71] عقل مفلح محمد، **مقدمة في الإدارة المالية**، ط1، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، 2008، ص ص 411-412.

بعض الهيئات العامة، ومن مميزات هذا النوع من التمويل هو السرعة في عملية التمويل وكذلك المرونة في حالة حدوث أي تغيرات في الظروف الاقتصادية المحيطة بالمؤسسة[72].

ويعد الاقتراض طويل الأجل أحد الأنشطة الرئيسية للمؤسسة الاستثمارية بشتى أشكالها، بحيث تعتبر المؤسسة المالية الطرف الوسيط بين مدخري الأموال ومستخدميها، ومن أمثلة المؤسسات المالية والمؤسسة الطالبة للقرض، ويتم تحديد بنود وشروط العقد على أساس التفاوض بين الطرفين[73]، إن أسباب اختيار التمويل بواسطة القروض طويلة الأجل يعود إلى الصعوبات التي تواجهها الشركة في إصدار أسهم جديدة أو عدم إمكانيتها في الحصول على مصدر تمويل مناسب، وفي بعض الأحيان يشكل هذا النوع من الاقتراض أقل تكلفة من المصادر الأخرى على اعتبار أن القائدة على القرض والعمولة المدفوعة تخفض من الربح الخاضع للضريبة أي توفر الميزة الضريبية لمثل هذا النوع من مصادر الأموال، مع الإشارة إلى وجود عوامل محددة لمبلغ القرض وخاصة في حالة عدم توفر الضمانات الكافية لتغطية مبلغ القرض أو لمحدودية قدرة المقترض على تسديد الالتزامات المترتبة عليه[74].

2.2 الائتمان التجاري: الائتمان التجاري هو شكل من أشكال التمويل قصير الأجل وهو شكل معروف لكل أنواع المؤسسات ويعتبر أكبر مصدر من مصادر التمويل قصير الأجل لمعظم المؤسسات، ويعرف على أنه الائتمان الممنوح للمؤسسات نتيجة شرائها بضاعة دون أي يكون مطلوب منها دفع قيمة مشترياتها نقدا ويكون مسموح لها بدفع قيمة مشترياتها خلال مدة زمنية قصيرة، ومن هذا يخرج مفهوم الائتمان التجاري أي ائتمان غير مرتبط بعمليات شراء أو بيع[75]، كما يقصد بالائتمان التجاري قيمة البضاعة المشتراة على الحساب بغرض بيعها، وبعبارة أخرى يتمثل الائتمان التجاري في رقم أوراق الدفع والحسابات الدائنة التي تنشأ نتيجة لشراء البضاعة دون دفع ثمنها نقدا، على أن يتم سداد قيمتها بعد فترة محددة من 25 إلى 30 يوم، وتتوقف تكلفة الائتمان التجاري على شروط الموردين، حيث يعتبر تمويلا

---

[72] الحناوي محمد الصالح ومصطفى نهال فريد، **مرجع سابق**، ص ص 278-279.

[73] الراوي خالد وآخرون، **نظرية التمويل الدولي**، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص 348.

[74] شرابي باية كنزة، **العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي -حالة عينة من المؤسسات الجزائرية**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2013-2014، ص ص 36-37.

[75] سيد الهواري، **الإدارة المالية**، ط6، مكتبة عين الشمس، مصر، 1996، ص 229.

مجانيا إذا استطاعت المؤسسة استثماره أو استخدامه بالشكل الملائم، والعكس حيث يصبح تمويلا ذو تكلفة عالية، إذا فقدت المؤسسة السيطرة في استخدامه لصالحها[76].

يأخذ الائتمان التجاري دورا بالغ الأهمية في تمويل الكثير من المؤسسات خاصة صغيرة الحجم التي تجد صعوبة في الحصول على القروض المصرفية ذات التكلفة المنخفضة، وللائتمان التجاري مجموعة من المزايا يمكن حصرها في النقاط التالية:

– سهولة الحصول عليه بسبب عدم الحاجة إلى أي إجراءات إضافة إلى أنه لا يتطلب تحليلا للمركز المالي للمؤسسات.

– يعتبر مصدرا متاحا بيسر لتمويل احتياجات المؤسسات خاصة تلك التي دخلت حديثا إلى السوق والتي لا يمكنها بعد إبراز قدرتها الائتمانية، مما يحول دون الحصول على القروض البنكية بتكاليف وضمانات معتبرة.

– يتضمن الائتمان التجاري إمكانية تجديده بشكل مستمر وفق شروط ائتمانية جديدة مما يعطيه ميزة الاستمرارية في الوافر والحصول عليه.

– يتميز كذلك بالمرونة إذ يمكن للمشتري الحصول عليه وقت الحاجة ففي حالة زيادة المبيعات يمكن للمؤسسة أن تزيد من مقدار القرض التجاري.

– يعتبر الائتمان التجاري أقل مصادر التمويل قصيرة الأجل كلفة.

3.2التمويل بالاستئجار:يعتبر التمويل التأجيري أحد الأساليب التي يعتمد عليها لتمويل المؤسسات الاستثمارية لتفادي اللجوء المكثف إلى القروض البنكية وما يتبعه من آثار سلبية على الوضعية المالية المستقبلية، ويعرف التمويل التأجيري بأنه "التزام تعاقدي بتأجير أجهزة وأدوات إنتاجية من مؤسسة مالكة إلى مؤسسة إنتاجية مستخدمة لفترة معينة مقابل أقساط كراء محددة"[77]، ويتميز التمويل بالاستئجار بالخصائص التالية[78]:

---

[76]شرابي باية كنزة، **مرجع سابق**، ص 46.

[77] لسلوس مبارك، **التسيير المالي**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 195.

[78] لطرش الطاهر، **تقنيات البنوك**، ط6، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007، ص 77.

– هو شكل من أشكال التغلب على محدودية مصادر التمويل.

– عدم إنفاق المؤسسة المستأجرة للمبلغ الكلي للاستثمار مرة واحدة، وإنما تقوم بالدفع على أقساط تسمى ثمن الإيجار أقساط، حيث تتضمن هذه الأقساط جزءا من ثمن شراء الأصل (الجزء المهتلك من الاستثمار) مضافا إليه الفوائد التي تعود للمؤسسة المؤجرة، ومصاريف الاستغلال المرتبطة بالأصل المتعاقد حوله.

– تقيم عملية الائتمان الايجاري علاقة بين ثلاثة أطراف هي:

- المؤسسة المؤجرة: هي التي تقوم بشراء الأصل المتفق عليه من المؤسسة الموردة ودفع ثمنه ثم تقوم بتقديمه إلى المؤسسة المستأجرة.
- المؤسسة المستأجرة: هي التي تقوم باختيار الأصل الذي ترغب فيه لدى المؤسسة الموردة.
- المؤسسة الموردة: هو المنتج للأصل محل التأجير (السلع الإنتاجية من أجهزة وآلات).

– عند نهاية مدة العقد القانوني نتاج للمؤسسة المستأجرة ثلاثة خيارات:

- تجديد عقد الإيجار لفترة ثانية بشروط يتفق عليها مجددا.
- شراء نهائي للأصل بالقيمة المتبقية المنصوص عليها في العقد (الجزء غير المهتلك)، وبالتالي يتم نقل الملكية القانونية للأصل للمؤسسة المستأجرة.
- الامتناع عن تجديد العقد والامتناع عن شراء الأصل وإنهاء العلاقة القانونية القائمة بينهما وإرجاع الأصل إلى المؤسسة المؤجرة.

– يمكن أن يكون الأصل منقولا مثل: الآلات أو المعدات ويمكن أن يكون غير منقول مثل العقارات.

– تختلف فكرة القرض الايجاري عن فكرة القرض الكلاسيكي بالرغم من أن الهدف من العملية واحد، وهو تمويل الاستثمارات، حيث أن القرض الايجاري لا يمنح صورة نقدية بل هو ينصب تسليم أصول عينية (استثمارات مادية) بواسطة المؤسسات المالية والمصرفية المتخصصة التي حصلت على الأصول نتيجة شرائها على الموردين.

– تتغير مدة العقد تبعا لتغير المدة الاقتصادية المحتملة للعتاد المؤجر ولا تتجاوزها وهي تتراوح بين 75% إلى 80% من الحياة الاقتصادية للأصل، إلا إذا رغب المستأجرون تحديد عتادهم في مدة قصيرة، وهذا ما نجده في آلات الحاسوب اين وتيرة تقادمه تكون سريعة.

– تكون بعض عقود قرض الإيجار مصحوبة بخدمات الصيانة وغيرها، ومنه يحدد في العقد من تقع عليه مسؤولية الصيانة والإصلاح وغيرها.

– تحتوي عقود الإيجار في بعض الأحيان على ضمانات حيث يتم احتسابها مع الإيجارات المدفوعة وعموما لا تتعدى نسبة 10% من ثمن حيازة العتاد، كما أنها تدخل في الحسابات تكاليف شراء العتاد، إذا رغب المستأجر في شرائه والهدف من هذه الضمانات هو التخفيف من خطر عدم دفع الإيجارات المستحقة، وكذا تغطية خطر التقادم الجزئي أو الكلي للأصل المؤجر مع العلم أن الضمان الأساسي للمؤجر هو أن يبقى المالك للأصل.

4.2التمويل عن طريق بورصة الأوراق المالية: تلجأ المؤسسات إلى زيادة رؤوس أموالها للتوسع في مشاريعها الحالية أو الدخول في توسعات جديدة إلى بورصة الأوراق المالية بدلا من الاقتراض من البنوك، لأن البورصة توفر لها تمويلا بدون مقابل فهي لا تتحمل أية فوائد أو أعباء مثلما يحدث لو لجأت إلى البنك إضافة إلى الصعوبات التي تضعها بعض البنوك لمنح هذه القروض بخلاف التشدد النسبي لمعايير الاقتراض منها.

ويتم ذلك إما بتقسيم رأسمالها منها إلى أقسام صغيرة تسمى الأسهم وبيع الأسهم بناءا على القوانين المنظمة لهذه العملية، وهذا بهدف تقسيم المخاطرة وتجميع رأس المال اللازم لعمل المؤسسة أو قد تدخل المؤسسة البورصة عن طريق إصدار السندات إن كانت تحتاج إلى قروض طويلة الأجل وهذا باعتبار بورصة الأوراق المالية سوق تبادل الأسهم والسندات[79].

[79] حسين عصام، **أسواق الأوراق المالية (البورصة)**، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 7.

المطلب الثالث:محددات بناء الهيكل المالي

من خلال هذا المطلب سيتم التعرف على محددات بناء الهيكل المالي، حيث تتأثر القرارات المالية المتعلقة بالهيكل المالي للمفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة بمجموعة من العوامل، من أهمها نجد ما يلي:

1. الربحية: يمكن لربحية المنشأة أن يكون لها علاقة عكسية أو طردية بهيكل تمويلها وذلك استنادا لما توصلت له النظريات والدراسات ذات الصلة بهيكل رأس المال، فوفقا لنظرية التسلسل الهرمي لمصادر التمويل وغيرها من الدراسات السابقة تقر بأن العلاقة بين ربحية المنشأة ونسب الديون هي علاقة عكسية لأن الأرباح المحتجزة تأتي في مقدمة مصادر التمويل ثم يليها الاقتراض، وأخيرا إصدار أسهم جديدة وعليه تتجه المنشأة التي تتميز بارتفاع أرباحها وتتاح لها فرص احتجاز أرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على مصادر التمويل الخارجية واللجوء إلى التمويل من خلال الأرباح المحتجزة، كما أن المنشآت التي لا تتميز بربحية مرتفعة وتواجه فرص استثمارية جيدة ستلجأ إلى التمويل الخارجي لتغطية تلك الفرص، وفي ظل نظرية المبادلة فإن العلاقة بين الربحية ونسب الديون قد تكون طردية حيث أن المنشآت ذات الربحية المرتفعة تفضل اللجوء إلى التمويل الخارجي للاستفادة من تكلفة هذا التمويل المتمثلة في الفوائد وخصمها كمصاريف من قائمة الدخل لتخفيض دخلها الخاضع للضرائب[80].

2. حجم المؤسسة: لقد افترضت العديد من الدراسات وجود علاقة بين حجم المؤسسة ونسبة الاستدانة، حيث وضع العديد من الباحثين بأن حجم المؤسسة عامل تمييز في اختيار الهيكل المالي للمؤسسة، ولكن رغم ذلك فإن تأثيره يبقى غامض فالمؤسسات الكبيرة الحجم تكون متعددة النشاطات الإستراتيجية، بالتالي أقل مخاطرة من المؤسسات الصغيرة الحجم، حيث أن تكاليف الإفلاس المباشر سوف تنخفض مع زيادة حجم المؤسسة[81]، فالمؤسسات صغيرة الحجم تتحمل تكلفة أكبر من المؤسسات الكبيرة في حالة اتجاهها للاقتراض طويل الأجل، وتزداد هاته التكلفة في حالة اتجاه هاته المؤسسات الصغيرة لإصدار أسهم جديدة لتمويل مشاريعها، لذلك تتجه المؤسسات للاقتراض قصير الأجل، وبالتالي تكون عرضة لارتفاع تكاليف

[80] أبو شعبان وليد زهير، **مرجع سابق**، ص 70.

[81] بوشوشة محمد، **تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015-2016، ص 245.

الوكالة والتصفية عندما تتعرض للمشاكل المالية وارتفاع عنصر المخاطرة الزائد نسبيا، وعليه فمن المتوقع أن يكون هناك علاقة عكسية بين حجم المؤسسة ونسبة مديونيتها القصيرة الأجل[82].

3. هيكل الأصول: تبرز أهمية هذا العامل من أن هيكل الموجودات يلعب دورا مهما في قرار تمويل المنشأة، حيث أن ارتفاع نسبة الموجودات الثابتة الملموسة في المنشأة يؤدي إلى ارتفاع القيمة التصفوية للمنشأة، الأمر الذي يمثل ضمانا للمقرضين بالإضافة إلى زيادة فرص المنشأة في الحصول على قروض بتكاليف أقل، حيث أن الموجودات الثابتة الملموسة أقدر على الحفاظ على قيمتها عند تسييلها من الموجودات الأخرى، وبالتالي يمكن استخدامها كضمان للقروض الخارجية، حيث أن بعض النظريات المرتبطة بالهيكل المالي تقترح وجود علاقة طردية بين نسبة الموجودات الملموسة الثابتة ونسبة المديونية في الهيكل المالي.

4. طبيعة القطاع: إن المنشآت التي تعمل في نفس القطاع يكون لها في العادة هيكل رأس مال متقارب إلى حد بعيد، ومن جهة أخرى فإن المنشآت التي تعمل في القطاع الصناعي تحتاج إلى أموال ضخمة نتيجة للحجم الكبير الذي للاستثمارات في الآلات والمعدات، مما يجعلها تلجأ إلى التمويل الخارجي من أجل تغطية احتياجاتها، كما أن طبيعة الأصول التي تمتلكها تمثل لها ضمان يساعدها في اقناع المقرضين، وبالنظر إلى الهيكل المالي للمنشآت الخدمية تتميز بلجوئها المحدود للتمويل الخارجي وذلك نتيجة لعدم امتلاكها لموجودات كبيرة، كما أن القطاعات التي تتسم بمعدلات نمو ومخاطرة مرتفعة تتجه في أغلب الأحيان إلى الاعتماد على أموال الملكية، بينما قطاعات الأعمال التي تتسم بمعدلات نمو ومخاطر منخفضة تتجه للاعتماد على المصادر الخارجية[83].

5. دورة الحياة:إن دورة حياة المؤسسة يمكن أن تكون عاملا مهما في اختيار الهيكل المالي للمؤسسة، حيث أن كل من مراحل نمو المؤسسة تختص بمستوى معين من التدفقات النقدية، المخاطر التشغيلية، الاحتياجات في التمويل، فرص الاستثمار، وحصة الأصول المادية التي تمتلكها المؤسسة، وتنطوي دورة حياة المؤسسة على خمس مراحل والتي تحدد اختيار الهيكل المالي للمؤسسة حسب كل مرحلة من هاته المراحل[84]:

---

[82]بوربيعة غنية، **محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة –الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، ص 131.

[83]أبو شعبان وليد زهير، **مرجع سابق**، ص 71.

[84] شرابي كنزة، **مرجع سابق**، ص 136.

– **عند الانطلاق:** وهي الفترة التي تلي تأسيسها في هاته المرحلة تبحث المؤسسات عن الدخول إلى السوق، فاحتياجاتها التمويلية محدودة وتكون غير مدرجة في البورصة، عادة ما تكون ممولة بالأموال الخاصة ويمكن أن يتكون بالقروض البنكية.

– **مرحلة التوسع:** تبدأ المؤسسات في الدخول إلى السوق، بحيث أن احتياجاتها للاستثمار ورأس المال العامل يرتفع ولا يكفي التمويل الذاتي لتغطية الاحتياجات التمويلية، وبالتالي فإن احتياجاتها إلى التمويل الخارجي يكون معتبر.

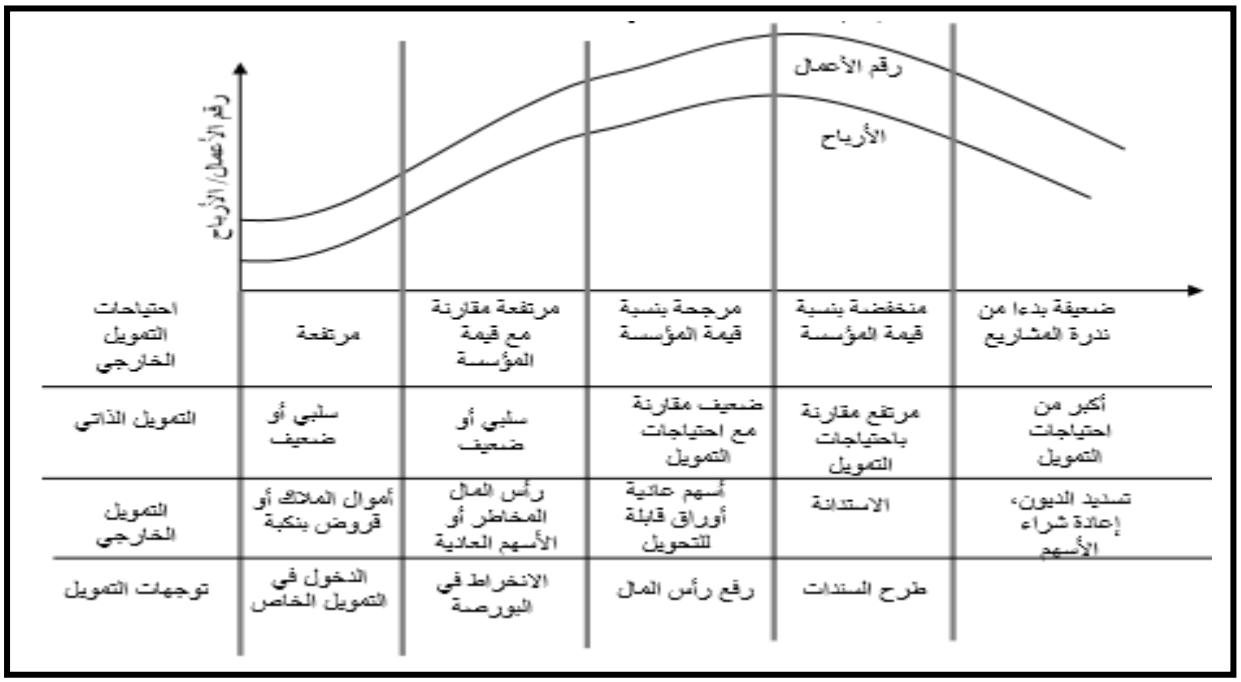
– **مرحلة النمو:** في هاته المرحلة يرتفع رقم الأعمال للمؤسسة بسرعة وتحقق المؤسسات توسعا كبيرا، وتكون فرصة الاستثمار عديدة، وبالتالي تتجاوز بذلك الاحتياجات التمويلية حجم التمويل الذاتي، والمؤسسات المدرجة في البورصة في هاته المرحلة تميل إلى التمويل عن طريق إصدار أسهم أكثر من الديون، أما المؤسسات الأخرى فيمكن أن تستخدم الدين المحول في التمويل والذي يعتبر الشكل الأكثر استخداما.

مرحلة النضج: يبدأ النمو في الاستقرار، حيث أن تدفقات الاستغلال والأرباح الناتجة عن الاستثمارات السابقة ترتفع، وينخفض احتياج الاستثمار في مشاريع جديدة والفرص الاستثمارية تصبح نادرة، وبالتالي تتمكن المؤسسة من تغطية الاحتياجات التمويلية بالتمويل الذاتي، كما أن الاستقرار في تدفقات الاستغلال الذي يجعل المخاطر ضعيفة، وتراكم الأصول المادية الناتجة عن نمو المؤسسة تعتبر كأدلة وحجج مقنعة للاستدانة، وبالتالي فإن التمويل الخارجي يتحول إلى الاستدانة في شكل قروض بنكية أو قروض سندية.

– **مرحلة التدهور:** في المرحلة الأخيرة ينخفض التدفق النقدي تدريجيا وتنخفض كذلك الاحتياجات الاستثمارية، حيث يتجاوز التمويل الذاتي للمؤسسات الاحتياجات التمويلية للاستثمار، وبالتالي تميل المؤسسات إلى استخدام سيولتها في: تصفية ديونها، وإعادة شراء الأوراق المالية أو توزيع أرباح استثنائية على المساهمين.

والشكل الموالي يوضح خيارات التمويل ودورة حياة المؤسسة:

الشكل رقم (06): تمويل المؤسسة في كل مرحلة من دورة الحياة



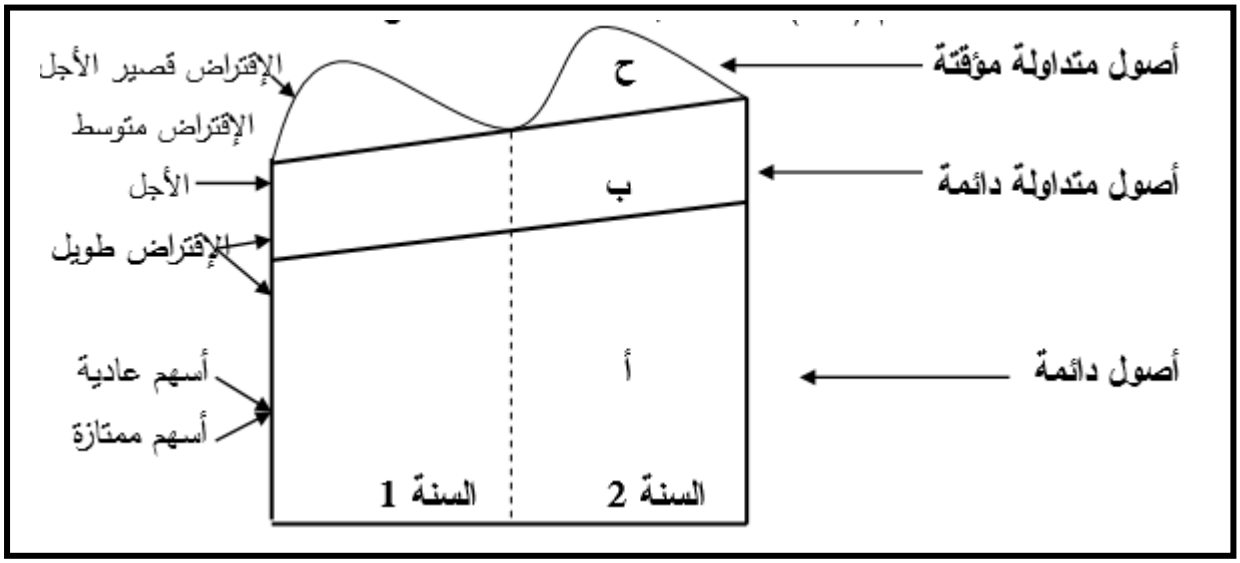
المصدر: بوشوشة محمد، **مرجع سابق**، ص 249.

6. الوفورات الضريبية البديلة: هي المنافع التي تحققها المؤسسة من غير الفوائد على الديون، حيث أن المؤسسات التي تحقق وفورات ضريبية مرتفعة فإنها تتوسع في الاستدانة، حيث أن قرار التمويل يعتمد على الوفورات الضريبية الممكن تحقيقها، لأن قيام المؤسسة بالاستدانة لتمويل استثماراتها له فوائد ضريبية مقارنة بإصدار الأسهم وذلك لقابلية الفوائد على الديون المدرجة في هيكل تكاليف المؤسسة قبل اقتطاع الضريبة من الربح الإجمالي للمؤسسة، حيث تكمن الميزة الأساسية للديون في الوفورات الضريبية التي تحققها، كما أنه بإمكان المؤسسة الاستفادة من الوفورات الضريبية من خلال وسائل أخرى، حيث أن اللجوء على الاقتراض ليس دائما إيجابيا إلا في حالة كون البدائل الأخرى للاستدانة قد استنفذت، وقد كشفت نتائج العديد من الدراسات عن إمكانية تأثير الوفورات الضريبية الناتجة عن أعباء القروض على الهيكل المالي كالوفورات الضريبية لأقساط الاهتلاك، والإعفاءات الضريبية المقدمة لتشجيع الاستثمارات، فكلما أتيحت للمؤسسة تحقيق وفورات ضريبية من غير فوائد القروض كلما يتوقع أن تنخفض نسبة الاستدانة في الهيكل المالي[85].

[85]S.Titman and R. Wessels, **The determinants of capital structure choice**, Journal of finance, V 43, 1988, P 18.

7. الملائمة: تعني ملائمة مصادر الأموال لاستخداماتها، أي استخدام مصادر التمويل طويل الأجل لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل واستخدام مصادر التمويل قصيرة الأجل لتمويل الاستثمارات قصيرة الأجل، وبالتالي فإن غلبة الاستثمارات طويلة الأجل على الاستثمارات قصيرة الأجل لشركة ما يقتضي ذلك زيادة نسبة مصادر التمويل طويل الأجل في الهيكل التمويلي، إن عدم مراعاة الشركة لملائمة مصادر أموالها لاستخدامات هذه الأموال سيؤدي إلى مخاطر في السيولة (عندما تمول استثمارات طويلة الأجل من مصادر تمويلية قصيرة الأجل)، أو مخاطر تجميد جزء من أموالها (عندما تمول استثماراتها قصيرة الأجل من أموال طويلة الأجل)[86].

الشكل رقم (07): العلاقة بين الحاجة للأموال ونوع استخدامها



المصدر:بوربيعة غنية، **مرجع سابق**، ص 133.

8. معدل النمو: مع بقاء العوامل الأخرى على حالها تعتمد المؤسسات التي تتميز بسرعة نموها على التمويل باستخدام القروض بشكل كبير، كما أن ارتفاع تكاليف التمويل بالأسهم مقارنة بتكاليف التمويل بالدين يشجع المؤسسات على زيادة الاعتماد على الاقتراض، بيد أنه في الوقت نفسه قد تواجه مؤسسات النمو السريع في اعتمادها المتزايد على الاقتراض مخاطر أكبر بشكل قد يقلل من رغبتها في اللجوء إلى الاقتراض[87]، إن وجود الفرص الاستثمارية داخل موجودات المنشأة يؤدي إلى زيادة مخاطرها، حيث يعتقد وجود علاقة عكسية بين هذه الفرص الاستثمارية المستقبلية أو النمو المستقبلي للمنشأة وبين نسبة مديونية

[86] العلي أحمد، **الإدارة المالية للشركات**، الجامعة الافتراضية السورية، 2020، ص ص 46-47.

[87] اندوراس عاطف وليم، **التمويل والإدارة المالية للمؤسسات**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، ص 405.

في هيكلها الرأسمالي، وباعتبار أن الفرص الاستثمارية المستقبلية تزيد من فجوة المعلومات بين المديرين والمستثمرين[88].

بالإضافة إلى المحددات السالف ذكرها هناك مجموعة من العوامل أخرى وهي:

– **التوقيت:** ازدادت أهمية هذا العامل في الوقت الحاضر بسبب التقلب الحاد في أسواق الأسهم والسندات، حيث يمكن للمؤسسات القوية أن تصدر في بعض الأوقات سندات يمكن تسويقها بسهولة ويصعب ذلك على المؤسسات الضعيفة، بينما في أوقات أخرى يمكن للأخيرة أن تصدر السندات وتبيعها بتكلفة معقولة، لذلك يبحث المدير المالي عن التوقيت المناسب لإصدار كل نوع من أنواع الأوراق المالية، هذا يعني أن النقطة الأساسية هي أن حالة أسواق رأس المال ذات تأثير جوهري في صنع البدائل التمويلية.

– **درجة التحفظ أو المجازفة:**إن إدارة المؤسسة هي مجموعة من البشر الذين تحكمهم عوامل سلوكية، فمنهم من يتصف بالجرأة والإقدام لتحمل المخاطر، ومنهم من يتصف بالتردد والتحفظ والخوف من المخاطر، وكما هو معروف فإن التمويل المقترض يساهم في زيادة درجة المخاطر؛ واستنادا لذلك فإن تركيبة رأس المال قد تميل إلى استخدام مديونية أقل على الرغم من ملائمة العوامل الأخرى بسبب تحفظ الإدارة وخشيتها من المخاطرة.

– **الإدارة والسيطرة:** إن سيطرة المالكين الحاليين على المؤسسة من العوامل التي لها دورا مهما في تخطيط مصادر التمويل المناسبة، حيث نجد أن هؤلاء المالكين يفضلون التمويل عن طريق الاقتراض أو إصدار الأسهم الممتازة بدلا من إصدار أسهم عادية لأن الدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة ليس لهما حق التدخل في الإدارة، هذا عندما يكون الهدف الرئيسي للملاك هو المحافظة على السيطرة، لكن هذا الامر لن يفلح في الحالات الخاصة فعندما تتوسع المؤسسة في الاقتراض وترتفع مديونيتها إلى حد عجزها عن دفع الفائدة أو سداد الأصل، فإن الدائنين قد يضعون أيديهم على أصول المؤسسة للحصول على حقوقهم وفي هذه الحالة يفقد جميع الأطراف السيطرة على المؤسسة لأنه سيتم تصفيتها لذا فقد يكون من الأفضل في مثل هاته الحالة التضحية بجزء من السيطرة عن طريق زيادة أموال الملكية (الأسهم العادية) ودخول بعدد المساهمين الجدد.

[88] أبو شعبان وليد زهير، **مرجع سابق**، ص 71.

– **معايير المديونية للصناعة:** هناك مستويات متعارف عليها لنسبة إجمالي الديون إلى صافي حقوق المساهمين لمختلف أنواع الصناعات، ولهذا فيجب على المؤسسة أن تحافظ في حجم مديونيتها على حجم هذه النسب حتى لا تؤثر على سلامة موقفهم المالي.

– **الظروف الاقتصادية العامة:** في حالة الرواج الاقتصادي تشجع المؤسسات على الاقتراض لتمويل عملياتها بدلا من الاعتماد على زيادة رأس المال والعكس في حالة الكساد.

– **التصنيف الائتماني للمؤسسة:** ويقصد به رأي فني في ملائمة المؤسسة المصنفة، فكلما زاد الرأي إيجابيا زادت القدرة على زيادة مصادرها التمويلية سواء عن طريق الاقتراض أو عن زيادة رأس المال.

– **نمط التدفق النقدي:** والمقصود به الفترة الزمنية التي تنقضي على الاستثمار حتى يبدأ بتحقيق النقد من عملياته، فالفترة الطويلة لها آثار سلبية على السيولة ويمكن تفادي هذا الأثر باختيار مصادر تمويل يتزامن وقت سدادها مع مواعيد دخول النقد، وأفضل مصادر التمويل من منظور السيولة رأس المال لأنه لا يعاد لأصحابه مثل: الاقتراض كما يمكن تعديل الأرباح الموزعة حسب الظروف.

– **طاقة الاقتراض:** قد يكون استعمال الاقتراض لتمويل المؤسسة مناسب من الناحية الضريبية لأن الفائدة تعد نفقة تقتطع من الدخل الخاضع للضريبة، لكن قدرة المؤسسة على الاقتراض وتقديم الضمانات تحد من إمكانية الاستفادة من الاقتراض دون حدود[89].

– **الاستحقاق:** للديون تاريخ استحقاق محدد سواء كان الدين قروضا أم سندات، حيث يتم تحديد مواعيد سداد الدين والالتزامات المترتبة عليه، كما أن تأخر الشركة في سداد دينها يعرضها لمخاطر اتخاذ الدائنين للإجراءات القانونية التي قد تؤدي إلى إعلان إفلاس الشركة، أما حقوق الملكية فليس لها تاريخ استحقاق، إذ أن الشركة غير ملزمة برد الأموال المستثمرة إلى المستثمرين بتاريخ معين، كما أنه غير ملزمة بتوزيع أرباح على المستثمرين إن لم يقرر مجلس إدارتها ذلك، وبالتالي فإن هذا العامل قد يزيد من نسبة حقوق الملكية في الهيكل التمويلي.

– **المرونة:** نقصد بالمرونة قدرة الشركة على تعديل مصادر أموالها بالزيادة أو بالنقصان تبعا للتغيرات الرئيسية التي تطرأ على استثماراتها، ومن المعروف أن المصادر التمويلية قصيرة الأجل أكثر مرونة من

[89] بوربيعة غنية، **مرجع سابق**، ص ص 135–137.

المصادر طويلة الأجل، وبالتالي فإن التقلبات الموسمية المحتملة في استثمارات الشركة ستزيد من نسبة مصادر التمويل قصيرة الأجل في الهيكل التمويلي للشركة والعكس بالعكس[90].

[90] العلي أحمد، **مرجع سابق**، ص 19.

المبحث الثالث: مساهمات الإدارة المالية القائمة على القيمة للنمو المستدام للشركات في ظل تداعيات جائحة كورونا

تمثل الإدارة المالية القائمة على القيمة (VBFM)الإستراتيجية المحورية لتمكين الشركات من تحقيق النمو المستدام، خاصة في ظل الأزمات مثل تداعيات جائحة كورونا .فهي لا تقتصر على إدارة الأرباح الحالية، بل تركز على اتخاذ قرارات مالية حاسمة (استثمارية وتمويلية) تهدف إلى تعظيم القيمة الاقتصادية على المدى الطويل، هذا التركيز العميق على خلق القيمة يعزز المرونة المالية، ويضمن التخصيص الأمثل للموارد، مما يمكّن الشركات من الصمود أمام الصدمات الاقتصادية والتكيف مع المتغيرات، وبالتالي يضمن استمرارها في مسار النمو الواعي والمسؤول.

المطلب الأول: الإدارة المالية الحديثة كمنهج جديد في تحديد القيمة

تعتبر القيم عنصرا هاما لأي مؤسسة لأنها تعتبر أساسا لفهم الاتجاهات والتأثير على إدراك الأفراد وقد ذكر (السويدان، 2003) أن توم بيتر مؤلف الكتاب المشهور "بحثا عن الامتياز" طلب منه أن يعطي نصيحة جوهرية واحدة تفي بجميع الأغراض التي تساعد المؤسسات على تحقيق الامتياز فأجاب "عليك بتحديد منظومة القيم"، وقد أشارت العديد من الأدبيات إلى أهمية الإدارة بالقيم بالمؤسسات للقرن الحادي والعشرين يمكن أن نجملها فيما يلي[91]:

- تعطي سعة وبعد التفكير وتوجيه جهود المنظمة نحو المجالات المختلفة.
- تحديد الأعمال ونوعيتها والتي ترغب المؤسسة أن تكون أو لا تكون فيها.
- توضيح توقعات المؤسسة وتنشرها للآخرين.
- تساعد على استقطاب الأفراد ذوي المهارات والجدارات.
- تحديد الأسلوب المتبع لتوجيه وإدارة الأعمال في المؤسسة.
- تحديد أولويات العمل الرئيسية في المؤسسة.

[91]إدريس وائل محمد صبحي والغالي طاهر محمد منصور، ط1، **سلسلة إدارة الأداء الاستراتيجي**، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2009، ص 69.

كما تساهم أهمية الإدارة بالقيم فيما يلي:

– خاصية المرونة في نظرية الإدارة بالقيم إذ أنها نظرية لا تأخذ قيم معينة بالتطبيق، بل تضع الإطار المرن المناسب لجميع القيم الثقافية والعقدية: فالنظرية تؤيد دور القيم ولا تحددها.

– الإدارة بالقيم تعتمد على الاتصال والعلاقات الإنسان ية مما يعزز دور العنصر البشري ويربط النظام بالأفراد العاملين فيه وبالمجتمع الذي ينتمي إليه وبالثقافة التي ينشأ فيها.

– الإدارة بالقيم شاملة فهي تهتم بجميع الأطراف والعناصر في العمل الإداري لها سلطة على جميع العمليات والممارسات والأفراد وليست مجرد إشعار.

– اتجاه عالمي نحو معالجة الإخفاقات والمظاهر السلبية للحضارة المعاصرة وهي اتجاه نحو صيانة الذات الإنسانية داخل المؤسسة[92].

وتتبع أصول القيمة في النظرية المالية إلى المدرسة النيوكلاسيكية الحدية التي أسسها Jevons، حيث يعرف القيمة على أنها لا تكون على أساس التكلفة ولكن بالرجوع للطلب الذي يمثل المنفعة الحدية للممتلكات ويحدد قيمتها، يفترض النموذج النيوكلاسيكي في النظرية الاقتصادية أن المؤسسة تهدف إلى تعظيم أرباحها، الذي يخضع لقيد دالة الإنتاج، وقد استعملت النظرية المالية نماذج بنفس الشكل وذلك بقصد استخراج قواعد توجيهية بما يسمح بمعرفة القرارات التي ينبغي لتعظيم دالة الهدف، لكن سرعان ما لاقى مفهوم الربح في النظرية النيوكولاسيكية انتقادات واسعة، مما جعل النظرية المالية تتخلى عنه وتتخذ على اثر ذلك مفهوم تعظيم ثروة المساهمين، وانطلاقا من ذلك تبني مفهوم القيمة من طرف النظرية المالية كهدف جوهري للمؤسسة، التي ينبغي أن تسعى إلى تعظيمها وجعل مختلف القرارات المالية تصب في قالبها ولخدمتها[93].

---

[92] العتيبي مشاعل ذياب، **الإدارة بالقيم وتحقيق التوافق القيمي في المنظمات**، ورقة بحثية مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر الدولي بعنوان: نحو أداء متميز في القطاع الحكومي، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2009، ص 31.

[93] رابحي رانية كوثر، **تطور نظرية القيمة في الفكر الاقتصادي والمالي**، مجلة التحليل والاستشراف الاقتصادي، جامعة مستغانم، الجزائر، 2(1)، 2021، ص 165.

بالنسبة لأهداف المؤسسة يرى بعض الاقتصاديين أن هدف الربح يأتي في أول الترتيب باعتباره المفتاح الذي يدخل إلى العديد من الأهداف الأخرى، كاستمرار المؤسسة، توسيع نشاطها، تلبية حاجيات المجتمع.

وتساهم الإدارة بالقيم في تلبية حاجيات العمال وتحسين ظروف عملهم، تحسين مردود الأموال للمالك أو المالكين للمؤسسة في صورة حصص أو أسهم حسب الطبيعة القانونية لها، ويتحدد كل هذا وبشكل كبير على درجة أداء ودقة الأعمال المالية بالوظيفة المالية أو الإدارة المالية، بينما يرى البعض الآخر أن الهدف هو تعظيم الثروة وليس تعظيم الربح بحجة أن تعظيم الربح يعد هدف قصير الأجل، ويمثل ذلك وجهة النظر المحدودة القصيرة الأجل ويترتب عليه (تعظيم الربح) تدهور قيمة السهم السوقية وهو ما يتعارض مع هدف المساهمين، بينما تعظيم الثروة يعتبر هدف استراتيجي أمثل طويل الأجل يعمل على تعظيم القيمة الحالية لاستثمارات الملاك، لكن يبقى دائما تعظيم الربح جزء من إستراتيجية تعظيم الثروة[94].

ويعود الفضل في بروز مقاييس خلق القيم للمساهم إلى الأعمال القيمة للأمريكي ألفريد رابابورت(1986) Alfred Rappaportالذي استطاع تقديم مقاربة لخلق القيمة للمساهم حدد من خلالها الوسائل الضرورية التي تمكن إدارة المؤسسة من الوصول إلى تحقيق هدف تعظيم القيمة للمساهمين.

ومع مطلع التسعينات من القرن الماضي سارعت العديد من مكاتب الاستشارات المتخصصة إلى تبني أفكار رابابورت، واستطاعت تطوير نماذج لقياس خلق القيمة، فقامت بالترويج لها من أجل استقطاب أكبر عدد ممكن من المنشآت لاستغلال نماذجها في القياس، تكتسي مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة للمساهم أهمية بالغة في الإدارة المالية الحديثة، حيث يمثل مقياس الأداء الذي من خلاله يتحدد مقدار خلق القيمة المحقق من طرف المؤسسة الركيزة الأساسية لنظام الإدارة على أساس القيمة Value BasedManagement(VBM)، فاستخدام مقياس الأداء من منظور خلق القيمة يسمح للمؤسسات

[94] حنفي عبد الغفار، **الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 19.

بتحسين عملية الاتصال الداخلي أو الخارجي بالمستثمرين، كما يساعد على اتخاذ القرارات التشغيلية والإستراتيجية، وإعداد نظام المكافآت الذي يجعل سلوك المديرين يتماشى مع أهداف المساهمين[95].

ويهتم المنهج الحديث للإدارة المالية للمؤسسة بكل من قرار الاستثمار وقرار التمويل باعتبارهما قرارين ماليين استراتيجيين، يمكن من خلالهما تعظيم ثروة المؤسسة، وكلا القرارين يمكن التعرف عليهما من خلال العرض التالي[96]:

-**قرار الاستثمار**: تعتبر قرارات الاستثمار من أهم قرارات الإدارة المالية، إن قرار مستوى الاستثمار أو حجم الاستثمار الذي يتخذه المدير المالي هو الذي يحدد عناصر الأصول الثابتة والأصول المتداولة والتوزيع النسبي لرأس مال المؤسسة بين مختلف عناصر الأصول، وتستخدم الإدارة المالية مبدأ الفرصة البديلة ومردودها ومقدار التكاليف على القروض قصيرة الأجل من أجل تحقيق مبدأ الاستثمار الأمثل لعناصر الأصول المتداولة، مما يجنب المؤسسة تحمل كلفة عدم الاستثمار الفائض أو ارتفاع كلفة العجز غير المخطط له، أما الجانب الآخر من القرارات هو الاستثمار في عناصر الأصول الثابتة الذي هدفه يمكن في تحقيق الزيادة في الأرباح، مع أن التوسع في الاستثمارات في الأصول الثابتة قد يدي إلى زيادة الطاقة الإنتاجية التي قد تخلق بدورها انخفاض في استغلال الطاقة المتاحة، مما يؤدي إلى ارتفاع كلفة الإنتاج وارتفاع أسعار البيع وانخفاض المبيعات ثم الأرباح.

- **قرارات التمويل**: تتمثل المجموعة من القرارات المالية في قرارات التمويل وتدور هاته القرارات حول كيفية الحصول على الأموال لتمويل الاستثمارات، ويجب التأكد على أن جوهر قرارات التمويل تدور حول تحديد المزيج الأمثل من مصادر تمويل الاستثمارات (هيكل التمويل)، أي تحديد تشكيلة التمويل من مصادر التمويل المتاحة المقترضة والممتلكة، وأيضا تحديد نسبة التمويل من مصادر التمويل قصيرة الأجل ومصادر التمويل طويلة الأجل، وبالتالي تحديد المزيج الأمثل والمناسب للتمويل، وكل ذلك يكون في إطار هدفها العام الذي يتمثل حصرا في تعظيم القيمة الاقتصادية للمؤسسة.

---

[95] أيمن أسماء ودادن عبد الغني، **دور القرارات المالية في خلق القيمة للمساهمين دراسة حالة مجمع صيدال ومؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي خلال الفترة (2002-2017)**، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، جامعة أم البواقي 8(2)، 2021، ص ص 698-699.

[96] قرامز فطيمة الزهرة، **المنهج المعاصر للتفكير المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المؤسسة الوطنية للمنتجات الكهروكيمياوية**، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة أم البواقي، الجزائر، 06، 2016، ص ص 309-310.

ولهذا أصبح لزاما على المؤسسات الاقتصادية السعي وراء هدف خلق القيمة وذلك بالتركز على انشغالين جوهريين وهما[97]:

– تحسين الربح الاقتصادي المتحصل عليه بنفس القدر أو أكثر من خلال سياسة جديدة ترتكز على الميزانية (أحسن استغلال للأصول الثابتة وتدنئة حاجيات رأس المال العامل)، والتخلي عن السياسة التقليدية التي ترتكز على جدول حسابات النتائج (رفع المبيعات وتدنئة التكاليف).

– النمو، إذ أن خلق القيمة يدفع إلى السعي وراء النمو، لكن ليس النمو بأي ثمن، ولكن النمو الخالق للقيمة أي الذي سيحقق عائدا، إذ أن إعادة معالجة الاستثمارات الإستراتيجية من شأنه تسهيل هذه العملية.

المطلب الثاني: لمحة عن جائحة كورونا

تعتبر جائحة كورونا من أهم الأزمات الصحية التي اجتاحت العالم خلال السنوات الأخيرة وأثرت بشكل كبير على اقتصاديات هاته الدول في جميع النواحي، لذلك سنحاول التطرق إلى لمحة تقديمية حول هاته الجائحة بالتعرف على بداية ظهور وانتشار الجائحة، ثم تلك التداعيات التي خلفتها على اقتصاديات دول العالم بما فيها الأسواق المالية.

1. ظهور وانتشار جائحة كورونا: إن ظهور الأوبئة على مستوى العالم أحدث تغييرات جذرية في عدة نظام اقتصادية واجتماعية وصحية، وليس ذلك بالجديد على العالم إذ كل مدة زمنية معينة الا ويظهر وباء معين يؤثر على مستويات عدة، إذ تحدث ثورة كبيرة في عدة مفاهيم علمية وتقنية، تشير الدراسة الأولى على الأوبئة أن وجودها كان منذ التواجد الإنسان ي على هاته الأرض وأن الفيروسات ككائنات حية متواجدة في الطبيعة وفي الحيوانات، وبفعل تطورها الجيني تحدث طفرات جينية تنتقل للإنسان بحكم تعايش الإنسان مع البيئة والحيوان، وقد تسبب الأوبئة بشكل كبير في قتل أعداد ضخمة من الأفراد[98].

[97] M.O. HAMDAN, (2009), **Création de valeur et évaluation des entreprises**, le Quotidien d´Oran, N 4422, P 07.

[98] جاسم أمير أزهر عبد الرسول، **تأثير جائحة كورونا في بعض مؤشرات السلامة المالية لبلدان مختارة مع إشارة للعراق**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، 2024، ص 10.

اختلفت الآراء والكتابات حول ظهور هذا الفيروس والمرض لأول مرة، وبعد الاستقراء للمعلومات تبين أن بوادر ظهوره كانت سنة 1930 عندما تم اكتشاف فيروس تاجي حيواني اصطلح عليه "IBV" حيث يسبب في التهاب الشعب الهوائية المعدية للطيور؛ بعد هذا التاريخ ظهرت عدة سلالات من فيروسات كورونا التاجية خلال السنوات 1931، 1937، 1946، 1949، ومست أغلبها الحيوانات مثل: الدواجن، الخنازير، الفئران، ولم يسبق لهذا المرض أن أصاب الإنسان إلا بعد عام 1965 حينما تم اكتشاف أول فيروس تاجي بشري يصيب الإنسان ويسبب مضاعفات تشبه في ظاهرها نزلات البرد إلا أن تأثيرها أكبر على الجهاز التنفسي، وتوالت بعدها الاكتشافات حول هذا الفيروس إلى غاية سنة 2003 عندما ظهر فيروس "سارس" الذي أطلق عليه فيما بعد "SARS-COV1"، والذي انتشر في 29 دولة وأزهق العديد من الأرواح، وفي سنة 2012 تم الإبلاغ عن إصابة رجل في الستين من عمره بمرض تنفسي قاتل مع العلم أنه موفور الصحة، ومع الأبحاث التي أجريت حينها تبين أن السبب هو فيروس كورونا جديد أطلق عليه اسم فيروس كورونا لمتلازمة الشرق الأوسط التنفسية " ، وفي سنة 2012 تم الإبلاغ عن إصابة رجل في الستين من عمره بمرض تنفسي قاتل مع العلم أنه موفور الصحة، ومع الأبحاث التي أجريت حينها تبين أن السبب هو فيروس كورونا جديد أطلق عليه اسم فيروس كورونا لمتلازمة الشرق الأوسط التنفسية"CERS-COV" أو فيروس ميرس"MERS-COV"، أما بالنسبة للفيروس التاجي الجديد COVID-19فهو من سلالة فيروس "سارس" الذي ظهر سنة 2003، إلا أن الآثار التي خلفها هذا الفيروس أكبر بكثير من الفيروس الذي ظهر سنة 2003، بسبب انتشاره السريع والخطير الذي اجتاح أكثر من 100 دولة وخلف خسائر بشرية ومادية كبيرة[99].

ظهر هذا المرض في البداية في مقاطعة ووهان الصينية في شهر كانون الأول لعام 2019، وانتقل فيما بعد إلى أغلب دول العالم، ويتكون هذا المرض من فصيلة كبيرة من الفيروسات، تصيب الجهاز التنفسي لدى الإنسان في البداية بحالات البرد وإرهاق وسعال جاف، ومن ثم ينتقل إلى الأمراض الأشد تأثيرا على حياة الإنسان خصوص للأشخاص المسنين، والأشخاص الذين يعانون من أمراض مزمنة سابقة، حيث يتعافى معظم الأشخاص المصابين بهذا المرض بمعدل 80% دون الحاجة للعلاج،

[99] كاسحي موسى ودربال رقية، **تداعيات جائحة كورونا على قطاعات ومؤشرات الاقتصاد العالمي**، ورقة بحثية مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الوطني الأول حول: تداعيات جائحة كورونا على الاقتصاد الجزائري –الآثار والإجراءات، يوم 3 فيفري 2022، ص 04.

ومن خصائص هذا الفيروس سهولة انتقاله بين البشر، ومعدل الإصابات بين البشر بهذا المرض أكبر من معدل الوفيات، ولهذا السبب أطلق عليه (جائحة كورونا)[100].

ووفقا للدراسات والأبحاث التي أجريت بخصوص فيروس كورونا ومع مقارنته مع الفيروسات التاجية التي ظهرت سابقا مثل: فيروس سارس وفيروس متلازمة الشرق الأوسط التنفسية، تبين أن هذا الفيروس من نفس عائلة الفيروسات التاجية سابقة الذكر، وأن مصدر هذا الفيروس حيواني تسببت به الخفافيش الصينية التي يكثر بيعها وأكلها في سوق المأكولات البحرية بمدينة ووهان، كما أضافت جمعية الطب الوقائي الصينية سبب آخر في ظهور هذا المرض وهو حيوان البنغويلن الذي يعد خزان لهذا الفيروس وكثر صيده وبيعه في المدن الصينية وبالتحديد في مدينة ووهان.[101]

من هنا بدأت الاتهامات المتبادلة بين الصين والولايات المتحدة الأمريكية عبر وسائل الأعلام، ومن ثم برزت العديد من الروايات التي تفسر أسباب وكيفية ظهور الفيروس، من بينها نظرية المؤامرة على اعتبار أن الفيروس هو مؤامرة صينية من أجل استثماراتها وسمعتها ومكانتها، وهناك من فسر ذلك بأكل الصينين للحيوانات البرية بطريقة غير صحيحة وعشوائية أدى إلى انتشار الفيروسات كون هذه الحيوانات تحمل الكثير من الفيروسات، ورواية أخرى ترى بأن ذلك كان نتيجة لتطوير الصين لأسلحة بيولوجية، وهناك من يربط بين ظهور الفيروس والجدل الذي دار حول النفقات التي تصرف على كبار السن والمتعاقدين وتأثيرها على الموازنات والقطاعات الحيوية، خصوصا في الدول الغربية، ومن ثم فإن نشر الفيروس يستهدف التخفيف من نسبة المسنين وتقليل النفقات، كما نجد من أخذ بالتفسير الديني لظهور الفيروس وأصحاب هذا الرأي من المتدينين يرون بأن السبب هو عقاب الهي ناتج عن انتشار الفواحش والابتعاد عن الله، وبالتالي لا بد من الرجوع إلى الله والتوبة، مع تعدد تفسيرات ظهور الفيروس نجد أن من المنطقي الأخذ بالتفسيرات المعقولة لظهوره، فهو إما أن يكون قد انتقل إلى الإنسان بواسطة الحيوانات عن طريق الأكل، أو تسرب من المختبرات المتخصصة عن طريق الخطأ أو بصورة متعمدة،

---

[100] عليان أحمد كمال سلمان، **التداعيات السياسية والاقتصادية لجائحة كورونا على النظام السياسي والاقتصادي الدولي**، مجلة جامعة الحسين بن طلال للبحوث،جامعة الحسين بن طلال، عمان، الأردن، 3(7)، 2021، ص ص 4-5.

[101] كاسحي موسى ودربال رقية،**مرجع سابق**، ص 05.

خاصة وأن ووهان تعد مركز الأبحاث والمختبرات[102]، والجدول الموالي يوضح إصابات ووفيات جائحة كورونا بداية من سنة 2020 إلى غاية 2021:

الجدول رقم (01): إصابات ووفيات جائحة كورونا للفترة (2020-2021)

الدولة	عدد الإصابات 5-2020	عدد الوفيات5-2020	نسبة عدد الوفيات إلى عدد الإصابات	عدد الإصابات 10-2021	عدد الوفيات 10-2021	نسبة عدد الوفيات إلى عدد الإصابات
العالم	4679511	318363	%6	239564959	4883624	%2
أمريكا	1486757	91225	%6.1	45431167	737589	%1.6
روسيا	281752	2584	%0.9	7861681	219329	%2.7
بريطانيا	243965	34898	%14.3	8231437	137944	%1.6
البرازيل	241080	16525	%6.8	21500097	601442	%2.7
اسبانيا	231350	27873	%12	4977448	86827	%1.7
ايطاليا	225435	32154	%14.2	4704318	131384	%2.7
المانيا	174697	8127	%4.6	4342178	95183	%2.1
العراق	2131500	24267	%1.1	2302793	24989	1.8
تركيا	14935	4172	%2.7	7508975	66605	%0.8
فرنسا	142411	28478	%19.9	7063511	117150	%1.6
الهند	96169	2949	%3	34001743	451220	%1.3
الصين	84054	4637	%5.5	96457	4636	%4.8
كندا	76991	5976	%7.7	16667575	28289	%1.6
السعودية	54752	313	%0.5	547704	8751	%1.5
المكسيك	49219	5248	%10.6	3732429	282773	%7.5
الجزائر	99610	2756	%36.14	214000	6100	%35.08

المصدر: ظاهر زهراء عبد الحسين، **التداعيات الاقتصادية لجائحة كورونا وتأثيرها في المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية دراسة تحليلية للمدة 2019-2021**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، العراق، 2022، ص 50.

2. تداعيات جائحة كورونا على الاقتصاد العالمي: لقد بدأ العالم في شهر فبراير لسنة 2020 يشهد تعطلا للاقتصاد الصيني ثم انتقلت العدوى لاحقا للاقتصاديات الأخرى، وامتدت آثار جائحة كورونا

[102] حسين هبة علي، **اقتصاديات العالم وتخطي جائحة كورونا**، مجلة حمورابي، مركز حمورابي للبحوث والدراسات، العراق، 36، 2020، ص 155.

لتشمل الاقتصاد والصناعة وعالم المال والأعمال، حيث شهد العديد من الشركات في صناعات السفر والضيافة والترفيه والتجزئة انخفاضا حادا في الإيرادات، فضلا عن تقلبات الأسواق المالية وتآكلها، وتدهور الائتمان وزيادة مخاوف السيولة والزيادات في التدخل الحكومي، وارتفاع معدلات البطالة، والانخفاض الواسع في الإنفاق الاستهلاكي، وزيادة مستويات المخزون وانخفاض الإنتاج بسبب انخفاض الطلب، وتسريح العمالة ومنح الإجازات، وإعادة هيكلة المشروعات والعمليات، وغيرها الكثير من التداعيات[103].

وتعد جائحة كورنا صدمة عالمية لا مثيل لها، حيث تنطوي على اضطرابات متزامنة في العرض والطلب في اقتصاد عالمي مترابط، فقد قلل الوباء من العمالة والإنتاجية، كما أن عمليات الإغلاق والإفلاس للتجار والتباعد الاجتماعي أدت إلى اضطرابات في الإمداد، من جهة أخرى فإن تسريح العمال وفقدان الدخل (بسبب المرض والحجر الصحي والبطالة) وتفاقم الآفاق الاقتصادية يقلل من الاستهلاك للأسر وبالتالي يقلل من استثمارات الشركات، ويمكن أن تؤدي حالة عدم اليقين بشأن مسار الجائحة وحجمها إلى حلقة مفرغة من إضعاف ثقة الأعمال والمستهلكين وتشديد الظروف المالية، مما قد يؤدي إلى فقدان الوظائف والاستثمار[104].

أدت إجراءات وتدابير جائحة كورونا خلال سنة 2020 إلى تباطؤ نمو الاقتصاد، وتوقع صندوق النقد الدولي أن يشهد انكماشا حادا بواقع 3% حيث تراجع إجمالي الناتج العالمي سنة 2020، لتسبب هاته الجائحة أزمة اقتصادية عالمية من خلال التراجع الحاد في كل من الطلب الكلي، الاستهلاك والإنفاق العام، سلاسل التوريد، قطاع التصنيع والخدمات، منشآت سياحية، منشآت التعليم، حركة التجارة الدولية، تراجع مؤشرات الأسواق المالية والنفط، ومن بين تلك الآثار والتداعيات الناجمة عن جائحة كورونا يمكن الوقوف على أهمها في النقاط التالية[105]:

---

[103] القنبري محمد قيس عادل، **انعكاسات جائحة كورونا على تطبيق الفروض والمبادئ والمحددات المحاسبية: بحث نظري** مجلة الدراسات الاقتصادية، جامعة سرت، ليبيا، 4(3)، 2021، ص 58.

[104] السامرائي محمد رياض حميد، **أثر تداعيات جائحة كورونا على أداء المنظمات الصناعية في عمان**، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، 2021، ص 13.

[105] أبو صالح رغده خالد حسين، **أثر جائحة كورونا على الاقتصاد في العالم والشرق الأوسط**، المجلة العربية للنشر العربي، مركز تميم للدراسات والأبحاث، عمان، الأردن، 48، 2022، ص 126.

– **السياحة والنقل:** حيث تؤثر الجائحة على كل من الطلب والعرض العالميين من خلال خفض معدل الرحلات بسبب غلق حدود العديد من الدول وغلق العديد من المطارات.

– **في المجال الرياضي:** شهد القطاع الرياضي أزمة لا مثيل لها من حيث تراجع الإيرادات والدخول على مستوى المنشآت خلال أزمة كورونا، خاصة في الفترة من منتصف مارس وحتى أول يوليو، بسبب توقف النشاط الرياضي بشكل شامل، حيث بلغ حجم سوق الرياضة عالميا نحو 756 مليار دولار سنويا، ويصل إلى 840 مليار دولار سنويا.

– **منشآت التجارة:** حيث تؤثر الجائحة من خلال عرقلة الإمداد وتعطيل سلاسل التوريد إلى إعاقة الإنتاج وإضعاف كل من الطلب والعرض العالميين، ما يؤدي بدوره إلى تقلص الطلب على الطاقة.

ولقد أثرت جائحة كورونا على الاقتصاد الدولي ككل على عكس الأزمات السابقة التي أثرت على دول أو شركات اقتصادية معينة، فإذن آثار جائحة كورونا وتداعياتها على الاقتصاد العالمي سوف تكون خطيرة، فكلما زادت واستمرت الفترة الزمنية لجائحة كورونا في العالم سوف تؤدي إلى تحولات في النظام السياسي الاقتصادي الدولي وتغيرات كبيرة في ذلك النظام[106]، ومن أبرز ملامح الاقتصاد العالمي المتوقعة بعد كورونا نجد ما يلي[107]:

– من المحتمل أن يتحول الاقتصاد العالمي من سياسة التجارة الحرة والعولمة إلى سياسة الحماية.

– تراجع التفاعل وجها لوجه لصالح أجهزة وبرامج الاتصالات، لا سيما بعد الالتفات للوقت الضائع في السفر لأغراض العمل والدراسة، ومن ثم تفضيل التواصل عن بعد بدل ذلك، مما سينعكس سلبا على الناقلات الجوية والفنادق، وبالتالي سيحظى العمل من المنزل بقبول أكبر.

– الحذر من قبل المستهلكين لفترة بعد انحسار جائحة كورونا مما يؤثر على الإنفاق من قبل المستهلكين، ومن ثم المبيعات في قطاع التجزئة.

– من المرجح أن يزداد الإنفاق على البنية التحتية، وتعاظم المحفزات المالية، لا سيما بعد أن تثبت السياسات المالية عجزها.

– ممكن أن يؤدي الركود إلى تخلف سندات الخردة عن سداد فوائدها، ومن ثم سيعمل ذلك على انهيار تلك السندات، ومن ثم التدافع من أجل شراء أذون الخزانة الأمريكية.

---

[106] عليان أحمد كمال سلمان، **مرجع سابق**، ص 370.

[107] الحسين هبة علي، **مرجع سابق**، ص ص 157–158.

– على الرغم من أن أذون الخزانة ستكون ضعيفة، إلا أنها ستستمر بالاحتفاظ بجاذبيتها نتيجة لكونها تعد الملاذ الآمن النهائي.

– قد تتعرض صناديق التقاعد لمشكلة، مما قد يؤدي إلى تعرضها لخيبة أمل نتيجة اتجاهها صوب الاستثمارات الأعلى خطورة من أجل تحصيل عائدات أعلى.

– ربما يحصل انتعاش للأسواق بعد أن يشعر المستثمرين بعمق الركود، لكن بمستويات ضعيفة وتدريجية، أي على المدى البعيد.

– هناك من يرى بأن الدول التي تمتلك بنية اقتصادية متزعزعة وضعيفة هي الأكثر عرضة للتدهور والانهيار الاقتصادي، فهي لا تمتلك موارد كافية لمواجهة الأثر السلبي لجائحة كورونا، لا سيما الدول التي دخلت بحروب كالعراق وسوريا مثلا فهي استنزفت كل إمكانياتها تقريبا، فهي أكثر عرضة لعدم الاستقرار الاقتصادي، وهذا لا يعني بأن الدول الأكثر استقرار سياسيا واقتصاديا سوف تنجو من الآثار الاقتصادية الكبيرة للوباء، بل نجد بأن الوباء سيصيب أو ربما أصاب الاقتصاد العالمي بالشلل.

المطلب الثالث: تداعيات جائحة كورونا وأثرها على القيمة المالية في الأسواق المالية

تضررت الأسواق المالية العالمية كثيرا من تفشي وباء كوفيد 19، حيث سجلت البورصات العالمية انخفاضا محسوسا في أسهم الشركات التي توقفت عن النشاط إلى ما دون الصفر، على غرار شركات الطيران والشركات البترولية، فإغلاق المجال الجوي كانت صدمة قوية لشركات الطيران، التي أصبحت غير قادرة على مواجهة الأعباء المالية المتراكمة، وانهارت أسعار أسهمها إلى مستويات أقل من المسجلة في أعقاب الأزمة العالمية، أو هجمات 11 من سبتمبر[108].

وقد عانت الأسواق المالية العالمية أسوء انخفاض لها منذ أن بدأ فيروس كورونا بالانتشار حول العالم، حيث تراجعت معظم أسواق الأسهم الرئيسية في العالم لتحقق خسائر تاريخية خاصة في الأشهر الثلاثة الأولى من عام 2020، فيما يسمى م (موجة البيعة)، وهي عملية بيع سريعة للأوراق المالية مثل: الأسهم والسندات وصناديق الاستثمار المتداولة والسلع والعملات، كما أثر هذا الوباء بالسلب على قرارات المستثمرين، وهو ما دفع الكثيرين منهم إلى التوجه إلى الأصول الآمنة عل غرار الذهب، والتي ينظر لها كملاذ آمن للتحوط في أوقات الأزمات والهروب من سوق الأوراق المالية، خاصة في ظل تردي معظم الشركات المسجلة بالأسواق المالية، ففي بداية فبراير 2020 كان المستثمرين واثقين من أن تفشي المرض

[108] الجعيد ساير ساعد ساير، **انعكاس جائحة فيروس كورونا المستجد(COVID-19)على السوق المالية السعودية**، مجلةالبحوث المالية والتجارية، جامعة بور سعيد، مصر، 24(2)، 2023، ص 290.

سوف ينحسر، مدعومين بالأرقام التي تشير إلى أن عدد حالات الإصابة كان مستقرا، ومع ذلك ازدادت عدد الإصابات، فبدأ هذا التفاؤل ينحسر بشكل كبير، حيث أعلن منظمة الصحة العالمية أن كوفيد– 19 تعد جائحة يصعب السيطرة عليها، مما أدى إلى تخوف المستثمرين والى حالة الرعب والهلع أدت إلى عمليات بيع ضخمة للأسهم والأوراق المالية، أسهمت في تكبد الأسواق المالية خسائر كبيرة[109].

بالانتقال إلى القارة الأوربية فقد شهد مؤشر العاصمة الفرنسية CAC 40 انخفاض المؤشر دون الأدنى قيمة في الفترة من 09 مارس 2020 إلى غاية 09 أفريل 2020، أما أقل قيمة للمؤشر طوال السنتين فقد كان في مارس 2020، حيث بلغ المؤشر 3754.84 نقطة للمؤشر، في حين أقل انخفاض للمؤشر فقد كان بتاريخ 12 مارس 2020 بسبب انخفاض حاد جدا بلغت 12.27%، أما فيما يتعلق بمؤشر Nasdaq 100 فقد كان الانخفاض تحت أقل قيمة في الفترة ما بين 12 مارس 2020 إلى غاية 3 فيفري 2020، فقد كانت في 23 مارس 2020 بقيم 6847.28 نقطة، وعرف المؤشر انخفاض كبير بتاريخ 12 مارس 2020، بنسبة انخفاض حادة بلغت 12.27%[110].

اهتزت الأسواق العالمية مع تفشي فيروس كورونا المستجد عالميا، لكن طبيعة الصدمات التي تصيب الأسواق العالمية هاته المرة تختلف عن عام 2008، وكانت النتيجة الأكثر وضوحا لأزمة COVID- 19في الأسواق العالمية هي التأثير في سوق الأسهم العالمية، فقد خسرت أسواق الأسهم العالمية 6 تريليون دولار في القيمة على مدى ستة أيام من 23 إلى 28 فبراير، وفقا لمؤشرات S&P Dow Jones بين 20 فبراير و19 مارس، انخفض مؤشر S&P 500 بنسبة 28% (من 3.373 إلى 2.409)، وانخفض مؤشر FTSE 250 بنسبة 41.3% (من 21.866 إلى 12.830)، وانخفض مؤشر Nikkei 225 بنسبة 29% (من 23.479 إلى 16.552) في نفس الفترة، وشهدت البنوك الدولية الكبيرة انخفاضا في سعر أسهمها، حيث أن الانخفاض في مؤشرات سوق الأسهم في مارس كان بشكل رئيسي بسبب هروب المستثمرين إلى السلامة أثناء جائحة الفيروس التاجي[111].

---

[109] محمود جيهان عبد السلام عباس، **أثر كورونا على البورصات العالمية: نقد نظرية كفاءة الأسواق**، مجلة السياسة الدولية، مؤسسة الاهرام، مصر، 56(233)، 2021، ص 28.

[110] غربي حمزة وبدروني عيسى، **أثر جائحة كورونا على الأسواق المالية العالمية –دراسة وصفية تحليلية لمؤشرات بعض البورصات العالمية**، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة ادرار، الجزائر، 8(2)، 2020، ص 11.

[111] الجعيد ساير ساعد ساير،**مرجع سابق**، ص 290.

الجدول رقم (02): تأثير فيروس كورونا على بعض المؤشرات وأسعار الأسهم في الأسواق المالية العالمية

أداء بعض المؤشرات العالمية	أسعار بعض الأسهم في الأسواق العالمية
–انخفاض مؤشر S&P 500بنسبة 28% (من 3.373 إلى 2.409).	– انخفض سعر سهم citigroupبنسبة 49% (من 78.22 دولار امريكي إلى 39.64 دولار أمريكي).
– انخفض مؤشر FTSE 250بنسبة 41.3% (من 21.866 إلى 12.830).	– انخفض سعر سهم JP Morgan chaseبنسبة 38% (من 137.49 دولار أمريكي إلى 85.30 دولار أمريكي).
– انخفض مؤشر نيكي بنسبة 29% (من 23.479 إلى 16.552).	– انخفض سهم بارك ليز بنسة 52% (من 181.32 جنيه استرليني إلى 86.45 جنيه استرليني).

المصدر:كاسحي موسى ودربال رقية، مرجع سابق، ص 10.

وسجلت أسواق المال في دول الخليج خسائر كبرى وتصدرت السعودية ذلك بتراجع سهم شركة أرامكو إلى مستوى قياسي، بعد انهيار سعر النفط في خضم "حرب الأسعار" بدأتها المملكة العربية السعودية، اذ تعرضت سوق المال السعودية "تداول" وهي الأكبر في المنطقة إلى خسائر قاسية، إذ هبط المؤشر العام بأكثر من 9 بالمئة، بينما تراجعت قيمة سهم شركة أرامكو بنسبة 10 بالمئة وهو مستوى قياسي، لتبلغ 27 ريال، وخسرت أرامكو في يومين أكثر من 320 مليار دولار تقريبا من قيمتها، التي باتت تراوح عند 1.4 تريليون دولار[112]، وقد الحقت جائحة كوفيد 19 أضرار كبيرة بالاقتصاد العالمي، وعصف آثارها السلبية وتكاليفها الباهضة بكافة قطاعات الأعمال وكبريات الشركات، وكمثل جميع العالم فقد تأثر الاقتصاد السعودي والشركات المدرجة في السوق المالي السعودي تداول بدرجات متفاوتة كل حسب مجال قطاع نشاطه ومدى قوة مركزه المالي، نتيجة لتداعيات الجائحة من إغلاق واسع في العالم ككل أدى إلى شلل اقتصادي عالمي.

مما أثر وكان له انعكاسات كبيرة على الأسواق المالية، حيث شهدت أغلب الشركات انخفاض بارز منذ بداية تفشي الوباء، ولكن هذا لا يعني أن جميع الشركات السعودية المدرجة قد حققت نتائج سلبية بل على عكس كل التوقعات هناك من الشركات من كانت جائحة كورونا بمثابة الفرصة الذهبية

[112]الخزاعي ناظم جدعان، **تأثير الازمات على الأسواق المالية العالمية حالة ازمة كورونا**، مجلة مركز دراسات الكوفة العراق، 67، 2022، ص 526.

لتحقيق أرباح معتبرة وأخذ حصة من السوق على غرار شركات التجارة الالكترونية والصناعات الصيدلانية[113].

ففي سوق الأوراق المالية المصري تأثرت نتائج الأعمال الشركات التي تعتمد على السياحة والمطاعم بشكل واضح، بينما لم تتأثر قطاعات مثل: الخدمات والرعاية الصحية وأن السوق تأثر بشكل واضح بحجم وتوقيت ضخ المؤسسات الأجنبية الأموال مرة أخرى[114]، هذا وقد انخفض مؤشر EGX 30انخفاض كبير في نهاية الثلاثي الأول من سنة 2020، بينما كانت قبلها مستقرة تقريبا وذلك بالتزامن مع انتشار فيروس كورونا، والذي سارع في الانتشار في الدول الأوروبية ودخوله الدول العربية، فالصدمات الكبيرة والحادة التي شهدتها بورصة القاهرة أدت إلى توقف التداول في العديد من المرات، وذلك بسبب الذعر وخوف المستثمرين بالإضافة إلى تأثر حركات التجارة وتباطؤها في العالم وخاصة في الصين، وباعتبار العولمة المالية فإن السوق المالية المصرية مرتبطة بالأسواق العالمية، الأمر الذي أدى إلى وجود صدمة وخسائر في مؤشر EGX 30، فإن المستثمرين الأجانب باعوا حجما كبيرا من أوراقهم المالية، مما أدى إلى خسارة نحو 2 مليار دولار أمريكية من قيمتها السوقية في جلسة يوم واحد فقط[115].

إن غلبة السلوك غير العقلاني في السوق على السلوك العقلاني يجعل من الصعب على عملية المراجعة إعادة الأسعار إلى القيم العادلة، وتعد الأخبار الجيدة والسيئة التي يتلقاها المستثمرين من أهم العوامل التي تؤثر على قراراتهم وتحيزاتهم السلوكية، فانتشار الأخبار الجيدة يؤثر بشكل إيجابي في العوائد في السوق ويقلل من التقلبات في السوق، حيث لوحظ أن أثر الأخبار السيئة أقوى بمرتين في العوائد والتقلبات في السوق من الأخبار الجيدة، فانتشار فيروس كورنا حول العالم وحالة الذعر التي خلفها تؤثر بشكل سلبي على العوائد والتداولات في السوق، فالأخبار اليومية حول انتشار الفيروس وصعوبة إيجاد لقاح فعال له يزيد من حالة التوتر لدى المستثمرين، وقد يدفع بعضهم إلى اتخاذ قرارات استثمارية بناءا على تحيزات سلوكية، فالأوبئة والأخبار السيئة تغير من الأنماط البشرية وتؤثر في سلوك الفرد، وقد

---

[113] الزبيدي مصلح بن فايز بن مصلح، **تداعيات جائحة فيروس كورونا (كوفيد -19) على أداء الشركات المدرجة في سوق المال السعودي (تداول) دراسة ميدانية على قطاع انتاج الأغذية**، المجلة الدولية لنشر البحوث والدراسات، 5(53)، 2024 ص 07.

[114] صالح وائل سعيد سيد محمد، **دراسة أثر جائحة كورونا كوفيد 19 على ممارسات إدارة الأرباح في سوق الأوراق المالية المصري دراسة تطبيقية**، مجلة الفكر المحاسبي، جامعة عين الشمس، مصر، 28(2)، 2024، ص 24.

[115] غربي حمزة، **دراسة قياسية لأثر جائحة كورونا على الأسواق المالية العربية –بورصة القاهرة نموذجا**، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، جامعة ادرار، الجزائر، 9(4)، 2020، ص 463.

تأثرت الأنماط السلوكية للمستهلكين في الجزائر خلال فترة انتشار الوباء فيها، حيث أن المستثمرين في السوق أيضا يتلقون أخبار انتشار الفيروس أيضا[116].

[116] البني محمد، **أثر فيروس كورونا في الأسواق المالية دراسة مقارنة بين بورصتي دمشق وبيروت**، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والسياسية، سوريا، 38(3)، 2022، ص 279.

خلاصة:

من خلال هذا الفصل تم التطرق إلى الجانب النظري من الدراسة، حيث تُعد الإدارة المالية وظيفة محورية وإستراتيجية في الشركات، والتي تضمن التخصيص الأمثل للموارد والقرارات الرشيدة المتعلقة بالاستثمار والتمويل وبناء الهيكل الرأسمالي، ليؤكد هذا الفصل بعد ذلك على الدور الحاسم للإدارة المالية القائمة على القيمة(VBFM)كآلية محورية لضمان النمو المالي المستدام للشركات في سياق تداعيات جائحة كوفيد-19، وقد خلص التحليل إلى أن تبني نموذج(VBFM) يمكّن المؤسسات من تجاوز الصدمات الاقتصادية المفاجئة عبر توجيه الموارد نحو خلق القيمة طويلة الأجل، وتعزيز المرونة المالية التشغيلية، والتحوط الفعال ضد مخاطر السيولة والضائقة المالية، مما يجعل التركيز على القيمة المستدامة ضرورة إستراتيجية تضمن للشركات الاستمرارية والقدرة التنافسية في بيئات الأعمال المستقبلية التي تتسم بالشك وعدم اليقين.

الفصل الثاني

عرض و مناقشة الدراسات السابقة

المبحث الأول: عرض ومناقشة الدراسات السابقة المحلية

المبحث الثاني: عرض ومناقشة الدراسات السابقة العربية

المبحث الثالث : عرض ومناقشة الدراسات السابقة الأجنبية

المبحث الأول: عرض ومناقشة الدراسات السابقة المحلية

من خلال هذا المبحث سيتم التطرق إلى أهم الدراسات السابقة المحلية وفقا لتسلسلها الزمني ومدى ارتباطها بموضوع الدراسة، حيث سيتم التطرق في المطلب الأول إلى مجموعة من الدراسات السابقة المحلية؛ أما المطلب الثاني فقد خصص للمقارنة بين الدراسات السابقة المحلية مع الدراسة الحالية.

المطلب الأول: الدراسات السابقة المحلية

سيتم التطرق من خلال هذا المطلب إلى مجموعة من الدراسات السابقة المحلية التي تناولت موضوع الدراسة، وذلك وفقا لتسلسلها الزمني على النحو التالي:

دراسة (ثوبي ونصيب، 2020)[117]:

هدفت هاته الدراسة إلى محاولة اختبار أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية وذلك باستخدام نماذج بانل للفترة (2016-2020)، ويتمثل مجتمع الدراسة في المؤسسات المدرجة (CAC 40)، وهو مؤشر مكون من 40 مؤسسة فرنسية مسعرة في بورصة باريس تنشط في ثمانية قطاعات مختلفة وقد تم اختيار 28 من أصل 40 مؤسسة لتمثل عينة الدراسة، حيث تم استخدام العديد من المتغيرات المستقلة والمتمثلة في (الرفع المالي في المؤسسة، حجم المؤسسة، نسبة السيولة للمؤسسة، ربحية المؤسسة معدل النمو للمؤسسة)، في حين تم استخدام متغير السعر السوقي للسهم كمتغير تابع يعبر عن القيمة السوقية للمؤسسات.

تحاول هاته الدراسة تسليط الضوء عل عينة من المؤسسات الفرنسية المدرجة في مؤشر CAC 40 باعتباره سوق مالي نشط وبيئة اقتصادية متطورة، من خلال اختبار العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40، وذلك باختبار العلاقة بين الرفع المالي والسعر السوقي للسهم، بالإضافة إلى اختبار العلاقة الموجود بين بعض الخصائص المالية للمؤسسات محل الدراسة والقيمة السوقية لأسهمها، وتعتبر النظريات الخاصة بدراسة الهيكل المالي أحد أكثر المواضيع التي تم البحث فيها ومناقشتها ضمن الدراسات الخاصة بتمويل المؤسسة والتي انقسمت إلى وجهتي نظر؛ الأولى خاصة بالعالمين مودلياني وميلر ومفادها أنه ليست هناك علاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، والثانية ترى أن للهيكل المالي تأثير على قيمة المؤسسة من خلال الوفورات الضريبية وتكلفة

[117] ثوبي عايدة ونصيب رجم، **أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40 (2016-2020)**، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 13(02)، 2020، ص ص 657-677.

الإفلاس وتكلفة الوكالة لتتوالى بعدها الدراسات التطبيقية التي تباينت فيها آراء الباحثين فيما اذا هناك هيكل مالي أمثل يساهم في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة أم لا.

خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج من بينها: وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي والقيمة السوقية للسهم، لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة والقيمة السوقية للسهم، وجود علاقة سلبية غير معنوية بين نسبة السيولة والقيمة السوقية للسهم، وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الربحية والقيمة السوقية للسهم، وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين معدل النمو والقيمة السوقية للسهم، بالتالي يمكن القول بأن المزيج التمويلي للمؤسسة يفسر التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للسهم، حيث أن استخدام التوليفة المناسبة (ديون – أموال خاصة) يؤدي إلى خفض تكلفة التمويل مما يؤدي إلى رفع السعر السوقي للسهم، لكن في المقابل يؤدي الافراط في استخدام الديون على حساب الأموال الخاصة إلى نتيجة معاكسة، وبالتالي ينبغي على المؤسسات التنويع بين مصادر التمويل وعدم الاعتماد المفرط على الديون للاستفادة من المزايا الضريبية لها.

دراسة (شعشوع، 2021)[118]:

حاولت الدراسة تبيان دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تقييم الأداء ورفع القيمة السوقية للمؤسسة، وذلك من خلال القيام بدراسة تحليلية مقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والمؤشرات المالية التقليدية (ROI, ROE)، حيث تم التطبيق على أحد المؤسسات المدرجة في البورصة الجزائرية والمتمثلة في مجمع صيدال للفترة (2017–2022) باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على القوائم المالية المنشورة لمجمع صيدال للفترة (2017–2022)، حيث تم الاستعانة بمجموعة من المتغيرات المستقلة والمتمثلة في (مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، مؤشر العائد على الاستثمار، مؤشر العائد على حقوق الملكية)، في حين استخدم متغير القيمة السوقية للسهم كمتغير تابع يعبر عن القيمة السوقية.

تتجلى أهمية هاته الدراسة من الفائدة التي تقدمها مؤشرات تقييم الأداء التقليدية والحديثة للعديد من الجهات، باعتبارها مصدر رئيسي للمعلومات المالية وغير المالية في المؤسسة التي يحتاجها متخذ القرار في تقييم الأداء المالي للمؤسسة، كما له استخدامات عديدة سواء في مجال التخطيط أو الإدارة أو الرقابة وذلك من خلال تحليل حجم السيولة والربحية والمديونية ومدى قدرة الإدارة على استغلال الموارد المتوفرة

[118] شعشوع أحمد وآخرون، **دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تقييم الأداء والرفع من القيمة السوقية للمؤسسة دراسة تحليلية مقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والمؤشرات المالي التقليدية (ROE, ROI)**، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة أدرار، 9(01)، 2021، ص ص 247–262.

في المؤسسة بكفاءة، فقد ظلت إلى وقت قريب أساليب التقييم المالي المبنية على الربح المحاسبي (كالعائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية وربحية السهم الواحد) هي الرائدة في مؤشرات التقييم حتى نهاية القرن العشرين، إلا أنها لاقت العديد من الانتقادات مثل: اعتمادها على التقدير، وكذلك تأثرها بالسياسات المحاسبية المستخدمة بالمؤسسة والتي يمكن أن تختلف من منشأة إلى أخرى مما يؤدي إلى صعوبة أو تعذر المقارنة بين المؤسسات، كما أن الاعتماد على صافي الأرباح السابقة والحالية لا يمكن اعتباره مؤشرا كافيا على قيمة المؤسسة لأنه نتيجة معالجة البيانات المحاسبية والتي لا تتوافق مع الواقع الاقتصادي.

بالتالي إلى جانب المؤشرات التقليدية التي تهدف إلى استدامة المؤسسة وزيادة حجم المبيعات وتقليل التكاليف، يهدف مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) على التركيز على الهدف الأساسي للشركة وهو تعظيم ثروة المساهمين، كما تأخذ في الاعتبار بشكل خاص مخاطر النتائج ونموها استدامتها وتعيد معالجة البيانات المحاسبية التي لا تتوافق مع الواقع الاقتصادي.

أفضت الدراسة إلى العديد من النتائج من ضمنها: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات تقييم الأداء المالي التقليدية (ROI, ROE) والقيمة السوقية للسهم، وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات تقييم الأداء المالي (مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والمؤشرات التقليدية (ROI, ROE) مجتمعة والقيمة السوقية للسهم، وتوصي الدراسة بإحداث نوع من التكامل بين المؤشرات التقليدية لتقييم الأداء المالي التي تعتمد على الجانب المالي والمؤشرات الحديثة لتقييم الأداء المالي، والتي تعتمد على الجوانب الأخرى في المؤسسة خاصة الجانب التشغيلي، بالإضافة إلى ضرورة الاهتمام بالمقاييس الأخرى لخلق القيمة للمساهم كالقيمة السوقية المضافة (SVA) والقيمة النقدية المضافة (CVA)، إلى جانب القيمة الاقتصادية المضافة (EVA).

دراسة (بن سنة وقاشي، 2021)[119]:

هدفت الدراسة إلى محاولة تحديد مدى قدرة القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأسهم بالجزائر، وذلك بالتطبيق على أحد المؤسسات المدرجة ضمن البورصة الجزائرية والمتمثلة في مؤسسة أليانس للتأمينات، ومن أجل دراسة مدى انعكاس هذا المؤشر

[119] بن سنة ناصر وقاشي يوسف، **دراسة قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم المؤسسة الاقتصادية**، مجلة أبعاد اقتصادية، جامعة بومرداس، الجزائر، 11(01)، 2021، ص ص 208-229.

على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط للفترة الممتدة من2014 إلى غاية 2018، ولتحقيق ذلك تم احتساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من خلال الاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة للفترة (2014-2018)، وقد تم الاعتماد على القيمة الاقتصادية المضافة كمتغير مستقل، في حين تم الاعتماد على القيمة الحقيقة لمؤسسة أليانس للتأمينات كمتغير تابع.

توصلت الدراسة للعديد من النتائج من بينها: ليس للقيمة الاقتصادية المضافة تأثير وقدرة في تفسير التغير الحاصل في القيمة الحقيقية لمؤسسة أليانس للتأمينات المعبر عنها بالقيمة السوقية للسهم الواحد في بورصة الجزائر، حيث يعد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مؤشرا اقتصاديا يساهم في تقييم الأداء وتفسير التغيرات في الأسعار السوقية بشكل فعال في ظل الأسواق المالية الكفؤة، بالإضافة إلى أن مدى صلاحية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وإمكانية استخدامه بشكل فعلي في تفسير حركة الأسعار في السوق المالي ما زال محدود، وذلك بسبب الصعوبة والتعقد في عملية حساب هذا المؤشر واختلاف التعديلات والأسس المطبقة لاحتسابه، إلى جانب عدم توفر المعلومات بشكل واضح والتي تلزم لتحديده.

وفي إطار النتائج المتوصل إليها توصي الدراسة بمجموعة من التوصيات من بينها: توفير المعلومات اللازمة في مجال حساب القيمة الاقتصادية المضافة والتي تلزم لتحديدها مثل بيتا في البورصة، إجراء المزيد من الدراسات لاكتشاف دور القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم جوانب الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية وقدرتها على تفسير التغيرات الحاصلة غي القيمة السوقية للأسهم في ظل ظروف أسواق مالية مثالية، كما لا ينصح بالاعتماد على القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر وحيد في تقييم الاستثمار في الأسهم، والعمل على دراسة متغيرات أخرى غير المالية كالمتغيرات الاقتصادية مثل: معدلات التضخم في الدولة أو معدل دخل الفرد أو الناتج القومي، والتي قد يكون لها أثر قرار الاستثمار في الأوراق المالية (الأسهم).

- **دراسة (منصوري وبوقرة، 2022)[120]:**

هدفت الدراسة إلى محاولة معرفة وتحليل أثر كوفيد-19 على تقلبات عوائد الأسواق المالية، وذلك من خلال دراسة قياسية لمؤشرات البنوك العربية الخليجية باستخدام نموذج EGARCH للفترة الممتدة من

[120]منصوري حاج موسى وبوقرة ايمان، **أثر كوفيد -19 على تقلبات عوائد الأسواق المالية: دراسة قياسية لمؤشرات البنوك العربية الخليجية**، مجلة الاقتصاد التنمية المستدامة، جامعة الوادي، الجزائر، 5(02)، 2022، ص ص 335-351.

2019/04/01 إلى غاية 2020/05/30، وذلك بدراسة تأثير الإعلان اليومي عن عدد الحالات المصابة والمؤكدة بفيروس كورونا على التقلبات الشرطية لعوائد قطاع البنوك للإمارات العربية المتحدة، السعودية قطر والبحرين، وذلك بإضافتها إلى معادلة التباين الشرطي في نموذج EGARCH(1,1).

وتكمن أهمية هاته الدراسة في محاولة معرفة الارتباط بين الأزمة الصحية العالمية المتمثلة في كوفيد -19 وتقلبات عوائد مؤشرات للبنوك للأسواق المالية، لأنها تعتبر مهمة وتساعد المستثمرين في إدارة محافظهم المالية، فالأزمة الصحية كوفيد -19 أثرت على عدة قطاعات اقتصادية في مقدمتها قطاع السفر والرحلات الجوية، نتيجة للقيود التي تفرضها الدول كإجراءات الحجر الصحي، إضافة إلى قطاع التأمينات قطاع النفط والغاز، وقطاع البنوك، وهذا الأخير شهد تقلبات كبيرة على مستوى الأسواق المالية، بتراجع كبير في أرباحه وانخفاض حاد لسوق الأسهم وخاصة الدول الأوروبية التي شهدت أكبر حالات لعدد الإصابات والوفيات بسبب كوفيد -19.

وسعت الدول العربية كغيرها من الدول باتخاذ العديد من الإجراءات والتدابير لتخفيف أثر انتشار الفيروس، وحماية لقطاعاتها الاقتصادية، فأصدرت البنوك المركزية مجموعة من الإجراءات التنظيمية لاحتواء التداعيات المالية، كقيام البنوك بتأجيل تواريخ الاستحقاقات الإئتمانية وإعادة هيكلتها، وتقديم الدعم المالي للعملاء والشركات وتحديد سقف لعمليات السحب النقدي.

خلصت الدراسة إلى العديد من النتائج من بينها: عدم تناظر في تأثير الصدمات الموجبة والسالبة (الأخبار الإيجابية والأخبار السلبية) في تقلب العوائد الشرطية لمؤشرات البنوك العربية الخليجية محل الدراسة، وجود أثر الرافعة المالية في التقلب ذو دلالة إحصائية لسوق الأسهم البحريني، في حين أن أسواق الأسهم الأخرى نجد أن الصدمات الموجبة تزيد من التقلبات بشكل أكبر مقارنة بالأخبار السيئة، كما أن عدد الإصابات المعلنة عنها يوميا بفيروس كورونا لها أثر على التقلبات الشرطية لعوائد مؤشرات البنوك العربية الخليجية محل الدراسة.

دراسة (نايت وآخرون، 2023)[121]:

هدفت الدراسة إلى محاولة معرفة تأثير الأصول الغير الملموسة على النمو المستدام للمؤسسة الاقتصادية في الجزائر، وذلك في إطار اختيار الإستراتيجية التي يجب إتباعها للبقاء والتطور، من خلال التطبيق على مؤسسة بيوفارم للفترة (2014-2022) باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد وفقا

[121] نايت عطية مريم، **تأثير الأصول الغير الملموسة على النمو المستدام للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية: نحو أي إستراتيجية للبقاء والتطور – دراسة حالة مؤسسة بيوفارم للفترة 2014 إلى 2022**، مجلة دفاتر اقتصادية، 14(1)، 2023، ص ص 685-700.

لنموذج Robert C. Higgins، حيث تم استخدام العديد من المتغيرات المستقلة والمتمثلة في (القيمة التراكمية للأصول الغير ملموسة، الرافعة المالية، درجة الرافعة المالية، نسبة السيولة السريعة، العائد على الأصول، العائد على حقوق المساهمين، ربحية السهم، حجم المؤسسة)، في حين تم الاعتماد على معدل النمو المستدام المقترح من قبل Robert C. Higgins سنة 1977 كمتغير تابع، ومن أجل تحقيق هدف الدراسة تم الاستعانة بالقوائم المالية المفصح عنها من قبل هاته المؤسسة للفترة الممتدة من 2014 إلى غاية 2022.

تحاول هاته الدراسة تقييم النمو المستدام لمؤسسة بيوفارم بالجزائر وتأثر هذا الهدف بطبيعة الأصول الغير ملموسة من قبلها على تحقيق هذا الهدف الاستراتيجي، حيث تعتبر ظاهرة النمو أو خيار النمو بالنسبة للمؤسسة واحد من أهم الأهداف الإستراتيجية المحورية المرغوبة سواء على المستوى الجزئي أو الكلي، لذلك لا يزال العديد من الباحثين في إطار مساعي تفسير هاته الظاهرة وتحديد العوامل المحددة والمؤثرة عليها، فهاته الدراسة تطرح واحدة من أهم عناصر أصول المؤسسة ألا وهي الأصول غير الملموسة لدراسة أثرها المحتمل على نمو المؤسسة المستدام أو المحتمل، حيث تم اختيار في هذا الصدد مؤسسة تتميز بآفاق جد واعدة في مجال صناعتها ألا وهي مؤسسة بيوفارم بالجزائر، إذ يعتبر البحث عن إمكانية أن تساهم بشكل أو سمعة المؤسسة، علامتها التجارية، براءة اختراعاتها، علاقتها مع الزبائن والموردين، أي مكوناتها المعنوية بصفة عامة المعبر عنها محاسبيا بالأصول الغير الملموسة في تحقيق هدف النمو المستدام.

خلصت الدراسة إلى العديد من النتائج من ضمنها: وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من: معدل النمو المستدام وكل المتغيرات المستخدمة في الدراسة، يرتبط معدل النمو المستدام بعلاقة طردية مع: الرافعة المالية، حجم المؤسسة وربحية السهم، في حين يفسر معدل النمو المستدام لمؤسسة بيوفارم خلال فترة الدراسة ب: نسبة السيولة السريعة، العائد على الأصول، العائد على حقوق المساهمين، وبالرغم على كون المؤسسة تحقق نتائج جد واعدة إلا أنها تتبنى إستراتيجية تقوم على التمويل الذاتي مما يجعلها تضيع ما يحققه الرفع المالي من وفورات، فلا بد على المؤسسة من ترشيد سياسة توزيع أرباحها، بالإضافة إلى محاولة العمل على تسريع من استغلال أصولها المنجزة مما يضمن بذلك الرفع من كفاءتها التشغيلية.

دراسة (بوقفة وصديقي، 2023)[122]:

هدفت الدراسة إلى محاولة تقييم مؤشرات الأداء المالي قبل وأثناء جائحة كورونا وعلاقتها بالعائد على الأصول في الجزائر، وذلك بالتطبيق على عينة من البنوك الجزائرية المتمثل في بنك السلام للفترة الممتدة من 2011 إلى غاية 2020، حيث اعتمدت الدراسة المنهج الوصفي بغية تحليل تطور المؤشرات المالية خلال فترة الدراسة والمنهج الكمي لدراسة العلاقة بينها باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وقد تم استخدام مجموعة من المتغيرات المستقلة والمتمثلة في (كفاية رأس المال، معامل الكفاءة التشغيلية، نسبة التمويل إلى الودائع) للتعبير على المؤشرات المالية، في حين استخدم متغير معدل العائد على الأصول كمتغير تابع للتعبير على العائد على الأصول.

خلصت الدراسة إلى العديد من النتائج من بينها: أثرت جائحة كورونا على المؤشرات المالية لبنك السلام محل الدراسة تأثيرات متباينة من خلال: أثرت جائحة كورونا على معدل العائد على الأصول والذي سجل انخفاضا محسوسا في عام 2020؛ أثرت جائحة كورونا على نسبة التمويل إلى الودائع والتي انخفضت بسبب التعطل العام للأنشطة الاقتصادية؛ أثرت جائحة كورونا على نسبة كفاية رأس المال والتي انخفضت بدورها لتبلغ أدنى مستوياتها في سنة 2020 المتزامنة مع الانتشار الواسع للوباء؛ لم يتأثر معامل الكفاءة التشغيلية بشكل كبير والذي عرف استقرارا عاما خلال فترة الدراسة، وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة التمويل إلى الودائع ومعدل العائد على الأصول، في حين لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كفاية رأس المال ومعامل الكفاءة التشغيلية مع معدل العائد على الأصول.

وتوصي الدراسة بهدف تحسين الأداء المالي من خلال العائد على الأصول بضرورة العمل على تحسين تسيير عملية التمويل، والتي من شأنها توليد عوائد سنوية تساهم بشكل مباشر في تحسين أداء البنك، وتحفيز الأفراد والمؤسسات على الإبداع والعمل على استغلالها بالطريقة التي تساهم في تحسين الأداء المستقبلي.

[122] بوقفة عبد الفتاح وصديقي صفية، **تقييم مؤشرات الأداء المالي قبل وأثناء جائحة كورونا علاقتها بالعائد على الأصول –دراسة حالة بنك السلام الجزائري**، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، جامعة ورقلة، الجزائر، 9(01)، 2023، ص ص 369-380.

دراسة (بوغنامة ويوسفي، 2024)[123]:

هدفت الدراسة إلى محاولة معرفة تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية في فرنسا، وذلك بالتطبيق على 18 مؤسسة فرنسية مدرجة في مؤشر CAC 40للفترة (2010-2021)، ومن أجل ذلك تم الاعتماد على بيانات سلاسل زمنية مقطعية باستخدام نماذج بانل، وقد تم الاستعانة بمتغيري الربح الموزع للسهم وربحية السهم كمتغيرين مستقلين يعبران على سياسة توزيع الأرباح في حين استخدم متغيري القيمة السوقية للسهم والقيمة الدفترية للسهم كمتغيرين تابعين.

تعتبر هاته الدراسة ذات أهمية كبيرة على اعتبار كونها تسعى لمحاولة قياس مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في بورصة باريس، فمع تمركز الأسواق المالية في النظم الاقتصادية المعاصرة ومساهمتها الفعالة في توفير مصادر مختلفة للتمويل، إضافة إلى الاحتياجات المتزايدة لرؤوس الأموال التي دفعت المؤسسات إلى استقطاب أكبر عدد ممكن من المستثمرين، مما جعل إدارة هاته المؤسسات تواجه صعوبات أكثر لتلبية احتياجاتها الاستثمارية وتوفير وضعية مالية مستقرة للمؤسسة، وذلك باستغلال الأرباح المحققة من جهة، ومن جهة أخرى تحقيق رغبات المستثمرين بضرورة توزيع الأرباح والحصول على التدفقات النقدية في الفترة الحالية من جهة أخرى، حيث يعتبر المستثمر سياسة توزيع الأرباح محفز قوي يؤدي إلى الرفع من القيمة السوقية للسهم في البورصة.

توصلت الدراسة إلى العديد من النتائج من ضمنها: وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، حيث تشير النتائج إلى وجود أثر إيجابي ومعنوي لكل من الربح الموزع للسهم وربحية السهم على القيمة السوقية للسهم، وتنشأ هاته العلاقة نتيجة المحافظة على حجم الأسهم المتداولة في السوق من جهة، ومن جهة أخرى استثمار جزء من الربح الموزع للسهم في مشاريع المؤسسة وبالتالي ارتفاع القيمة الدفترية للسهم، أما بخصوص القيمة الدفترية للسهم فقد أشارت النتائج إلى وجود علاقة إيجابية ومعنوية بينها وبين الربح الوزع للسهم وربحية السهم، وذلك نتيجة للأرباح المحققة في المؤسسة والتي تسمح بتخصيص جزء منها لإعادة استثماره، مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة الدفترية للسهم.

[123] بوغنامة أحمد لمين ويوسفي رفيق، **أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية –دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40**، مجلة دراسات في الاقتصاد والأعمال، 5(02)، 2022، ص ص 238-253.

دراسة (قريني، 2024)[124]:

هدفت الدراسة إلى محاولة اختبار أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسة في ظل اختلاف فرص النمو في المملكة العربية السعودية، حيث أجريت على عينة من المؤسسات السعودية المدرجة في السوق المالي خلال سنة 2021، باستخدام نموذج الانحدار المتعدد بطريقة (NLS and ARMA)، وقد تم أخذ عينتين فرعيتين من العينة الكلية المتكونة من 116 مؤسسة، سميت العينة الأولى بعينة المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة وتكونت من 40 مؤسسة ذات نسبة السعر للعائد الأكثر ارتفاعا، وسميت العينة الثانية بعينة المؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة وتكونت من 40 مؤسسة ذات نسبة السعر للعائد الأكثر انخفاضا حيث تم استخدام العديد من المتغيرات المستقلة والمتمثل في (تكلفة التمويل بحقوق الملكية، تكلفة التمويل بالدين، التكلفة الوسيطية المرجحة، معدل تغطية الفوائد، نسبة الديون إلى حقوق الملكية، نسبة الاستدانة هيكل الأصول، نسبة الأرباح المحتجزة، العائد على حقوق الملكية، العائد على الأصول، عائد السهم توزيعات الأرباح للسهم، حجم المؤسسة)، بالإضافة إلى استخدام نسبة السعر إلى العائد كمتغير ضابط للتمييز بين العينتين للتعبير عن فرص النمو، في حين استخدم متغير نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية كمتغير تابع يعبر عن قيمة المؤسسة.

تكتسب هاته الدراسة أهميتها من تناولها لموضوع هام وحساس يتعلق بالهدف الأساسي للإدارة المالية ألا وهو تعظيم قيمة المؤسسة، وبتكلفة التمويل التي تعتبر العامل الأساسي الذي يحكم هذا الهدف، باعتبارها معيارا للمفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة، ومعيارا لقبول المقترحات الاستثمارية التي تمثل فرص لنمو المؤسسة وتطورها، لذلك تزايدت الأبحاث حول تأثيرات القرارات المالية وتكلفة التمويل على قيمة المؤسسة في العقود الأخيرة خاصة بعد الثورة المعرفية التي أثارها مولدياني وميلر سنة 1958 حول تكلفة التمويل والهيكل المالي.

وقد تركزت جهود الباحثين على الاهتمام بتكلفة التمويل كيفية تعظيم ثروة الملاك وأصبحت الأساس المعرفي للإدارة المالية، وساعد في ذلك نمو وتطور الأسواق المالية لا سيما مع ظهور مفهوم كفاءة الأسواق المالية، حيث سميت هاته المرحلة بمرحلة إدارة الخصوم وحقوق الملكية في إطار تكلفة التمويل،وبذلك شكلت قرارات المالية والتي تعتبر تكلفة التمويل المعيار الأساسي لاتخاذها، ومدى

[124] قريني وردة، **أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسة في ظل اختلاف فرص النمو –دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص: إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قالمة، الجزائر، 2023/ 2024، ص ص 206–228.

انعكاسها على قيمة المؤسسة الواجهة الرئيسية للفكر المالي المعاصر، خاصة مع تباين واختلاف فرص نمو المؤسسات.

توصلت الدراسة إلى العديد من النتائج من بينها: انخفاض تكلفة التمويل مقارنة بالعائد على حقوق الملكية يؤدي إلى ارتفاع فرص نمو المؤسسة وتعظيم قيمتها والعكس صحيح، وأن المؤسسات السعودية التي تتمتع بفرص نمو مرتفعة لديها تكلفة تمويل منخفضة أدت إلى ارتفاع قيمتها مقارنة بالمؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة التي لديها تكلفة تمويل مرتفعة انعكست سلبا على قيمتها، كما أن المؤسسات محل الدراسة ذات فرص النمو المرتفعة تعتمد على الدوين لتمويل فرص النمو وحل مشكلة نقص الاستثمار، في حين أن المؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة تعتمد على التمويل الذاتي بنسب أعلى نظرا لارتفاع ربحيتها، كما أنها تقوم بتوزيع الأرباح بنسب كبيرة وتستخدم الديون في هيكلها المالي بنسب منخفضة لمعالجة مشكلة فرط الاستثمار.

المطلب الثاني: مقارنة الدراسات السابقة الجزائرية مع الدراسة الحالية حسب متغيرات الدراسة

بغية تمييز الدراسة الحالية عن باقي الدراسات المحلية التي تم إنجازها سابقا وجب الوقوف على أهم التفاصيل في ذلك التي تميز هاته الدراسة الحالية عن نظيراتها من الدراسات السابقة المحلية، ومن خلال هذا المطلب سيتم إجراء عملية المقارنة بين الدراسات السابقة المحلية والدراسة الحالية، فبالرغم من أن مختلف الدراسات السابقة المحلية قد تتوافق مع الدراسة الحالية في كونها تتناول جزئية من ذات الموضوع إلا أن هناك العديد من أوجه المقارنة فيما بينها، بالتالي يستعرض الجدول التالي اختصار للدراسات السابقة المحلية، بغية تحديد نقاط التشابه والاختلاف بينها وبين الدراسة الحالية.

الجدول رقم (03): أوجه المقارنة بين الدراسات السابقة الجزائرية والدراسة الحالية حسب مؤشرات النمو المستدام

	عنوان الدراسة	هدف الدراسة	عينة الدراسة	الأدوات المستخدمة في الدراسة	فترة الدراسة	نتائج الدراسة
	أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية	محاولة اختبار أثر الهيكل المالي على	40 مؤسسة فرنسية مسعرة في	نماذج بانل	(2016-	- وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي والقيمة السوقية للسهم. - لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة والقيمة السوقية للسهم.

الدراسة الأولى	للمؤسسات الاقتصادية حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40 (2016-2020)	القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية	بورصة باريس		(2020	– وجود علاقة سلبية غير معنوية بين نسبة السيولة والقيمة السوقية للسهم. – وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الربحية والقيمة السوقية للسهم. – وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين معدل النمو والقيمة السوقية للسهم.
الدراسة الثانية	دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تقييم الأداء والرفع من القيمة السوقية للمؤسسة دراسة تحليلية مقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والمؤشرات المالي التقليدية (ROE,	تبيان دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تقييم الأداء ورفع القيمة السوقية للمؤسسة	مجمع صيدال (الجزائر)	نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد	(2017-2022)	– لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات تقييم الأداء المالي التقليدية (ROI, ROE) والقيمة السوقية للسهم. – وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات تقييم الأداء المالي (مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والمؤشرات التقليدية (ROI, ROE) مجتمعة والقيمة السوقية للسهم.

	ROI)					
الدراسة الثالثة	دراسة قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم المؤسسة الاقتصادية	محاولة تحديد مدى قدرة القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأسهم بالجزائر	مؤسسة أليانس للتأمينات (الجزائر)	نموذج الانحدار الخطي البسيط	(2014–2018)	– ليس للقيمة الاقتصادية المضافة تأثير وقدرة في تفسير التغير الحاصل في القيمة الحقيقية لمؤسسة أليانس للتأمينات المعبر عنها بالقيمة السوقية للسهم الواحد في بورصة الجزائر. – مدى صلاحية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وإمكانية استخدامه بشكل فعلي في تفسير حركة الأسعار في السوق المالي ما زال محدود.
الدراسة الرابعة	أثر كوفيد –19 على تقلبات عوائد الأسواق المالية: دراسة قياسية لمؤشرات البنوك العربية الخليجية	محاولة معرفة وتحليل أثر كوفيد–19 على تقلبات عوائد الأسواق المالية	عينة من البنوك العربية الخليجية	نموذج EGARCH	(2019/04/01 2020/05/30)	– عدم تناظر في تأثير الصدمات الموجبة والسالبة (الأخبار الإيجابية والأخبار السلبية) في تقلب العوائد الشرطية لمؤشرات البنوك العربية الخليجية محل الدراسة. – وجود أثر للرافعة المالية في التقلب ذو دلالة إحصائية لسوق الأسهم البحريني، في حين أن أسواق الأسهم الأخرى نجد أن الصدمات الموجبة تزيد من التقلبات بشكل أكبر مقارنة بالأخبار السيئة. – عدد الإصابات المعلنة عنها يوميا بفيروس كورونا لها أثر على التقلبات الشرطية لعوائد مؤشرات البنوك العربية الخليجية محل الدراسة.

الدراسة الخامسة	تأثير الأصول الغير الملموسة على النمو المستدام للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية: نحو أي استراتيجية للبقاء والتطور – دراسة حالة مؤسسة بيوفارم للفترة 2014 إلى 2022	محاولة معرفة تأثير الأصول الغير الملموسة على النمو المستدام للمؤسسة الاقتصادية في الجزائر	مؤسسة بيوفارم (الجزائر)	نموذج الانحدار الخطي المتعدد	(2014-2022)	– وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من: معدل النمو المستدام وكل المتغيرات المستخدمة في الدراسة. – يرتبط معدل النمو المستدام بعلاقة طردية مع: الرافعة المالية، حجم المؤسسة وربحية السهم، في حين يفسر معدل النمو المستدام لمؤسسة بيوفارم خلال فترة الدراسة ب: نسبة السيولة السريعة، العائد على الأصول، العائد على حقوق المساهمين. – بالرغم على كون المؤسسة تحقق نتائج جد واعدة إلا أنها تتبنى استراتيجية تقوم على التمويل الذاتي مما يجعلها تضيع ما يحققه الرفع المالي من وفورات.
الدراسة السادسة	تقييم مؤشرات الأداء المالي قبل وأثناء جائحة كورونا علاقتها بالعائد على الأصول – دراسة حالة	محاولة تقييم مؤشرات الأداء المالي قبل وأثناء جائحة كورونا وعلاقتها بالعائد على الأصول في الجزائر عينة	بنك السلام (الجزائر)	نموذج الانحدار الخطي المتعدد	(2011-2020)	– أثرت جائحة كورونا على معدل العائد على الأصول والذي سجل انخفاضا محسوسا في عام 2020. – أثرت جائحة كورونا على نسبة التمويل إلى الودائع والتي انخفضت بسبب التعطل العام للأنشطة الاقتصادية. – أثرت جائحة كورونا على نسبة كفاية رأس المال والتي انخفضت بدورها لتبلغ أدنى مستوياتها في سنة 2020 المتزامنة مع الانتشار الواسع للوباء. – لم يتأثر معامل الكفاءة التشغيلية بشكل كبير

	بنك السلام الجزائري	من البنوك الجزائرية 2011 إلى غاية 2020				والذي عرف استقرارا عاما خلال فترة الدراسة. – وجود علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين نسبة التمويل إلى الودائع ومعدل العائد على الأصول. – لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كفاية رأس المال ومعامل الكفاءة التشغيلية مع معدل العائد على الأصول.
الدراسة السابعة	أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية –دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40	محاولة معرفة تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية في فرنسا	18 مؤسسة فرنسية مدرجة في مؤشر CAC 40	نماذج بانل	(2010–2021)	– وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، حيث تشير النتائج إلى وجود أثر إيجابي ومعنوي لكل من الربح الموزع للسهم وربحية السهم على القيمة السوقية للسهم. – وجود علاقة إيجابية ومعنوية بينها وبين الربح الوزع للسهم وربحية السهم، وذلك نتيجة للأرباح المحققة في المؤسسة والتي تسمح بتخصيص جزء منها لإعادة استثماره، مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة الدفترية للسهم.

الدراسة الثامنة	أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسة في ظل اختلاف فرص النمو –دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي	محاولة اختبار أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسة في ظل اختلاف فرص النمو في المملكة العربية السعودية	عينة من المؤسسات السعودية المدرجة في السوق المالي	نموذج الانحدار المتعدد بطريقة NLS) and (ARMA	2021	– انخفاض تكلفة التمويل مقارنة بالعائد على حقوق الملكية يؤدي إلى ارتفاع فرص نمو المؤسسة وتعظيم قيمتها والعكس صحيح. – المؤسسات السعودية التي تتمتع بفرص نمو مرتفعة لديها تكلفة تمويل منخفضة أدت إلى ارتفاع قيمتها مقارنة بالمؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة التي لديها تكلفة تمويل مرتفعة انعكست سلبا على قيمتها. – المؤسسات محل الدراسة ذات فرص النمو المرتفعة تعتمد على الدوين لتمويل فرص النمو وحل مشكلة نقص الاستثمار. – المؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة تعتمد على التمويل الذاتي بنسب أعلى نظرا لارتفاع ربحيتها، كما أنها تقوم بتوزيع الأرباح بنسب كبيرة وتستخدم الديون في هيكلها المالي بنسب منخفضة لمعالجة مشكلة فرط الاستثمار.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعلومات السابقة.

من الجدول أعلاه يتضح جليا أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسات السابقة المحلية والدراسة الحالية، فالدراسة الحالية تتفق على كونها تتناول إحدى جزئيات موضوع الدراسات السابقة المحلية، لكنها تختلف معها من حيث: هدف الدراسة؛ عينة الدراسة؛ الأدوات المستخدمة في الدراسة؛فترة الدراسة،بالاضافة إلى تلك النتائج المتوصل اليها في الدراسة، وبالتالي فالدراسة الحالية هي إضافة جديدة نوعية تضاف لرصيد الدراسات السابقة المحلية.

المبحث الثاني: عرض ومناقشة الدراسات السابقة للدول العربية حسب متغيرات الدراسة

من خلال هذا المبحث سيتم التطرق إلى أهم الدراسات السابقة العربية وفقا لتسلسلها الزمني ومدى ارتباطها بموضوع الدراسة، حيث سيتم التطرق في المطلب الأول إلى مجموعة من الدراسات السابقة العربية؛ أما المطلب الثاني فقد خصص للمقارنة بين الدراسات السابقة العربية مع الدراسة الحالية.

المطلب الأول: الدراسات السابقة العربية

سيتم التطرق من خلال هذا المطلب إلى مجموعة من الدراسات السابقة العربية التي تناولت موضوع الدراسة، وذلك وفقا لتسلسلها الزمني وعلاقتها بموضوع دراستنا الحالية على أساس المتغيرات المستقلة والمتغير التابع وكذا المتغيرات الوهمية على النحو التالي:

- **الدراسة الأولى (شاكر، 2021)**[125]: سعت الدراسة إلى محاولة معرفة تأثير معدل النمو الفعلي والمستدام في تعزيز المرونة المالية، وذلك من خلال قياس أثر معدل النمو الفعلي والمستدام على المرونة المالية لعينة من الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، حيث تم اختيار عينة متكونة من (10) من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2011 إلى غاية 2018،وذلك باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وقد تم الاستعانة بمعدل النمو الفعلي والمستدام كمتغيرين مستقلين، في حين تم الاعتماد على مجموعة من المتغيرات (قابلية الدين، نسبة الاحتجاز بالموجودات النقدية، صافي التدفق النقدي) كمتغيرات تابعة تعبر عن المرونة المالية.

وقد خلصت الدراسة إلى العديد من النتائج من بينها: وجود أثر إيجابي ومعنوي لمعدل النمو الفعلي والمستدام على المرونة المالية بأبعادها الثلاثة (قابلية الدين، نسبة الاحتجاز بالموجودات النقدية، صافي التدفق النقدي)، كما أظهر مؤشر التحليل المالي لمعدل النمو الفعلي أن هناك اثنين من الشركات العراقية لتصنيع وتسويق التمور والعراقية للأعمال الهندسية لم يكن تطبيقها بالشكل المطلوب، وكان ذلك بسبب عدم تحقيقها للعائد على الموجودات مما يجعلها مهددة بالإفلاس أكثر من غيرها، بالإضافة إلى أن التحليل المالي لمعدل النمو الفعلي بين أن هناك ثلاثة من الشركات (بغداد للمشروبات الغازية، العراقية للسجاد والمفروشات، الخياطة الحديثة)، كان تطبيقها بالمستوى المطلوب وحققت معدل نمو أعلى من

---

[125] شاكر ثائر زهراء، **تأثير معدل النمو الفعلي والمستدام في تعزيز المرونة دراسة تحليلية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2011-2018**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم إدارة الأعمال، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية، العراق، 2021، ص ص 59-88.

المعدل القطاعي وذلك بسبب تحقيقها للعائد على الموجودات مما جعلها أفضل من الشركات الأخرى، كما أظهر التحليل المالي لمؤشر النمو المستدام أن هناك أربعة من الشركات ((بغداد للمشروبات الغازية، العراقية للسجاد والمفروشات، الخياطة الحديثة، الصنائع الكيمياوية العصرية)، حققت معدل نمو مستدام أعلى من المعدل القطاعي وذلك بسبب كون قدرتها على سداد الديون أعلى من الشركات الأخرى، في حين بينت نتائج تحليل المؤشرات الثلاثة للمرونة المالية أن الشركات المبحوثة اختلفت في تطبيقها لتلك المؤشرات، وهذا يعود إلى عمق إدراك الشركات التي حققت مرونة مالية عالية بضرورة تحصين نفسها من الصدمات غير المتوقعة.

وتوصي هاته الدراسة بضرورة اعتماد أدوات تحليل مختلفة ومتنوعة لقياس معدل النمو الفعلي والمستدام للشركات، ومراعاة المرونة المالية وتحقيق مستويات عالية منها للتعامل مع الصدمات السلبية واستثمار الفرص المستقبلية، بالإضافة إلى تعزيز أداء الشركات وإعادة النظر في سياساتها والاستفادة من العلاقة بين النمو والمرونة لرفع مستوى أدائها.

الدراسة الثانية (زكي، 2022)[126]:

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين معدل النمو المستدام والأداء المالي والتشغيلي للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط للفترة (2017-2021)، حيث تم الاعتماد على مجموعة من المتغيرات المستقلة والمتمثلة (معدل النمو المستدام، حجم منشأة المحاسبة والمراجعة، نوع مراقب الحسابات، جائحة كورونا، حجم مجلس الإدارة، التنوع في مجلس الإدارة)، حجم الشركة، في حين تم بالاستعانة بمتغير الأداء المالي والتشغيلي كمتغير تابع، ويتكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية للفترة الممتدة من 2017 إلى غاية 2021، بعد استبعاد المؤسسات المالية التي تخضع لقواعد تنظيمية ومتطلبات قياس وإفصاح خاصة بها نتيجة لاختلاف طبيعة نشاطها، بالتالي يتضمن مجتمع الدراسة 166 شركة بحجم مشاهدات (1262) مشاهدة، وقد بلغ عدد شركات العينة محل الدراسة 155 شركة بحجم مشاهدات (878) مشاهدة.

[126] زكي محمد نهى، **دراسة واختبار العلاقة بين معدل النمو المستدام والأداء المالي والتشغيلي للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية –من منظور محاسبي**، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، جامعة الإسكندرية، مصر، 6(3)، 2022 ص ص 513-568.

تستمد الدراسة أهميتها من ضرورة وجوهرية التحقق من أثر معدل النمو المستدام على الأداء المالي والتشغيلي، نظرا لاتساق معدل النمو المستدام مع رؤية الشركة في الأجل الطويل وقدرته على عكس فلسفة الإدارة في استخدام كافة الموارد المادية والبشرية من منظور أشمل وأعم يتضمن مختلف أبعاد الاستدامة (البعد الاقتصادي، البعد البيئي، البعد الاجتماعي)، فضلا عن انعكاس معدل النمو المستدام إيجابا على تنمية سمعة الشركة ودعم قدراتها على البقاء والاستمرار في الأجل الطويل، وزيادة حصتها السوقية بما يساهم في تحقيق أهدافها طويلة الأجل.

كما تعتبر الدراسة أنه من المنطقي نجاح الشركة في الأجل الطويل (المستدام) في تحقيق أهداف الشركة قصيرة الأجل، ومن ثم العمل على تحسين مؤشرات الأداء المالي والتشغيلي بها، في حين أن حتمية انعكاس البقاء والاستمرار والنجاح في الأجل القصير بالضرورة على الاستمرار في الأجل الطويل، وبالتركيز على المنظور المحاسبي لمعدل النمو المستدام مقارنة بالأداء المالي والتشغيلي، فعلى الرغم من تأثر كلاهما بمدى الالتزام بإطار إعداد التقارير المالية المطبقة، إلا أن معدل النمو المستدام يتوجب تطوير لنظام المحاسبة المالية ليتضمن مفاهيم محاسبة الاستدامة وغيرها من التحديات الأخرى، الأمر الذي يؤيد جوهرية البعد المحاسبي لمعدل النمو المستدام مقارنة بالأداء المالي والتشغيلي.

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج من بينها: وجود أثر إيجابي ومعنوي لمعدل النمو المستدام على الأداء المالي والتشغيلي للشركات، وذلك في سياق العلاقة التأثيرية التي تجمع بين معدل النمو المستدام الأداء المالي والتشغيلي بالإضافة إلى غياب المعنوية لبعض خصائص مجلس الإدارة خاصة حجم المجلس وتنوعه على الأداء المالي والتشغيلي، كما توصلت الدراسة في ظل التحليلات المختلفة إلى وجود أثر إيجابي ومعنوي لمعدل النمو المستدام على بعض مؤشرات الأداء المالي والتشغيلي منفردة، وبالتحديد (معدل العائد على الأصول، معدل دوران الأصول، ربحية السهم، القيمة الدفترية للسهم) من جهة، ومن جهة أخرى وجود أثر ايجابي ومعنوي لمعدل النمو المستدام على كل من (نسبة الرفع المالي، نسبة السيولة)، الأمر الذي يؤيد التأثير الإيجابي لمعدل النمو المستدام على مؤشرات الأداء المالي سواء منفردة أو مجتمعة معا، كما توصلت الدراسة إلى وجود أثر ايجابي ومعنوي للأداء المالي والتشغيلي على معدل النمو المستدام للشركات، الأمر الذي يؤكد إمكانية القول بوجود أثر إيجابي وتبادلي بين متغيري معدل النمو المستدام والأداء المالي والتشغيلي في بيئة الممارسة المحاسبية والمهنية المصرية.

الدراسة الثالثة (وهدان، 2022)[127]:

هدفت الدراسة إلى محاولة الكشف عن تأثير انتشار فيروس كورونا على أداء شركات التكنولوجيا المالية وخدمات الدفع بالبورصة المصرية، وذلك بالتطبيق على أحد شركات البورصة المصرية بالخصوص والمتمثلة في شركة فوري لتكنولوجيا البنوك والمدفوعات الالكترونية، باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد خلال عامي 2020 و2021، وقد تم استخدام مجموعة من المتغيرات المستقلة المتمثلة في (نسبة الإصابات بفيروس كورونا، عائد مؤشر EGX 30، حجم تداول مؤشر EGX 30، سعر الصرف معدل سعر الفائدة)، كما استخدم متغيري عائد سهم شركة فوري وحجم تداول سهم شركة فوري كمتغيرين تابعين للتعبير على الأداء.

هناك تسارع لنمو صناعة التكنولوجيا المالية نظرا لما تقدمه من فرص للشمول المالي، وتوفير مجموعة من المنتجات والخدمات المالية الرقمية بأقل تكلفة وجهد لمختلف شرائح المجتمع، كما اكتسبت زخما دوليا كبيرا بشكل عام وفي المنطقة العربية ومصر بشكل خاص في أعقاب جائحة كورونا، من حيث تطور الأنظمة والتشريعات وحجم المعاملات والخدمات والمنتجات التي تم استحداثها مع متطلبات عدم التلامس وتزايد الحاجة لتنفيذ المعاملات عن بعد، هذا وقد أظهر المؤشر العام للتقنيات المالية الحديثة في الدول العربية FinAr مؤشر لقياس أنشطة التكنولوجيا المالية طوره صندوق النقد العربي يتكون من 6 مؤشرات فرعية هي للسياسات والتشريعات، الطلب، توفير التمويل، تنامي المواهب، البنية التحتية التعاون والشراكة، بالتالي تنامت جهود الدول العربية في بناء بيئة ممكنة لصناعة التكنولوجيا المالية خاصة في دعم العمليات المالية عن بعد في إعقاب جائحة كورونا خلال عام 2020، بما يعكس جهود الدول العربية في وضع استراتيجيات وطنية للتكنولوجيا المالية والتحول المالي الرقمي.

وقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج من ضمنها: عدم معنوية تأثير لجائحة كورونا على أداء سهم شركة فوري، بالإضافة إلى وجود أثر موجب ومعنوي لأداء مؤشر البورصة على عائد سهم شركة فوري، مما يعني أنه يمكن أن تلعب البورصة دور في التمويل لهذا النوع من الشركات، كذلك تم التوصل لوجود أثر موجب ومعنوي لسعر الصرف على حجم تداول السهم، مما يعكس قبول المستثمرين الأجانب على السهم، حيث أن ارتفاع سعر الصرف تصبح الأصول المالية أكثر جاذبية للمستثمرين الأجانب الذين يقبلون على شركات التكنولوجيا المالية ومنها شركة فوري محل الدراسة.

---

[127] وهدان احمد لطفي محمد، **تأثير انتشار فيروس جائحة كورونا على أداء شركات التكنولوجيا المالية وخدمات الدفع بالبورصة**، المجلة العلمة للاقتصاد والتجارة، جامعة عين الشمس، مصر، 52(4)، 2022، ص ص 543-582.

بالتالي وعلى ضوء النتائج المتوصل إليها خاصة في الدراسة التطبيقية توصي هاته الدراسة بعديد التوصيات من بينها: تعزيز دور البورصة المصرية في تمويل الشركات الناشئة في مجال التكنولوجيا المالية وخدمات الدفع من خلال زيادة التوعية بفوائد إدراج تلك الشركات بالبورصة، تعزيز التعاون بين البنك المركزي بصفته الجهة الرقابية على شركات مقدمي خدمات الدفع وهيئة الرقابة المالية في مجال رقابة شركات التكنولوجيا المالية، حيث تتنوع أنشطة تلك الشركات وهذا التنوع يجعلها عرضة للرقابة من أكثر من جهة رقابية، الاستفادة من النمو في قاعدة المستفيدين من خدمات المدفوعات الرقمية في العمل على دمجهم ماليا تعزيزا للشمول المالي، مما يساهم في التنمية الاقتصادية.

الدراسة الرابعة (عبد الماجد، 2022)[128]:

هدفت الدراسة إلى التعرف على تلك الآثار التي خلفتها أزمة كورونا على الأداء المالي للمصارف السعودية، وذلك باستخدام نظام تصنيف CAMELS لتحديد جوانب الأداء المالي محل الدراسة، حيث تقارن هاته الدراسة بين فترتين زمنيتين، الأولى منها قبل جائحة كورونا وتمتد من الربع الأول من عام 2017 إلى نهاية الربع الرابع من عام 2019، أما الفترة الثانية فهي فترة جائحة كورونا وتمتد من الربع الأول من عام 2020 إلى نهاية الربع الثاني من عام 2021، حيث تحتوي الدراسة على نوعين من المتغيرات هما: النوع الأول هو جائحة كورونا وهي عبارة عن متغير وهمي يأخذ القيمة صفر في الفترات السابقة لجائحة كورونا، والقيمة 1 لفترات الجائحة، أما النوع الثاني يتكون من ستة متغيرات تغطي جوانب الأداء المالي للمصارف السعودية حسب نظام تصنيف CAMELS، وتشمل كل من كفاية رأس المال، جودة الأصول، كفاءة الإدارة، الربحية، السيولة، والحساسية لمخاطر السوق.

تنبع أهمية الدراسة من الدور الذي يجب أن يلعبه القطاع المصرفي أثناء جائحة كورونا في مساعدة بقية القطاعات الاقتصادية الأخرى في التغلب على الآثار السلبية التي خلفتها الجائحة، ففي أعقاب التطورات السلبية التي خلفتها جائحة كورونا على مستوى الاقتصاد السعودي، قام البنك المركزي بخفض معدل اتفاقيات إعادة الشراء واتفاقيات إعادة الشراء المعاكس مرتين خلال شهر مارس 2020 وهو ما أدى إلى انخفاض أسعار الفائدة بين المصارف السعودية لمدة ثلاثة أشهر لتستقر عند 1,19% بنهاية العام، ولتعزيز عمليات إدارة السيولة داخل القطاع المصرفي، قام بضخ 50 مليار ريال وطرح أدوات أخرى لضخ السيولة داخل هذا القطاع، إضافة إلى ذلك فقد أطلق البنك المركزي برنامجا لدعم

[128] عبد الماجد عبد الباسط ضياء الدين، **الأداء المالي للمصارف السعودية في ظل جائحة كورونا: باستخدام نظام تصنيف CAMELS**، مجلة جامعة تشرين، العلوم الاقتصادية والقانونية، تشرين، الجمهورية العربية السورية، 44(1)، 2022، ص ص 46-65.

القطاع الخاص يشمل إعفاء قطاع الشركات من تكاليف التمويل وتأجيل سداد أقساط القروض التي تحصل عليها المصارف.

خلصت الدراسة إلى عديد النتائج من بينها: على الرغم من الظروف الاستثنائية التي فرضتها جائحة كورونا على الاقتصاد السعودي خلال عام 2020، فإن المصارف السعودية حافظت على معدلات كفاية رأس مال مرتفعة وتمتعت بمستويات سيولة أعلى من الفترات التي سبقت الجائحة، كما أن ارتفاع نسبة التعثر في سداد القروض بسبب التأثيرات السالبة للجائحة على عملاء المصارف أدى إلى تدهور في جودة أصولها، إضافة إلى ذلك فقد ساهم تخفيض أسعار الفائدة والزيادة في مخصصات القروض في انخفاض ربحية المصارف السعودية في فترة الجائحة مقارنة بالفترة السابقة، هذا وتوصي الدراسة المصارف السعودية بالاستعداد المبكر للمخاطر المتعلقة بإفلاس الشركات بعد انتهاء فترة تأجيل سداد القروض المحددة من قبل البنك المركزي.

الدراسة الخامسة (حامد، 2023)[129]:

هدفت الدراسة إلى محاولة التعرف على أثر جائحة كورونا على الأداء المالي والأداء التشغيلي للشركات الصناعية الدرجة في بورصة عمان، وذلك باستخدام اختبار Wilcoxon للفترة (2018-2021)، بالتالي يتكون مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية البالغ عددها (55) شركة، أما عينة الدراسة فتكونت من 32 شركة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وقد تم التعبير على متغير الأداء المالي بكل من (العائد على حقوق الملكية، العائد على الأصول)، في حين تم التعبير على متغير الأداء التشغيلي بكل من (صافي الدخل التشغيلي، إجمالي هامش الربح)،

تعتبر هاته الدراسة ذات أهمية كبيرة نظرا لكونها تحتوي على موضوع ذو أهمية للشركات الصناعية المدرجة في البورصة العمانية، وارتباطه بأداء الشركات الصناعية المدرجة في هاته البورصة بشقيه (الأداء المالي والأداء التشغيلي)، ولأن أزمة جائحة كورونا من ابرز الأزمات لعام 2020 والتي أثرت على كل مناحي الحياة، وألحقت أشد الضرر بمختلف الفئات وامتدت هذه الأضرار إلى أن خلقت أزمة إنسانية وصحية غير مسبوقة، وتسببت في أضرار كبيرة بالاقتصاد العالمي وعصفت آثارها السلبية بكافة

[129] حامد باسل عبد الفتاح سلطان، **أثر جائحة كورونا على الأداء المالي والأداء التشغيلي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن ص ص 52-79.

قطاعات الأعمال والشركات في شتى أنحاء العالم، وشملت هاته الأضرار حتى أكبر الاقتصاديات في العالم، حيث أصبحت الشركات والمؤسسات الاقتصادية المختلفة تتحمل خسائر مادية كبيرة وأظهرت بعض التقارير الكثير من الصعوبات التي تواجهها هذه الشركات وعدم استعدادها لمواجهة جائحة كورونا.

وتختلف درجة تأثير الجائحة على القطاع التي تعمل به هذه الشركات فهناك شركات تعتبر ضمن القطاعات شديدة التعرض للمخاطر نتيجة انتشار هاته الجائحة مثل: التعرض لانخفاض الطلب، وانخفاض المبيعات وعدم توافر السيولة النقدية اللازمة لسداد الالتزامات المستحقة في مواعيد استحقاقها، لذلك قد يزداد تأثير الجائحة على هذه القطاعات، وتعتبر الشركات الصناعية من الشركات الاقتصادية الهامة والحيوية في الدولة فهي تحتل مكانة هامة نظرا لارتباطها المباشر بالمجتمع، ونظرا لما تقدمه من خدمات تشكل احتياجات ضرورية للمجتمع وفي أي دولة، ولما كان للشلل الاقتصادي انعكاسات على الشركات، ولما أصبحت نتائج جائحة كورونا واضحة الأثر على كل الشركات وبالأخص الصناعية منها.

أفضت الدراسة إلى العديد من النتائج من أبرزها: وجود أثر ذو دلالة إحصائية لجائحة كورونا على كل من العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، كذلك وجود أثر ذو دلالة إحصائية لجائحة كورونا على كل من صافي الدخل التشغيلي وإجمالي هامش الربح في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وفي ضوء ذلك توصي الدراسة بزيادة الدعم للشركات الصناعية من قبل الحكومة الأردنية، حتى تتمكن هذه الشركات من مواجهة هاته الجائحة ولا تتعرض للإفلاس والتصفية، كذلك زيادة دعم الشركات التي تأثرت بشكل كبير من جائحة كورونا عن طريق الإعانات المختلفة والسياسات التفضيلية للشركات في المناطق الأكثر تضررا وذلك لمساعدتها على مواجهة هاته الجائحة.

- **الدراسة السادسة (النايف، 2024)[130]:**

هدفت الدراسة إلى محاولة تبيان أثر جائحة فيروس كورونا على أداء أسواق الأوراق المالية العربية، بالإضافة إلى توضيح ما إذا كان هناك اختلاف لهذا الأثر بين هذه الأسواق، وذلك من خلال تقييم أثر إعلان منظمة الصحة العالمية لكوفيد 19 على أداء أسواق الأوراق المالية العربية، تكونت عينة الدراسة من تسع أسواق مالية هي: سوق المال السعودي، البورصة المصرية، سوق مسقط للأوراق المالية،

[130] النايف لافي خالد، **أثر جائحة فيروس كورونا على أداء أسواق الأوراق المالية العربية**، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية عمان، الأردن، 11(1)، 2024، ص ص 69-81.

سوق أبو ظبي للأوراق المالية، بورصة البحرين، سوق الدوحة للأوراق المالية، بورصة الكويت،بورصة تونس، بورصة القيم بالدار البيضاء.

ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة واختبار فرضياتها تم استخدام منهجية دراسة الحدث والتي أثبتت كفاءتها في قياس مدى تأثر أسعار الأسهم بأحداث معينة وكمقياس لاختبار كفاءة الأسواق، والتي تقوم على أساس قياس تأثير حدث معين على عوائد أسهم وأسعار الأسهم، ويتم ذلك بمقارنة العائد الفعلي للسهم أو المؤشر للفترة اللاحقة للحدث مع العائد المتوقع لهذا السهم بالظروف العادية أي قبل وقوع الحدث، ويمكن القول بوجود أثر للحدث في العائد إذا كان هناك اختلاف بين العائد الفعلي والعائد المقدر وقد تم الاستعانة ببيانات يومية ممتدة من 400 يوم تداول قبل الحدث إلى 400 يوم بعده، أي حوالي للفترة (2019-2021).

تكتسي هاته الدراسة أهمية كبيرة من أهمية جائحة كوفيد -19 ذاتها باعتبارها وباءا عالميا غير مسبوق، وأزمة صحية سرعان ما تحولت إلى أزمة اقتصادية ومالية، كما وتبرز هاته الأهمية من تزايد اهتمام الباحثين والاقتصاديين والمهتمين في الأسواق المالية في تحليل وتقييم آثار هذه الجائحة عالميا

فمنذ إعلان منظمة الصحة العالمية اعتبار كورونا جائحة عالمية بتاريخ 2020/3/11 ومع تسارع تدفق المعلومات وتزايد انتقال العدوى والوفيات جغرافيا تزايد القلق وسادت حالة الهلع من الوباء الذي عم جميع نواحي الحياة، فتسابقت الدول باتخاذ إجراءات وسياسات عديدة لتخفيف حدة الأزمة ومواجهتها وقد تفاوتت هذه الإجراءات في قساوتها بين دولة وأخرى، وسرعان ما انعكست هذه الإجراءات سلبا على أداء معظم القطاعات الاقتصادية وإيجابا على قطاعات قليلة أخرى، وباعتبار أسواق الأوراق المالية ومؤشراتها مرآة تعكس الأوضاع الاقتصادية للدولة وأسعار أسهم الشركات وتتأثر بالأحداث والأزمات المماثلة، وبالرغم من حداثة هذه الأزمة فقد تسابق الباحثون وتم إجراء العديد من الدراسات على الأسواق في الأقطار والأقاليم المختلفة في محاولات لتحليل وفهم الآثار المترتبة لهذه الجائحة.

خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج من بينها: وجود أثر سلبي ومعنوي للإعلان على أداء الأسواق المالية العربية ممثلا بالعوائد السلبية التراكمية لمؤشرات هاته الأسواق، كما توصلت الدراسة إلى وجود اختلاف في أثر هاته الجائحة بين الأسواق مما يدل على أهمية تعزيز التعاون بين إدارات الأسواق المالية العربية بما يحقق مصلحة هاته الأسواق، وضرورة إجراء المزيد من الدراسات حول هذا الموضوع خاصة وأن الأزمة لها تداعيات مستقبلية، هذا وتوصي الدراسة بإدراك الدور المهم لتأثير وسائل الإعلام والإشاعات في تحديد اتجاهات السوق وتوجيه ردود فعل المستثمرين، الأمر الذي يفرض على إدارات

الأسواق توفير المعلومات الدقيقة والصحيحة وتعزيز ثقة المستثمرين بها، بالإضافة إلى ضرورة تعزيز التعاون بين إدارات الأسواق المالية العربية بما يحقق مصلحة هذه الأسواق، والاستفادة من تجربة الأسواق التي تمكنت من التأقلم والحد من الخسائر خلال فترة قصيرة.

الدراسة السابعة (الزبيدي وآخرون، 2024)[131]:

هدفت الدراسة إلى محاولة تحديد أثر تداعيات فيروس كورونا على أداء الشركات المدرجة في سوق المال السعودي (تداول) وذلك بالتطبيق على قطاع إنتاج الأغذية، باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد وتحليل التباين (ANOVA)، حيث تم الاستعانة بالاستلانة كأحد الأدوات الإحصائية المهمة في جمع البيانات، ويتألف مجتمع الدراسة من أصحاب المصلحة، والمديرين ورؤساء الأقسام والعاملين داخل شركات قطاع إنتاج الأغذية والمدرجة في سوق المال السعودي بالمملكة العربية السعودية، ونظرا لاتساع مجتمع الدراسة وصعوبة حصره كاملا، فقد تم استخدام طريقة العينة الميسرة لجمع البيانات من المستجيبين، حيث راعى البحث التوزيع الجغرافي لهذه الشركات لضمان تمثيل كامل مجتمع الدراسة، حيث تم توزيع الاستبانة سنة 2020 على (148) مبحوثا وقد استرد (133) استبانة، وبعد عملية فحص الاستبانات تم استبعاد (8) منها لعدم صلاحيتها للتحليل وبهذا يكون عدد الاستبانات الصالحة للتحليل (125) استبانة، وهو ما يمثل (93.98%) من إجمالي عدد الاستبانات المستردة.

تنبع أهمية هاته الدراسة من أهمية الموضوع وتداعيات جائحة فيروس كورونا على كافة جوانب الحياة في البلاد على مستوى العالم ككل، خاصة على المستوى الاقتصادي في كافة الأسواق العالمية بشكل عام والسوق السعودية بشكل خاص، فبمجرد ظهور جائحة فيروس كورونا شهدت البيئة الاقتصادية تقلبات كبيرة في الأسواق المالية العالمية، ومع تفشي هاته الجائحة سجلت الأسواق المالية العالمية خسائر كبيرة بسبب الإجراءات الوقائية والاحترازية التي وضعتها الدول للحد من انتشار هذه الجائحة وعليه اعتمدت الدول العربية سياسات اقتصادية معاكسة للازمة من خلال تخصيص مبالغ معتبرة للتحفيز النقدي والمالي بقيمة 341.5 مليار دولار أمريكي في نهاية سبتمبر 2021، كما تبنت سياسة نقدية

[131] الزبيدي مصلح وآخرون، **أثر تداعيات جائحة فيروس كورونا (كوفيد-19) على أداء الشركات المدرجة في سوق المال السعودي (تداول) دراسة ميدانية على قطاع إنتاج الأغذية**، المجلة الدولية لنشر البحوث والدراسات، مركز ريادة للبحوث والدراسات، عمان، الأردن، 5(53)، 2024، ص ص 4-25.

توسعية عن طريق خفض أسعار الفائدة وسياسة مالية توسعية في نفس الوقت للتخفيف من الركود وتعزيز الثقة لدى المستثمرين.

ولأهمية قطاع إنتاج الأغذية ونسبة مشاركته في رفد الاقتصاد الوطني السعودي، تولي المملكة السعودية منذ سنوات عديدة اهتماما كبيرا لقطاع الصناعات الغذائية، لما له من أهمية في تعزيز الأمن الغذائي للملكة، فتوزع صناعة الغذاء في المملكة على 12 نشاطا أساسيا، من أهمها صناعة الألبان ومنتجاته، وتليها صناعة العصائر والمشروبات، ومصانع تعبئة الفواكه والخضروات وتغليفها، وحفظ السمك، وصناعة الزيوت النباتية والحيوانية والدهون.

خلصت الدراسة إلى العديد من النتائج أهمها: وجود أثر معنوي لتداعيات فيروس كورونا على أداء الشركات المدرجة (قطاع الأغذية) في سوق المال السعودي (تداول)، وجود أثر معنوي للتداعيات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية لفيروس كورونا على أداء الشركات (المالي، التشغيلي) المدرجة في سوق المال السعودي (تداول)، وتوصي الدراسة بالاستمرار في حث الشركات المدرجة في الأسواق المالية السعودية على إتباع الإجراءات الاحترازية للوقاية من الإصابات من تداعيات فيروس كورونا، بالإضافة إلى وضع خطط وسياسات مالية تضمن احتفاظ الشركات بالسيولة اللازمة لاستمرار أنشطتها بعد الجائحة أو أي مخاطر مستقبلية.

الدراسة الثامنة (أبو عقرب وأحمد، 2022)[132]:

هدفت هاته الدراسة محاولة التعرف على أثر جائحة كورونا على الأداء المالي للشركات الخدمية الأردنية المدرجة في سوق الأوراق المالية الأردني باستخدام اختبار Wilcson، ومن أجل تحقيق هدف الدراسة تم استخدام مؤشر الربحية كأحد النسب المالية الأساسية لتقييم الأداء المالي للشركات، ومقارنة نتائج الأداء المالي لهذه الشركات قبل وأثناء جائحة كورونا، وشملت الدراسة على عينة تتكون من (48) شركة خدمية، حيث تم الاستعانة بالبيانات المالية المنشورة لهاته الشركات لعامي (2019-2020) وتبرز أهمية الدراسة من أهمية الموضوع الذي يتناوله وهو تأثير جائحة كورونا على الأداء المالي للشركات، حيث ألقت هاته الجائحة بآثارها السلبية على جميع قطاعات الأعمال والشركات الأمر الذي يتطلب البحث والدراسة لمعرفة الآثار الفعلية والمتوقعة لهذه الجائحة على الشركات.

[132] أبو عقرب محمد محمد، **أثر جائحة كورونا على الأداء المالي للشركات الخدمية الأردنية**، مجلة آفاق اقتصادية، جامعة المرقب، المرقب، ليبيا، 8(15)، 2022، ص ص 118-136.

فتعتبر أزمة كورونا من أبرز الأزمات التي طالت عام 2020 والتي أثرت على جميع مناحي الحياة وألحقت أشد الضرر بمختلف الفئات، وامتدت هاته الأضرار إلى أن خلقت أزمة إنسانية وصحية غير مسبوقة، وتسببت في أضرار كبيرة بالاقتصاد العالمي، وعصفت آثارها السلبية بكافة قطاعات الأعمال والشركات في شتى أنحاء العالم، وشملت هاته الأضرار حتى اكبر الاقتصادات في العالم، وأصبحت الشركات والمؤسسات الاقتصادية المختلفة تتحمل خسائر مالية كبيرة، وأظهرت بعض التقارير الكثير من الصعوبات التي تواجهها هذه الشركات، وعدم استعدادها لمواجهة جائحة كورونا، حيث تتوقف درجة تأثير هذه الجائحة على القطاع الذي تعمل به هذه الشركات، فناك شركات تعتبر ضمن القطاعات شديدة التعرض للمخاطر نتيجة انتشار هذه الجائحة، مثل: التعرض لانخفاض الطلب، وانخفاض المبيعات، وعدم توفر السيولة النقدية اللازمة لسداد الالتزامات المستحقة في مواعيد استحقاقها، لذلك قد يزداد تأثير الجائحة على القطاعات الخدمية مثل: السفر والسياحة والفنادق والصحة والتعليم والنقل والاتصالات

خلصت الدراسة إلى العديد من النتائج من بينها: وجود أثر سلبي وكبير جدا لجائحة كورونا على الأداء المالي لأغلب الشركات الخدمية الأردني متمثلا في ربحية هاته الشركات، وجود تأثير إيجابي للجائحة على الأداء المالي للشركات الخدمية الأردنية العاملة بقطاع الاتصالات والتكنولوجيا، وذلك بسبب الإغلاق التام والجزئي خلال الجائحة، واللجوء إلى استخدام وسائل الاتصال والانترنت، مما ساهم في زيادة الربحية لشركة الاتصالات والتكنولوجيا، كما أن أكثر القطاعات الخدمية الأردنية التي أثرت بجائحة كورونا في أدائها المالي بشكل كبير جدا وسلبي هو قطاع النقل، بسبب الإغلاق الكامل للمنافذ البرية والبحرية والجوية بين الدول والمدن، ضف إلى ذلك أن جائحة كورونا أيضا أثرت بشكل سلبي وكبير جدا على الأداء المالي للشركات الخدمية العاملة في قطاع السياحة والفنادق نظرا لاعتماد الأردن على السياحة بشكل عام، والسياحة العلاجية بشكل خاص,

ونظرا لكون الدراسة توصلت إلى أن هناك أثر سلبي لجائحة كورونا على الأداء المالي للشركات الخدمية الأردنية فإنها قامت بتقديم العديد من التوصيات بالخصوص من بينها: على الحكومة الأردنية دعم الشركات الخدمية خلال هاته الظروف القاهرة والمتمثلة في جائحة كورونا، حتى تتمكن هذه الشركات من مواجهة هذه الجائحة ولا تتعرض للإفلاس والتصفية، كما أنه ينبغي على الحكومة أن تقدم الدعم للشركات التي تتأثر بشكل كبير جدا من جائحة كورونا كقطاع النقل وقطاع السياحة والفنادق، عن طريق الإعلانات المختلفة والسياسات التفضيلية للشركات في المناطق الأكثر تضررا وذلك لمساعدتها على مواجهة هاته الجائحة.

المطلب الثاني: مقارنة الدراسات السابقة العربية مع الدراسة الحالية حسب فترة الدراسة ومتغير القيمة المالية

بغية تمييز الدراسة الحالية عن باقي الدراسات التي تم إنجازها سابقا وجب الوقوف على أهم التفاصيل في ذلك التي تميز هاته الدراسة الحالية عن نظيراتها من الدراسات السابقة، ومن خلال هذا المطلب سيتم إجراء عملية المقارنة بين الدراسات السابقة العربية والدراسة الحالية خلال فترة جائحة كرونا وعلاقتها بمتغيرات الدراسة والقيمة المالية للنمو المستدام.

فبالرغم من أن مختلف الدراسات السابقة العربية قد تتوافق مع الدراسة الحالية في كونها تتناول جزئية من ذات الموضوع، إلا أن هناك العديد من أوجه المقارنة فيما بينها، بالتالي يستعرض الجدول التالي اختصار للدراسات السابقة العربية، بغية تحديد نقاط التشابه والاختلاف بينها وبين الدراسة الحالية.

الجدول رقم (04): أوجه المقارنة بين الدراسات السابقة العربية والدراسة الحالية حسب المتغير التابع (النمو المالي المستدام)

	عنوان الدراسة	هدف الدراسة	عينة الدراسة	الأدوات المستخدمة في الدراسة	فترة الدراسة	نتائج الدراسة
الدراسة الأولى	تأثير معدل النمو الفعلي والمستدام في تعزيز المرونة دراسة تحليلية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة	محاولة معرفة تأثير معدل النمو الفعلي والمستدام في تعزيز المرونة المالية	عينة من الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية	نموذج الانحدار الخطي المتعدد	(2011-2018)	– وجود أثر إيجابي ومعنوي لمعدل النمو الفعلي والمستدام على المرونة المالية بأبعادها الثلاثة (قابلية الدين، نسبة الاحتجاز بالموجودات النقدية، صافي التدفق النقدي). – أظهر مؤشر التحليل المالي لمعدل النمو الفعلي أن هناك اثنين من الشركات العراقية لتصنيع وتسويق التمور والعراقية للأعمال الهندسية لم يكن تطبيقها بالشكل المطلوب. – التحليل المالي لمعدل النمو الفعلي بين أن هناك ثلاثة من الشركات (بغداد للمشروبات الغازية، العراقية للسجاد والمفروشات، الخياطة الحديثة)، كان تطبيقها بالمستوى المطلوب وحققت معدل نمو أعلى من المعدل القطاعي. – كما أظهر التحليل المالي لمؤشر النمو المستدام أن هناك أربعة من الشركات (بغداد

	2011-2018					للمشروبات الغازية، العراقية للسجاد والمفروشات، الخياطة الحديثة، الصنائع الكيمياوية العصرية)، حققت معدل نمو مستدام أعلى من المعدل القطاعي - بينت نتائج تحليل المؤشرات الثلاثة للمرونة المالية أن الشركات المبحوثة اختلفت في تطبيقها لتلك المؤشرات، وهذا يعود إلى عمق ادراك الشركات التي حققت مرونة مالية عالية بضرورة تحصين نفسها من الصدمات غير المتوقعة.
الدراسة الثانية	دراسة واختبار العلاقة بين معدل النمو المستدام والأداء المالي والتشغيلي للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية – من منظور محاسبي	اختبار العلاقة بين معدل النمو المستدام والأداء المالي والتشغيلي للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية	عينة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية	نموذج الانحدار الخطي البسيط	(2017-2021)	- وجود أثر إيجابي ومعنوي لمعدل النمو المستدام على الأداء المالي والتشغيلي للشركات. - غياب المعنوية لبعض خصائص مجلس الإدارة خاصة حجم المجلس وتنوعه على الأداء المالي والتشغيلي، - وجود أثر إيجابي ومعنوي لمعدل النمو المستدام على بعض مؤشرات الأداء المالي والتشغيلي منفردة، وبالتحديد (معدل العائد على الأصول، معدل دوران الأصول، ربحية السهم، القيمة الدفترية للسهم) من جهة، ومن جهة أخرى وجود أثر ايجابي ومعنوي لمعدل النمو المستدام على كل من (نسبة الرفع المالي، نسبة السيولة). - وجود أثر ايجابي ومعنوي للأداء المالي والتشغيلي على معدل النمو المستدام للشركات.
	تأثير انتشار فيروس جائحة كورونا على أداء شركات	محاولة الكشف عن تأثير انتشار فيروس كورونا على أداء شركات	شركة فوري لتكنولوجيا البنوك والمدفوعات الالكترونية (مصر)	نموذج الانحدار الخطي المتعدد	عامي 2020 و2021	- عدم معنوية تأثير لجائحة كورونا على أداء سهم شركة فوري. - وجود أثر موجب ومعنوي لأداء مؤشر البورصة على عائد سهم شركة فوري. - وجود أثر موجب ومعنوي لسعر الصرف على حجم تداول السهم، مما يعكس قبول المستثمرين الأجانب على السهم، حيث أن ارتفاع سعر

الدراسة الثالثة	التكنولوجيا المالية وخدمات الدفع بالبورصة	التكنولوجيا المالية وخدمات الدفع بالبورصة المصرية				الصرف تصبح الأصول المالية أكثر جاذبية للمستثمرين الأجانب الذين يقبلون على شركات التكنولوجيا المالية ومنها شركة فوري محل الدراسة.
الدراسة الرابعة	الأداء المالي للمصارف السعودية في ظل جائحة كورونا: باستخدام نظام تصنيف CAMELS	التعرف على تلك الآثار التي خلفتها أزمة كورونا على الأداء المالي للمصارف السعودية	عينة من المصارف السعودية	نظام تصنيف CAMELS	من الربع الأول من عام 2017 إلى نهاية الربع الثاني من عام 2021.	– المصارف السعودية حافظت على معدلات كفاية رأس مال مرتفعة وتمتعت بمستويات سيولة أعلى من الفترات التي سبقت الجائحة. – ارتفاع نسبة التعثر في سداد القروض بسبب التأثيرات السالبة للجائحة على عملاء المصارف أدى إلى تدهور في جودة أصولها. – ساهم تخفيض أسعار الفائدة والزيادة في مخصصات القروض في انخفاض ربحية المصارف السعودية في فترة الجائحة مقارنة بالفترة السابقة.
الدراسة الخامسة	أثر جائحة كورونا على الأداء المالي والأداء التشغيلي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان	التعرف على أثر جائحة كورونا على الأداء المالي والأداء التشغيلي للشركات الصناعية الدرجة في بورصة عمان	32 شركة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية	اختبار Wilcoxon	(2018-2021)	– وجود أثر ذو دلالة إحصائية لجائحة كورونا على كل من العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية. – وجود أثر ذو دلالة إحصائية لجائحة كورونا على كل من صافي الدخل التشغيلي وإجمالي هامش الربح في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

الدراسة السادسة	أثر جائحة فيروس كورونا على أداء أسواق الأوراق المالية العربية	محاولة تبيان أثر جائحة فيروس كورونا على أداء أسواق الأوراق المالية العربية، بالإضافة إلى توضيح ما إذا كان هناك اختلاف لهذا الأثر بين هذه الأسواق	عينة الدراسة من تسع أسواق مالية عربية	منهجية دراسة الحدث	(2019-2021)	– وجود أثر سلبي ومعنوي للإعلان على أداء الأسواق المالية العربية ممثلا بالعوائد السلبية التراكمية لمؤشرات هاته الأسواق. – وجود اختلاف في أثر هاته الجائحة بين الأسواق مما يدل على أهمية تعزيز التعاون بين ادارات الأسواق المالية العربية بما يحقق مصلحة هاته الأسواق، وضرورة إجراء المزيد من الدراسات حول هذا الموضوع خاصة وأن الأزمة لها تداعيات مستقبلية.
الدراسة السابعة	أثر تداعيات جائحة فيروس كورونا (كوفيد-19) على أداء الشركات	محاولة تحديد أثر تداعيات فيروس كورونا على أداء الشركات المدرجة في سوق المال	عينة من شركات قطاع انتاج الأغذية السعودية	نموذج الانحدار الخطي المتعدد وتحليل التباين (ANOVA)	2020	– وجود أثر معنوي لتداعيات فيروس كورونا على أداء الشركات المدرجة (قطاع الأغذية) في سوق المال السعودي (تداول). – وجود أثر معنوي للتداعيات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية لفيروس كورونا على أداء الشركات (المالي، التشغيلي) المدرجة في سوق المال السعودي (تداول).

	المدرجة في سوق المال السعودي (تداول) دراسة ميدانية على قطاع إنتاج الأغذية	السعودي (تداول)				
الدراسة الثامنة	أثر جائحة كورونا على الأداء المالي للشركات الخدمية الأردنية	محاولة التعرف على أثر جائحة كورونا على الأداء المالي للشركات الخدمية الأردنية المدرجة في سوق الأوراق المالية الأردني	48 شركة خدمية	اختبار Wilcson	(2019-2020)	– وجود أثر سلبي وكبير جدا لجائحة كورونا على الأداء المالي لأغلب الشركات الخدمية الأردني. – وجود تأثير إيجابي للجائحة على الأداء المالي للشركات الخدمية الأردنية العاملة بقطاع الاتصالات والتكنولوجيا. – أكثر القطاعات الخدمية الأردنية التي أثرت بجائحة كورونا في أدائها المالي بشكل كبير جدا وسلبي هو قطاع النقل، بسبب الاغلاق الكامل للمنافذ البرية والبحرية والجوية بين الدول والمدن. – جائحة كورونا اثرت بشكل سلبي وكبير جدا على الأداء المالي للشركات الخدمية العاملة في قطاع السياحة والفنادق نظرا لاعتماد الأردن على السياحة بشكل عام، والسياحة العلاجية بشكل خاص,

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعلومات السابقة.

من الجدول أعلاه يتضح جليا أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسات السابقة العربية والدراسة الحالية، فالدراستنا كونها تتناول إحدى جزئيات موضوع الدراسات السابقة العربية، فهي تتميز وتنفرد بموضوع النمو المستدام القائم على القيمة المالية للشركات المدرجة في البرصة في ظال جائحة كرونا، حيث خلصت الدراسات السابقة الغربية إلى تحقيق أثار سلبية في الاستقرار المالي للمؤسسات والشركات المدرجة في البورصات المالية العربية.

و دراستنا تعتمد على إدارة القيمة المالية للنمو المستدام في ظل الجائحة.

المبحث الثالث:عرض ومناقشة الدراسات السابقة العالمية الأجنبية

من خلال هذا المبحث سيتم التطرق إلى أهم الدراسات السابقة الأجنبية وفقا لتسلسلها الزمني ومدى ارتباطها بموضوع الدراسة، حيث سيتم التطرق في المطلب الأول إلى مجموعة من الدراسات السابقة الأجنبية؛ أما المطلب الثاني فقد خصص للمقارنة بين الدراسات السابقة الأجنبية مع الدراسة الحالية.

المطلب الأول: الدراسات السابقة الأجنبية التي باللغة الأجنبية

سيتم التطرق من خلال هذا المطلب إلى مجموعة من الدراسات السابقة الأجنبية التي تناولت موضوع الدراسة، وذلك وفقا لتسلسلها الزمني على النحو التالي:

- **الدراسة الأولى(Qaim and Other, 2021)[133]:** هدفت الدراسة إلى محاولة معرفة تأثير الاستدامة المالية وأداء الشركات على أسعار الأسهم في دولة باكستان، حيث تغطي الاستدامة المالية الأداء طويل الأجل بينما يغطي أداء الشركات الأداء قصير الأجل،واختيرت عينة الدراسة من قطاع التصنيع في باكستان والذي يضم 25 قطاعًا، حيث تضم جميع القطاعات 379 شركة، وقد تم الاستعانة ببيانات سنوية للفترة الممتدة من سنة 2010 إلى غاية سنة 2019 باستخدام الارتباط وتحليل الانحدار، وقد تم الاعتماد على معدل النمو المستدام ومعدل العائد على الأصول كمتغيرين مستقلين، كذلك استخدم متغيري ضباطين وهما: حجم الشركة وعمر الشركة، في حين تم التعبير على متغير أسعار الأسهم بأسعار الأسهم اليومية للشركات كمتغير تابع.

وعلى مدى العقود القليلة الماضية شهد مفهوم الاستدامة قلقًا كبيرًا للشركات في جميع أنحاء العالم،لذلك تنبع أهمية هاته الدراسة على اعتبار أن الشركات تركز الآن على استراتيجيات الاستدامة طويلة الأجل بصرف النظر عن الأهداف قصيرة الأجل من أجل البقاء لفترة أطول من الزمن، لذلك يتعين على الشركات تلبية الاحتياجات الحالية والمستقبلية للمجتمع اجتماعيًا وبيئيًا واقتصاديًا ومع ذلك لا يمكن تقويض فوائد الاستدامة،فالأدبيات التطبيقية تُظهر نتائج متباينة تتعلق بتأثير الاستدامة على الشركة ونتيجة لذلك تعتقد بعض الشركات أنه من خلال تبني منظور الاستدامة فإنها ستتكبد عقوبة مالية وليست على استعداد لتبنيه دون أي مزايا واضحة، فالأدبيات التطبيقية تُظهر نتائج غير متسقة حول مقاييس

[133]Qaim and Other, **Financial Sustainability and Firm Performance Impact on Stock Prices: An Evidence from an EmergingEconomy,** Ilkogretim Online - Elementary Education Online, 20 (2), PP 572-577

وروابط الاستدامة، علاوة على ذلك توجد اختلافات فيما يتعلق بالشركات والقطاعات والدول والمناطق وقد أدى هذا الافتقار إلى القياس الدقيق والروابط إلى خلق حالة من عدم اليقين بشأن فعالية تبني استراتيجيات طويلة الأجل ومستدامة.

إن الاستدامة المؤسسية بأبعادها الثلاثة، أي الاجتماعية والبيئية والاقتصادية، لها تأثير على عمليات الشركة، والجانب الاقتصادي لاستدامة الشركات هو الاستدامة المالية لتلك الشركة، ويكمن وراء مفهوم الاستدامة المالية مبدأ تعظيم القيمة لأصحاب المصلحة من خلال اختيار أفضل مشروع استثماري ممكن مع الحد الأدنى من عوامل المخاطرة المحتملة، لذلك يساعد مفهوم الاستدامة الشركات التي تحاول مواكبة تقلبات التنمية الاقتصادية والموارد التنظيمية على المدى الطويل،كما تلبي الاستدامة المالية مبدأ الاستمرارية في المحاسبة وتعظيم القيمة لأصحاب المصلحة، مما يؤدي إلى تطوير وضع مريح للجانبين للشركة وجميع أصحاب المصلحة.

توصلت الدراسة إلى العديد من النتائج من بينها:أن الأداء طويل الأجل وقصير الأجل له تأثير إيجابي كبير ومعنوي على أسعار أسهم الشركة، مما يُظهر أن عمليات الشركة سواءً كانت قصيرة الأجل أو طويلة الأجل تلعب دورا مهما، كما تُعزز هذه الدراسة أهمية الاستدامة المالية للشركات، بالتالي فإن الشركات التي تضع استراتيجيات مع مراعاة المستقبل أيضًا لا تضيع وقتها ومالها حيث يدفعها ذلك في شكل أسعار أسهم مرتفعة،تعتبر هاته الدراسة مفيدة للمستثمرين وصانعي الاستراتيجيات ومطوري السياسات وأصحاب المصلحة الآخرين المرتبطين بأي شركة من وجهة نظر الشركة، كما أن الاستراتيجيات التي يتم تطويرها مع مراعاة الاستدامة المالية المستقبلية ستفيد الشركة، علاوة على ذلك يمكن للمستثمرين الاستفادة من هذه الدراسة أيضًا، حيث تستنتج هذه الدراسة أن الأداء الأفضل للشركة يعني عوائد أفضل للمستثمر.

الدراسة الثانية(Sudipta and Other, 2022)[134]:

هدفت الدراسة بالأساس إلى محاولة معرفة تأثير جائحة كوفيد-19 على التغيرات في قيمة الشركة، مع التركيز على الدور المحوري لأداء الاستدامة في التخفيف من هذه التأثيرات السلبية على مستوى الشركة في هذه العلاقة، باستخدام بيانات من 4278 شركة في 47 دولة، وقد تم قياس متغير كوفيد-19 باستخدام ثلاثة متغيرات مستقلة وهي: (العدد الإجمالي للإصابات لكل مليون نسمة، العدد الإجمالي للوفيات لكل مليون نسمة، خطر الصحة المجتمعية)، في حين تم قياس التغير في قيمة الشركة على أنه

[134]Sudipta and Other ,**COVID-19 impact, sustainability performance and firm value: international evidenc**, Accounting& Finance, 62 2022, PP 597–64

الفرق في مؤشر "**Tobin's Q**" بين متوسط القيمة اليومية لمؤشر "**Tobin's Q**" من 1 جانفي 2020 إلى 31 جويلية 2020 ومتوسط القيمة اليومية لمؤشر "**Tobin's Q**" خلال ديسمبر 2019 مقسومًا على متوسط القيمة اليومية لمؤشر "**Tobin's Q**"خلال ديسمبر 2019، حيث تم الاستعانة بنماذج الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية(OLS).

تنطلق الدراسة من فجوة بحثية واضحة وهي غياب الدراسات التي تربط بشكل مباشر بين أداء الاستدامة وقدرة الشركات على الصمود في الأزمات، وتستند الدراسة في إطارها النظري إلى عدة نظريات أساسية، أبرزها نظرية أصحاب المصلحة (StakeholderTheory)، تفترض هذه النظرية أن الشركة يجب أن تأخذ في الاعتبار مصالح جميع الأطراف المؤثرة والمتأثرة بأنشطتها، وليس فقط المساهمين. وتثبت الدراسة صحة هذه النظرية بشكل عملي، حيث تبين أن الشركات التي تعتني بأصحاب المصلحة مثل الموظفين والعملاء والمجتمعات من خلال ممارسات الاستدامة، تبني سمعة وثقة قوية تشكل درعاً واقياً لها في أوقات الأزمات، وفي المقابل تتحدى الدراسة نظرية قيمة المساهم (Shareholder Value Theory) التقليدية، التي تركز على تعظيم أرباح المساهمين فقط. فالدراسة تقدم دليلاً قاطعاً على أن الاهتمام بالاستدامة يمكن أن يعود بالنفع على المساهمين أنفسهم، من خلال حماية قيمة الشركة على المدى الطويل.

بالإضافة إلى ذلك تعتمد الدراسة على النظرية المؤسسية (InstitutionalTheory) لتفسير الاختلافات في النتائج بين البلدان، فقد وجدت أن التأثير الإيجابي لأداء الاستدامة يكون أكثر وضوحاً في البلدان ذات الثقافات الموجهة نحو البيئة والمجتمع، وهذا يشير إلى أن قبول وتقدير المستثمرين لأداء الاستدامة يتأثر بشكل كبير بالبيئة الثقافية والمؤسسية التي تعمل فيها الشركة.

خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج من بينها: أن الشركات التي تتخذ من البلدان الأكثر تضررا بكوفيد-19 مقرا لها قد شهدت انخفاضًا أكبر في قيمة الشركة، كما أن التأثير السلبي لكوفيد-19 على قيمة الشركة كان أقل وضوحًا بالنسبة للشركات ذات الأداء الأفضل في مجال الاستدامة، كما أن الشركات التي تتخذ من البلدان ذات المستويات الأعلى من الثقافة الموجهة نحو القيمة البيئية وقيمة أصحاب المصلحة مقراً لها، شهدت انخفاضًا أقل في قيمة الشركة جراء تأثير كوفيد-19، ضِفْ إلى ذلك أن الشركات التي تتمتع بأداء استدامة أفضل كانت أكثر قدرة على الحفاظ على قيمتها خلال الأزمة، مما يؤكد أن الاستثمار في الجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمية ليس مجرد مسؤولية أخلاقية، تشير النتائج إلى أن توجه الشركة نحو قيمة أصحاب المصلحة يساهم في الحفاظ على قيمة الشركة عندما تتراجع قيمة أصحاب المصلحة بشكل عام، وتقدم الدراسة توصيات مهمة للمديرين تؤكد على ضرورة تبني نماذج

حوكمة تركز على أصحاب المصلحة، وللحكومات، بضرورة دمج عوامل الاستدامة في سياسات التحفيز الاقتصادي، وللمستثمرين، بضرورة تضمين الاستدامة في قراراتهم الاستثمارية.

الدراسة الثالثة(Guptaand Other, 2022)[135]:

هدفت الدراسة إلى محاولة تبيان مساهمة ممارسات الاستدامة في الأداء المالي وقيمة الشركات في الدول النامية، حيث تم التطبيق على احدى الدول النامية الممثلة في دولة الهند للفترة (2015-2020)باستخدام نماذج بانل الساكن، وقد تم اختيار 89 شركة مدرجة في البورصة الهندية من أجل إجراء هاته الدراسة بالتحديد، بالتالي يركز هذا البحث بشكل أساسي على دراسة تأثير ممارسات الاستدامة (درجات معايير الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات) على الأداء المالي (مقياس توبين للجودة) وقيمة الشركة (نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية) للشركات العاملة في الدول النامية مثل:دولة الهند، وتؤكد ظروف النمو والتنمية الحالية حول العالم على ضرورة التنمية المستدامة، ولكي يكون الاقتصاد مستدامًا، يجب أن يُعطي الأولوية لمصالح جميع أصحاب المصلحة على حساب تعظيم الأرباح مع الحد من التأثيرات على الموارد الطبيعية والبيئة.

توصلت الدراسة إلى العديد من النتائج من بينها: وجود علاقة إيجابية بين مقياس توبين للجودة ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ومجموع درجات معايير الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات، ودرجات كل ركيزة اجتماعية كل على حدى، مما يدل أن الاستثمار في الأنشطة الاجتماعية وتحسين درجات معايير الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات بشكل عام يُمكن أن يُحسّن الكفاءة المالية ويزيد القيمة السوقية للشركات، على النقيض من ذلك فإن الدرجات البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات لها علاقة سلبية ضعيفة مع متغير مقياس توبين للجودة ونسبة القيمة السوقية إلى الدفترية، مما يدل على أن الاستثمار في هذه الأنشطة قد يؤدي إلى انخفاض مستوى الكفاءة المالية وانخفاض القيمة السوقية.

بالتالي لهاته الدراسة آثار متنوعة مفيدة لكل من الأكاديميين والباحثين في السياق الأكاديمي ولصانعي السياسات والمستثمرين في السياق العملي،حيث تُعد درجات الممارسات المستدامة عناصر حيوية ومؤشرات حاسمة تؤثر على أرباح الشركة وقيمتها في السوق، وتمكّن المؤسسات من التفوق على منافسيها في السوق، علاوة على ذلك تُعدّ نتائج البحث حول تأثير درجات الممارسات المستدامة الفردية

[135] Gupta and Other, **The Contribution of Sustainable Practices to Financial Performance and Firm Value in Companies in DevelopingCountries: The Case of India**, Journal of Hospitality& Tourism, 20(1), 2022, PP 43-55.

مفيدة في دراسة تأثيرها على الشركات في الهند، وتُعدّ نتائج البحث حاسمة لإدارة الشركات والمستثمرين وأصحاب المصلحة في اتخاذ قرارات إدارية واستثمارية أفضل من خلال زيادة معرفتهم بتأثير الممارسات المستدامة على أعمالهم. كما ستكون مفيدة لصانعي السياسات في وضع سياسات مختلفة من خلال دراسة تأثير درجات الممارسات المستدامة الفردية.

تقدم هذه الدراسة لصانعي السياسات توصياتٍ حول كيفية منح الشركات حوافز متنوعة بناءً على استثماراتها في أبعاد بيئية واجتماعية وحوكمة متنوعة، بهدف تحسين أدائها المالي وقيمتها الإجمالية في هذه الحالة من غير المرجح أن يؤدي ارتفاع درجات الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات إلى تحسين أدائها المالي، وفي هذه الحالة لن تجد الشركات جدوى من الاستثمار في برامج تُعزز الاستدامة مستقبلًا.

الدراسة الرابعة(Minh and Other, 2024)[136]:

هدفت الدراسة إلى محاولة توضيح أثر القدرة المالية على النمو المستدام لشركات الأوراق المالية في دولة فيتنام، باستخدام نماذج بانل الساكن للفترة الممتدة من 2013 إلى غاية 2022، حيث تم اختيار عينة متكونة من 78 شركة مدرجة في سوق الأوراق المالية، وقد تم استخدام مجموعة من المتغيرات المستقلة والمتمثلة في: (حجم شركة الأوراق المالية، القدرة على التمويل الذاتي، نسبة الرافعة المالية، نسبة الدين قصير الأجل، هيكل استثمار الأصول قصير الأجل، عدم الكفاءة التشغيلية، نسبة دين الهامش، نسبة رأس المال المتاح، نسبة الذمم المدينة، السيولة، العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، نسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الأصول، عمر كل شركة أوراق مالية)، في حين استخدم معدل النمو المستدام كمتغير تابع للتعبير على النمو المستدام للشركات.

قد يواجه بعض شركات الأوراق المالية نموًا غير متوافق مع القدرة المالية للشركة ونموًا غير منضبط واختلالًا في الموارد واعتمادًا على التمويل الخارجي والمخاطر المالية، هذا هو الوضع الراهن لبعض شركات الأوراق المالية في ظل بيئة اقتصادية عالمية متقلبة، في الوقت نفسه لا تزال الأبحاث النظرية والتجريبية حول هذا النوع الخاص من الشركات، والتي تتناول العلاقة بين القدرة المالية والتنمية المستدامة محدودة لا سيما في البلدان ذات أسواق الأسهم الهامشية والتي تبذل جهودًا ناشئة للتحول.

[136]Minh and Other**, IMPACT OF FINANCIAL CAPABILITY ON THE SUSTAINABLE GROWTH OF SECURITIES COMPANIES: A CASE STUDY**, RiskGovernance& Control: Financial Markets& Institutions, 14(1), 2024, PP 53-61.

وفي اقتصاد السوق تعمل معظم الشركات الموجهة نحو النمو على تعظيم الربحية بل يعتبرها الكثيرون عاملاً حيوياً للبقاء، والسبب هو أنه مع نمو الشركة تتزايد نتائج أعمالها وسمعتها بسرعة وينطبق الأمر نفسه على شركات الأوراق المالية، ومع ذلك ونظرًا لدورها المهم في سوق الأسهم، يجب على شركات الأوراق المالية استهداف النمو المستدام لتقليل المخاطر وللتطوير جانبان، أولًا: عندما تتحكم الشركة وتضمن استقرار مصدر تمويل النمو، فإن التطوير المستدام سيحقق أقصى ربح للشركة،ثانيا: إذا شهدت الشركة نموًا غير منضبط واختلالًا بين الموارد والاحتياجات المالية، فإن معدل نمو الإيرادات يتجاوز معدل نمو التدفقات النقدية المتاحة، وتعتمد الشركة على مصادر تمويل خارجية وتنشأ المخاطر وفي الوقت نفسه قد تفوت بعض الشركات ذات النمو البطيء فرص التطوير، لذلك يكمن التحدي في تحقيق النمو مع ضمان استدامته ومواءمته مع القدرة المالية للشركة، وهو مبدأ أساسي لإدارة الشركات التي تهدف إلى الربحية على المدى الطويل.

خلصت الدراسة إلى العديد من النتائج من بينها: يعتبر نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم لبيانات بانل الساكن، وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم شركة الأوراق المالية ونسبة الرافعة المالية مع النمو المالي المستدام، بالإضافة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين القدرة على التمويل الذاتي ونسبة الدين قصير الأجل مع النمو المالي المستدام، في حين وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين السيولة وكل من العائد على حقوق الملكية ونسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الأصول مع النمو المالي المستدام.

الدراسة الخامسة (Sheng and An, 2024)[137]:

هدفت الدراسة إلى توضيح العلاقة بين المرونة المالية والأداء المستدام للشركات الصينية، مع استكشاف الأدوار المخففة لعدم اليقين البيئي والمنح الحكومية، بالتطبيق على شركات تصنيع مدرجة في بورصتي شنغهاي وشنتشن للأوراق المالية من عام 2011 إلى عام 2021، باستخدام نموذج الانحدار ففي ظل مواجهة التحديات التي فرضتها العولمة والتقدم التكنولوجي، برزت المرونة المالية كإستراتيجية محورية لتحقيق التنمية المستدامة في قطاع التصنيع الصيني، تتيح المرونة المالية للشركات إدارة التدفقات النقدية الداخلية، وتخفيف قيود التمويل الخارجي، وتعزيز قدرتها على استيعاب المخاطر. باستخدام إطار نظرية المرونة المالية والنظرية المؤسسية.

[137] Sheng Xiaojuan and An Yuxiang, **The nonlinear impact of financialflexibility on corporatesustainability:Empiricalevidencefrom the Chinesemanufacturingindustry**, Heliyon, 10, 2024, PP 1-19.

وقد تم التعبير على متغير أداء الاستدامة على أنه مركب من بعدين متميزين: الأداء المالي وأداء المسؤولية الاجتماعية والبيئية،باستخدام العائد على إجمالي الأصول كمقياس للأداء المالي،بالإضافة إلى استخدام الدرجة البيئية من قاعدة بيانات المسؤولية الاجتماعية للشركات المدرجة في (Hexun.com)لقياس أداء المسؤولية الاجتماعية والبيئية للشركات المعنية، لتوليف هذين البعدين في مقياس شامل لأداء الاستدامة للشركات، في حين تم التعبير على متغير المرونة المالية كبنية مركبة تتألف من عنصرين متميزين: مرونة النقد المالي ومرونة الالتزامات المالية، ومعامل التباين في إيرادات الأعمال كمقياس لقياس عدم اليقين البيئي الذي تواجهه مؤسسات التصنيع.

ولضمان قوة وموثوقية نتائج الدراسة تم اللجوء إلى استخدام العديد من المتغيرات الضابطة المختلفة المتعلقة بخصائص الشركة المحددة والموارد التنظيمية وهياكل الحوكمة في التحليل، تستنبط هذه المتغيرات الآثار المربكة المحتملة التي قد تشوه العلاقة بين المرونة المالية وعدم اليقين البيئي والمنح الحكومية وأداء الاستدامة للشركات،وتتمثل هاته المتغيرات فيما يلي: حجم المؤسسة، عدد الأشخاص في المؤسسة، عدد السنوات التي تم فيها إدراج الشركة (العمر)، ربحية المبيعات، شهادة الإدارة البيئية، نسبة المديرين المستقلين طبيعة الشركة (الدولة)، تُضاف متغيرات وهمية زمنية للتحكم في التأثيرات أو الأحداث السنوية التي قد تؤثر على جميع الشركات في العينة، مما يضمن ألا تكون أي تأثيرات ملحوظة ناتجة فقط عن اتجاهات زمنية، بالإضافة إلى ذلك تُضاف متغيرات وهمية خاصة بالقطاع لمراعاة الاختلافات والخصائص المتأصلة في مختلف القطاعات.

توصلت الدراسة إلى أن عدم اليقين البيئي يؤثر سلبًا على أداء الشركات في مجال التنمية المستدامة والأداء المالي، وأداء المسؤولية البيئية والاجتماعية، ويشير هذا إلى أنه في البيئات التي تشهد تقلبات سوقية عالية، وتغيرات سريعة في السياسات والتقنيات، تواجه الشركات تحديات أكبر تعيق تنميتها المستدامة على المدى الطويل، وفي ظل عدم اليقين البيئي المرتفع تواجه الشركات صعوبات أكبر في اتخاذ القرارات الإستراتيجية، مما قد يؤدي إلى انخفاض كفاءة تخصيص الموارد وانحرافات في تنفيذ الإستراتيجية، وكشفت الدراسة أيضًا عن الآثار الإيجابية المُخففة لعدم اليقين البيئي والدعم الحكومي على العلاقة بين المرونة المالية وأداء الشركات في مجال التنمية المستدامة، وتحديدًا في ظل عدم اليقين البيئي المرتفع، يصبح تأثير المرونة المالية على أداء التنمية المستدامة أكثر وضوحًا، ويشير هذا إلى أنه في بيئات السوق الديناميكية وغير المستقرة، وتُعد المرونة المالية موردًا رئيسيًا لمواجهة التحديات الخارجية والحفاظ على القدرة التنافسية.

وتعتبر هاته الدراسة بأن كلًا من الشركات المملوكة للدولة وغير المملوكة للدولة يمكنها تعزيز أدائها في مجال الاستدامة من خلال تعديل مرونتها المالية، تحقق الشركات المملوكة للدولة بمزاياها النظامية أداءً مثاليا عند مستويات مرونة مالية منخفضة نسبيا، مما يدل على قدراتها التكيفية الفطرية ومزاياها النظامية في التعامل مع تقلبات السوق والبيئة، قد يُضيف هذا الاختلاف بين الشركات المملوكة للدولة والشركات غير المملوكة للدولة فهمًا أعمق للنظرية المؤسسية، بإلقاء الضوء على كيفية تأثير الهياكل التنظيمية والملكية الجوهرية على التفاعل بين المرونة المالية والعوامل الخارجية وأداء الاستدامة، إضافة إلى ذلك يُشير التأثير التفاضلي للمرونة المالية على أداء الاستدامة للشركات المملوكة للدولة والشركات غير المملوكة للدولة إلى فهم أعمق وتوسيع نطاق النظرية المؤسسية، مُسلطًا الضوء على كيفية تأثير الهياكل التنظيمية الجوهرية على التفاعل بين المرونة المالية والمتغيرات الخارجية وأداء الاستدامة.

الدراسة السادسة (Kristianthy and Ekawati, 2024)[138]:

هدفت الدراسة إلى قياس تأثير نمو الشركة على الأداء المستدام من منظور معتدل لسوء التسعير في إندونيسيا واليابان، وذلك بالتطبيق على عينة متكونة من 42 شركة مدرجة في بورصة إندونيسيا و112 من الشركات المدرجة في البورصة اليابانية، وذلك للفترة (2019–2020) باستخدام نماذج بانل الساكن تتضمن العينة جميع القطاعات المالية وغير المالية من أجل تحليل تأثير نمو الشركة على الأداء المستدام يتم تطبيق طريقة أخذ العينات القصدية للحصول على عينة وفقًا للمعايير المطلوبة وهي الشركات النشطة المدرجة في قطاعات الصناعة المالية وغير المالية التي لديها بيانات كاملة لقياس جميع متغيرات البحث.

تنبع أهمية هاته الدراسة على اعتبار استمرار الشركات تبني التدابير البيئية والاجتماعية والحوكمة لتحقيق الشركات المسؤولة اجتماعيًا في التسارع، وتصبح اتجاهًا وسط عدم اليقين العالمي بسبب تغير المناخ جائحة Covid-19، إن التحدي المتمثل في الانتقال إلى الاقتصاد الأخضر يلغى بشكل متزايد مما يؤدي إلى الشركات من مختلف القطاعات إلى النظر في تحول عميق في الممارسات المحاسبية، حيث أصبح الانتقال من نموذج المحاسبة التقليدية التي تركز على الرأسمالية إلى المحاسبة الخضراء ذات أهمية متزايدة في الانتقال إلى الاقتصاد الأخضر، وهو بالتأكيد مليء بالتحديات والمخاطر، بالتالي يجب

[138]Kristianthy Leddy Teresa and EkawatiErni, **"The effect of companygrowth on sustainableperformance:A moderating perspective of stock mispricing in Indonesia and Japan"**, BUSINESS PERSPECTIVES, 21(2), 2024, 323-333.

أن تستمر الشركات من مختلف القطاعات الصناعية في التحول من الممارسات المحاسبية التقليدية القائمة على المحاسبة الرأسمالية للمحاسبة الخضراء، هذا التحدي المتزايد هو قوة دافعة للشركات من الجميع.

تعد مرحلة نمو الشركة هي المرحلة الأكثر أهمية للشركة لذلك من المهم لأي شركة في مرحلة النمو النظر في الاستراتيجيات طويلة الأجل وضمان الأداء المستدام من خلال دمج مخاطر وفرص الأداء المستدام في أعمال الشركة وعملياتها وإدارتها، على أمل أن يكون تأثير تنفيذ الأداء المستدام من قبل جميع الأطراف، يمكن أن تكون درجة الأداء المستدام المرتفعة إشارة إيجابية للمستثمرين أنه من الأهمية بمكان أن تلتزم شركات النمو بالأداء المستدام، ومع ذلك يتطلب كل من النمو والالتزام بالأداء المستدام استثمار رأس المال، لذلك ونظرًا لحالة القيد المالي فكلما ارتفع نمو الشركة في هذه الحالة يُفترض أن الشركة في مرحلة النمو، وكلما انخفض نمو الشركة انخفضت درجة الأداء المستدام للشركة.

خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج من بينها: أن نمو الشركة له تأثير سلبي على الأداء المستدام في إندونيسيا، وقد يرجع ذلك على اعتبار أن الشركات في إندونيسيا تميل إلى التأكيد على النمو على المدى القصير في الإيرادات وحصة السوق دون النظر في الآثار الطويلة الأجل على البيئة أو المجتمع أو حوكمة الشركات، بينما في اليابان لا يوجد تأثير لنمو الشركة على الأداء المستدام، حيث يمتلك اليابانيون وعيا كبيرا بأهمية ممارسة نمط حياة جيد للحفاظ على البيئة، لذلك يبدو أن نمو الشركة أو أي مراحل من دورة حياة العمل لن يؤثر على تنفيذ الأداء المستدام،بالإضافة إلى أن الشركات في إندونيسيا تركز بشكل أكبر على النمو الداخلي أكثر من تنفيذ التدابير البيئية والاجتماعية والحوكمة مقارنة بالشركات في اليابان، ويعد الاختلاف في النتيجة المتوصل إليها بين اندونيسيا واليابان إلى الاختلافات في العوامل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والثقافية في هذه البلدان.

كما تم التوصل إلى أن أسعار الأسهم تعزز التأثير السلبي لنمو الشركة على الأداء المستدام في إندونيسيا ولكن ليس له أي تأثير في اليابان، هذا يعزز نتيجة أنه في مرحلة النمو تركز الشركات في إندونيسيا على تحسين الأداء المالي لذلك يتم إهمال الأداء المستدام،حيث تستخدم الشركات تمويلا من أسهم الأسهم بشكل أكبر لنمو الشركة أكثر من تحسين أداء الأداء المستدام، أما في اليابان لا تعزز أسعار أسهم الشركة أو تضعف تأثير النمو على الأداء المستدام، ومع ذلك فإن التسعير في حد ذاته له تأثير إيجابي على الأداء المستدام، تشير هاته النتيجة إلى أن الشركة تشعر بالقلق إزاء الأداء المستدام عندما يكون لديها أي أموال إضافية.

الدراسة السابعة(Tanos and Other, 2024)[139]:

هدفت هذه الدراسة إلى سد فجوة بحثية مهمة من خلال فحص كيف أن ممارسات الاستدامة في الشركات(ESG) تعمل كعامل معتدل (مخفف) في العلاقة بين مشاعر المستثمرين الناتجة عن جائحة كوفيد-19 وأداء الشركة، تنبع أهميتها من تقديمها رؤى جديدة حول كيفية حماية الشركات لأنفسها من الصدمات السلبية للسوق،على عكس الدراسات السابقة التي نظرت في التأثير المباشر لـESG، تركز هذه الدراسة على كيفية تفاعل ممارسات الاستدامة مع مشاعر السوق المتقلبة خلال الأزمات، وتقدم دليلاً على أن الاستثمار في الاستدامة ليس فقط مهمًا على المدى الطويل ولكنه يوفر أيضًا فوائد مالية في فترات الاضطراب في السوق.

اعتمدت الدراسة في منهجيتها على تحليل بيانات لـ 7751 شركة غير مالية من 49 دولة، وتغطي الفترة من 2020 إلى 2021،تم قياس الأداء المالي للشركات وهو المتغير التابع باستخدام مؤشر "توبين كيو" (Tobin's Q)، أما المتغيرات المستقلة الرئيسية فهي أداء الاستدامة (ESG) الذي تم قياسه باستخدام درجات ESGمنRefinitivEikon، ومشاعر المستثمرين (SENTIMENT) الناتجة عن كوفيد-19 والتي تم الحصول عليها من قاعدة بياناتRavenPack، كما استخدمت الدراسة متغيرات بديلة للمشاعر مثل: الفزع (PANIC)، والضجيج (HYPE)، والأخبار الكاذبة (FAKE) لضمان متانة النتائج، بالإضافة إلى ذلك استخدم الباحثون مجموعة واسعة من المتغيرات الرقابية مثل: حجم الشركة، والرافعة المالية، والمخاطر النظامية، وغيرها من خصائص الشركة، إلى جانب متغيرات وهمية خاصة بالبلد والصناعة.

اعتمدت الدراسة في الإطار النظري للدراسة على فكرة أن ممارسات الاستدامة تعمل كإشارات إيجابية للمستثمرين في أوقات عدم اليقين، فالشركات التي تستثمر في أنشطةESGترسل إشارة قوية بأنها ملتزمة بالنمو طويل الأجل وقادرة على تحمل الأزمات، وهذا يساعد في بناء رأس مال اجتماعي وثقة مع أصحاب المصلحة، مما يقلل من عدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية ويزيد من ثقة المستثمرين في آفاق الشركة المستقبلية، حتى في ظل تدهور المشاعر العامة في السوق.

توصلت الدراسة إلى العديد من النتائج من ضمنها: أظهرت الدراسة أن المشاعر السلبية للمستثمرين تجاه جائحة كوفيد-19 كان لها تأثير سلبي مباشر على أداء الشركات، فمع تزايد حالة عدم اليقين والقلق في السوق، كان المستثمرون يبيعون أسهمهم مما أدى إلى تراجع قيمة الشركات، كما أن الشركات التي أنفقت المزيد من الموارد على أنشطة الاستدامة استفادت بشكل أكبر من أي تحسن في مشاعر المستثمرين التي تسببت فيها جائحة كوفيد-19، بمعنى آخر ففي الشركات التي تتمتع بأداء

[139]Tanos and Other, **The Impact of COVID-19-Induced Sentiment on FirmPerformance: The Moderating Impact of Sustainable ESG Activities**, Sustainability, 16(7053), 2024, PP 1-25.

استدامة جيد كان التأثير السلبي للمشاعر على الأداء المالي أقل حدة مقارنةً بالشركات ذات الأداء الضعيف، في حين أن الأبعاد الاجتماعية والبيئية لـ ESG هي القوى الدافعة وراء هذا التأثير المخفف، فالشركات التي تعتني بموظفيها وتطبق ممارسات بيئية مسؤولة، كانت أكثر قدرة على بناء الثقة والولاء مع أصحاب المصلحة مما جعلها أكثر جاذبية للمستثمرين في أوقات الأزمات، بينما لم يكن لبعد الحوكمة تأثير كبير في هذه العلاقة،وهذا يشير إلى أن المستثمرين في أوقات الأزمات المحددة يركزون بشكل أكبر على الجوانب الملموسة للاستدامة (مثل: الرعاية الاجتماعية والبيئية) التي تؤثر بشكل مباشر على المجتمع والعمليات، وليس على هياكل الحوكمة الداخلية.

بناءًا على هذه النتائج قدمت الدراسة توصيات محددة وموجهة لمختلف الأطراف، للمديرين والشركات: توصي الدراسة بأن لا تنظر الشركات إلى الاستدامة كمسؤولية أخلاقية فقط، بل كجزء أساسي من إستراتيجية بناء المرونة المؤسسية، يجب على الشركات أن تستثمر بشكل استراتيجي في الأبعاد الاجتماعية والبيئية حيث أثبتت هذه الأبعاد قدرتها على حماية الشركة من التقلبات السلبية في السوق خلال الأزمات، هذا النوع من الاستثمار يمكن أن يرسل إشارة إيجابية للمستثمرين ويشجع على الثقة في الشركة، للمستثمرين: توصي الدراسة بأن يدمج المستثمرون عوامل ESG في عملية صنع القرار الخاصة بهم، وأن يدركوا أن هذه الممارسات لا تقدم فقط عوائد مالية طويلة الأجل، ولكنها أيضًا توفر نوعًا من الحماية ضد الأزمات وتحديدًا يجب أن يولوا اهتمامًا أكبر لدرجات الأداء الاجتماعي والبيئي للشركات التي ينوون الاستثمار فيها، لصناع القرار والجهات التنظيمية: تؤكد الدراسة على ضرورة أن تشجع الجهات التنظيمية الشركات على تبني ممارسات استدامة قوية، لأن ذلك لا يخدم مصالح الشركة فحسب، بل يساهم أيضًا في استقرار النظام المالي بشكل عام، فوجود شركات أكثر مرونة في أوقات الأزمات يساعد على تخفيف الصدمات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد الكلي.

الدراسة الثامنة (Rahi and Other, 2025)[140]:

هدفت هذه الدراسة إلى تقديم تحليل عميق لدور ممارسات الاستدامة (ESG) في حماية الأداء المالي للشركات الأوروبية خلال نوعين مختلفين من الأزمات: الأزمة الطبيعية ممثلة بجائحة كوفيد-19، والأزمة التي يسببها الإنسان ممثلة بالحرب الروسية الأوكرانية، اعتمدت الدراسة في منهجيتها على تحليل بيانات 471 شركة أوروبية مدرجة في البورصة خلال الفترة من 2018 إلى 2023، وقد تم قياس المتغير المستقل وهو أداء الاستدامة من خلال مؤشر ESG، بينما تم قياس المتغير التابع وهو الأداء المالي باستخدام مؤشر "توبين كيو" (Tobin's Q)، كما تم استخدام مجموعة من المتغيرات الرقابية مثل:

[140]Rahi and Other, **Assessingthebusinessimpactsofthe COVID-19pandemicandtheRussia–Ukrainewar:theroleofcorporatesustainabilityandfinancialperformance**, Journal of Global Responsibility,20(10),2025, PP

المخاطر النظامية والرافعة المالية وحجم الشركة،ولضمان دقة النتائج ولتحليل البيانات استخدم الباحثون أساليب إحصائية متقدمة المربعات الصغرى العادية المجمعة وطريقة العزم المعمم على مرحلتين واختبارات كروسكال–واليس ومان–ويتني غير البارامترية لفحص تأثير الأزمات وما إذا كانت ممارسات استدامة الشركات تعمل كدرع لضمان الأداء المالي، مما عزز من موثوقية النتائج ومصداقية الاستنتاجات.

وتكمن أهمية الدراسة في أنها تقارن بشكل فريد بين تأثير هذه الأزمات على أداء الشركات، مما يملأ فجوة في الأدبيات البحثية ويقدم رؤى جديدة حول كيفية استجابة الشركات للمخاطر المتنوعة، مع إثراء الإطار النظري المعتمد على نظرية الموارد المبنية(RBV)، والتي تفترض أن الموارد الداخلية الفريدة مثل: ممارسات الاستدامة يمكن أن تمنح الشركات ميزة تنافسية مستدامة، ومع ذلك فإن نتائج الدراسة تحدت هذه النظرية بشكل جزئي، حيث أظهرت أن القيمة الوقائية للاستدامة ليست ثابتة بل تتغير تبعا لطبيعة الأزمة، وهذا يشير إلى قصور في النظرية الأصلية في تفسير تأثير الأزمات المختلفة، ويدعو إلى تطوير إطار نظري أكثر شمولية يمكنه التمييز بين الأزمات الطبيعية وتلك التي يسببها الإنسان .

توصلت الدراسة إلى العديد من النتائج من ضمنها: أظهرت نتائج الدراسة أن ممارسات الاستدامة كانت فعالة كدرع حماية للأداء المالي للشركات خلال أزمة كوفيد–19، حيث ساهمت في تخفيف التراجع المالي، وعلى النقيض من ذلك فإن هذا التأثير الإيجابي لم يظهر بوضوح خلال الحرب الروسية الأوكرانية مما يدل على أن المستثمرين قد يقللون من قيمة ممارسات الاستدامة في أوقات الأزمات الجيوسياسية وبناءً على ذلك توصي الدراسة عدة توصيات مهمة:بالنسبة لصناع القرار يجب عليهم فهم أن أنواع الأزمات المختلفة تتطلب استجابات سياسية مختلفة، وقد يكون غياب الدعم الحكومي خلال الأزمات الجيوسياسية له تأثير سلبي كبير على الأداء المالي للشركات، وبالنسبة للمستثمرين يجب عليهم عدم الاكتفاء بالنظر إلى ممارسات الاستدامة وحدها عند تقييم قيمة الشركة، خاصة بعد تجربة جائحة كوفيد–19، بل يجب أن يأخذوا في الاعتبار عوامل أخرى أيضًا، وللمديرين والشركات يجب على الشركات أن تدرك أن قيمة ممارسات الاستدامة ليست ثابتة، بل يمكن أن تتأثر بظروف الأزمة، وعليه فإن بناء استراتيجيات مقاومة للأزمات يتطلب مقاربة شاملة تتجاوز مجرد ممارسات الاستدامة التقليدية.

المطلب الثاني: مقارنة الدراسات السابقة الأجنبية مع الدراسة الحالية

بالرغم من أن مختلف الدراسات السابقة الأجنبية قد تتوافق مع الدراسة الحالية في كونها تتناول جزئية من ذات الموضوع، إلا أن هناك العديد من أوجه المقارنة فيما بينها، بالتالي يستعرض الجدول التالي اختصار للدراسات السابقة الأجنبية، من أجل تحديد نقاط التشابه والاختلاف بينها وبين الدراسة الحالية.

والتي إعتمدت على نفس الأدوات و الأساليب الإحصائية والقياسية والنماذج الرياضية المستخدمة في دراستنا الحالية مع الإشارة إلى فترة الجائحة وإنعكاستها على النمو المستدام للشركات التي تقوم إدارتها على القيمة المالية.

والجدول الآتي يوضح ذلك:

الجدول رقم (05): أوجه المقارنة بين الدراسات السابقة الأجنبية والدراسة الحالية

	عنوان الدراسة	هدف الدراسة	عينة الدراسة	الأدوات المستخدمة في الدراسة	فترة الدراسة	نتائج الدراسة
الدراسة الأولى	Financial Sustainability and Firm Performance Impact on Stock Prices: An Evidence from an EmergingEconomy	محاولة معرفة تأثير الاستدامة المالية وأداء الشركات على أسعار الأسهم في دولة باكستان	379 شركةمن قطاع التصنيع في باكستان	الارتباط وتحليل الانحدار	(2010-2019)	-الأداء طويل الأجل وقصير الأجل له تأثير إيجابي كبير ومعنوي على أسعار أسهم الشركة. - أن عمليات الشركة سواءا كانت قصيرة الأجل أو طويلة الأجل تلعب دورا مهما،بالتالي فإن الشركات التي تضع استراتيجيات مع مراعاة المستقبل

						أيضًا لا تضيع وقتها ومالها حيث يدفعها ذلك في شكل أسعار أسهم مرتفعة. – الاستراتيجيات التي يتم تطويرها مع مراعاة الاستدامة المالية المستقبلية ستفيد الشركة، حيث تستنتج هذه الدراسة أن الأداء الأفضل للشركة يعني عوائد أفضل للمستثمر.
الدراسة الثانية	COVID-19 impact, sustainability performance and firmvalue: international evidenc	محاولة معرفة تأثير جائحة كوفيد-19 على التغيرات في قيمة الشركة مع التركيز على الدور المحوري لأداء الاستدامة في التخفيف من هذه التأثيرات	4278 شركة في 47 دولة	طريقة المربعات الصغرى (OLS)	(2019-2020)	-الشركات التي تتخذ من البلدان الأكثر تضررا بكوفيد-19 مقرا لها قد شهدت انخفاضًا أكبر في قيمة الشركة. – التأثير السلبي لكوفيد-19 على قيمة الشركة كان أقل وضوحًا بالنسبة للشركات ذات الأداء الأفضل في مجال الاستدامة. – الشركات التي تتخذ من البلدان ذات المستويات الأعلى من الثقافة الموجهة نحو القيمة البيئية وقيمة

		السلبيةعلى مستوى الشركة في هذه العلاقة				أصحاب المصلحة مقراً لها، شهدت انخفاضًا أقل في قيمة الشركة جراء تأثير كوفيد-19. - الشركات التي تتمتع بأداء استدامة أفضل كانت أكثر قدرة على الحفاظ على قيمتها خلال الأزمة، مما يؤكد أن الاستثمار في الجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمية ليس مجرد مسؤولية أخلاقية،
الدراسة الثالثة	The Contribution of Sustainable Practices to Financial Performance and Firm Value in Companies in DevelopingCountries: The Case of India	محاولة تبيان مساهمة ممارسات الاستدامة في الأداء المالي وقيمة الشركات في الدول النامية	89 شركة مدرجة في البورصة الهندية	نماذج بانل الساكن	(2015-2020)	- وجود علاقة إيجابية بين مقياس توبين للجودة ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ومجموع درجات معايير الحوكمة البيئية والاجتماعيةوحوكمة الشركات، ودرجات كل ركيزة اجتماعية كل على حدى. - الاستثمار في الأنشطة الاجتماعية وتحسين درجات معايير الحوكمة البيئية والاجتماعية

						وحوكمة الشركات بشكل عام يُمكن أن يُحسّن الكفاءة المالية ويزيد القيمة السوقية للشركات، – الدرجات البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات لها علاقة سلبية ضعيفة مع متغير مقياس توبين للجودة ونسبة القيمة السوقية إلى الدفترية، مما يدل على أن الاستثمار في هذه الأنشطة قد يؤدي إلى انخفاض مستوى الكفاءة المالية وانخفاض القيمة السوقية.
الدراسة الرابعة	IMPACT OF FINANCIAL CAPABILITY ON THE SUSTAINABLE GROWTH OF SECURITIES COMPANIES: A CASE STUDY	محاولة توضيح أثر القدرة المالية على النمو المستدام لشركات الأوراق المالية في دولة فيتنام	78 شركة مدرجة في سوق الأوراق المالية لدولة فيتنام	نماذج بانل الساكن	(2013–2022)	– يعتبر نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم لبيانات بانل الساكن. – وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم شركة الأوراق المالية ونسبة الرافعة المالية مع النمو المالي المستدام.

						– وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين القدرة على التمويل الذاتي ونسبة الدين قصير الأجل مع النمو المالي المستدام – وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين السيولة وكل من العائد على حقوق الملكية ونسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الأصول مع النمو المالي المستدام.
الدراسة الخامسة	**The nonlinear impact of financialflexibility on corporatesustainability:Empiricalevidencefrom the Chinesemanufacturingindustry**	توضيح العلاقة بين المرونة المالية والأداء المستدام للشركات الصينية، مع استكشاف الأدوار المخففة لعدم اليقين	عينة من شركات تصنيع مدرجة في بورصتي شنغهاي وشنتشن للأوراق المالية	نموذج الانحدار	(2011–2021)	– عدم اليقين البيئي يؤثر سلبًا على أداء الشركات في مجال التنمية المستدامةوالأداء المالي، وأداء المسؤولية البيئية والاجتماعية، ويشير هذا إلى أنه في البيئات التي تشهد تقلبات سوقية عالية، وتغيرات سريعة في السياسات والتقنيات، تواجه الشركات تحديات أكبر تعيق تنميتها

		البيئـــــي والمـــــنح الحكومية				المستدامة على المدى الطويل، وفي ظل عدم اليقين البيئي المرتفع تواجه الشركات صعوبات أكبر في اتخاذ القرارات الإستراتيجية، مما قد يؤدي إلى انخفاض كفاءة تخصيص الموارد وانحرافات في تنفيذ الإستراتيجية. – هناك آثار إيجابية مُخففة لعدم اليقين البيئ والدعم الحكومي على العلاقة بين المرونة المالية وأداء الشركات في مجال التنمية المستدامة، وتحديدًا في ظل عدم اليقين البيئي المرتفع، يصبح تأثير المرونة المالية على أداء التنمية المستدامة أكثر وضوحًا. –في ظل بيئات السوق الديناميكية وغير المستقرة، تُعد المرونة المالية موردًا رئيسيًا لمواجهة التحديات

						الخارجية والحفاظ على القدرة التنافسية.
الدراسة السادسة	The effect of companygrowth on sustainableperformance: A moderating perspective of stock mispricing in Indonesia and Japan	قياس تأثير نمو الشركة على الأداء المستدام من منظور معتدل لسوء التسعير في إندونيسيا واليابان	عينة متكونة من 42 شركة مدرجة في بورصة إندونيسيا و112 من الشركات المدرجة في البورصة اليابانية	نماذج بانل الساكن	(2019-2020)	– أن نمو الشركة له تأثير سلبي على الأداء المستدام في إندونيسيا، وقد يرجع ذلك على اعتبار أن الشركات في إندونيسيا تميل إلى التأكيد على النمو على المدى القصير في الإيرادات وحصة السوق دون النظر في الآثار الطويلة الأجل على البيئة أو المجتمع أو حوكمة الشركات. – في اليابان لا يوجد تأثير لنمو الشركة على الأداءالمستدام، حيث يمتلك اليابانيون وعيا كبيرا بأهمية ممارسة نمط حياة جيد للحفاظ على البيئة، لذلك يبدو أن نمو الشركة أو أي مراحل من دورة حياة العمل لن يؤثر على تنفيذ الأداء المستدام.

						– الشركات في إندونيسيا تركز بشكل أكبر على النمو الداخلي أكثر من تنفيذ التدابير البيئية والاجتماعية والحوكمة مقارنة بالشركات في اليابان، ويعد الاختلاف في النتيجة المتوصل اليها بين اندونيسيا واليابان إلى الاختلافات في العوامل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والثقافية في هذه البلدان.

الدراسة السابعة	The Impact of COVID-19-Induced Sentiment on FirmPerformance: The Moderating Impact of Sustainable ESG Activities	فحص كيف أن ممارسات الاستدامة في الشركات (ESG) تعمل كعامل معتدل (مخفف) في العلاقة بين مشاعر المستثمرين الناتجة عن جائحة كوفيد-19 وأداء الشركة	7751 شركة غير مالية من 49 دولة	نماذج بانل الساكن	(2020-2021)	- المشاعر السلبية للمستثمرين تجاه جائحة كوفيد-19 كان لها تأثير سلبي مباشر على أداء الشركات، فمع تزايد حالة عدم اليقين والقلق في السوق، كان المستثمرون يبيعون أسهمهم مما أدى إلى تراجع قيمة الشركات. - الشركات التي أنفقت المزيد من الموارد على أنشطة الاستدامة استفادت بشكل أكبر من أي تحسن في مشاعر المستثمرين التي تسببت فيها جائحة كوفيد-19، بمعنى آخر ففي الشركات التي تتمتع بأداء استدامة جيد كان التأثير السلبي للمشاعر على الأداء المالي أقل حدة مقارنةً بالشركات ذات الأداء الضعيف. -الأبعاد الاجتماعية والبيئية لـ ESG هي القوى

						الدافعة وراء هذا التأثير المخفف، فالشركات التي تعتني بموظفيها وتطبق ممارسات بيئية مسؤولة، كانت أكثر قدرة على بناء الثقة والولاء مع أصحاب المصلحة مما جعلها أكثر جاذبية للمستثمرين في أوقات الأزمات، بينما لم يكن لبعد الحوكمة تأثير كبير في هذه العلاقة، وهذا يشير إلى أن المستثمرين في أوقات الأزمات المحددة يركزون بشكل أكبر على الجوانب الملموسة للاستدامة (مثل: الرعاية الاجتماعية والبيئية) التي تؤثر بشكل مباشر على المجتمع والعمليات، وليس على هياكل الحوكمة الداخلية.

الدراسة الثامنة	Assessingthebusinessimpactsofthe COVID-19pandemicandtheRussia– Ukrainewar: theroleofcorporatesustainabilityand financialperformance	تقديم تحليل عميق لدور ممارسات الاستدامة (ESG) في حماية الأداء المالي للشركات الأوروبية خلال نوعين مختلفين من الأزمات: الأزمة الطبيعية ممثلة بجائحة كوفيد-19، والأزمة التي يسببها الإنسان ممثلة بالحرب الروسية	471 شركة أوروبية مدرجة في البورصة	نماذج بانل الساكن	(2018-2023)	- ممارسات الاستدامة كانت فعالة كدرع حماية للأداء المالي للشركات خلال أزمة كوفيد-19، حيث ساهمت في تخفيف التراجع المالي. - على النقيض من ذلك فإن هذا التأثير الإيجابي لم يظهر بوضوح خلال الحرب الروسية الأوكرانية،مما يدل على أن المستثمرين قد يقللون من قيمة ممارسات الاستدامة في أوقات الأزمات الجيوسياسية.

		الأوكرانية				

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعلومات السابقة.

من الجدول أعلاه يتضح مما لا يدع مجالا للشك أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسات السابقة الأجنبية والدراسة الحالية، فالدراسة الحالية وإن اتفقت على كونها تتناول إحدى جزئيات موضوع الدراسات السابقة الأجنبية، إلا وأنها لزاما ستختلف معها من حيث: هدف الدراسة؛ العينة المستخدمة في الدراسة الأدوات المستخدمة في الدراسة؛ فترة الدراسة؛ بالإضافة إلى تلك النتائج المتوصل إليها في الدراسة، وبالتالي فالدراسة الحالية هي إضافة جديدة نوعية تضاف لرصيد تلك الدراسات السابقة الأجنبية.

خلاصة:

يتضح من عرض الدراسات السابقة وجود أوجه تشابه واختلاف بين الدراسة الحالية وكلٍّ من الدراسات الأجنبية والعربية؛ إذ تتقاطع معها في الإطار العام للموضوع، لكنها تختلف من حيث أهداف الدراسة، والعينة، والأدوات المنهجية، وفترة البحث، والنتائج المتوصل إليها. كما تنفرد الدراسة الحالية بتركيزها على النمو المستدام القائم على القيمة المالية للشركات المدرجة في البورصة في ظل جائحة كوفيد-19، وهو ما يمنحها بعدًا تطبيقيًا حديثًا، ويجعلها إضافة نوعية تسهم في إثراء الأدبيات السابقة، خاصة في سياق الآثار المالية للجائحة وإدارة القيمة المالية لتحقيق الاستدامة.

الفصل الثالث

الدراسة التطبيقية

المبحث الأول: الدراسة التطبيقية لواقع مؤسسة صيدال في بورصة الجزائر في ظل الإدارة المالية.

المبحث الثاني: الإطار القياسي المتبع في التحليل

المبحث الثالث: تقديم عينة ومتغيرات الدراسة

المبحث الرابع: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها

تمهيد:

البورصة هي إحدى الركائز المحورية التي تعتمد عليها الدول من أجل خلق القيمة الاقتصادية حيث تلعب دورا فاعلا في تمكين المؤسسات من الحصول على التمويل اللازم وجذب المستثمرين، الأمر الذي يساهم في رفع كفاءتها وتحفيز نموها المستدام، وفي هذا الإطار يبرز مجمع صيدال كنموذج مناسب لدراسة هذا الدور وذلك بإعتباره أكبر وأهم مؤسسة دوائية مدرجة في البورصة الجزائرية، بالنظر إلى ما يمتلكه من ثقل صناعي وإستراتيجي في تلبية إحتياجات السوق المحلية وتطوير صناعة الأدوية، وتزداد أهمية هذه الدراسة بالنظر إلى كيفية تبني المجمع لمبادئ الإدارة المالية القائمة على القيمة خاصة خلال جائحة كورونا، حيث واجه تحديات غير مسبوقة تطلبت موازنة دقيقة بين تحقيق العوائد المالية والمحافظة على إستدامة أنشطته الإنتاجية والخدمية وهو ما يتيح فهما معمقاً للعلاقة بين البورصة وخلق القيمة، بالإضافة إلى دور إستراتيجيات الإدارة المالية الحديثة في مواجهة الأزمات.

وعليه سنحاول من خلال هذا الفصل الوقوف على دور الإدارة المالية القائمة على القيمة في تحقيق النمو المستدام لمجمع صيدال، وذلك من خلال التطرق إلى ما يلي:

لتحليل وقياس أثر القيمة المالية على النمو المالي المستدام في مجمع صيدال المدرج ضمن سوق المال الجزائري، وذلك بالاعتماد على بيانات ربع سنوية تمتد من (الربع الأول لسنة 2014) إلى غاية (الربع الرابع لسنة 2023)، باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، بالإضافة إلى محاولة تحليل العلاقة الديناميكية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع بالاستعانة بالتكامل المشترك لجوهانسون والتحليل الهيكلي من خلال دوال الاستجابة وتحليل التباين، ويشمل هذا الفصل بالأساس على مجموعة من المباحث تضمن المبحث الأول: الدراسة التطبيقية لواقع مؤسسة صيدال في بورصة الجزائر في ظل الإدارة المالية. وقد خصص المبحث الثاني: الإطار القياسي المتبع في التحليل، أما المبحث الثالث: تقديم عينة ومتغيرات الدراسة، وأخيراً المبحث الرابع: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها.

المبحث الأول: الدراسة التطبيقية لواقع مؤسسة صيدال في بورصة الجزائر في ظل الإدارة المالية.

المطلب الأول: واقع البورصة الجزائرية والمؤسسات المدرجة فيها:

سنحاول من خلال هذا المبحث إعطاء صورة شاملة عن الظروف التي نشأة فيها بورصة الجزائر والآليات والنظم المعتمدة في تسييرها، إلى جانب محاولة فهم الكيفية التي يتم من خلالها إدراج المؤسسات بها والمزايا التي تصاحب ذلك.

الفرع الأول: نشأة بورصة الجزائر:

وفقا للعديد من الأدبيات حول الموضوع فإن التفكير في إنشاء بورصة الجزائر قد جاء ضمن مسار الإصلاحات الإقتصادية الجذرية التي قامت بها الجزائر في سبيل دفع عجلة التنمية الإقتصادية والإجتماعية، وذلك صمن مسعاها في التحول من إقتصاد مغلق تتحكم الدولة في كل آلياته إلى إقتصاد السوق، وقد قامت في إطار ذلك بإعادة هيكلة المؤسسات والتطهير المالي للمؤسسات العاجزة، بالإضافة إلى إعادة تصحيح مسار القطاع العام وإدخال القطاع الخاص فيما يعرف بسياسة "الخوصصة"، وقد كانت هذه الإصلاحات تهدف إلى توفير المناخ المناسب لإرساء قواعد سوق مالية فاعلة في تمويل الإقتصاد الوطني.

وقد إنطلقت أولى الخطوات الفعلية في إنشاء البورصة بموجب قانون 1988 الذي منح الإستقلالية للمؤسسات العمومية وصناديق المساهمة، لتتبعه نصوص قانونية أخرى دعمت فكرة إنشاء سوق للأوراق المالية، وفي 9 ديسمبر 1990 تم تأسيس كيان شبيه بالبورصة تحت اسم شركة القيم المنقولة (SVM) برأسمال 320,000 دج، وذلك تطبيقا للمادة 01 من القانون رقم 03-88 وذلك بسبب غياب إطار تشريعي متكامل آنذاك، حيث فضل المشرع استخدام تسمية "شركة القيم المنقولة" بدل "بورصة القيم المنقولة"[141]. غير أنه وبعد فترة قصيرة من الزمن وبالضبط في فيفري 1992 تم تغيير التسمية رسميا إلى بورصة القيم المنقولة، ثم جاء تعديل القانون التجاري بتاريخ 25 أفريل 1993 بموجب المرسوم التشريعي رقم 08-93 ليضع الأساس القانوني لإنشاء

[141] القانون رقم 88-03 المؤرخ في 12 جانفي 1988، المتعلق بصناديق المساهمة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 2، الصادر في 13 جانفي 1988، ص. 13.

بورصة حقيقية[142]، تلاه صدور المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 ماي 1993 الذي نص على تأسيس بورصة القيم المنقولة كإطار لتنظيم وسير العمليات المتعلقة بالقيم التي تصدرها الدولة أو الشركات ذات الأسهم[143].

ويمكن تقسيم مراحل نشأة بورصة الجزائر إلى ما يلي:

أولا: المرحلة التقريرية (1990-1993):

هذه المرحلة كانت بمثابة اللبنة الأولى في مسار تأسيس بورصة الجزائر حيث جاءت في سياق إنتقال الجزائر من نظام الإقتصاد الموجه إلى إقتصاد السوق عقب أزمة إقتصادية خانقة في أواخر الثمانينيات، تميزت بتراجع عائدات النفط وتفاقم المديونية وتدهور أداء المؤسسات العمومية، فهذا الوضع دفع السلطات الجزائرية إلى تبني حزمة من الإصلاحات الإقتصادية الهيكلية، والتي كان من أبرز أهدافها هو إيجاد سبل من أجل تنويع مصادر التمويل والدخل، إلى جانب تحرير المبادلات المالية وإنشاء سوق للأوراق المالية.

وإنطلقت المرحلة التقريرية بصدور نصوص قانونية تمهيدية شكلت الإطار الأولي لتطوير السوق المالية أهمها:

1. المرسوم 90-101 المؤرخ في 27 مارس 1990[144]:

ينص هذا المرسوم على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية حصريا وقد تم إعتبار هذا الإجراء خطوة مبدئية نحو خلق سوق لتداول الأدوات المالية الحكومية، إلا أنه ظل محدودا من حيث نطاق التداول وعدد المتعاملين حيث لم يشمل القطاع الخاص بعد، فقد كان الهدف من هذا المرسوم تحريك السيولة بين الهيئات العمومية وتشجيع التعامل بالقيم المالية كآلية للتمويل مما يمهد لثقافة إستثمارية لاحقة.

[142] المرسوم التشريعي رقم 08-93 المؤرخ في 25 أبريل 1993، معدل ومتمم الأمر 75-59 المتضمن القانون التجاري، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، عدد 27، 27الصادر في أبريل 1993.

[143] المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة. الجريدة الرسمية، العدد 34، الصادر في 23 ماي 1993.

[144] المرسوم التنفيذي رقم 90-101 المؤرخ في 27 مارس 1990، المتعلق بتحويل وتثبيت ديون الخزينة إلى قيم منقولة قابلة للتداول، الجريدة الرسمية، العدد 14، 4 أبريل 1990، ص. 406.

2. المرسوم التنفيذي رقم 90-102 المؤرخ في 27 مارس 1990[145]:

حدد هذا المرسوم أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تصدرها المؤسسات العمومية وبموجبه بدأ المشرّع في تنظيم إصدار الأدوات المالية الخاصة بهذه المؤسسات، مما شكل خطوة أساسية نحو تهيئة البيئة القانونية لعمليات الإكتتاب العام في المستقبل، وقد ساهم هذا الإطار القانوني في وضع اللبنات الأولى لفكرة التداول المنظم للأسهم رغم عدم وجود سوق فعلية للتداول آنذاك.

3. تأسيس شركة القيم المنقولة (SVM) ديسمبر 1990:

تأسست شركة القيم المنقولة (SVM) في 9 ديسمبر 1990 برأسمال قدره 320,000 دج بفضل مساهمة ثمانية صناديق مساهمة وكان مجلس إدارتها يضم ثمانية أعضاء يمثل كل منهم أحد هذه الصناديق، وقد نص نظامها الداخلي على وضع تنظيم يتيح إنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الظروف الممكنة، غير أنها سُمّيت "شركة القيم المنقولة" بدل "بورصة القيم" نتيجة الفراغ التشريعي آنذاك، حيث لم يكن هناك إطار قانوني متكامل ينظم البورصة بالمعنى الدولي، وقد مثل دورها في تلك المرحلة إطارا تجريبيا لجمع المعطيات والخبرات الضرورية تمهيدا لإطلاق بورصة فعلية في المستقبل.

4. إصدار ثلاث مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 ماي 1991 جاء لتفصيل الجوانب الإجرائية والتنظيمية المرتبطة بالنشاطات المالية، حيث مثّلت هذه الخطوة ترجمة عملية للإرادة السياسية في إنشاء إطار قانوني وتنظيمي متماسك، رغم أنه كان لا يزال في مراحله الأولى.

وبالتالي يمكن القول بأن هذه المرحلة التقريرية لم تكن تشهد تأسيس سوق مالية فعلية بعد ولكنها وضعت الأسس النظرية والتنظيمية التي ستبنى عليها المراحل اللاحقة، فقد كان التركيز فيها على سن القوانين ووضع الأطر التنظيمية إلى جانب إنشاء الهياكل الأولية التي ستتحول في وقت لاحق إلى مؤسسات البورصة الرسمية، كما أن إقتصار التداول على المؤسسات العمومية في هذه الفترة يعكس الحذر الذي اتسمت به الإصلاحات، حيث فضل المشرع الإنتقال التدريجي نحو سوق مالية مفتوحة.

[145] المرسوم التنفيذي رقم 90-102 المؤرَّخ في 27 مارس 1990، المتعلق بتحديد أشكال شهادات الأسهم التي تصدرها المؤسسات العمومية الاقتصادية لفائدة مؤسسات عمومية أخرى، الجريدة الرسمية، العدد 14، 4 أبريل 1990، ص. 407.

ثانيا: المرحلة الإبتدائية (1993-1996):

تعتبر هذه المرحلة نقطة تحول حاسمة في مسار تأسيس سوق الأوراق المالية بالجزائر حيث إنتقل المشروع من الإطار القانوني التمهيدي الذي ميز المرحلة التقريرية إلى وضع اللبنات المؤسسية والتنظيمية الفعلية، وقد تزامن ذلك مع إستمرار تنفيذ برنامج الإصلاحات الإقتصادية الهادف إلى التحول نحو إقتصاد السوق، في ظل توجه الدولة إلى إبتكار آليات تمويل بديلة تقلل من الإعتماد المفرط على القروض البنكية التقليدية وتفتح المجال أمام تعبئة الإدخار الوطني نحو الإستثمار المنتج.

ومع بداية هذه المرحلة برزت إشكاليات تتعلق بضعف الدور العملي لشركة القيم المنقولة SVM وضآلة رأسمالها الإجتماعي، الأمر الذي إنعكس سلبا على قدرتها على إدارة سوق مالية وطنية، ولتجاوز هذه العراقيل قامت السلطات بإتخاذ قرارات إصلاحية جوهرية تمثلت في رفع رأسمال الشركة من 320,000 دج إلى 9,320,000 دج، وتم تغيير التسمية من "شركة القيم المنقولة" إلى "بورصة الأوراق المالية" BVM في خطوة ذات دلالة قانونية ورمزية منحت الكيان الصفة الرسمية للبورصة معلنة بذلك الإنتقال من تجربة تجريبية محدودة إلى مؤسسة قائمة بذاتها، ثم صدر المرسوم التشريعي رقم 10-93 بتاريخ 23 ماي 1993 الذي شكل حجر الأساس للإطار القانوني المنظم للبورصة[146]، حيث نص على تأسيس بورصة القيم المنقولة كهيئة منظمة لإصدار وتداول الأوراق المالية الصادرة عن الدولة أو الشركات المساهمة، وحدد ولأول مرة الهيئات العاملة بها، وهي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) كهيئة رقابية لضمان الشفافية وحماية المستثمرين، وشركة تسيير بورصة القيم (SGBV) كهيئة تشغيلية مسؤولة عن إدارة المعاملات وتنظيم جلسات التداول، وسيتم التفصيل في ذلك في مطلب لاحق.

كما جاء المرسوم التشريعي رقم 94-175 بتاريخ 13 جوان 1994 ليدعم الإطار القانوني السابق، بهدف تنظيم السوق المالية كوسيلة لجمع رؤوس الأموال وتوجيهها نحو المشاريع الإستثمارية، وتوسيع نطاق التداول ليشمل أسهم المؤسسات العمومية والخاصة إلى جانب القيم

[146] المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة. الجريدة الرسمية، العدد 34، الصادر في 23 ماي 1993.

الحكومية، مما أسس لربط أوثق بين السوق المالية والإقتصاد الحقيقي من خلال تمويل الإستثمار الإنتاجي[147].

وقد انصبت الجهود خلال هذه المرحلة على تهيئة البنية المادية والتنظيمية لإنطلاق البورصة من خلال إعداد القوانين الداخلية للهيئات العاملة ووضع أنظمة التداول والتسوية، وتحديد شروط إعتماد الوسطاء الماليين والقواعد المنظمة لنشاطهم، ويمكن وصف هذه الفترة بأنها مرحلة البناء المؤسسي التي سمحت بالإنتقال من نصوص تشريعية عامة إلى هياكل تنظيمية وتشغيلية قائمة، معالجة بذلك أوجه القصور التي ميزت المرحلة التقريرية، خاصة على مستوى الفراغ المؤسسي وضعف رأس المال، كما أرست أسس التعاون بين الأجهزة الرقابية والتنفيذية وهو ما مهد لمرحلة الإنطلاقة الفعلية لسوق الأوراق المالية الجزائرية في عام 1996.

ثالثا: مرحلة الإنطلاقة الفعلية (1996 – إلى اليوم):

تمثل مرحلة الإنطلاقة الفعلية التي بدأت سنة 1996 نقطة تحول جوهرية في مسار تطور بورصة الجزائر حيث إنتقلت السوق من الإطار التحضيري والتنظيمي إلى التشغيل الفعلي بعد إستكمال الشروط القانونية والمؤسسية التي أرستها المرحلتان السابقتان، في ظل إستمرار الإصلاحات الإقتصادية الهادفة إلى تعزيز آليات إقتصاد السوق وجذب الإستثمار. فقد إكتمل الإطار التشريعي بإصدار القوانين والمراسيم التي حددت صلاحيات الهيئات الرقابية والتنفيذية وقواعد التداول والتسوية ومعايير الإفصاح وشروط إعتماد الوسطاء، وتم تخصيص مقر مادي داخل غرفة التجارة، وتفعيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) وشركة تسيير بورصة القيم (SGBV) لممارسة مهام الرقابة والتنظيم وإدارة التداولات، إلى جانب إعتماد مجموعة من الوسطاء الماليين سنة 1997 بمعايير مهنية ومالية صارمة لضمان كفاءة التعاملات.

وقد توجت هذه الجهود بالإفتتاح الرسمي للسوق في 17 ديسمبر 1997 وهو حدث إقتصادي بارز جسد الإنتقال من البناء المؤسسي إلى النشاط الفعلي للتداول، رغم الإنطلاقة المحدودة من حيث عدد المؤسسات المدرجة وحجم التداول، ومع إستمرار تحديات ضعف السيولة

[147] المرسومان التنفيذيان رقم 94-175 و94-176 بتاريخ 13 جوان 1994، المتعلقان بتنظيم سوق القيم المنقولة. الجريدة الرسمية، العدد 41، 26 جوان 1994.

وقلة الإقبال، إلا أن هذه الخطوة كانت ضرورية لتثبيت أسس السوق وفتح المجال أمام التطوير المستقبلي.

الفرع الثاني: نظام تسيير بورصة الجزائر:

تعمل بورصة الجزائر ضمن إطار تنظيمي يضمن الشفافية وحماية المستثمرين من خلال ثلاث هيئات رئيسية: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) للإشراف والرقابة، شركة إدارة وتسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV) لتشغيل السوق، والمؤتمن المركزي على السندات الذي تم إنشاؤه بعد تعديل المرسوم التشريعي 93/10 بالقانون 03/04 لحفظ وإدارة السندات وضمان سلامة عمليات نقل ملكيتها.

1. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB:

تم إنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93/10 المؤرخ في 23 ماي 1993، والمتعلق ببورصة القيم المنقولة والمعدل والمتمم لاحقا، وتعد هذه اللجنة سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والإستقلال المالي وتشكل إحدى الركائز الأساسية للبنية التنظيمية للسوق المالية الجزائرية[148].

تتكون اللجنة من رئيس وستة (06) أعضاء، حيث يتم تعيين الرئيس بمرسوم رئاسي لمدة أربع (04) سنوات، في حين يعين الأعضاء الستة بقرار من وزير المالية بناء على إقتراح من السلطات والوزارات المعنية، مع مراعاة كفاءاتهم في مجالات المالية والبورصة ولمدة عهدة مماثلة، وتستفيد اللجنة من إعانة مالية تخصص لها من ميزانية الدولة، إضافة إلى أتاوى تتقاضاها مقابل الخدمات والأعمال التي تقدمها في إطار صلاحياتها وفق أسس تنظيمية محددة.

وتتمتع اللجنة بثلاث سلطات أساسية[149]:

- **السلطة التنظيمية:**

تتولى هذه السلطة إصدار اللوائح والقوانين التي تنظم إلتزامات الإفصاح عن المعلومات من قبل الجهات المصدرة عند إصدار القيم المنقولة، وعند الإدراج في البورصة أو تقديم العروض

[148] مرسوم تشريعي رقم 93-10 ممضي في 23 مايو 1993، لجريدة الرسمية عدد 34 مؤرخة في 23 مايو 1993، الصفحة 4.
[149] التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة ،2010، ص 08.

العمومية، كما تحدد معايير إعتماد الوسطاء وقواعد التداول والمقاصة، إضافة إلى أنظمة حفظ السندات وآليات تسليمها.

- **سلطة الإشراف والمراقبة:**

تتابع هذه السلطة مدى إلتزام المتعاملين في السوق بالقوانين والأنظمة المعمول بها، وتتحقق من إلتزام المؤسسات المدرجة بمتطلبات الإفصاح والشفافية لضمان سير السوق بإنتظام.

- **السلطة التأديبية والتحكيمية:**

تتولى البت في المخالفات والإنتهاكات المهنية والأخلاقية التي يرتكبها الوسطاء، والفصل في النزاعات التقنية المتعلقة بتفسير القوانين واللوائح بين الوسطاء، المؤسسات المصدرة وشركة إدارة البورصة.

هذا وتلعب لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB دورا محوريا في المنظومة المالية الجزائرية إذ تساهم في زيادة الثقة في السوق من خلال ضمان الشفافية وحماية المستثمرين، وتنظم المنافسة بين الوسطاء على أسس مهنية تضمن النزاهة والإلتزام بالقواعد التنظيمية كما تعمل على جذب الإستثمارات الأجنبية عبر توفير بيئة تنظيمية متوافقة مع المعايير الدولية، إضافة إلى تحفيز الإدراجات الجديدة في البورصة من خلال تبسيط الإجراءات وتوفير الإطار القانوني الملائم لتوسيع قاعدة السوق المالية.

2. شركة إدارة وتسيير بورصة القيم المنقولة SGBV:

تعد شركة إدارة وتسيير بورصة القيم المنقولة SGBV مؤسسة خاصة ذات أسهم تتولى مهمة إدارة وتنظيم المعاملات المنجزة داخل البورصة، بما يضمن سير التداولات في إطار من الشفافية والانضباط، حيث تأسست الشركة في 25 ماي 1997 برأسمال أولي قدره 24 مليون دينار جزائري وكان المساهمون فيها مجموعة من الوسطاء المعتمدين لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB، فمنذ تأسيس هذه الشركة شهد رأسمال الشركة زيادات متتالية حيث إرتفع من

24 مليون دينار سنة 1997 إلى نحو 47.72 مليار دينار سنة 2012، مدعوما بعمليات إستثمارية بارزة منها شراء ما قيمته 200 مليون دينار من شركة جازي من طرف بنك BNP[150].

ويتشكل مجلس إدارة SGBV من هيئات مالية تمثل قطاعات مصرفية وتأمينية متنوعة تشمل:

- **البنوك التجارية:** بنك الجزائر الخارجي (BEA)، بنك التوفير والإحتياط (CNEP)، البنك الوطني الجزائري (BNA)، بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)، البنك التجاري والصناعي (BDL)، بنك التنمية المحلية (BA)؛
- **البنوك الخاصة:** بنك الاتحاد (Union Bank)؛
- **شركات التأمين:** الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين (CAAR)، الشركة الجزائرية للتأمينات (SAA)، الصندوق الوطني للتأمينات (CNR)، الصندوق الوطني للتأمينات الفلاحية (CNMA)، وشركة التأمينات والنقل (CAAT).

3. المؤتمن المركزي على السندات:

المؤتمن المركزي على السندات هو ثالث الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر وهو هيئة مالية متخصصة تنشأ في شكل شركة ذات أسهم تتولى مهمة حفظ الأوراق المالية في شكل إلكتروني بدل تداولها ورقيا وتسجيل ملكيتها، وضمان تسوية ومقاصة المعاملات التي تتم في السوق المالية، مع تحديث السجلات المتعلقة بحركة هذه الأوراق من إصدار وتحويل وتوزيع أرباح ويعود رأس مالها في الجزائر إلى الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين والمصدرين للأوراق المالية والمؤسسات المالية والبنوك الأعضاء بما يضمن شفافية المعاملات وحماية حقوق المساهمين[151].

الفرع الثالث: عملية إدراج المؤسسات في البورصة الجزائرية ومزاياها:

يمثل إدراج المؤسسات في البورصة الجزائرية آلية إستراتيجية لتمويل النمو وتعزيز الحضور في السوق وتتم هذه العملية وفق إجراءات تنظيمية دقيقة تفرض الإفصاح والشفافية والإلتزام بمعايير الحوكمة، ويمنح المؤسسة أيضا مزايا تنافسية وإستراتيجية تدعم قدرتها على التوسع وتحقيق قيمة مستدامة في بيئة إقتصادية متغيرة.

---

[150] التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة ،2010، ص 54.

[151] بورصة الجزائر، المؤتمن المركزي، متاح على الرابط: https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=153

أولا: عملية الإدراج في البورصة الجزائرية:

الإدراج في بورصة الجزائر هو خطوة هامة وأساسية بالنسبة للمؤسسات الساعية إلى تعبئة موارد مالية جديدة وتعزيز حضورها المؤسسي، فهذه العملية ليست إجراء واحدا بل هي مسار متكامل يمر عبر ثلاث مراحل مترابطة: مرحلة ما قبل الإدراج، مرحلة الإدراج، ومرحلة ما بعد الإدراج، حيث تتميز كل مرحلة بمجموعة من الخطوات الفنية والتنظيمية التي تحدد نجاح العملية ويمكن إبراز هذه المراحل كما يلي[152]:

1. مرحلة ما قبل الإدراج:

تمثل هذه المرحلة الأساس الذي تبنى عليه عملية الإدراج فهي المرحلة الأشد تعقيدا من حيث المتطلبات القانونية والتنظيمية، حيث تبدأ الخطوة الأولى بصدور قرار رسمي من الجمعية العامة الإستثنائية للمؤسسة الراغبة في الإدراج، وذلك بإعتبارها الجهة الوحيدة المخولة بالموافقة على اللجوء العلني للادخار، وهذا القرار يمثل الإلتزام المبدئي من المؤسسة بالإنتقال إلى السوق المالية، ولا يمكن تفويضه إلا في حدود الصلاحيات التنفيذية. بعدها تبدأ عملية الإعداد القانوني للمؤسسة حيث تخضع لفحص شامل للتأكد من توافق نظامها الأساسي وهيكلها القانوني مع متطلبات البورصة، وقد تضطر لتغيير شكلها القانوني أو إعادة تنظيم رأس مالها، كما يتعين عليها القيام بعملية تقييم محايد لأصولها من قبل خبير معتمد لدى الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين لضمان تحديد سعر إدراج عادل ومنطقي.

ومن الجوانب الجوهرية في هذه المرحلة أيضا نجد إختيار الوسيط في عمليات البورصة وهو الكيان الذي يقود عملية الإدراج ويوفر الدعم الفني والقانوني، إضافة إلى تنسيق العمل مع باقي الوسطاء لتشكيل "نقابة التوظيف" التي تتولى تسويق السندات على نطاق واسع، وفي حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فإنه يستلزم تعيين "مرقي البورصة" لمدة خمس سنوات لضمان الإمتثال الدائم للإلتزامات القانونية والتنظيمية.

[152] بورصة الجزائر، عملية الإدراج في البورصة، متاح على الرابط: https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=130

يلي ذلك إعداد المذكرة الإعلامية التي تحتوي على بيانات شاملة عن نشاط المؤسسة ووضعها المالي وكذا إستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة، ويتم تقديم هذه المذكرة إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) التي تمنح تأشيرتها بعد دراسة الملف خلال أجل أقصاه شهران، وقبل الإدراج يجب أيضا على المؤسسة الإنضمام إلى المؤتمن المركزي لتسجيل رأس المال أو مبلغ القرض في حالة السندات.

بعد إكتمال هذه المتطلبات تطلق المؤسسة حملة تسويقية للتعريف بالعملية وجذب المستثمرين يليها بيع السندات عبر الشبكة المصرفية ثم كشف النتائج والإعلان عن مدى نجاح العملية، وفي حال قبول الإدراج يتم تسوية العملية ماليا خلال أجدل محدد بثلاثة أيام عمل من تاريخ إعلان النتائج.

2. مرحلة الإدراج:

تمثل هذه المرحلة الإنتقال الفعلي للسندات إلى التسعيرة الرسمية للبورصة فبعد حصول المؤسسة على قرار القبول من طرف لجنة COSOB، تتولى شركة تسيير بورصة القيم نشر إعلان رسمي يحدد تاريخ حصة التسعير الأولى وسعر الإدراج، وهذه الحصة تمثل لحظة بدء التداول على السند، وتحدد نقطة الإنطلاق لقياس أداء الورقة المالية في السوق كما ويتم نشر نتائج الحصة الأولى في النشرة الرسمية للتسعيرة لإطلاع الجمهور والمستثمرين على وضعية السند منذ يومه الأول في السوق.

3. مرحلة ما بعد الإدراج:

بعد إدراج السند تدخل المؤسسة في مرحلة جديدة من الإلتزامات المستمرة أهمها الحفاظ على مستوى سيولة مناسب للسهم في السوق، ولهذا الغرض يمكن للمؤسسة أن تقوم بإبرام عقد سيولة مع وسيط في عمليات البورصة، يسمح بشراء أسهمها الخاصة وفق شروط متفق عليها لضبط السعر ودعم انتظام التداول.

كما تصبح المؤسسة ملزمة بنشر المعلومات الضرورية التي قد تؤثر على سعر السندات فور حدوثها إضافة إلى الإفصاح الدوري عن تقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية وهذه

الوثائق يجب إيداعها لدى لجنة COSOB، شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات، وهو ما يساهم في دعم مستوى الشفافية والمصداقية لدى المستثمرين.

وبالتالي يتضح أن عملية الإدراج في البورصة هي مسار متعدد المراحل يتطلب إعدادا دقيقا من الناحية القانونية والمالية قبل القبول، يليه إدراج رسمي يمثل لحظة إنطلاق الورقة المالية في السوق، ثم مرحلة متابعة وإلتزام دائم بالشفافية وسيولة التداول، فنجاح هذا المسار يعتمد على تكامل الجوانب الإجرائية مع إستراتيجية واضحة للمؤسسة وقدرتها على تلبية متطلبات السوق والمستثمرين على حد سواء.

ثانيا: مزايا الإدراج في البورصة الجزائرية:

تكمن أهمية خطوة إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر في كونها تفتح أمام المؤسسات آفاقا جديدة للتوسع والإستدامة، من خلال آلية تمويل منظمة وشفافة ضمن بيئة إستثمارية خاضعة للرقابة، وفيما يلي يمكن إبراز أهم مزايا الإدراج في بورصة الجزائر[153]:

1. رفع رأس المال وتعزيز الأموال الخاصة:

إحدى أبرز مزايا الإدراج في البورصة تتمثل في إتاحة المجال أمام المؤسسة لزيادة رأس مالها سواء لتمويل مشاريع تنموية كبرى أو إنشاء فروع جديدة، أو من خلال الإستحواذ على مؤسسات قائمة بالفعل فهذه الزيادة في رأس المال لا تمثل مجرد دعم مالي، بل هي آلية لدعم الملائة المالية للمؤسسة، وتحسين هيكلها الرأسمالي بما يقلل من درجة إعتمادها على الديون كما أن تنمية الأموال الخاصة عبر البورصة يتيح للمؤسسة الإستجابة لمتطلبات السوق بكفاءة أكبر ورفع قدرتها الإنتاجية إلى جانب تمكينها من تخفيض التكاليف التمويلية الناتجة عن الفوائد البنكية.

2. تنويع مصادر التمويل:

الإدراج في البورصة يمنح المؤسسة فرصة تنويع أدوات التمويل من خلال إمكانية اللجوء إلى مجموعة واسعة من المنتجات المالية التي تقدمها الأسواق للمستثمرين، مع الحفاظ على

[153] بورصة الجزائر، مزايا الإدراج، متاح على الرابط: https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=150

مصالح المساهمين الأصليين، فبمجرد الإدراج يصبح بإمكان المؤسسة الوصول إلى كل من التمويل بالأسهم (Equity Financing) والتمويل بالإقتراض (Debt Financing)، مما يوفر لها مرونة مالية أكبر ويقلل من المخاطر المرتبطة بالإعتماد على مصدر تمويل واحد.

3. توسيع نطاق المساهمين:

تسهل البورصة دخول مستثمرين جدد إلى رأس مال المؤسسة سواء كانوا أفرادا أو مؤسسات إستثمارية وهو ما يساهم في تنويع قاعدة الملكية، فهذا التوسع في المساهمين يدعم قدرة المؤسسة على الحصول على موارد مالية إضافية، ويمنحها إستقرارا ماليا أكبر من خلال توزيع المخاطر بين عدد أكبر من الملاك، كما أن البورصة توفر آلية خروج مرنة للمساهمين الراغبين في بيع حصصهم دون أن يتطلب ذلك تدخل المؤسسة أو باقي المساهمين في عمليات الشراء.

4. تعزيز السمعة والمصداقية المؤسسية:

التواجد في السوق المالية الرسمية يمنح المؤسسات شرعية إضافية ويدعم ثقة المتعاملين معها على المستويين الوطني والدولي، فهذا الإدراج يعطي فكرة إيجابية إلى الشركاء والمستثمرين بأن المؤسسة تعمل وفق معايير مالية وتنظيمية عالية، مما قد يفتح لها أبوابا لشراكات دولية ومشاريع إستثمارية مشتركة إلى جانب إمكانية زيادة فرص التمويل الخارجي.

5. تثمين الموارد البشرية:

من الممارسات الشائعة في عمليات الإدراج تخصيص جزء من الأسهم لفائدة موظفي المؤسسات مما يمنحهم فرصة المشاركة في رأس المال، وهذا الإجراء لا يمثل فقط مكافأة مالية بل هو أداة تحفيز إستراتيجي تعمل على زيادة إنتماء العاملين للمؤسسة ورفع إنتاجيتهم ودعم إستقرارهم الوظيفي.

6. تحقيق إستدامة المؤسسات وضمان المراقبة الإحتياطية:

بالنسبة للمؤسسات العائلية أو المؤسسات ذات الملكية المركزة يوفر الإدراج في البورصة آلية لضمان إستمرارية النشاط حتى في حالة وفاة أو إنسحاب أحد المساهمين الرئيسيين، مما يقي

المؤسسة من مخاطر الإنقسام أو الحل كما أن توزيع جزء من رأس المال على عدد واسع من المساهمين أو استخدام أدوات مالية معينة، فإن ذلك يساعد في ضمان مراقبة إحتياطية لأنشطة المؤسسة، مما يؤدي إلى التعزيز من انضباطها الإداري.

7. التغيير في نظام حوكمة المؤسسات:

الإدراج في البورصة يفرض على المؤسسة الإمتثال لمعايير الشفافية المالية وإصدار تقارير دورية موجهة للمستثمرين الحاليين والمحتملين، فهذا الإلتزام يحسن من فاعلية الرقابة الداخلية ويجبر الهيئات الإدارية على إتباع ممارسات أكثر إحترافية في عملية إتخاذ القرار، وعليه فإن الإدراج يؤدي إلى ترسيخ ثقافة الحوكمة الرشيدة التي تمثل أساس إستدامة النمو وتحقيق التوازن بين مصالح جميع الأطراف ذات العلاقة.

المطلب الثاني: مجمع صيدال كنموذج لمؤسسة مدرجة في البورصة

مجمع صيدال هو أحد النماذج البارزة للمؤسسات الوطنية المدرجة في بورصة الجزائر حيث يجمع بين الطابع الصناعي الإستراتيجي في مجال إنتاج وتوزيع الأدوية والمستلزمات الطبية، ومتطلبات الشفافية والمساءلة التي تفرضها سوق المال. فمنذ إدراجه في البورصة، أصبح أداء المجمع خاضعا لرقابة المستثمرين وهيئات التنظيم، مما أتاح تقييمه بإستخدام مؤشرات مالية وسوقية تعكس مدى قدرته على خلق قيمة مستدامة، ومن أجل ذلك تكتسب دراسة مجمع صيدال كنموذج لموضوع الدراسة أهمية خاصة، نظرا للدور الكبير الذي يلعبه في تحقيق الأمن الدوائي الوطني، ولأن جائحة كورونا شكّلت إختبارا حقيقيا لمرونته التشغيلية وكفاءته المالية، الأمر الذي يجعل منه نموذجا مثاليا لتحليل العلاقة بين الإدارة المالية القائمة على القيمة وتحقيق النمو المستدام في بيئة إقتصادية مضطربة.

الفرع الأول: لمحة عن مجمع صيدال:

يحتل مجمع صيدال موقعا إستراتيجيا ضمن منظومة الصناعة الدوائية في الجزائر حيث يعتبر فاعل رئيسي ومحوري في توفير الأدوية وهيكلة هذا القطاع داخل الجزائر، وقد تمكن من الحفاظ على مكانته الريادية على إمتداد فترة زمنية طويلة بفضل تحقيقه لنتائج إيجابية إنعكست

على أدائه في السوق وقدرته على مواصلة المنافسة مع كبرى الشركات العالمية في ظل بيئة سوقية تتسم بحدة التنافس.

أولا: نشأة وتطور مجمع صيدال:

منذ تأسيسها شهدت المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني (ENPP) مراحل تطور متسارعة سواء من الناحية الهيكلية أو من الناحية التنظيمية ففي البداية إنحصرت ممتلكاتها عند الإنطلاق على وحدات الإنتاج بالعاصمة الجزائرية، إلى جانب مركب المضادات الحيوية بالمدية والذي كان في ذلك الوقت تحت ملكية الشركة الوطنية للصناعات الكيميائية (SNIC – Société Nationale des Industries Chimiques)، ليتم في سنة 1982 تغيير التسمية الرسمية إلى "المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني" وشعارها "صيدال"، وذلك بموجب المرسوم رقم 82-16 الصادر في 24 أبريل 1982[154] لتبدأ مرحلة جديدة في مسارها.

وفي فبراير 1989 وتبعا للإصلاحات الجديدة التي مرت بها الصناعة الدوائية الجزائرية آنذاك والتي كانت ضمن إطار سياسة إستقلالية المؤسسات العمومية، تحولت صيدال إلى مؤسسة إقتصادية عمومية ذات إستقلالية في التسيير وتم اختيارها من بين المؤسسات الوطنية الأولى التي أصبحت شركة مساهمة، فقد تم تحويل رأسمالها إلى أسهم ما أهلها لإكتساب صفة "مؤسسة وطنية ذات أسهم"، ومع الإصلاحات المالية التي مست مؤسسات القطاع العمومي سنة 1993 قامت الدولة بشطب كامل ديون وخسائر المؤسسة مع تمكينها من إنشاء شركات وفروع تابعة لها والسماح لها بالمشاركة في جميع العمليات الصناعية أو التجارية المرتبطة بهدف المجمع.

وفي إطار إستكمال مسار إعادة الهيكلة الصناعية تم مع مطلع سنة 1997 عملية تقييم المؤسسات الوطنية داخليا وخارجيا، لتتحول صيدال بشكل رسمي بتاريخ 2 فبراير 1998 إلى "المجمع الصناعي صيدال" وذلك بموجب العقد رقم 97/085، حيث هدفت هيكلة المجمع خلال هذه الفترة إلى دعم البحث العلمي في مجالي الطب البشري والبيطري، وتبني نهج لامركزي في إتخاذ القرار، ولتحقيق ذلك تم إعادة تنظيم المجمع إلى ثلاثة فروع متخصصة: Pharmal، Biotic،

[154] مرسوم رقم 82-16 ممضي في 12 يناير 1982، الجريدة الرسمية عدد 3 مؤرخة في 19 يناير 1982، الصفحة 103.

وAntibiotical في إطار ما يعرف بالتنظيم الأفقي، كما تم تنظيم تنظيم عمودي عبر شراكات مع فاعلين دوليين، على غرار Pfizer وغيرها من الشركات العالمية.

وفي مارس 1999 قرر مجلس الإدارة لمجمع صيدال فتح 20% من رأس المال للإكتتاب أمام المساهمين الخواص، ليدخل المجمع بورصة الجزائر بسعر إفتتاحي للسهم قدره 800 دج، مسجلا بذلك أول إدراج لأسهمه في السوق المالية (سنقوم بالتفصيل في ذلك لاحقا)، وقد مكنه هذا التوجه من تحقيق نتائج إيجابية والحفاظ على إستمرارية نشاطه مع توسع ملحوظ على المستويين الوطني والمغاربي إلى جانب منطقة الحوض الأبيض المتوسط.

وقد تم إختيار المجمع ضمن قائمة 54 مؤسسة من أصل 145 مؤسسة كبرى مرشحة للخوصصة الجزئية وذلك وفي 12 مارس 2006، بهدف دعم قدرته التنافسية عبر البحث عن شريك إستراتيجي وتواصل هذا التوجه الإستثماري في السنوات اللاحقة، حيث رفع المجمع في 2009 حصته في رأسمال شركة سوميديال إلى 59% وفي 2010 قام بالإستحواذ على 20% من رأسمال منظمة إيبيرال، كما زاد من مساهمته في رأسمال منظمة تافكومن من 38.75% إلى 44.51%. ليقوم سنة 2011 من جديد برفع حصته في رأسمال إيبيرال إلى 60%، لتصبح في الوقت الحالي بإمتلاك كل أسهمها وجعلها فرعا من فروع المجمع[155].

وتوجت هذه المسيرة في يناير 2014 بعملية دمج كبرى شملت الفروع الثلاثة: Antibiotical، Pharmal، وBiotic، ضمن هيكل تنظيمي موحد للمجمع مما شكل نقلة نوعية في بنيته الإدارية والإنتاجية.

ومع بداية سنة 2020 ومع الإنتشار العالمي لجائحة كورونا COVID-19 شهد مجمع صيدال تباطؤ نسبي في بعض أنشطته الإقتصادية والإجتماعية سواء على الصعيد الوطني أو الدولي، غير أن مكانته كأكبر منتج وطني للأدوية ودوره المحوري في تحقيق الأمن الدوائي، جعلاه يتبنى إستجابة فورية وفعالة من خلال إنشاء خلية أزمة دائمة تعنى بمختلف الجوانب المرتبطة بالوباء، حيث أولت هذه الخلية أهمية قصوى لضمان التزويد المستمر بالأدوية الضرورية لمكافحة الجائحة

[155] الموقع الرسمي لمجمع صيدال، متاح على الرابط: https://saidalgroup.dz

على غرار الباراسيتامول وفيتامين c، إضافة إلى الشروع لأول مرة في تصنيع مستحضرات صيدلانية ذات طابع وقائي مثل محاليل التعقيم والكمامات الطبية.

وفي إطار إستراتيجيته لدعم الإكتفاء الذاتي في مواجهة الأزمات الصحية أبرم المجمع خلال سنة 2021 شراكة إستراتيجية مع معهد البحث الروسي لإنتاج اللقاح الروسي المضاد لكوفيد-19 (SPUTNIK V) بشكل حصري في الجزائر، وقد تم إطلاق عملية الإنتاج في وحدة صيدال بقسنطينة، بطاقة إنتاجية أولية تقدر بـ 2.5 مليون جرعة شهريا مما مثل خطوة نوعية في مسار مساهمة المجمع في دعم القدرات الوطنية لمجابهة الأزمة الصحية العالمية.

ثانيا: مجمع صيدال في البورصة الجزائرية:

إدراج مجمع صيدال في نهاية التسعينات في البورصة الجزائرية هو خطوة إستراتيجية جاءت ضمن مسار الإصلاحات الإقتصادية التي إعتمدتها الدول والتي استهدفت إنفتاح القطاع العمومي على آليات السوق، فهذه الخطوة لم تكن مجرد إنتقال شكلي إلى سوق المال بل حملت في طياتها أهدافا إقتصادية وتنظيمية مرت بمراحل تحضيرية معقدة وواجهت قيود هيكلية ومؤسسية أثرت على فعاليتها.

1/ الأهداف المنتظرة من إدراج صيدال في البورصة:

عند إتخاذ قرار الخوصصة الجزئية وإدراج 20% من رأس مال صيدال في بورصة الجزائر، كانت هناك مجموعة من الأهداف المترابطة، يمكن تحليلها كما يلي[156]:

1. تحسين السمعة والمصداقية على المستوى المحلي والدولي:

تواجد صيدال ضمن قائمة المؤسسات المدرجة في البورصة يساعد على الرفع من مكانتها كمؤسسة وطنية ذات قدرة على المنافسة ضمن بيئة إستثمارية أكثر تنظيما، وهو ما يفتح أمامها فرصا لعقد شراكات إقليمية ودولية أكثر كما يعكس ذلك ثقة الدولة في أداء المجمع وقدرته على العمل ضمن معايير السوق المالية.

[156] وثائق داخلية خاصة بمجمع صيدال.

2. تعبئة الموارد المالية لدعم نمو المجمع:

الهدف الأساسي من إدراج مجمع صيدال في البورصة تمثل في تعبئة تمويل إضافي دون اللجوء إلى القروض البنكية التي تقوم بفرض أعباء فوائد وضمانات مقابل ذلك، فمن خلال العرض العمومي للبيع (OPV)، سعت صيدال إلى جمع موارد مالية تستخدم في تحديث خطوط الإنتاج، تمويل البحث والتطوير الدوائي، والتوسع في الأسواق الداخلية والخارجية، فهذه الموارد كانت ضرورية لتقوية قدرة المجمع التنافسية خلال تلك الفترة خاصة أمام الإنفتاح المتزايد للسوق الجزائرية على المنتجات الأجنبية.

3. توسيع قاعدة المساهمين وتعزيز مشاركة المجتمع المدني:

إن القيان بفتح رأس مال المجمع أمام المستثمرين الخواص والأفراد للإكتتاب يتيح توسيع قاعدة المساهمين الأمر الذي يؤدي إلى دعم الطابع المجتمعي لصيدال ويخلق علاقة أوثق بينها وبين المواطنين، كما أن تنويع المساهمين يحد من الإعتماد المطلق على التمويل الحكومي ويخلق حوافز جديدة لتحسين الأداء.

4. المساهمة في تطوير سوق رأس المال الوطنية:

في نهاية التسعينات كان نشاط البورصة الجزائرية يتسم بالمحدودية لذلك فإن إدراج مؤسسة صناعية بحجم صيدال كان يستهدف تحفيز السوق على إستقطاب المزيد من الإدراجات وزيادة السيولة، وتشجيع المواطنين على الإستثمار في الأوراق المالية.

5. تحسين الحوكمة المؤسسية والشفافية:

الإدراج في البورصة يلزم المجمع بإعتماد معايير الإفصاح الدوري عن بياناتها المالية والعمليات الجوهرية، الأمر الذي يفرض عليها القيام بعمليات رقابة داخلية وخارجية أكثر صرامة، وهذا من شأنه أن يحسن جودة القرارات الإدارية ويدعم الثقة لدى الشركاء والمستثمرين إلى جانب أنه يؤدي إلى تقريب صيدال من الممارسات الدولية في إدارة المؤسسات.

2/ المراحل التي مرت بها عملية إدراج صيدال في البورصة:

مر إدراج مجمع صيدال في بورصة الجزائر بعدة مراحل مترابطة عكست التدرج الطبيعي لأي مؤسسة تسعى للإنتقال من إطار التمويل العمومي المغلق إلى بيئة السوق المالية المنظمة، ويمكن تقسيمها إلى ثلاث مراحل رئيسية[157]:

المرحلة الأولى: القرار والموافقة المبدئية:

بدأ مسار إدراج مجمع صيدال في بورصة الجزائر مع مطلع شهر جانفي 1998 حين منح المجلس الوطني لأملاك الدولة (CNPE) الموافقة المبدئية للشركة القابضة "كيمياء صيدلة" للشروع في عملية الخوصصة الجزئية لمجمع صيدال، من خلال التخلي عن نسبة 20% من رأسمالها في إطار بورصة القيم المنقولة وفي ذات الشهر أوكلت الشركة القابضة إلى صيدال مهمة إعداد ملف الإدراج في السوق المالية، متضمنا الوثائق التقنية والقانونية الضرورية، وقد شهد يوم 11 فيفري 1998 توقيع إتفاقية بين صيدال وشركة تسيير بورصة القيم والتي تضمنت تحديد الكيفية التي سيتم من خلالها إنضمام المجمع للسوق المالية، والشروع في إجراءات العرض العمومي للبيع (OPV)، تمهيدا للحصول على رخصة التخلي عن جزء من رأس المال والقبول في التسعيرة الرسمية للبورصة.

المرحلة الثانية: الإصلاحات والمواءمة مع متطلبات السوق:

شكلت هذه المرحلة الجانب التحضيري العملي لإدراج المجمع في البورصة، حيث كان من الضروري تكييف هيكل مجمع صيدال ونظمه الإدارية مع متطلبات هيئة ضبط البورصة، وقد شملت الإجراءات عدة خطوات جوهرية منها:

- الزيادة في رأس المال لتعزيز الملاءة المالية؛
- تعديل الأنظمة الأساسية بما يتلاءم مع الإطار القانوني المنظم للتداول في البورصة؛
- تحرير كامل رأس المال من أي قيود تعوق إنتقال الأسهم بين المتعاملين؛

[157] سحنون جمال الدين، الإنضمام إلى البورصة: حالة الجزائر، مذكرة ماجيستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزئر 3، 2000، ص 90.

كما عقد مجلس الإدارة إجتماعات متتالية لتسوية بعض العمليات الجوهرية وإتخاذ القرارات المرتبطة بالإنضمام، تلتها إجتماعات الجمعية العامة للمساهمين للمصادقة على تلك القرارات، فهذه المرحلة كانت بمثابة عملية إعادة هيكلة مؤسسية داخلية لضمان قدرة المجمع على تلبية معايير الشفافية والإفصاح التي تفرضها السوق المالية.

المرحلة الثالثة: العرض العمومي والإدراج الرسمي:

ومع إكتمال الترتيبات القانونية والتنظيمية إنتقل المجمع إلى المرحلة التنفيذية حيث أطلق العرض العمومي للبيع في فيفري 1999 وذلك بطرح مليوني سهم تمثل 20% من رأس المال بسعر 800 دج للسهم، وقد استمر الإكتتاب لفترة محددة واستهدف استقطاب مستثمرين أفراد ومؤسسات، عقب ذلك وفي شهر سبتمبر 1999 تم الإدراج الرسمي لسهم صيدال في بورصة الجزائر لتصبح الشركة من أوائل المؤسسات العمومية المدرجة في السوق، وقد شكّل هذا الإدراج حدثا بارزا في تاريخ السوق المالية الجزائرية كونه حمل أبعادا إقتصادية ورمزية، لكنه تزامن أيضا مع واقع سوق ناشئة ذات سيولة محدودة مما أثر لاحقا على ديناميكية تداول السهم.

3/ العراقيل التي واجهت صيدال في عملية الإدراج:

على الرغم من النجاح الشكلي في إنجاز عملية إدراج مجمع صيدال في البورصة الجزائرية، إلا أن هناك مجموعة من العراقيل التي قللت من تحقيق الأهداف المرجوة، والتي يمكن أن نوجزها في النقاط التالية:

- عملية إدراج صيدال تطلبت مواءمة كاملة مع قواعد الإفصاح ومعايير المحاسبة المعتمدة في السوق المالية الجزائرية، وهو ما أدى إلى إعادة صياغة النظام الأساسي وتطوير أنظمة المعلومات المحاسبية، مما زاد من التكاليف والوقت اللازمين للإدراج؛
- طول الإجراءات وتعقيد المسار الإداري نتيجة تدخل عدة هيئات (CNPE، الشركة القابضة، COSOB، البورصة) في عملية الإدراج، الأمر الذي ساهم بشكل كبير في إضعاف الزخم الإستثماري الذي كان متوقعا في ذلك الوقت؛

- وعي المواطنين والمستثمرين الجزائريين في نهاية التسعينات بمفهوم الإستثمار في الأسهم محدودا، مما إنعكس على حجم الإقبال على الإكتتاب، وأثر على سيولة السهم في السوق الثانوية؛
- بورصة الجزائر كانت تضم عددا محدودا من المؤسسات المدرجة وأحجام تداول ضعيفة، مما قلل من جاذبية الإستثمار وأثر على حركة سعر سهم صيدال؛
- كما أن إحتفاظ الدولة بنسبة 80% من رأس المال بعد الإدراج حدّ من قدرة المساهمين الجدد على التأثير في القرارات الإستراتيجية لمجمع صيدال، مما أضعف الحافز لدى المستثمرين المؤسسيين للدخول بقوة في السهم.

ما يمكن إستخلاصه من كل ما سبق، هو أن إدراج صيدال في بورصة الجزائر كان خطوة طموحة ضمن مسار الإصلاح الإقتصادي الجزئي للقطاع العمومي الصناعي، إذ سعت صيدال من خلالها إلى تعبئة موارد مالية وتحسين حوكمتها وتعزيز حضورها المؤسسي، غير أن هذه الخطوة اصطدمت بواقع سوق مالية ناشئة تعاني من ضعف السيولة وقلة الإدراجات وضعف الثقافة الإستثمارية، إضافة إلى القيود البيروقراطية والتنظيمية، ومن ثم فإن تجربة صيدال تظهر بوضوح أن نجاح الإدراج في البورصة لا يعتمد فقط على نية المؤسسة أو كفاءة إدارتها، بل يتطلب بيئة سوقية ناضجة وإطارا قانونيا محفزا، إلى جانب إستراتيجية طويلة المدى لتعزيز ثقة المستثمرين.

ثالثا: مهام مجمع صيدال وهيكلته الإدارية:

يحتل مجمع صيدال مكانة محورية في الصناعة الدوائية الجزائرية، خاصة وأن المهام التي يتولى القيام بها تعتبر ركيزة أساسية لضمان إستمرارية هذا القطاع الحيوي وتطوره، ونتيجة لذلك فإن هيكلته الإدارية تعتبر عنصرا إستراتيجيا هاما في دعم هذه المهام، حيث تمثل الإطار التنظيمي الذي ينسق الجهود ويوجه الموارد نحو تحقيق أهداف المجمع على نحو فعّال ومتوافق مع متطلبات المؤسسات المدرجة في البورصة.

1/ مهام مجمع صيدال:

بإعتباره قاطرة الصناعة الدوائية في الجزائر، فإن مجمع صيدال يتولى القيام بعدة مهام إستراتيجية تتوزع على صنفين رئيسيين يمثلان الإطار العام لنشاطه الصناعي والتنموي، حيث يشمل الصنف الأول مختلف المهام الرئيسية الساعية لتحقيق الأمن الدوائي وتطوير الصناعة الدوائية المحلية، بينما يرتبط الصنف الثاني ببقية المهام الثانوية والتي تعتبر بمثابة أنشطة مساعدة في تعزيز قدرة المجمع على أداء وظائفه الأساسية بكفاءة وفعالية.

1. المهام الرئيسية لمجمع صيدال:

تمثل المهام الأساسية لمجمع صيدال بوصفه مؤسسة عمومية إستراتيجية في قطاع الصحة الجزائري في القيام بالأعمال التالية[158]:

- إنتاج وتطوير المنتجات الصيدلانية وذلك من خلال تصنيع المواد الأولية الموجهة لصناعة الدواء وإنتاج الأساس الفعال للمضادات الحيوية، إضافة إلى تطوير الأدوية الجنيسة، وإبتكار منتجات جديدة عبر أنشطة البحث والتطوير بهدف تلبية إحتياجات السوق الوطنية والدولية؛
- مرافقة السياسة الصحية العمومية الهادفة إلى تحقيق الإستقلالية الصحية والتحكم في تكاليف الصحة،كما تكمن مهمتها في المساهمة في تحقيق أهداف الحكومة من أجل تطوير الصناعة الصيدلانية الوطنية التي تمثل اليوم قطاعا إستراتيجيا يساهم في التنويع الإقتصادي المنتظر وتقليل الواردات والإنفتاح على الأسواق الخارجية؛
- كما تبنى مجمع صيدال نهجا قائما على التعاون مع الأطراف الفاعلة في قطاع الصحة من خلال التنسيق مع مهنيي الصحة لتحسين جودة الرعاية والمشاركة في برامج الوقاية وحملات التوعية الصحية، إضافة إلى الإسهام في تكوين الكوادر الصحية ودعم جمعيات المرضى في مجالات التربية العلاجية؛
- ومن الواجبات الرئيسية لمجمع صيدال أيضا نجد ضمان الجودة والإمتثال التنظيمي حيث يعمل المجمع على تطبيق أنظمة صارمة لمراقبة الجودة في جميع مراحل دورة حياة المنتج، بدءا من

[158] الموقع الرسمي لمجمع صيدال، متاح على الرابط: https://saidalgroup.dz

التطوير، مرورا بالإنتاج، وصولا إلى التوزيع مع الإلتزام بمعايير الممارسات التصنيعية الجيدة (GMP) وأعلى درجات النزاهة والشفافية؛

- ومن المهام الرئيسية أيضا للمجمع نجد وظيفة التسويق والتوزيع، حيث يتولى مهمة تسويق منتجاته وتوزيعها على المستوى الوطني، والسعي لإختراق الأسواق الخارجية بهدف توسيع حصته السوقية، مع إعتماد سياسات تسعيرية تراعي وفرة الأدوية وإتاحتها لمختلف شرائح المجتمع؛

- يضاف إلى ذلك كله مهمته في وضع السياسات العامة في المجالات الصناعية والمالية والتسويقية والإشراف على الفروع التابعة له، وتكييف نشاطاته مع التغيرات البيئية والإقتصادية إلى جانب تسيير محفظته المالية وضبط خطط الإنتاج والتسويق.

2. المهام الثانوية لمجمع صيدال:

إلى جانب مهامه الأساسية يقوم مجمع صيدال بمجموعة من المهام الثانوية التي تدعم قدرته على أداء وظائفه الرئيسية بكفاءة، ويأتي في مقدمة هذه الأنشطة[159]:

- الدعم الفني والإنتاجي حيث يعتمد المجمع على الصيانة الذاتية لمعدات الإنتاج، ويعمل على تطوير التكنولوجيا المستخدمة بما يضمن جودة المنتجات ورفع الطاقة الإنتاجية؛

- يقدم المجمع خدمات تقنية ومساندة تشمل التشكيل والتركيب والتحليل لفائدة أطراف خارجية، إضافة إلى إنتاج مواد التعبئة والتغليف اللازمة لضمان سلامة الأدوية؛

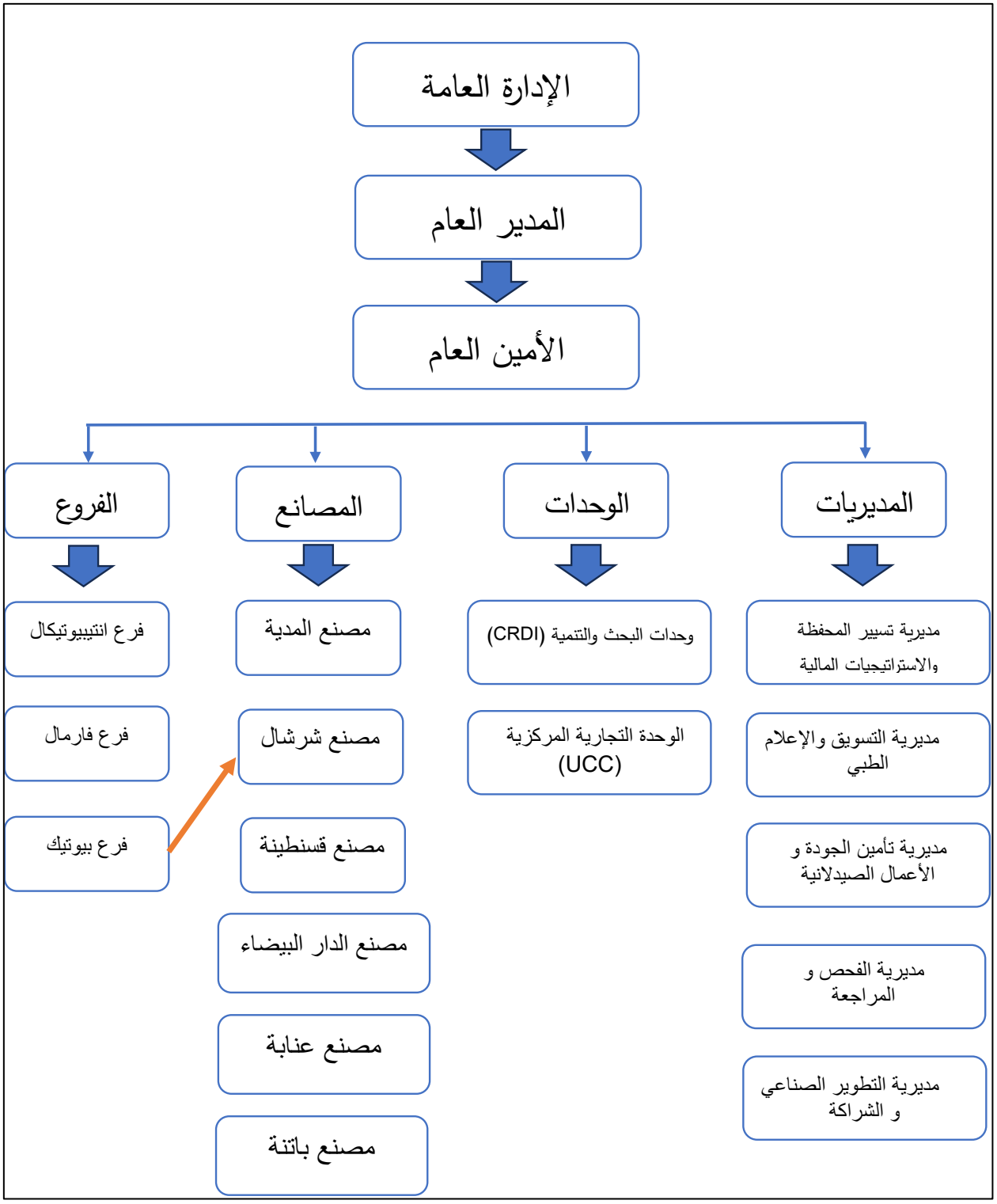
- يشرف مجمع صيدال كذلك على عمليات النقل والإمداد ضمن سلسلة التوريد المتعلقة بالمواد الأولية وتوزيع الأدوية.

2/ الهيكلة الإدارية لمجمع صيدال:

نظرا لأن مجمع صيدال ينشط ضمن بيئة صناعية شديدة التنافسية وفي ظل سعيه الدائم لمواكبة التحولات المتسارعة التي تشهدها سوق الأدوية، انتهج المجمع سياسة إعادة هيكلة شاملة، ارتكزت على تبني مخطط تنظيمي يتماشى مع المتطلبات الصناعية والإقتصادية الجديدة، بما يزيد قدرته على الإستجابة الفعّالة للتغيرات الراهنة والمستمرة في السوق، كما يوضحه الشكل التالي:

[159] الموقع الرسمي لمجمع صيدال، متاح على الرابط: https://saidalgroup.dz

الشكل رقم (08):الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال



المصدر: مصادر داخلية خاصة بمجمع صيدال.

يمكن التفصيل في الهياكل المكونة لمجمع صيدال الموضحة في الشكل أعلاه فيما يلي:

1. الإدارة العليا:

تعتبر الإدارة العليا في مجمع صيدال بمثابة المصدر الأول والأخير للسلطة إذ تتولى مسؤولية إدارة أهداف المجمع وسياساته وإستراتيجياته العامة، وتتكون من هيئتين أساسيتين هما[160]:

- **الرئيس المدير العام،** الذي يعد أعلى سلطة إدارية ويتولى تحديد الإستراتيجيات العامة وتوجيه السياسات إلى المديرين، وتمثيل المجمع داخليا وخارجيا إلى جانب إشرافه على مجلس الإدارة الذي يضم تسعة أعضاء مكلفين بتقييم أنشطة المجمع سنويا وتحديد مخططاته المستقبلية كما يسهر على تنظيم مختلف نشاطاته بما في ذلك الشراكات.

- **الأمين العام،** فهو المسؤول الثاني في هرم التسيير ويضطلع بدور محوري في التنسيق والمساهمة في دعم عملية اتخاذ القرار بإعتباره جزءا من الجهاز الإستراتيجي الذي يعزز فعالية الأداء الإداري داخل المجمع.

2. المديريات: وتضم:

- **مديرية تسيير المحفظة وإستراتيجيات المالية:**

تتولى هذه المديرية دورا محوريا في إدارة الشؤون المالية للمجمع إذ تشمل مهامها الإشراف على وضع وتنفيذ الإستراتيجيات المالية وتسيير الميزانية بما يضمن الإستخدام الأمثل للموارد، كما تتولى مسؤولية المحاسبة المالية وتأمين التمويل على المدين المتوسط والطويل، بما يتوافق مع إحتياجات المجمع وخططه الإستثمارية، وإلى جانب ذلك تتابع المديرية محفظة الأوراق المالية للمجمع في السوق الثانوي بهدف تحقيق التوازن بين العائد والمخاطر ودعم الإستقرار المالي لصيدال.

- **مديرية التسويق والإعلام الطبي:**

تتولى هذه المديرية مهمة وضع وتنفيذ إستراتيجية التسويق والإعلام الطبي بما يتماشى مع الأهداف الإستراتيجية للمجمع وذلك من خلال تطوير دراسات السوق التي تمكن من فهم إحتياجات الزبائن وتوجهات السوق الدوائية، كما تشرف على إعداد مجلة صيدال والنشرة الداخلية

[160] إكرام قمري، دور إستراتيجية الشراكة الأجنبية في تحسين القدرات التنافسية للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة مجمع صيدال، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2023، ص 209.

للمجمع بما يضمن تواصلا فعالا مع مختلف الفئات المستهدفة داخليا وخارجيا، وإضافة إلى ذلك تعمل المديرية على إنشاء وتطوير شبكة وطنية من المدربين الطبيين تضم أطباء وصيادلة وأطباء بيطريين وجراحي أسنان بهدف دعم الترويج العلمي والتقني لمنتجات المجمع عبر كامل التراب الوطني.

- **مديرية تأمين الجودة والأعمال الصيدلانية:**

تعتبر هذه المديرية وحدة تقنية متخصصة تتولى مهمة مراجعة ملفات تصنيع الأدوية لضمان مطابقتها للمعايير التقنية والتنظيمية المعتمدة، كما تشرف على مراقبة أنشطة وحدات البحث والتطوير، وتقديم التوجيهات اللازمة لضمان تشكيل المنتجات الصيدلانية المطابقة للأصل من حيث الفعالية والجودة، ويأتي ذلك في إطار دورها الإستراتيجي في دعم نظم تأمين الجودة وضمان إلتزام المجمع بأعلى معايير الممارسات التصنيعية الجيدة (GMP) والمتطلبات التشريعية الوطنية والدولية.

- **مديرية الفحص والمراجعة:**

تختص هذه المديرية بمهام مراقبة التسيير وفحص مختلف الحسابات المالية للمجمع بما يضمن دقة البيانات وشفافية العمليات المحاسبية كما تشرف على تقييم ومراجعة الأنشطة المرتبطة بالتسويق فضلا عن القيام بعمليات التحليل والتركيب لإستنتاج المؤشرات الجوهرية التي تسهم في تحسين الأداء العام للمجمع.

- **مديرية التطوير الصناعي والشراكة:**

تقوم هذه المديرية بمسؤولية الإشراف على كافة الأنشطة المرتبطة بالتطوير الصناعي داخل المجمع مع التركيز على تنمية القدرات الإنتاجية وتحسين التكنولوجيا المعتمدة، كما تعنى بتعزيز سياسة الإستثمار في الشراكات سواء على الصعيد الوطني من خلال التعاون مع المتعاملين المحليين، أو على المستوى الدولي عبر عقد شراكات إستراتيجية مع أطراف أجنبية، ويهدف هذا التوجه إلى دعم تموضع المجمع في الأسواق العالمية ودعم قدرته التنافسية من خلال نقل الخبرات والتقنيات وتوسيع آفاق النشاط التجاري والصناعي.

3. الوحدات: وتشمل[161]:

- **مركز البحث والتنمية (CRD):**

يقع المقر الرئيسي لمركز البحث والتنمية التابع لمجمع صيدال في المحمدية – الحراش مدعوما بوحدة مخصصة للبحث والتسويق الطبي، وتتمثل مهامه الجوهرية في تطوير الأدوية الجديدة بما يتماشى مع المعايير العلمية والإبتكارات الصيدلانية الحديثة، إلى جانب تنفيذ مشاريع بحثية متبوعة بأبحاث أساسية في المجال الدوائي، بهدف تحسين المعرفة وتوسيع قاعدة الإبتكار، كما يسعى المركز إلى تلبية حاجيات السوق المحلي من الأدوية والمواد الصيدلانية بما يدعم الأمن الدوائي الوطني ويدعم القدرة التنافسية للمجمع على المدى الطويل.

- **الوحدات التجارية المركزية (UCC):**

تأسست الوحدات التجارية المركزية لمجمع صيدال بداية من سنة 1996 لتكون الجهة المتخصصة في تسويق الأدوية والمنتجات الصيدلانية، إضافة إلى تسويق المنتجات المصنعة من قبل شركات أخرى متعاقدة مع المجمع وتعنى هذه الوحدات بدور محوري في توجيه الإنتاج بما يتوافق مع متطلبات السوق من خلال التنسيق المستمر بين مراكز التوزيع وضمان إنسيابية الإمدادات، وهي تتكون من ثلاث وحدات موزعة عبر التراب الوطني والتي تتمثل في: وحدة البيع الوسط ووحدة البيع الشرق ووحدة البيع الغرب.

- **مركز التكافؤ الحيوي:**

يعد هذا المركز أول منشأة متخصصة في الجزائر تتولى إجراء دراسات التكافؤ الحيوي حيث ينصب دوره في إثبات التماثل بين الأدوية الجنيسة والأدوية الأصلية من حيث الفعالية والأمان، وتتمثل مهمته الأساسية في تنفيذ دراسات علمية دقيقة لصالح الشركات المصنعة للأدوية الجنيسة الراغبة في إثبات فعالية منتجاتها بما يتيح إعتمادها كبدائل مكافئة للأدوية الأصلية، كما ويساهم المركز في تمكين الأدوية المنتجة محليا من ولوج الأسواق العالمية من خلال إستيفاء المتطلبات العلمية والتنظيمية الدولية، مما يحسن القدرة التنافسية ليس لمجمع صيدال فحسب وإنما لكامل الصناعة الدوائية الوطنية ويدعم إستراتيجية الأمن الدوائي.

[161] الموقع الرسمي لمجمع صيدال، متاح على الرابط: https://saidalgroup.dz

4. المصانع:

يضم مجمع صيدال شبكة صناعية متكاملة تتكون من 6 وحدات إنتاجية موزعة جغرافيا عبر مناطق مختلفة من البلاد، ويمكن عرض هذه الوحدات على النحو التالي:

- **مصنع المدية:**

مصنع المدية المعروف بوحدة Antibiotical هو أحد أهم أذرع الإنتاج في مجمع صيدال حيث يختص بتصنيع المضادات الحيوية بنوعيها البنسيلينية وغير البنسيلينية، ويتولى كذلك إنتاج المواد الأولية VRAC بطاقة إنتاجية سنوية تصل إلى حوالي 750 طن، ما يجعله ركيزة أساسية في تلبية إحتياجات السوق المحلية كما يضم المصنع ورشات للتعبئة والتغليف ومختبرا متطورا لمراقبة الجودة ما يضمن مطابقة المنتجات للمعايير الدوائية الدولية.

- **مصنع شرشال:**

يقع مصنع شرشال بولاية تيبازة وهو تابع لفرع Biotic ويتميز بوجود ثلاث ورش إنتاجية متخصصة في تصنيع الأشكال الصلبة مثل الأقراص والكبسولات والمساحيق، إلى جانب السوائل الدوائية مثل الشرابات والمحاليل القابلة للشرب كما يحتضن المصنع تجهيزات لإنتاج محاليل خاصة بعمليات تصفية الدم مما يمنحه دورا إستراتيجيا في إنتاج الأدوية الموجهة لعلاج أمراض الكلى.

- **مصنع قسنطينة:**

يضم مصنع قسنطينة وحدات إنتاجية متخصصة ضمن فرعي Pharmal وBiotic، ويحتوي المصنع على قسم لإنتاج الأشكال السائلة خاصة الشرابات الطبية وذلك بطاقة إنتاجية تقارب 10 ملايين وحدة سنويا، ويحتوي أيضا على خط إنتاج متطور للأنسولين بمختلف أنواعه (البطيء، السريع، والأساسي) سواء في شكل أقلام حقن أو قوارير وهو ما يدعم إستقلالية الجزائر في إنتاج الأدوية الحيوية لمرضى السكري.

- **مصنع الدار البيضاء:**

يقع مصنع الدار البيضاء بالعاصمة الجزائرية وهو مصنع تابع لفرع Pharmal ويعتبر من الوحدات الصناعية متعددة الأشكال الدوائية، حيث ينتج الأقراص والبودرة والمحاليل وغيرها من

التركيبات بطاقة إنتاجية تفوق 40 مليون وحدة سنويا ومن خصائص هذا المصنع أنه يتميز بمرونة إنتاجية مما يسمح له بتغطية جزء مهم من الطلب المحلي على الأدوية الأساسية.

- **مصنع عنابة:**

يتبع مصنع عنابة بدوره فرع Pharmal ويركز نشاطه على إنتاج الأشكال الصلبة من الدواء وخاصة الأقراص، بطاقة إنتاجية سنوية تصل إلى حوالي 5 ملايين وحدة بيع، ويلعب المصنع دورا مكملا لباقي الوحدات الإنتاجية في المجمع من خلال تلبية إحتياجات منطقة الشرق الجزائري وتخفيف الضغط عن المصانع الكبرى في العاصمة والمدية.

- **مصنع باتنة:**

يعتبر مصنع باتنة مشروعا إستراتيجيا لمجمع صيدال في مجال إنتاج المواد الأولية الدوائية ففي الوقت الحالي يحتوي على مركز توزيع وتخزين بسعة 12 مليون وحدة ويخدم ولايات الشرق والجنوب الشرقي، وقد شرع المجمع في إنجاز ثلاث وحدات إنتاجية جديدة بالموقع: الأولى لإنتاج كريستالات الأنسولين بطاقة 1500 كغ سنويا والثانية لإنتاج مادة أولية للباراسيتامول وحمض الساليسيليك بطاقة 2000 طن سنويا، والثالثة لإنتاج مواد أولية لأدوية القلب والسكري والإلتهابات بطاقة 4 أطنان سنويا، ومن المتوقع حسب مصادر داخلية من المجمع أن تبدأ هذه الوحدات الإنتاج خلال الفترة (2025–2026) ما سيجعل المصنع الأول من نوعه في إفريقيا في هذا المجال.

5. الفروع: ويضم:

- **فرع Antibiotical:**

يشمل مركب المضادات الحيوية بالمدية، الذي انطلقت به عملية الإنتاج سنة 1988 ومن المنتوجات التي ينتجها هذا المركب نذكر منها: المراهم الأقراص الحقن... الخ، إضافة إلى إنتاج بعض المواد التامة الصنع والمواد الأولية.

- **فرع Pharmal:**

يقع المقر الإجتماعي لفرع فارمال بالدار البيضاء ويضم ثلاث وحدات إنتاجية رئيسية: تتمثل الأولى في وحدة الدار البيضاء التي يعود تاريخ إنشائها إلى ستينيات القرن الماضي، أما وحدة

قسنطينة فقد انضمت إلى مجمع صيدال سنة 1998 وهي متخصصة في إنتاج مضادات السعال، في حين تركز وحدو عنابة التي إلتحقت بالمجمع في نفس السنة على إنتاج الأقراص، المراهم، معجون الأسنان، والمحاليل، مما يعكس تنوع النشاط الإنتاجي للفرع وقدرته على تغطية أصناف دوائية متعددة.

- **فرع Biotic:**

يقع المقر الإجتماعي لفرع بيوتيك بالحراش ويضم ثلاث وحدات إنتاجية متخصصة هي: وحدات جسر قسنطينة التي بدأت نشاطها سنة 1984 وتختص في إنتاج الأقراص والمراهم ووحدات الحراش التي أنشئت سنة 1971 وتعد من أقدم الوحدات التابعة للمجمع وتنتج الأقراص والمحاليل، إضافة إلى وحدات شرشال التي انضمت حديثا إلى المجمع وتتخصص في إنتاج محاليل تصفية الدم مما يعكس تنوع وتكامل النشاط الإنتاجي لهذا الفرع في مجالات دوائية متعددة.

الفرع الثاني: أهمية مجمع صيدال وأهدافه:

نسعى من خلال هذا المطلب إلى إبراز أهمية مجمع صيدال في دعم وتطوير صناعة الدواء في الجزائر والتوقف عند الأهداف الإستراتيجية التي يسعى إلى تحقيقها بما يضمن دعم مكانته كمؤسسة وطنية رائدة على المستويين الصحي والإقتصادي.

أولا: أهمية مجمع صيدال:

كما سبق وذكرنا مجمع صيدال هو أحد الأعمدة الإستراتيجية ليس فقط بالنسبة لمنظومة الأمن الدوائي والصناعي للدولة فحسب بل لفائدة الإقتصاد الوطني الجزائري ككل، حيث تأسس المجمع ليكون رائدا في تصنيع الأدوية على المستوى المحلي وتقليص التبعية للخارج لكنه تجاوز هذا الدور ليصبح فاعلا إقتصاديا وصناعيا مؤثرا في مستويات متعددة.

1. الأهمية الصحية والسيادية:

نظرا لأن مجمع صيدال يمثل ركيزة أساسية في منظومة الأمن الصحي الوطني فهو يعتبر خط الدفاع الأول التي تعتمده الدولة لتحقيق السيادة الصحية للجزائر من خلال توفير طيف واسع

من الأدوية الأساسية والمستحضرات الحيوية التي تلبي جزءا كبيرا من إحتياجات السوق المحلية وبأسعار لا تتناسب مع القدرات الإستهلاكية للمواطنين، حيث تبرز هذه الأهمية بصورة خاصة في أوقات الأزمات الصحية كما حدث خلال جائحة كورونا covid-19، أين تولى المجمع مهمة ضمان إستمرارية تزويد السوق بالأدوية الحيوية وتقليل آثار الإضطرابات التي أصابت سلاسل الإمداد العالمية، ويعكس هذا الدور المكانة الإستراتيجية للمجمع كمؤسسة ذات إرتباط مباشر بالأمن القومي الصحي وهو ما يجعله مهما ليس فقط كفاعل إقتصادي فحسب بل أيضا كدعامة سيادية لحماية صحة المواطنين وإستقرار المنظومة الصحية الوطنية.

2. الأهمية الصناعية والتكنولوجية:

يتمتع مجمع صيدال ببنية إنتاجية متكاملة ومتطورة تتجسد في شبكة من المصانع الموزعة جغرافيا عبر مختلف مناطق البلاد الأمر الذي يتيح له تنويع محفظة منتجاته من الأدوية وضمان تلبية الطلب على المستويين المحلي والإقليمي، وقد أولى المجمع أهمية خاصة لنقل التكنولوجيا وتوطينها من خلال تطوير قدراته على إنتاج المواد الصيدلانية الفعالة محليا الأمر الذي ساعد على تقليل التبعية للإستيراد ويساهم في دعم الإستقلالية الصناعية، كما خطا خطوات متقدمة نحو المنتجات البيوتكنولوجية في إطار إستراتيجية موجهة نحو الإبتكار وتبني التقنيات الحديثة في التصنيع الدوائي وهو ما يرسخ موقعه كمحرك رئيسي للتجديد التكنولوجي والنمو المستدام في الصناعة الصيدلانية الجزائرية.

3. الأهمية الإقتصادية:

يشكل مجمع صيدال فاعلا إقتصاديا رئيسيا في الصناعة الصيدلانية الجزائرية وهو ما تؤكده المؤشرات المالية والإنتاجية المحققة خلال السنوات الأخيرة. ففي سنة 2023، سجل المجمع نموا في رقم الأعمال بنسبة 35%، مرتفعا من 14.6 مليار دينار جزائري في 2022 إلى 19.5 مليار دينار، كما ارتفع حجم الإنتاج من نحو 107 ملايين وحدة بيع إلى 130 مليون وحدة، مع إنتاج 160 دواء، من بينها 80 منتجا لم تكن متوفرة في السوق من قبل[162]، وفي سنة 2024 واصل

[162] تقرير مجلس الإدارة لمجمع صيدال للسنة 2023.

المجمع منحاه التصاعدي إذ بلغ رقم الأعمال حوالي 22.2 مليار دينار، بنسبة نمو تجاوزت 21% مقارنة بعام 2023 فيما ارتفع الإنتاج إلى 131.6 مليون وحدة بيع أي ما يعادل أكثر من 105% من الأهداف المسطرة[163]، وتشير التوقعات إلى أن رقم الأعمال قد يصل مع نهاية 2024 إلى نحو 23 مليار دينار على أن يقفز خلال سنة 2025 إلى ما بين 32 و35 مليار دينار، مدفوعا بسياسات إستثمارية جديدة وإفتتاح خطوط إنتاج مبتكرة للمنتجات والمواد الأولية الأمر الذي يدعم قدرة المجمع على تحقيق النمو المستدام وتوسيع حصته السوقية محليا وإقليميا.

إلى جانب أدائه المالي والإنتاجي يساهم مجمع صيدال في تقليص فاتورة إستيراد الأدوية من خلال توطين إنتاج المواد الأولية محليا، بما في ذلك المضادات الحيوية والأنسولين وأدوية السرطان وحسب وكالة الأنباء الجزائرية فإن التقديرات تشير إلى أن هذه المبادرات ستؤدي بحلول سنة 2026 إلى خفض فاتورة الإستيراد بنحو 1.1 مليار دولار، من إجمالي واردات دوائية يبلغ حاليا حوالي 2.9 مليار دولار سنويا، وتعتبر وحدة إنتاج المضادات الحيوية بالمدية نموذجا بارزا لهذه السياسة إذ تبلغ طاقتها الإنتاجية حوالي 850 مليون دولار سنويا في حين لا يتجاوز الطلب المحلي 250 مليون دولار، ما يتيح إمكانية تصدير ما يصل إلى 75% من إنتاجها وبالتالي تحسين عائدات التصدير ودعم الميزان التجاري الوطني.

كما تمثل المشاريع الصناعية الجديدة في ولايات باتنة وسطيف وقسنطينة خطوة إستراتيجية نحو رفع مستوى الإنتاج المحلي من الأدوية والمواد الفعالة الحيوية المتطورة، بما يرفع مستويات الأمن الدوائي ويقوي القدرة التنافسية للصناعة الصيدلانية الجزائرية في الأسواق الإقليمية والدولية.

4. الأهمية الإستراتيجية والبحثية:

لا يقتصر الدور المحوري لمجمع صيدال على الجانب الإنتاجي فحسب بل يمتد ليشمل بعدا إستراتيجيا وبحثيا عميقا، إذ يعمل على تطوير منتجات دوائية مبتكرة من خلال إستثمارات متواصلة في البحث والتطوير وبناء شراكات فاعلة مع الجامعات الوطنية ومراكز البحث العلمي

[163] بتصرف من الباحث نقلا عن: مجمع صيدال يسجل زيادة في رقم الأعمال بنسبة تفوق 20 في المئة، جريدة الأنصار، متاحة على الرابط: https://www.annasronline.com/

المتخصصة، هذه الشراكات تساعد في نقل التكنولوجيا وتوطين المعرفة الدوائية والصيدلانية، إضافة إلى تطوير صيغ دوائية متقدمة تلبي المعايير الدولية.

لذلك يعد المجمع نموذجا للمؤسسات العمومية التي تحقق توازنا بين الأهداف الإقتصادية المتمثلة في تحقيق النمو والربحية، والأهداف الإجتماعية المتمثلة في ضمان الأمن الدوائي للمواطن، وذلك في إطار إستراتيجية وطنية تهدف إلى بناء صناعة صيدلانية متكاملة وقادرة على المنافسة إقليميا ودوليا.

ثانيا: أهداف مجمع صيدال:

يطمح مجمع صيدال بإعتباره الفاعل الرائد في إنتاج الأدوية والمستحضرات الصيدلانية في السوق الجزائرية إلى دعم موقعه على المستوى الوطني وترقيته إلى مصاف الفاعلين الدوليين في الصناعة الدوائية، ولتحقيق هذه الغاية وضع المجمع مجموعة من الأهداف الإستراتيجية التي تعكس توجهاته التنموية بعيدة المدى وتشمل ما يلي[164]:

- تحقيق الأمن الدوائي الوطني (Assurance médicale) من خلال ضمان توفر الأدوية الأساسية والمستحضرات الحيوية، وتقليص الإعتماد على الاستيراد؛
- استهداف الحضور الوطني والإقليمي مع العمل على إختراق الأسواق العالمية وتثبيت موقع فعال في سلاسل القيمة الدولية؛
- تحقيق الإرضاء الكلي والمستدام للزبائن عبر إنتهاج سياسة متكاملة لإدارة الجودة والنوعية بشكل تدريجي ومتواصل؛
- تنويع محفظة المنتجات من الأدوية وذلك من خلال تبني سياسة بحث وتطوير جديدة خاصة في مجال الأدوية الجنيسة، من أجل تلبية إحتياجات السوق المحلية والخارجية؛
- تطوير الشراكات الدولية مع كبريات المخابر العالمية عبر مشاريع مشتركة وعقود شراكة أو إتفاقيات تصنيع بما يضمن نقل التكنولوجيا وتوطينها؛
- توظيف البحث العلمي بالتعاون مع كليات الصيدلة ومراكز البحث المحلية والأجنبية بما يسهم في دعم الإبتكار وتوسيع قاعدة الإنتاج الوطني؛

[164] الموقع الرسمي لمجمع صيدال، متاح على الرابط: https://saidalgroup.dz

- التقليص من حجم الواردات عبر توسيع الإستثمارات في إنتاج المواد الأولية والمنتجات النهائية محليا؛
- التوسع في النشاطات التجارية والصناعية من خلال الإنتاج والإستيراد والتصدير وتسويق الأدوية والمنتجات الصيدلانية والمواد الكيميائية سواء في شكل مواد أولية أو نصف مصنعة أو جاهزة موجهة للإستخدام البشري أو البيطري؛
- ضمان تنافسية الأسعار والجودة بما يحسن موقع المجمع في الأسواق المحلية والدولية؛
- المشاركة في الأنشطة الصناعية والتجارية ذات الصلة بإنشاء منظمات جديدة أو فروع إنتاجية تسهم في خلق مناصب شغل؛
- الحفاظ على الحصة السوقية الوطنية وتوسيعها كمدخل أساسي نحو الإنفتاح على الأسواق الخارجية وتحقيق النمو الإقتصادي والمالي المستدام؛
- مراعاة متطلبات الصحة العمومية الوطنية كجزء من المسؤولية الاجتماعية للمجمع.

وفي إطار تحقيق هذه الأهداف أعد المجمع مخططا إستراتيجيا متكاملا يرتكز فيه على إدماج التكنولوجيا الحديثة ومواكبة التقدم العلمي، كما جاء في تصريح مدير ضمان الجودة بالمجمع الذي أكد إلتزام صيدال بتحسين سمعته وسمعة منتجاته عبر تبني أساليب تسيير فعّالة، وتوفير الإمكانيات اللازمة للإدارة المثلى والإنتاج المتميز مع الحفاظ على مسؤولياته تجاه الزبائن والعمال والشركاء والمحيط الإقتصادي والإجتماعي.

وتترجم إستراتيجية المجمع إلى هدفين محوريين:

- **الهدف الأول:** إدماج التكنولوجيا الجديدة في الصناعة الدوائية ومسايرة التطور العلمي المستمر، وهو ما يتجسد في إبرام شراكات مع كبريات المخابر العالمية للإستفادة من خبراتها التقنية والعلمية؛
- **الهدف الثاني:** إعتماد أساليب تسيير فعالة قادرة على التحكم في جميع أنشطة المجمع والحد من الهدر ورفع الكفاءة الإنتاجية والتسويقية مع تبني نظام ضمان الجودة الإدارية العالمية ISO في أربعة مواقع رئيسية هي: المديرية العامة للمجمع، وحدة جسر قسنطينة التابعة لفرع بيوتيك ومركز البحث والتطوير ومركب المضادات الحيوية بالمدية.

ويعتمد المجمع في تنفيذ هذه التوجهات على ثلاثة أطر زمنية للتخطيط:

- **المدى القصير:** مخطط تشغيلي لمعالجة الأولويات الفورية؛
- **المدى المتوسط:** برنامج تطويري لتعزيز القدرات الإنتاجية والتسويقية؛
- **المدى الطويل:** مخطط إستراتيجي شامل لضمان النمو المستدام ودعم التنافسية الدولية.

الفرع الثالث: إستراتيجية صيدال في ظل الإدارة المالية القائمة على القيمة:

يعتمد مجمع صيدال على فلسفة إدارية ترتكز على مبدأ "**القيمة**" أي أن جميع القرارات الإستثمارية والإنتاجية والتجارية التي يقوم بإتخاذها تتمحور حول سؤال أساسي: **كيف يمكن لهذا القرار أن يزيد من القيمة الكلية للمجمع على المدى الطويل؟** وهذا التوجه يتناسب مع ما جاء في صلب المدرسة الحديثة في الإدارة المالية القائمة على القيمة والتي ترى أن نجاح المؤسسة يقاس بقدرتها على خلق قيمة إقتصادية وإجتماعية مستدامة وليس فقط بتحقيق أرباح آنية.

وتعتمد إستراتيجية مجمع صيدال في خلق القيمة على عدة ركائز أساسية قائمة على رؤية شمولية تجمع بين متطلبات الكفاءة الإقتصادية والمسؤولية الإجتماعية حيث يأتي الأمن الدوائي في مقدمة هذه الركائز بإعتباره الهدف الأول لصيدال وضمانة إستراتيجية لتأمين إحتياجات السوق الوطنية من الأدوية الأساسية وتقليل التبعية للإستيراد، وهو ما يمنح المجمع مكانة قوية في السوق وقدرة تفاوضية عالية أمام الموردين والشركاء الدوليين. ويعزز هذا التوجه إعتماد المجمع على التكامل الرأسي في سلسلة القيمة، إذ تسيطر صيدال على مختلف مراحل الإنتاج بدءا من تصنيع المواد الفعالة (API)، مرورا بالتركيب والتعبئة ووصولا إلى التوزيع، مما يتيح لها التحكم الكامل في جودة المنتجات، خفض التكاليف، وتسريع الوصول إلى السوق.

وفي سياق تعزيز التنافسية، يشكل الإبتكار والتطوير التكنولوجي محورا رئيسيا من خلال الإستثمار في البحث العلمي وتطوير التكنولوجيا الحيوية وإنتاج الأدوية الجنيسة عالية القيمة المضافة، الأمر الذي يساعد على ضمان إستمرارية التفوق والريادة. كما تنتهج صيدال سياسة تنويع الأسواق لتوسيع قاعدة عملائها والإنتقال من الإعتماد الحصري على السوق المحلية إلى الحضور الفعال في أسواق إفريقيا والشرق الأوسط، الأمر الذي يساهم في تنويع مصادر الإيرادات وتقليل المخاطر المرتبطة بتقلبات السوق. وتواكب هذه التوجهات عملية التحول الرقمي، التي

تهدف إلى رقمنة أنظمة التخطيط والإنتاج والتوزيع لزيادة الشفافية وسرعة إتخاذ القرار وتقليل الفاقد، مع الإستفادة من تقنيات التحليل البياني للتنبؤ بالطلب وتحسين إدارة المخزون.

وتكتمل هذه الركائز من خلال دمج المسؤولية الإجتماعية والإستدامة في صلب الإستراتيجية عبر إنتاج أدوية بأسعار مناسبة والإلتزام بالمعايير البيئية في التصنيع إلى جانب الإستثمار في تكوين الكفاءات المحلية مما يخلق قيمة بشرية ومعرفية تدعم إستمرارية المجمع وتدعم قدرته على خلق قيمة إقتصادية وإجتماعية مستدامة على المدى الطويل.

وبالتالي إستراتيجية مجمع صيدال في خلق القيمة تتجاوز البعد الضيق لتحقيق الأرباح لتتجسد في خلق القيمة في إطار شامل يربط بين أهدافه الإقتصادية ودوره التنموي، بل وتمتد إلى بناء قدرة تنافسية طويلة الأمد تدعم إستقرار المجمع ونموه من خلال تحقيق التكامل بين الأبعاد التكنولوجية والتنظيمية والإجتماعية، الأمر الذي يمكن صيدال من تطبيق مفهوم الإدارة المالية القائمة على القيمة بطريقة واقعية حيث تصبح القيمة الناتج الطبيعي لإستدامة الإبتكار وكفاءة العمليات وتطوير رأس المال البشري، مما يرسخ موقعها كمؤسسة وطنية رائدة توازن بين الجدوى الإقتصادية والإلتزام بالمسؤولية الاجتماعية.

المطلب الثالث: تشخيص الأداء المالي والهيكلي لمجمع صيدال في ظل الإدارة المالية القائمة على القيمة

في ظل التحديات الإقتصادية المتعددة التي فرضتها جائحة كورونا، أضحت المؤسسات المدرجة في البورصة على غرار مجمع صيدال مطالبة بإعادة النظر في نماذجها المالية والتشغيلية وتبني مقاربات حديثة تركز على خلق القيمة المالية المستدامة بدلا من الإقتصار على المؤشرات التقليدية الظرفية، وتعتبر الإدارة المالية القائمة على القيمة إحدى أبرز المداخل الحديثة التي تسعى إلى مواءمة أهداف النمو المالي طويل الأمد مع استدامة الموارد وذلك من خلال تحسين استخدام رأس المال وتحقيق عوائد تفوق تكلفة هذا الأخير. و بإعتبار أن النمو المالي المستدام هو أقصى حد من الإنتاج تحققه المؤسسة .

الفرع الأول: تشخيص الأداء المالي لمجمع صيدال:

يشكل تشخيص الأداء المالي لمجمع صيدال خلال الفترة من 2014-2024 بإعتباره إحدى أهم المؤسسات الصناعية المدرجة في البورصة الجزائرية، خطوة أساسية في تقييم مدى توافق أدائه مع مبادئ الإدارة المالية القائمة على القيمة، وسيتم الإعتماد في ذلك على مجموعة من المؤشرات كالتالي:

أولا: مؤشرات الربحية:

يعتبر تحليل مؤشرات الربحية من المداخل المحورية لفهم قدرة أي مؤسسة على تحقيق نتائج مالية إيجابية، وعلى خلق فائض إقتصادي يعكس جودة القرارات الإدارية في ظل الضغوط الإستثنائية مثل التي فرضتها الجائحة، وعليه سنحاول تحليل أهم مؤشرات الربحية لمجمع صيدال.

1. هامش الربح التشغيلي:

لمؤشر هامش الربح التشغيلي أهمية كبيرة في إطار تقييم دور الإدارة المالية القائمة على القيمة في مجمع صيدال فهو يعكس مدى قدرة المجمع على توليد الأرباح من أنشطته التشغيلية الأساسية بعيدا عن العوامل غير التشغيلية كالضرائب والفوائد، فهو يمثل نسبة الأرباح التي يحتفظ بها صيدال من كل وحدة نقدية من الإيرادات بعد خصم كافة التكاليف التشغيلية كالرواتب والإيجارات والمصاريف الإدارية وغيرها، وذلك قبل إحتساب الفوائد والضرائب[165]، ويتم حساب هذا المؤشر من خلال العلاقة التالية[166]:

$$\text{هامش الربح التشغيلي} = \frac{\text{الربح التشغيلي}}{\text{رقم الأعمال}} \times 100$$

[165] Gallagher, Timothy J. Financial management: principles and practice. SAGE Publications, 2022, p 92.
[166] Berman K, Knight J, Case J. Financial intelligence for entrepreneurs: What you really need to know about the numbers. Harvard Business Press; 2008. P 137.

ويمكن تشخيص هذا المؤشر بالنسبة لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023) في الجدول التالي:

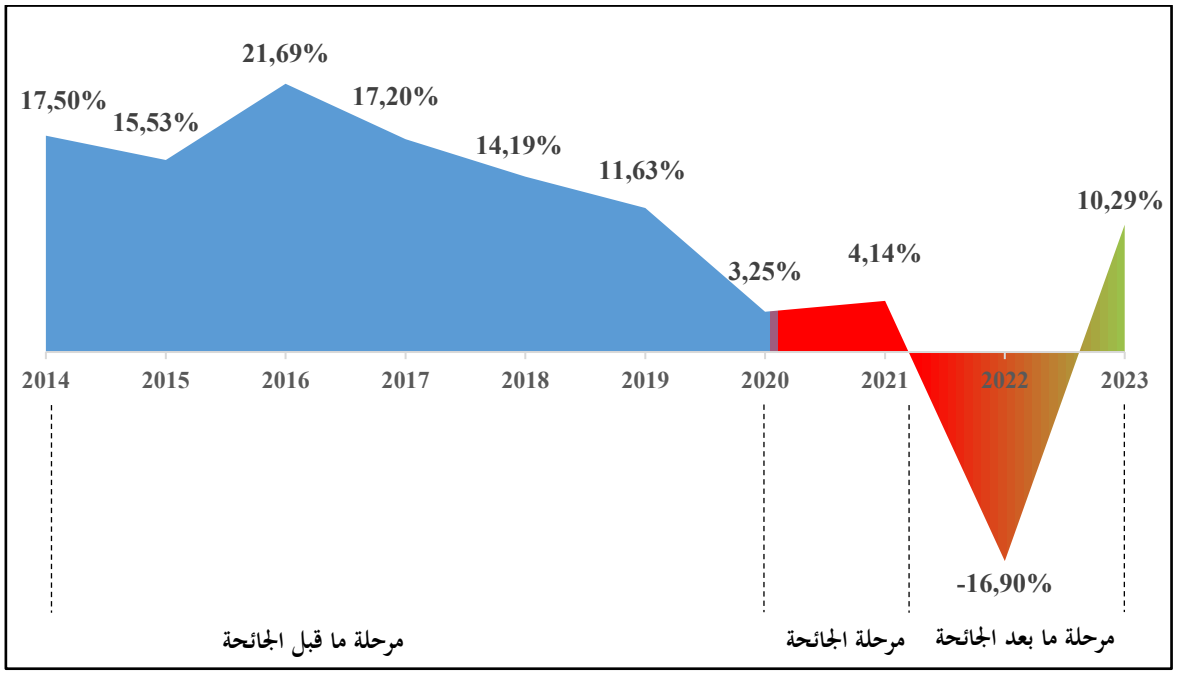
الجدول رقم (06): تحليل هامش الربح التشغيلي لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)

السنة	الربح التشغيلي	رقم الأعمال	هامش الربح التشغيلي
2014	1,601,730,792	9,154,174,239	**17.50%**
2015	1,476,440,803	9,507,148,649	**15.53%**
2016	2,084,517,394	9,609,290,222	**21.69%**
2017	1,653,284,999	9,610,663,720	**17.20%**
2018	1,365,880,330	9,627,669,617	**14.19%**
2019	1,009,857,592	8,680,696,449	**11.63%**
2020	296,636,233	9,124,250,542	**3.25%**
2021	389,858,774	9,426,372,552	**4.14%**
2022	(2,468,779,827)	14,604,338,438	**-16.90%**
2023	1,879,557,064	18,261,832,552	**10.29%**

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021 وبالإعتماد على التقارير السنوية لمجمع صيدال (2014-2023)

وللتوضيح أكثر لم نتمكن من الحصول على معلومات سنة 2024 حيث كانت المعلومات غير كافية و البيانات المالية شهدت تعارض و تباينات مختلفة و عليه لم تدرج في التشخيص للهيكل المالي.

الشكل رقم (09): تطور هامش الربح التشغيلي بمجمع صيدال خلال الفترة 2014-2023



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الجدول

يظهر الجدول والشكل أعلاه تحليلا لهامش الربح التشغيلي بمجمع صيدال طيلة الفترة (2014-2023)، حيث يلاحظ بروز ثلاثة مراحل مختلفة تعكس تباين الأداء التشغيلي للمجمع خلال هذه الفترة وتأثره بعدة عوامل داخلية وخارجية. ففي المرحلة الأولى (2014-2019) والتي تمثل مرحلة ما قبل جائحة كورونا، حيث يظهر أن مجمع صيدال قد حافظ على مستوى هامش إيجابي يتراوح بين 11% و21%، مع تسجيل ذروة أداء خلال سنة 2016 بنسبة بلغت 21.69%، وهو ما يدل على وجود فعالية تشغيلية خلال تلك الفترة، غير أن هذا الهامش بدأ يتراجع تدريجيًا إلى حدود 11.63% سنة 2019، وهو الأمر الذي يمكن إرجاعه إلى تزايد التكاليف أو إنخفاض هوامش المنتجات المسوقة أو حتى تغير في تركيبة رقم الأعمال نحو منتجات أقل ربحية.

تعد المرحلة الثانية (2020-2021) الأصعب من حيث الأداء التشغيلي فهي تمثل مرحلة إنتشار فيروس كورونا المستجد COVID-19، فمنذ بداية الجائحة سجلت صيدال أدنى هامش ربح موجب قدره 3.25%، لتشهد تحسنا طفيفا خلال السنة اللاحقة 2021 وذلك بإرتفاعه إلى 4.14%، وهذا الإنخفاض الحاد يعكس الأثر السلبي لجائحة كورونا على هوامش الربح التشغيلية

للمجمع، سواء من حيث تعطل سلاسل الإمداد أو إرتفاع تكاليف الإنتاج، أو ضعف الطلب في السوق المحلي والدولي، ويشير ذلك أيضا إلى هشاشة الهيكل التشغيلي للمجمع في مواجهة الصدمات وهنا تبرز أهمية تبني إدارة مالية مرنة قائمة على القيمة.

أما المرحلة الثالثة (2022–2023) فهي تشكل محطة حرجة في الأداء التشغيلي لهامش الربح، حيث تكبدت صيدال خسارة تشغيلية معتبرة خلال سنة 2022 قدرت بأكثر من 2.4 مليار دينار جزائري، وذلك بالرغم من إرتفاع رقم الأعمال إلى أكثر من 14 مليار دينار جزائري، مما أدى إلى تسجيل هامش ربح سلبي بلغ −16.90%، حيث يشير هذا الوضع المالي المتدهور إلى وجود خلل عميق في التسيير التشغيلي، والذي نرجعه إلى ضعف الرقابة على التكاليف وإتخاذ قرارات إستراتيجية غير فعالة خلال تلك الفترة. غير أن سنة 2023 شهدت نوعا من التعافي، إذ تمكن المجمع من إسترجاع هامش موجب بلغ قدره 10.29%، الأمر الذي يدل على بداية تصحيح المسار واستعادة جزء من الكفاءة التشغيلية.

ولأن الهدف من دراسة هذه المؤشرات هو إجراء مقارنة خلال هذه الفترات الثلاثة: ما قبل الجائحة (2014–2019)، فترة الجائحة (2020–2021)، وما بعد الجائحة (2022–2023)، فإننا سنلجأ لإستخدام مجموعة من المؤشرات الإحصائية تشمل المتوسط الحسابي، الوسيط، الإنحراف المعياري، بالإضافة إلى القيم الدنيا والعليا، وذلك للوقوف على أهم الفوارق بين هذه المراحل، كما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (07): مقارنة هوامش الربح التشغيلية لمجمع صيدال قبل/خلال/بعد جائحة كورونا

المؤشر	ما قبل الجائحة	خلال الجائحة	بعد الجائحة
المتوسط الحسابي	16.29%	3.70%	−3.31%
الإنحراف المعياري	3.15%	0.63%	19.20%
القيمة الدنيا	11.63%	3.25%	−16.90%
القيمة العليا	21.69%	4.14%	10.29%
الوسيط	16.37%	3.70%	−3.31%

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021

يتبين من خلال الجدول السابق أن النتائج قد أظهرت أن مجمع صيدال خلال **فترة ما قبل جائحة كورونا (2014-2019)** تميز بمستوى جيد نسبيا من ناحية الكفاءة التشغيلية، حيث بلغ المتوسط الحسابي لهامش الربح التشغيلي 16.29%، وبلغ الوسيط 16.37% وهو ما يعكس توازن الأداء بشكل عام، كما أن الإنحراف المعياري بلغ 3.15% فقط، مما يدل على إستقرار نسبي في هوامش الربح بين سنوات هذه الفترة.

أما خلال **فترة جائحة كورونا (2020-2021)**، فقد سجل المجمع تراجعا حادا في متوسط هامش الربح التشغيلي وذلك إلى 3.70% فقط، وهو ما يعكس تأثر المجمع بالقيود الصحية والإضطرابات في سلاسل التوريد. غير أن الإنحراف المعياري خلال هذه الفترة كان محدودا (0.63%)، مما يشير إلى أن هذا التراجع كان منتظما ومترقبًا دون تقلبات حادة.

وبالنسبة **لفترة ما بعد جائحة كورونا (2022-2023)**، فقد شهدت تقلبات حادة في الأداء وذلك ببلوغ متوسطها 3.31-%، وذلك راجع إلى تسجيل صيدال لخسائر تشغيلية كبيرة سنة 2022 بلغت 16.90-% كما سبق وذكرنا، تلتها بعد ذلك قفزة إيجابية في 2023 بهامش ربح بلغ 10.29% وقد انعكس هذا التذبذب في إرتفاع الإنحراف المعياري إلى 19.20%، وهو أعلى مستوى بين الفترات الثلاث مما يدل على عدم إستقرار مالي في مرحلة ما بعد الجائحة ربما بفعل التحولات الإستراتيجية أو تكاليف إعادة الهيكلة.

وكنتيجة لذلك يمكن القول بأن مرحلة ما بعد الجائحة بالنسبة لمجمع صيدال تعد الأخطر من حيث التقلبات وعدم اليقين المالي، في حين أن مرحلة ما قبل الجائحة جسّدت نمط تشغيلي أكثر توازن، أما مرحلة الجائحة فقد عكست وضع متأزم ولكن مستقرا نسبيا في حدوده الدنيا.

2. هامش صافي الربح:

هامش الربح الصافي يعد من بين أهم المؤشرات المالية التي تعكس الكفاءة الشاملة للمؤسسات في تحويل كل إيراداتها إلى أرباح صافية، وبالنظر لمجمع صيدال وكونه مؤسسة وطنية محورية في أحد القطاعات الصناعية الحيوية والمتمثلة في صناعة الأدوية، فإنه عند تبني إدارة مالية قائمة على خلق القيمة ودعم النمو المستدام، فإنه من الضروري تحليل هامش صافي الربح للمجمع من أجل الوقوف على مقدار الربح الذي يحققه من كل وحدة نقدية مباعة فهذا

المؤشر هو عامل شديد الأهمية خاصة في ظل الظروف المضطربة مثل تلك التي فرضتها جائحة كورونا، وعلى العموم يمكن حساب هذا المؤشر من خلال العلاقة التالية[167]:

$$\text{هامش صافي الربح} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{رقم الأعمال}} \times 100$$

ويمكن تشخيص هذا المؤشر بالنسبة لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023) في الجدول التالي:

الجدول رقم (08): تحليل هامش صافي الربح لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)

السنة	صافي الربح	رقم الأعمال	هامش صافي الربح
2014	1,385,942,685	9,154,174,239	15.14%
2015	1,172,407,473	9,507,148,649	12.33%
2016	1,614,727,609	9,609,290,222	16.80%
2017	1,433,341,329	9,610,663,720	14.91%
2018	1,292,124,259	9,627,669,617	13.42%
2019	806,029,107	8,680,696,449	9.29%
2020	253,900,683	9,124,250,542	2.78%
2021	375,935,251	9,426,372,552	3.99%
2022	(2,815,031,941)	14,604,338,438	-19.28%
2023	1,735,846,850	18,261,832,552	9.51%

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021 وبالإعتماد على التقارير السنوية لمجمع صيدال (2014-2023)

وللتوضيح أكثر يمكن الإستعانة بالشكل التالي:

[167] Baker, H. Kent, and Gary Powell. Understanding financial management: A practical guide. John Wiley & Sons, 2009, P 62.

الجدول رقم (09): مقارنة هامش صافي الربح لمجمع صيدال قبل/خلال/بعد جائحة كورونا

المؤشر	ما قبل الجائحة	خلال الجائحة	بعد الجائحة
المتوسط الحسابي	13.65%	3.39%	-4.89%
الإنحراف المعياري	2.63%	0.86%	20.36%
القيمة الدنيا	9.29%	2.78%	-19.28%
القيمة العليا	16.80%	3.99%	9.51%
الوسيط	14.17%	3.39%	-4.89%

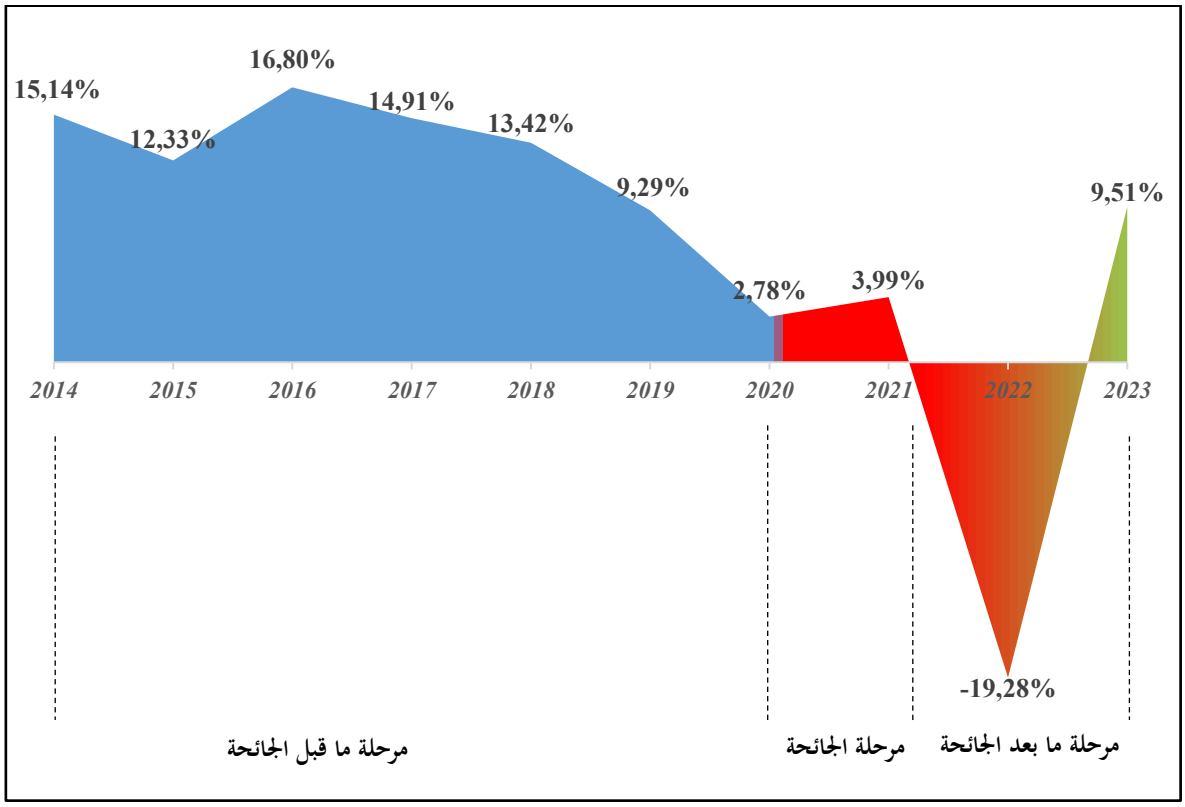
المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021

من خلال الجدول السابق يتبين أنه في **مرحلة ما قبل جائحة كورونا (2014-2019)**، بلغ المتوسط الحسابي لهامش صافي الربح 13.65% وهو مستوى يعكس مردودية مقبولة على صعيد صافي النتائج، كما بلغ الوسيط 14.17% وهو ما يشير إلى إستقرار نسبي في الوضع المالي لمجمع صيدال، في حين لم يتجاوز الإنحراف المعياري 2.63% وهو ما يدعم فرضية التوازن المالي قبل الأزمة الصحية العالمية، أما خلال **مرحلة الجائحة (2020-2021)**، فقد تراجع مؤشر هامش صافي الربح بشكل لافت ليسجل متوسطا قدره 3.39%، وهو ما يعكس التأثير المباشر للظروف الإستثنائية التي عاشتها صيدال في تلك الفترة سواء من حيث الإنتاج أو التسويق ومع ذلك فإن الإنحراف المعياري بقي محدودا (0.86%)، مما يشير إلى وجود تراجع منتظم في ربحية المجمع بعيدا عن التقلبات الحادة، وهو ما قد يدل على قدرته على إمتصاص الصدمة بشكل مؤقت.

غير أن الصورة تبدو أكثر تعقيدا في **مرحلة ما بعد الجائحة (2022-2023)**، حيث سجلت صيدال خسارة صافية كبيرة سنة 2022 الأمر الذي تسبب في إنخفاض هامش صافي الربح إلى -19.28%، فعلى الرغم من العودة إلى الربحية سنة 2023 بنسبة 9.51% إلا أن ذلك لم يمنع من تسجيل متوسط سلبي قدره -4.89%، وإنحراف معياري مرتفع بلغ 20.36% وهو الأعلى بين جميع الفترات، وهذا يظهر درجة عالية من التقلب وعدم الإستقرار المالي ويفتح الباب أمام تساؤلات إستراتيجية حول طبيعة القرارات المالية والهيكلية المتخذة خلال هذه المرحلة.

ما يمكن إستنتاجه من هذا التحليل هو أن هامش صافي الربح لمجمع صيدال قد تراجع بشكل خطير خلال وبعد جائحة كورونا، وأن المجمع قد واجه تحديات مالية عميقة أدت إلى اضطرابات كبيرة في نتائجه النهائية، ما يتطلب إعادة تقييم شاملة للسياسات التشغيلية والإستثمارية بغية تحقيق الإستدامة في الأرباح.

الشكل رقم (10): تطور هامش صافي الربح لمجمع صيدال خلال الفترة 2014-2023



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الجدول

يظهر الجدول والشكل السابقين تحليلا لتطور هامش صافي الربح لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)، حيث يلاحظ أنه خلال الفترة التي تسبق جائحة كورونا (2014-2019)، حيث حافظ مجمع صيدال على مستويات إيجابية من هامش صافي الربح تراوحت بين 9.29% و16.80%، مع تسجيل أعلى هامش في سنة 2016 بنسبة 16.80%، وهو ما يشير إلى حسن الظروف المالية لمجمع صيدال في تلك الفترة سواء من حيث التحكم في المصاريف أو الإستفادة من تحسن الإيرادات، غير أن المنحى العام للتطور قد شهد تراجع تدريجي بعد ذلك، إذ بلغ الهامش أدنى مستوياته في هذه المرحلة سنة 2019 بنسبة 9.29% مما يشير إلى تراجع في

الربحية النهائية، قود يكون ذلك ناتجا عن تزايد التكاليف غير التشغيلية مثل الأعباء المالية أو الضرائب أو انخفاض في جودة هوامش الأدوية والمواد الصيدلانية التي ينتجها المجمع.

من جهة أخرى يلاحظ من خلال البيانات المعروضة في الجدول والشكل السابقين أن صيدال خلال جائحة كورونا (2020-2021) قد شهدت تدهورا حادا في هامش صافي الربح، حيث سجل المجمع 2.78% سنة 2020 ثم 3.99% سنة 2021، ويمكن إرجاع هذا الإنخفاض للتأثيرات المباشرة للأزمة الصحية العالمية على القدرة الربحية للمجمع، إذ من المرجح أنه قد كان هناك ضغوطا كبيرة على التكاليف وتراجع في الفعالية التشغيلية إضافة إلى تقلبات في الطلب على المنتجات الصيدلانية رغم ارتفاع الحاجة لها، وهو ما يدل على خلل في استغلال الفرص السوقية أو تأخر في الإستجابة الإستراتيجية للظروف.

وفيما يخص الفترة اللاحقة لجائحة كورونا (2022-2023) فقد سجلت صيدال سنة 2022 حالة حرجة في الأداء المالي، حيث سجلت خسائر صافية بقيمة 2.8 مليار دينار جزائري، وهو الأمر الذي أدى إلى تحقيق هامش صافي ربح سلبي قدره 19.28-% وذلك على الرغم من بلوغ رقم الأعمال أكثر من 14.6 مليار دينار جزائري، ويدل هذا التناقض على أن إرتفاع المبيعات التي عرفتها منتجات مجمع صيدال خلال هذه السنة لم تكن مصحوبة بتحقيق ربحية، وهو ما قد يكون ناتجا عن تدهور حاد في كفاءة التسيير أو تسجيل مخصصات كبيرة أو مصاريف استثنائية تسببت فيها جائحة كورونا أثقلت كاهل النتائج. في المقابل، سجلت سنة 2023 تعافيا ملموسا وذلك ببلوغ الهامش 9.51%، مع تسجيل صافي ربح تجاوز 1.7 مليار دينار جزائري، ويشير هذا إلى قدرة المجمع على إستعادة جزء معتبر من الربحية ربما بفضل تحسين الأداء التشغيلي وتقليص النفقات أو إعادة هيكلة الأعباء المالية، ما يعكس بداية خروج من الأزمة التي ميزت العام السابق.

ولأن هذا التحليل وحده غير كاف لمقارنة هوامش الربح الصافية لمجمع صيدال خلال الفترات الثلاثة: قبل الجائحة، في ظل الجائحة، ما بعد الجائحة، فإنه سيتم الإعتماد على المؤشرات الإحصائية التالية:

3. معدل العائد على الأصول:

يعكس معدل العائد على الأصول ROA النتيجة النهائية لجميع القرارات المالية والتشغيلية والإستراتيجية التي يتم إتخاذها على مستوى المؤسسات، ويمثل هذا المؤشر النسبة المئوية من صافي الربح الذي تحققه المؤسسة مقابل كل وحدة نقدية من الإيرادات[168]، مما يجعله أداة قياس شاملة لمدى قدرة المجمع على تحقيق الربحية المستدامة بعد تغطية جميع التكاليف، سواء كانت تشغيلية أو تمويلية أو ضريبية، فبالنسبة لمجمع صيدال الذي ينشط ضمن قطاع عالي الحساسية والتقلب، فإن دراسة هذا المؤشر له أهمية خاصة لعدة إعتبارات متداخلة، تتصل مباشرة بدور الإدارة المالية القائمة على القيمة وقدرتها على خلق فائض إقتصادي حقيقي، فهامش صافي الربح لا يقتصر على إظهار ما إذا كانت المؤسسة تحقق أرباحا، بل يكشف مدى كفاءة إدارتها في التوازن بين الإيرادات والتكاليف بجميع أنواعها، بما في ذلك الأعباء الضمنية الناتجة عن سوء التسيير أو ضعف الاستغلال الأمثل للموارد.

ويحسب معدل العائد على الأصول وفقا للمعادلة التالية[169]:

$$\text{معدل العائد على الأصول} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{إجمالي الأصول}} \times 100$$

ويمكن توضيح ذلك من خلال:

الجدول رقم (10): تحليل معدل العائد على الأصول لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)

السنة	صافي الربح	إجمالي الأصول	ROA
2014	1,385,942,685	28,863,818,266	**4.80%**
2015	1,172,407,473	32,253,659,180	**3.63%**
2016	1,614,727,609	43,993,899,734	**3.67%**
2017	1,433,341,329	46,273,555,485	**3.10%**

[168] Friedlob, George T., and Franklin J. Plewa Jr. Understanding return on investment. John Wiley & Sons, 1996, P 225.

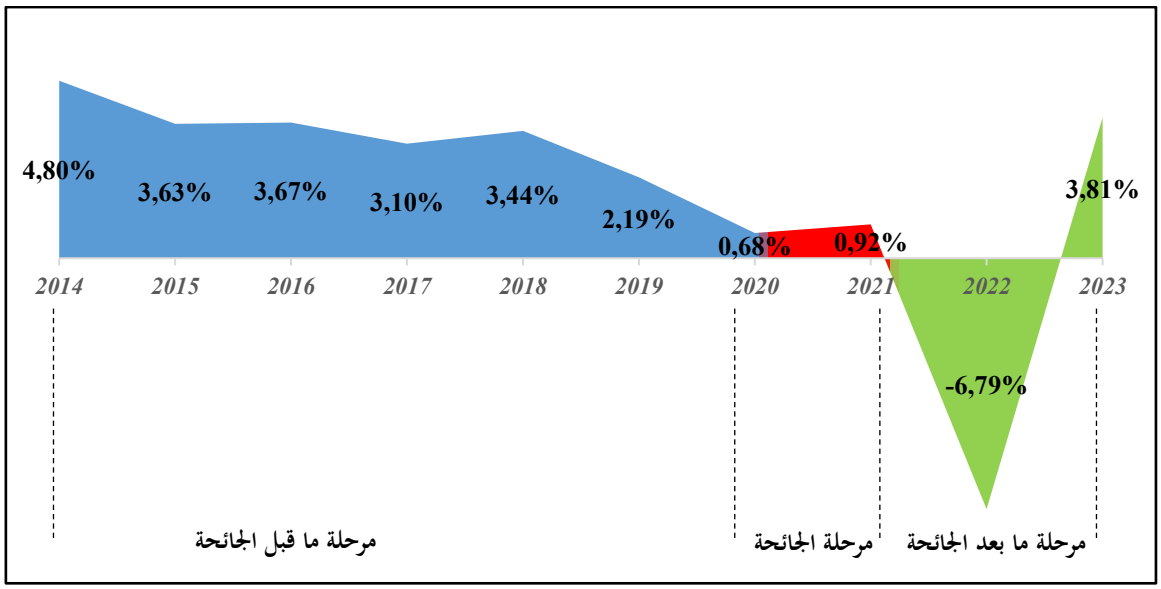
[169] Heintz J, Parry R. College accounting. *23rd edition, Boston, MA, Cengage, 2020, P 960.*

2018	1,292,124,259	37,555,429,812	**3.44%**
2019	806,029,107	36,766,400,613	**2.19%**
2020	253,900,683	37,293,447,457	**0.68%**
2021	375,935,251	41,070,529,857	**0.92%**
2022	(2,815,031,941)	41,471,000,914	**-6.79%**
2023	1,735,846,850	45,571,840,504	**3.81%**

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021 وبالإعتماد على التقارير السنوية لمجمع صيدال (2014-2023)

ويمكن ترجمة معطيات الجدول السابق في الشكل التالي من أجل توضيح التطور بشكل أفضل:

الشكل رقم (11): تطور معدل العائد على الأصول لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الجدول السابق

يظهر من خلال تحليل تطور معدل العائد على الأصول (ROA) لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023) خللا هيكليا في قدرة المجمع على تحقيق قيمة مضافة حقيقية من خلال الأصول التي تستثمرها، فعلى الرغم من ضخامة الأصول التي تحوز عليها صيدال إلا أن المردودية التي حققتها في نهاية كل سنة ظلت ضعيفة وسلبية في إحدى الفترات وهو ما يشير إلى وجود فجوة بين حجم الإستثمارات والنتائج التي تم تحقيقها فعليا.

حيث يلاحظ أنه بداية من سنة 2014، حافظ المجمع على أعلى معدل ROA بلغ 4.80% وهي نسبة مقبولة بالنظر إلى هيكلة السوق الوطني والأهمية الإستراتيجية التي يحظى بها المجمع كمصدر رئيسي للأدوية، غير أن الزيادة التدريجية في الأصول والتي بلغت ذروتها سنة 2017 وذلك بأكثر من 46 مليار دينار جزائري، لم تكن مصحوبة بتحسن موازي في العوائد بل انخفض معدل ROA إلى 3.10%، وهذا التراجع يمكن إرجاعه لسياسة التوسعات غير المدروسة التي اعتمدتها صيدال في تلك الفترة، والتي تمثلت في فتح وحدات إنتاج جديدة أو تحديث خطوط قديمة دون مواكبة فعالة على مستوى التسويق أو التوزيع، حيث يمكن القول بأن صيدال كانت "تستثمر أكثر ولكن لا تبيع أكثر أو لا تبيع بأرباح مجزية" وهو ما أضعف مردودية الأصول. وفي سنة 2019، انخفض معدل ROA إلى 2.19% رغم انخفاض الأصول مقارنة بسنة 2017، وهو ما يدل على أن المشكلة لم تكن في تضخم الأصول فقط بل في ضعف تسييرها، وخاصة سوء التنسيق بين الإنتاج والمخزون والتسويق، فمن المرجح أنه هناك أصول غير مستغلة بفعالية أو إستثمارات لم تؤد إلى نتائج تشغيلية واضحة.

مرحلة الجائحة (2020–2021) كشفت عن هشاشة الأداء المالي للمجمع إذ بلغ مغدل ROA مستويات متدنية جدت 0.68% سنة 2020 و0.92% سنة 2021، وهو ما يدل على تراجع كبير في قدرة المجمع على توليد الأرباح من مواردها المتاحة، وتعزى هذه النسب الضعيفة إلى الإنخفاض الحاد في صافي الربح بفعل جائحة كورونا مقارنة بإستقرار حجم الأصول، مما أدى إلى تآكل في العائد على رأس المال المستثمر، وعلى الرغم من أن جائحة كورونا كان من المفترض أن تكون فرصة لمضاعفة الإنتاج وتوسيع السوق الدوائية محليا وإقليميا، غير أن الواقع بيّن أن المجمع لم يكن جاهزا لإلتقاط مثل هذه الفرصة لا لوجستيا ولا إداريا وهو ما أفضى إلى إستمرار ضعف إستغلال الأصول الإنتاجية رغم الطلب المتزايد.

وتعتبر سنة 2022 الأسوأ ماليا في تاريخ مجمع صيدال حيث سجلت خسائر صافية فاقت 2.8 مليار دينار جزائري مع معدل ROA سلبي بلغ –6.79%، وتجدر الإشارة إلى أن هذه الخسارة لا تعود فقط إلى عوامل سوقية، بل لها جذور إدارية وهيكلية واضحة ناتجة عن تداعيات جائحة كورونا، فصيدال شهدت تعثرات كبيرة في مشاريع إستراتيجية منها مصنع لقاح كوفيد–19

الذي لم يحثث النتائج المتوقعة رغم الإستثمارات الكبيرة التي ضختها الدولة بشكل حصري، ما أدى إلى تآكل ربحية المجمع وزيادة العبئ على أصوله، بعدها خلال سنة 2023، عرفت صيدال بوادر انتعاش ولكن دون إستغلال مثالي للأصول، حيث ارتفع صافي الربح بشكل ملفت إلى حوالي 1.7 مليار دينار جزائري وهو ما أعاد ROA إلى مستوى 3.81%، إلا أن هذا التحسن لا يعكس استغلالا أمثل للأصول والتي ارتفعت بدورها إلى أكثر من 45 مليار دينارا جزائري فالمردودية المحققة تظل دون المستوى المطلوب بالنظر إلى حجم القاعدة الإستثمارية.

وعموما سنقوم بمقارنة معدلات العائد على الأصول لمجمع صيدال خلال الفترات الثلاثة: قبل الجائحة، في ظل الجائحة، ما بعد الجائحة من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (11): مقارنة معدل العائد على الأصول لمجمع صيدال قبل/خلال/بعد جائحة كورونا

المؤشر	ما قبل الجائحة	خلال الجائحة	بعد الجائحة
المتوسط الحسابي	3.47%	0.80%	%1.49-
الإنحراف المعياري	0.85%	0.17%	7.50%
القيمة الدنيا	2.19%	0.68%	%6.79-
القيمة العليا	4.80%	0.92%	3.81%
الوسيط	3.54%	0.80%	%1.49-

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021

المؤشرات الإحصائية الموضحة في الجدول السابق تكشف عن وجود تفاوتات بين مراحل ما قبل الجائحة وأثناءها وبعدها، ففي **مرحلة ما قبل جائحة كورونا (2014-2019)**، حافظ المجمع على أداء مستقر نوعا ما، حيث بلغ متوسط ROA نحو 3.47%، مع وسيط قدره 3.54%، وانحراف معياري محدود نسبيا قيمته 0.85%، حيث تعد هذه المؤشرات دلالة على فعالية إدارة الأصول في تحقيق العائدات خلال تلك الفترة، **أما خلال مرحلة الجائحة (2020-2021)**، فقد تراجع المعدل بشكل ملحوظ إلى متوسط 0.80% في ظل تراجع الكفاءة التشغيلية والضغوط الصحية واللوجستية، إلا أن الإنحراف المعياري بقي منخفضا جدا (0.17%)، ما يدل على أن التراجع كان منتظما بدون تقلبات حادة، وربما نتيجة سياسة مالية تحفظية خلال الأزمة.

في المقابل شهدت **مرحلة ما بعد الجائحة (2022–2023)** اضطرابا حادا، حيث بلغ متوسط ROA قيمة سالبة (−1.49%) نتيجة تسجيل خسائر كبيرة سنة 2022 رغم التعافي الجزئي المسجل في سنة 2023، وقد بلغ الإنحراف المعياري 7.50% وهو الأعلى عبر جميع المراحل ما يعكس تقلبا حادا في العائد على الأصول، ويدل على غياب الإستقرار المالي وضعف كفاءة استغلال الموارد المتاحة.

ومن هنا نستنتج أن صيدال بحاجة إلى مراجعة شاملة لإستراتيجيتها في إدارة الأصول، وذلك بهدف تحسين مستوى الكفاءة التشغيلية واستعادة قدرتها على توليد عوائد مستقرة من أصولها، خصوصا في ظل التقلبات المسجلة ما بعد الجائحة.

4. معدل العائد على حقوق الملكية:

بإعتبار مجمع صيدال أحد أهم أذرع الدولة في الصناعة الدوائية بالجزائر فإن تحليل مؤشر العائد على حقوق الملكية يعتبر مؤشرا مهما لتقييم كفاءة الإدارة المالية في تحقيق قيمة مضافة لحملة الأسهم والدولة كمالك رئيسي، فالعائد على حقوق الملكية لا يُظهر فقط مستوى الربحية بل يظهر أيضا درجة التوازن بين الربح والمخاطرة المالية، خاصة في ظل الأزمات التي تؤثر على هيكل التمويل كما حدث خلال جائحة كورونا، وإجمالا يتم تعريف معدل العائد على حقوق الملكية على أنه صافي الربح مقسوم على إجمالي الإستثمارات التي قام بها مساهمو المؤسسة (إجمالي حقوق الملكية) كما هو موضح في المعادلة التالية[170]:

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{إجمالي حقوق الملكية}} \times 100$$

وسنقوم بحساب قيم هذا المؤشر لمجمع صيدال خلال الفترة (2014–2023) في الجدول التالي:

الجدول رقم (12): تحليل معدل العائد على حقوق الملكية لمجمع صيدال خلال الفترة (2014–2023)

السنة	صافي الربح	إجمالي حقوق	ROE

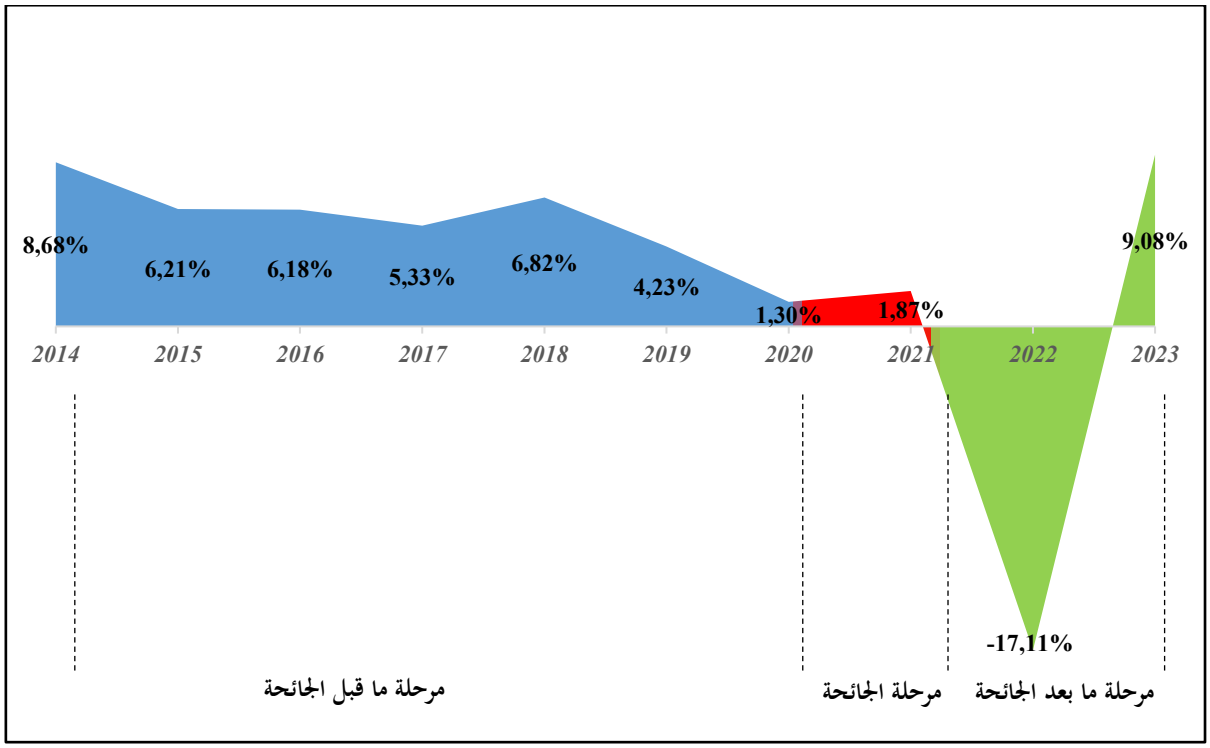
[170] Kranacher M, Riley R. Forensic accounting and fraud examination, Second edition, Hoboken and Wiley, 2020, p 247.

		الملكية	
2014	1,385,942,685	15,969,863,778	8.68%
2015	1,172,407,473	18,878,227,221	6.21%
2016	1,614,727,609	26,122,504,401	6.18%
2017	1,433,341,329	26,869,288,672	5.33%
2018	1,292,124,259	18,957,307,099	6.82%
2019	806,029,107	19,050,990,971	4.23%
2020	253,900,683	19,535,180,357	1.30%
2021	375,935,251	20,115,496,319	1.87%
2022	(2,815,031,941)	16,449,965,771	-17.11%
2023	1,735,846,850	19,121,452,664	9.08%

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021 وبالإعتماد على التقارير السنوية لمجمع صيدال (2014-2023)

وللتوضيح أكثر نستعين بالشكل التالي:

الشكل رقم (12): تطور معدل العائد على حقوق الملكية لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الجدول السابق

يلاحظ من خلال الجدول والشكل السابقين بأن مجمع صيدال خلال الفترة (2014-2019) قد عرف تذبذبا في الأداء رغم استقرار بيئة السوق حيث حقق المجمع في سنة 2014 أعلى معدل ROE في هذه الفترة بنسبة 8.68%، وهو ما يدل على مستوى جيد من الربحية الذاتية للمجمع في بداية الفترة، ويعكس وجود توازن بين الأرباح المحققة ورأس المال المستخدم، لكن هذا المؤشر بدأ يتراجع بشكل تدريجي ليصل إلى 5.33% في سنة 2017 وذلك على الرغم من إرتفاع صافي الربح، وهو ما يمكن إرجاعه إلى تضخم حقوق الملكية نتيجة زيادة الإحتياطيات أو تراكم الأرباح غير الموزعة، دون أن يصاحب ذلك ارتفاع موازٍ في صافي الأرباح، غير أن المفارقة تتجلى في سنة 2016 أين تم تسجيل ارتفاع في صافي الربح إلى أكثر من 1.6 مليار دينار جزائري، غير أن معدل ROE انخفض إلى 6.18% بسبب تضخم حقوق الملكية إلى أكثر من 26 مليار دينار جزائري، مما يشير إلى أن صيدال لم تنجح في تحويل هيكلها التمويلي إلى نتائج تشغيلية ذات كفاءة عالية، ليتراجع معدل ROE بشكل حاد خلال سنة 2019 إلى 4.23% وذلك بالتزامن مع انخفاض في صافي الأرباح وهو ما يعد إنذارًا مبكرًا بتراجع فعالية المجمع في استغلال رؤوس أمواله.

لتسجل صيدال ضعف حاد في المردودية الذاتية خلال سنوات جائحة كورونا (2020-2021) أين بلغ المؤشر أدنى مستوياته 1.30% ثم 1.87% على التوالي، في وقت ظلت فيه حقوق الملكية شبه مستقرة عند حدود 19-20 مليار دينار جزائري، وهذا الضعف يكشف فشل المجمع في تحقيق عوائد تتماشى مع حجم تمويلها الذاتي ويدل على تآكل القيمة المالية الموجهة للمساهمين وهو أمر خطير في مؤسسة عمومية يفترض أن تحافظ على جاذبية الإستثمار فيها.

وتعتبر سنة 2022 هي الأخطر من حيث الأداء المالي بالنسبة لصيدال إذ سجلت معدل ROE سالبا بنسبة 17.11-% نتيجة لخسائر ضخمة قاربت 3 مليار دينار جزائري بفعل تداعيات جائحة كورونا رغم بقاء حقوق الملكية عند مستوى يفوق 16 مليار دينار جزائري وهذه الخسارة الفادحة تعبر عن تآكل مباشر في حقوق المساهمين، وتدل على أن المجمع قد استنزف موارده الذاتية دون تحقيق مردودية، وهو الأمر الذي يهدد استمرارية القيمة السوقية للمجمع، ويكشف عن

وجود خلل كبير في إدارة المخاطر المالية، لينتعش معدل ROE خلال سنة 2023 ليصل إلى 9.08% وهو أعلى مستوى له في فترة الدراسة (2014–2023) رغم أن حقوق الملكية لم تعد إلى مستوياتها القصوى ويمكن إرجاع الفضل في ذلك إلى تحسن نسبي في كفاءة الإدارة في تحويل رأس المال الذاتي إلى أرباح، كما ويعزى أيضا إلى إجراءات تصحيحية شملت تقليص التكاليف، تحسين دورة رأس المال العامل أو زيادة فعالية الإنتاج والتوزيع غير أنه يبقى من المبكر الحكم على ديمومته ما لم يقترن بسياسة إستثمارية واضحة تؤمن استغلالًا فعالًا لرأس المال الذاتي في الأجل المتوسط والطويل.

وإذا ما أردنا الوقوف على الفوارق الذي سجلها هذا المؤشر خلال المراحل الثلاث (قبل/أثناء/بعد) الجائحة فإننا نستعين بالمؤشرات الإحصائية الموضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (13): مقارنة معدل العائد على حقوق الملكية لمجمع صيدال قبل/خلال/بعد جائحة كورونا

المؤشر	ما قبل الجائحة	خلال الجائحة	بعد الجائحة
المتوسط الحسابي	6.24%	1.59%	−4.02%
الإنحراف المعياري	1.49%	0.4%	18.52%
القيمة الدنيا	4.23%	1.3%	−17.11%
القيمة العليا	8.68%	1.87%	9.08%
الوسيط	6.2%	1.59%	−4.02%

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021

من خلال الجدول السابق الذي يتناول مقارنة معدل العائد على حقوق الملكية لمجمع صيدال قبل/خلال/بعد جائحة كورونا، يلاحظ أنه خلال **مرحلة ما قبل جائحة كورونا (2014–2019)** قد بلغ المتوسط الحسابي لمعدل ROE نحو 6.24%، وهو مؤشر إيجابي يعكس مردودية متوسطة مقبولة لرأس المال الخاص مع تسجيل نوع من الإستقرار يدل عليه الإنحراف المعياري الضعيف (1.49%)، فهذا الإستقرار يعكس بيئة تشغيلية مستقرة وسياسات مالية متوازنة تبنتها صيدال في تلك الفترة، حيث تراوحت معدلات ROE بين 4.23% و8.68%، مما يدل على قدرة المجمع على تحقيق عوائد منتظمة دون تقلبات كبيرة.

أما في مرحلة الجائحة (2020–2021)، فقد شهدت معدلات ROE تراجعا حادا ليصل متوسطه إلى 1.59% فقط، وهو تراجع يعكس التأثير السلبي المباشر للأزمة الصحية على ربحية المجمع، فبالرغم من أن الإنحراف المعياري ظل منخفضا عند 0.40% ما يشير إلى ضعف الأداء لكنه على الأقل كان مستقرا نسبيا في أدائه السيئ، كما أن انخفاض معدل ROE إلى أدنى قيمة 1.30% في عام 2020 يؤكد هشاشة الأداء المالي خلال هذه الفترة.

وفيما يخص **مرحلة ما بعد الجائحة (2022–2023)** فقد سجلت أكبر تقلبات في المؤشر، حيث بلغ الإنحراف المعياري أعلى مستوياته (18.52%) نتيجة تسجيل معدل ROE سلبي جدا سنة 2022 (−17.11%) ثم تعافيه القوي في 2023 (9.08%)، فهذا التباين الحاد يعكس اضطرابا في الهيكل المالي والربحي، والذي قد يكون مرتبطا بتغيرات مفاجئة في نتائج الأعمال أو إعادة هيكلة إستراتيجية ما بعد الأزمة، فالتأثيرات المالية على المؤسسات الكبرى مثل صيدال لا تتوقف بإنتهاء الأزمة الصحية مباشرة، بل تظهر بشكل متأخر بسبب تراكم المخزون غير المباع خلال الجائحة، وتوقف أو تأخر مشاريع الإستثمار والإنتاج بسبب القيود على سلسلة التوريد.

وبالتالي من خلال كل ما سبق يتضح أن مجمع صيدال كان قادرا على تحقيق عوائد مستقرة على حقوق الملكية قبل جائحة كورونا، إلا أن الأزمة أثرت بشكل ملحوظ على أدائه المالي وأفرزت تقلبات كبيرة ما بعد الجائحة، مما يطرح تساؤلات مهمة حول فعالية الإدارة المالية، وقدرة المجمع على التحكم في مصادر الربح والتكلفة في ظل أزمات مفاجئة، بالإضافة إلى ضرورة تبني سياسات مالية مرنة وقائمة على القيمة لتعزيز الإستدامة في المستقبل.

ثانيا: نسب السيولة:

إن تشخيص نسب السيولة لمجمع صيدال يكتسي أهمية كبيرة نظرا لكون السيولة لا تعبر مجرد قدرة آنية على السداد فقط، بل تمثل في إطار الإدارة المالية الحديثة شرطا ضروريا لخلق القيمة وتحقيق النمو المستدام، وعليه سنحاول تقييم أهم مؤشرات السيولة لمجمع صيدال من خلال هذا العنصر، وتوضيح أهم تأثيرات جائحة كورونا عليها.

1. نسبة السيولة الجارية:

يتجاوز مفهوم السيولة الجارية من زاوية الإدارة المالية القائمة على القيمة المفهوم المحاسبي التقليدي فقد أصبحت أحد العوامل المحددة للإستقرار المالي طويل الأمد، حيث أن المؤسسة التي تحافظ على سيولة كافية دون إسراف أو تقصير تكون أكثر قدرة على إستغلال الفرص الإستثمارية المفاجئة وعلى التحكم في تكاليف التمويل، وهو ما يساعدها على دعم قدرتها على توليد القيمة والنمو في السوق.

وبما أن مجمع صيدال ينشط ضمن الصناعة الدوائية ذات الطبيعة الديناميكية الحيوية فإنها تتطلب توفر مستويات كافية من المخزون والمواد الأولية لضمان الإستمرارية في الإنتاج والتوريد،كما أن طبيعة تعامل المجمع مع المؤسسات الصحية وصناديق الضمان الإجتماعي، إضافة إلى تعامله مع مختلف الموردين المحليين والدوليين تفرض عليه الإحتفاظ بهوامش أمان مالية لضمان السيولة التشغيلية.

ويتم حساب نسبة السيولة من خلال العلاقة التالية[171]:

$$\text{نسبة السيولة الجارية} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

وفي الجدول التالي عرض لنسب السيولة الجارية الخاصة بمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023):

الجدول رقم (14): تحليل نسب السيولة الجارية لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)

السنة	الأصول المتداولة	الخصوم المتداولة	نسبة السيولة الجارية
2014	17,856,803,311	5,137,813,274	3.48
2015	18,430,125,657	6,275,948,694	2.94
2016	15,234,409,901	7,002,470,296	2.18
2017	13,997,805,309	6,533,614,241	2.14

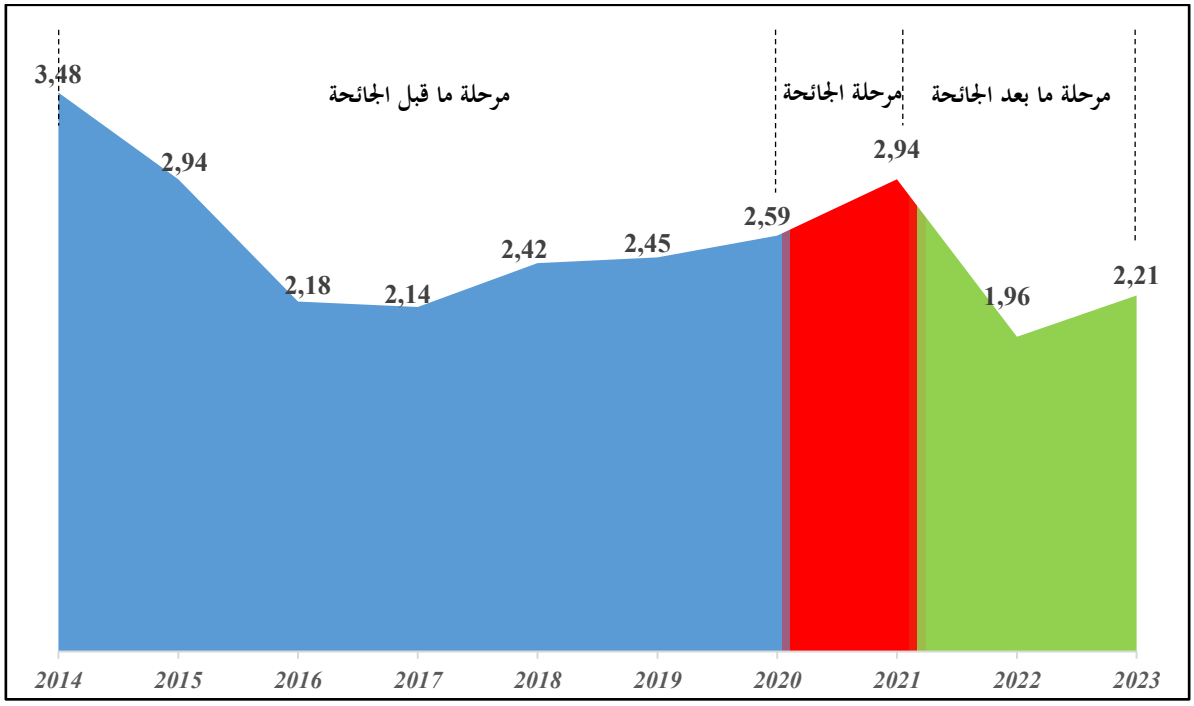
[171] Ravi V. Industrial engineering and management, PHI Learning, *New Delhi*, 2015, P 91.

2018	14,438,322,188	5,977,318,760	2.42
2019	13,721,589,451	5,598,159,218	2.45
2020	15,133,338,434	5,852,951,745	2.59
2021	18,558,284,523	6,320,073,576	2.94
2022	19,306,713,399	9,867,981,400	1.96
2023	23,436,409,030	10,588,471,669	2.21

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021 وبالإعتماد على التقارير السنوية لمجمع صيدال (2014-2023)

ولتوضيح معطيات الجدول بشكل أفضل نستعين بالشكل التالي:

الشكل رقم (13): تطور نسب السيولة الجارية لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الجدول السابق

من خلال الجدول والشكل السابقين اللذين يمثلان تحليلا لتطور نسب السيولة الجارية بمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023) يلاحظ بأن سنة 2014 شهدت تسجيل أعلى نسبة بلغت 3.48، وهي نسبة مرتفعة تشير إلى قدرة عالية على تغطية الإلتزامات قصيرة الأجل، لكنها قد تعكس أيضا وجود فائض غير مبرر في الأصول المتداولة، كإرتفاع مستويات المخزون أو تفاقم

الذمم المدينة، وهذا يشير إلى ضعف في تدوير رأس المال العامل آنذاك، وميل مجمع صيدال إلى تكديس الموارد دون توظيفها التشغيلي الأمثل، وبالتالي لا يمكن إعتبار هذه النسبة دليلاً على الكفاءة المالية، بل كانت بداية تدهور تدريجي لم يُعالج في حينه.

لتسجل السيولة الجارية لمجمع صيدال بعدها انخفاض متواصل من 3.48 سنة 2014 إلى 2.14 سنة 2023، ما يعكس إرتفاعا تدريجيا في الخصوم المتداولة دون نمو مواز في الأصول المتداولة، وهذا التآكل في السيولة قد يعود إلى عدة أسباب من أهمها ضعف قدرة صيدال على تحصيل مستحقاتها التجارية، أو تزايد إلتزاماتها إتجاه مورديها دون زيادة فعلية في المبيعات، وربما يرجع السبب في ذلك لتدهور في الإنتاجية والتوزيع المرتبط بتقلبات في تموين المواد الأولية. وتجدر الإشارة لكون هذه الفترة قد تزامنت مع بداية الضغوط الإقتصادية على الجزائر نتيجة لإنخفاض أسعار النفط منذ منتصف 2014، مما أثر بشكل سلبي على تمويل المؤسسات العمومية على غرار صيدال، وزاد من إعتمادها على الديون قصيرة الأجل لتغطية نفقاتها التشغيلية.

لتشهد الفترة 2018-2020 إستقرارا نسبيا في السيولة الجارية للمجمع بين 2.42 و2.59، وهي نسب متوسطة تشير إلى قدرة مبدئية على تغطية الإلتزامات، لكنها لم تترجم إلى تحسن في المؤشرات الأخرى كمعدل العائد أو الأرباح، ما يدل على أن السيولة كانت محجوزة في أصول غير سائلة أو غير مستغلة (كمخزون راكد أو ديون قديمة)، وهذا يعكس خللا في إدارة رأس المال العامل حيث ظلت السيولة حبيسة نماذج تشغيلية تقليدية لم تواكب التغيرات في السوق الدوائي المحلي، خاصة مع تزايد المنافسة من القطاع الخاص ومن المستوردين.

وقد قفزت النسبة مجددا خلال الفترة (2020-2021) إلى 2.94 مدفوعة على الأرجح بارتفاع الطلب على الأدوية خلال جائحة كورونا وزيادة حجم الإنتاج والتوزيع لبعض الأدوية والمواد شبه الصيدلانية اللازمة لتصدي للجائحة، لكن هذا التحسن لم يكن ناتجًا عن إستراتيجية تشغيلية فعالة، بل كان أقرب إلى ظرف مؤقت فرضته الجائحة ولم يُؤسس لسياسة إستدامة مالية حقيقية، حيث إنهار المؤشر في سنة 2022 إلى 1.96 وتسبب في إضطراب مالي حاد، ويرجع السبب الرئيسي في ذلك إلى الإرتفاع الكبير في الخصوم المتداولة إلى ما يقارب 10 مليارات

دينار جزائري، ما يشير إلى تراكم فواتير التوريد في ظل تعطل سلاسل الإمداد ما بعد الجائحة وزيادة الإعتماد على الديون قصيرة الأجل لتمويل العمليات.

سنة 2023 سجلت تحسنا نسبيا في النسبة إلى 2.21، وهي إشارة أولية إلى وجود محاولات لإعادة ضبط هيكل رأس المال العامل، سواء من خلال تحسين آليات التحصيل أو رفع حجم السيولة من خلال بيع بعض الأصول أو رفع حجم الإنتاج في السوق المحلية، وعلى الرغم من ذلك تبقى هذه النسبة دون مستوى الطمأنينة مما يتطلب إصلاحات جذرية في إدارة السيولة والمخزون والمديونية قصيرة الأجل.

الجدول رقم (15): مقارنة نسب السيولة الجارية لمجمع صيدال قبل/خلال/بعد جائحة كورونا

المؤشر	ما قبل الجائحة	خلال الجائحة	بعد الجائحة
المتوسط الحسابي	2.6	2.77	2.09
الإنحراف المعياري	0.46	0.25	0.18
القيمة الدنيا	2.14	2.59	1.96
القيمة العليا	3.48	2.94	2.21
الوسيط	2.43	2.77	2.09

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021

يلاحظ من خلال الجدول السابق أن **مرحلة ما قبل جائحة كورونا (2014-2019)** قد سجلت متوسط سيولة جارية قدره 2.60 وهو ما يمكن إعتباره مقبولا من الناحية المالية، لكنها عرفت تذبذب واضح وذلك بتسجيل انحراف معياري قدره 0.52، كما أن أعلى نسبة كانت سنة 2014 بـ 3.48 وأدناها سنة 2017 بـ 2.14 مما يعكس غياب الإستقرار في إدارة السيولة بمجمع صيدال، ويفهم من هذا أن المجمع لم يكن يعتمد سياسة مالية متوازنة ومستقرة رغم توفر هامش سيولة مقبول.

وبالنسبة **لمرحلة الجائحة (2020-2021)**، فقد شهدت هذه الفترة تحسنا في الإستقرار والسيولة بمتوسط قدره 2.77، وانخفاض في التذبذب وذلك بتسجيل انحراف معياري قدره 0.25،

وقد عكست هذه المرحلة سياسة تحفظية اتبعتها صيدال لمواجهة الأزمة، وذلك من خلال احتفاظها بسيولة إحتياطية وتعليق بعض الأنشطة غير الأساسية مما حسن التوازن المالي قصير الأجل.

أما فيما يخص **مرحلة ما بعد الجائحة (2022–2023)** فقد سجلت صيدال تراجعا ملحوظا في السيولة، حيث انخفض المتوسط إلى 2.09 فقط مع أدنى نقطة عند 1.96 في 2022، وعلى الرغم من انخفاض التذبذب انحراف معياري قدره 0.18، إلا أن ذلك يعكس استقرار عند مستويات ضعيفة، ما يثير القلق بشأن قدرة المجمع على الوفاء بالتزاماته الفورية.

2. نسبة السيولة السريعة:

نسبة السيولة السريعة هو مؤشر معروف بأنه أكثر تحفظ من نسبة السيولة الجارية خاصة إذا ما تعلق الأمر بتقييم تقييم الفعلية للمؤسسات على الوفاء بإلتزاماتها قصيرة الأجل، إذ تستثني هذه النسبة الأصول الأقل سيولة وعلى رأسها المخزون، معتمدة فقط على النقد والأوراق المالية التي يمكن تحويلها بكل سهولة إلى سيولة والذمم المدينة القابلة للتحصيل السريع، وعليه فهي توفر صورة أكثر واقعية عن مدى قدرة المؤسسة على مواجهة الإلتزامات العاجلة في حال حدوث صدمة فجائية في السوق أو تعطل في التدفقات النقدية[172]:

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{الأصول المتداولة} - \text{المخزون}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

وفيما يخص نسب السيولة السريعة لمجمع صيدال خلال الفترة (2014–2023) فنوضحها في الجدول التالي:

الجدول رقم (16): تحليل نسب السيولة السريعة لمجمع صيدال خلال الفترة (2014–2023)

السنة	الأصول المتداولة	المخزون	الخصوم المتداولة	نسبة السيولة السريعة
2014	17,856,803,311	5,025,228,830	5,137,813,274	**2.50**
2015	18,430,125,657	4,376,143,808	6,275,948,694	**2.24**

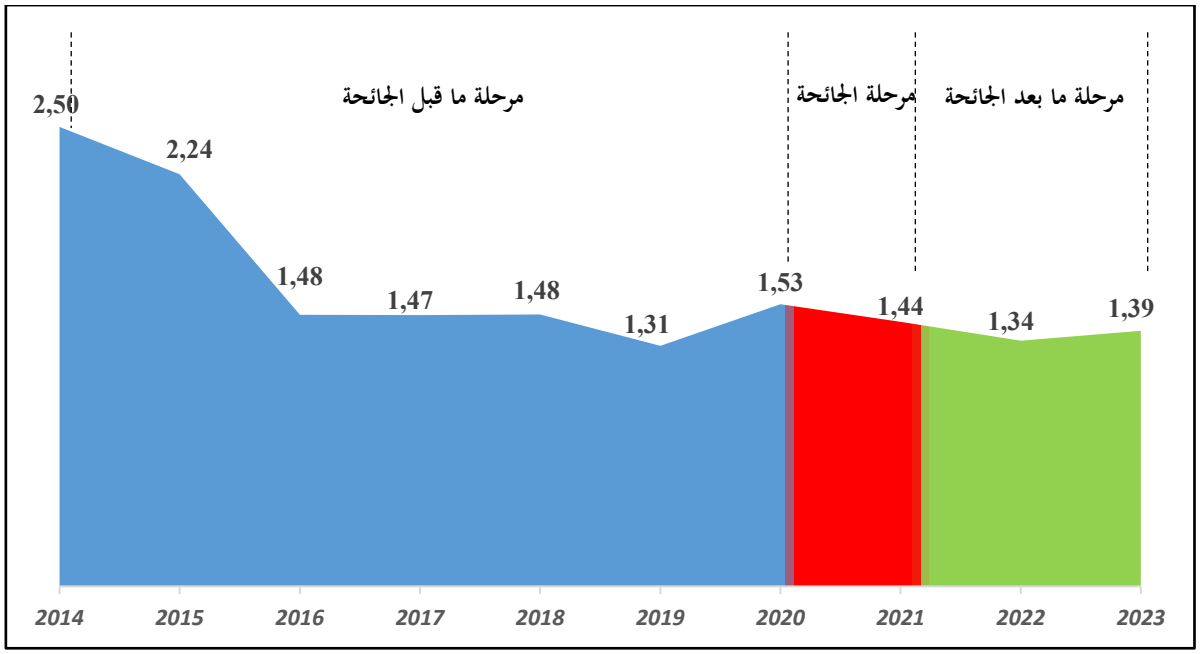
[172] Carlberg, Conrad George. Business Analysis with Microsoft Excel. Que Publishing, 2002, P 169.

2016	15,234,409,901	4,902,507,528	7,002,470,296	**1.48**
2017	13,997,805,309	4,364,975,309	6,533,614,241	**1.47**
2018	14,438,322,188	5,605,515,297	5,977,318,760	**1.48**
2019	13,721,589,451	6,404,784,394	5,598,159,218	**1.31**
2020	15,133,338,434	6,156,133,970	5,852,951,745	**1.53**
2021	18,558,284,523	9,472,068,823	6,320,073,576	**1.44**
2022	19,306,713,399	6,123,177,997	9,867,981,400	**1.34**
2023	23,436,409,030	8,724,639,906	10,588,471,669	**1.39**

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021 وبالإعتماد على التقارير السنوية لمجمع صيدال (2014-2023)

ولتوضيح معطيات الجدول بشكل أفضل نستعين بالشكل التالي:

الشكل رقم (14): تطور نسب السيولة السريعة لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الجدول السابق

يظهر تحليل تطور نسب السيولة السريعة لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023) والموضحة في الجدول والشكل السابقين، تغيرات ملحوظة في قدرة المجمع على تغطية التزاماته المتداولة من خلال أصوله السائلة دون احتساب المخزون، حيث بلغت هذه النسبة أعلى قيمة لها

سنة 2014 بمستوى مرتفع قدره 2.50 مما يشير إلى وضع مالي مريح في تلك المرحلة، فقد كانت الأصول السائلة تغطي الخصوم المتداولة بمقدار 2.5 مرة، غير أن هذه النسبة شهدت تراجعا تدريجيا بداية من سنة 2015 لتصل إلى 1.48 سنة 2016 وتستقر حول هذا المستوى إلى غاية سنة 2020، وهو ما يعكس تراجع كفاءة المجمع في إدارة السيولة بالرغم من أنها لا تزال تفوق الحد الأدنى المقبول (01).

كما ويلاحظ أن أدنى نسبة تم تسجيلها سنة 2019 والتي قدرت بـ 1.31 وهو ما يعكس وجود ضغوطات على السيولة ناتجة عن ارتفاع حجم المخزون أو بسبب ضعف دوران الذمم. ومن جهة أخرى، مثلت سنة 2022 نقطة حرجة أخرى في الوضعية المالية لمجمع صيدال، إذ انخفضت السيولة السريعة إلى 1.34 بالرغم من إرتفاع الأصول المتداولة، وهو ما يمكن إرجاعه إلى الزيادة اللافتة في الخصوم المتداولة بنسبة تقارب 56% مقارنة بـ 2021، وفي المقابل يُظهر عام 2023 تحسناً طفيفاً إلى 1.39، رغم أن الخصوم المتداولة بلغت أعلى مستوياتها في فترة الدراسة وهو ما يعكس مجهودات المجمع في الحفاظ على توازن نسبي بين الأصول السائلة والإلتزامات قصيرة الأجل.

الجدول رقم (17): مقارنة نسب السيولة السريعة لمجمع صيدال قبل/خلال/بعد جائحة كورونا

المؤشر	ما قبل الجائحة	خلال الجائحة	بعد الجائحة
المتوسط الحسابي	1.83	1.42	1.39
الإنحراف المعياري	0.5	0.16	0.05
القيمة الدنيا	1.47	1.31	1.34
القيمة العليا	2.5	1.53	1.44
الوسيط	1.48	1.44	1.39

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021

ومن خلال الجدول السابق الذي يظهر مقارنة بين نسب السيولة خلال مرحلة ما قبل جائحة كورونا وأثناء الجائحة وبعدها يظهر أن مجمع صيدال خلال **مرحلة ما قبل الجائحة (2014-2023)** قد شهد أعلى متوسط لنسبة السيولة السريعة بلغ 1.83، إلا أن الوسيط لم يتجاوز 1.48

وهو ما يعكس وجود قيمة مرتفعة شاذة في 2014 (2.50) أثّرت على المتوسط ورفعته، وهذا التباين يُعزز بوجود إنحراف معياري مرتفع نوعا ما 0.50، مما يدل على تقلب ملحوظ في قدرة مجمع صيدال على تغطية إلتزاماته قصيرة الأجل بعد إستبعاد المخزون، ويشير إلى فترة غير مستقرة رغم بعض الفوائض في السيولة.

أما **مرحلة الجائحة (2020–2021)** فقد تميزت بمستوى متوسط منخفض للسيولة السريعة بلغ 1.42، ووسيط قريب جدا من المتوسط (1.44) مما يدل على توازن نسبي في توزيع النسب، كما انخفض الإنحراف المعياري إلى 0.16 مما يعكس نوعا من الإستقرار في ظل ظروف الجائحة، إلا أن هذا الإستقرار ترافق مع تراجع القدرة على السداد الفوري مقارنة بما قبل الجائحة، ما يمكن إرجاعه إلى ضغوط التموين وزيادة تكاليف التشغيل.

وفيما يخص **مرحلة ما بعد الجائحة (2022–2023)** فقد شهدت إستقرارا في مستويات السيولة السريعة، حيث بلغ كل من المتوسط والوسيط 1.39 مع أدنى إنحراف معياري في كامل فترة الدراسة بقيمة 0.05، ما يعكس تجانسا وإستقرارا ماليا نسبيا لمجمع صيدال خلال هذه الفترة رغم أن السيولة السريعة ما تزال أقل من الفترات السابقة، وهذا يشير إلى سياسة أكثر تحفظا في إدارة الأصول الجارية مقابل الخصوم قصيرة الأجل، ربما كإستجابة لتحديات ما بعد الأزمة الصحية العالمية.

3. نسبة المديونية:

تعبر نسبة المديونية عن درجة إعتماد المؤسسات على التمويل الخارجي مقارنة بإجمالي أصولها فهي تقيس حجم الإلتزامات بالنسبة لإجمالي الموارد المتاحة، فكلما ارتفعت هذه النسبة يدل ذلك على إعتماد أكبر على القروض والدائنين، وكلما انخفضت دلّ ذلك على تمويل ذاتي أقوى. ويحسب بالعلاقة التالية[173]:

$$\text{نسبة المديونية} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}} \times 100$$

[173] Charles Horngren, Walter Harrison, Suzanne Oliver, Peter Best, David Fraser, Rebecca Tan, Roger Willett, Accounting, Pearson Higher Education AU, 2012, P 809.

ونظرا لكون مجمع صيدال يسعى دائما إلى تحقيق نمو مستدام وذلك بدعم من إدارة مالية قائمة على القيمة، فإن التحكم في المديونية يعتبر أداة إستراتيجية حاسمة، وعليه يمكن إستعراض نسب المديونية لمجمع صيدال في الجدول التالي:

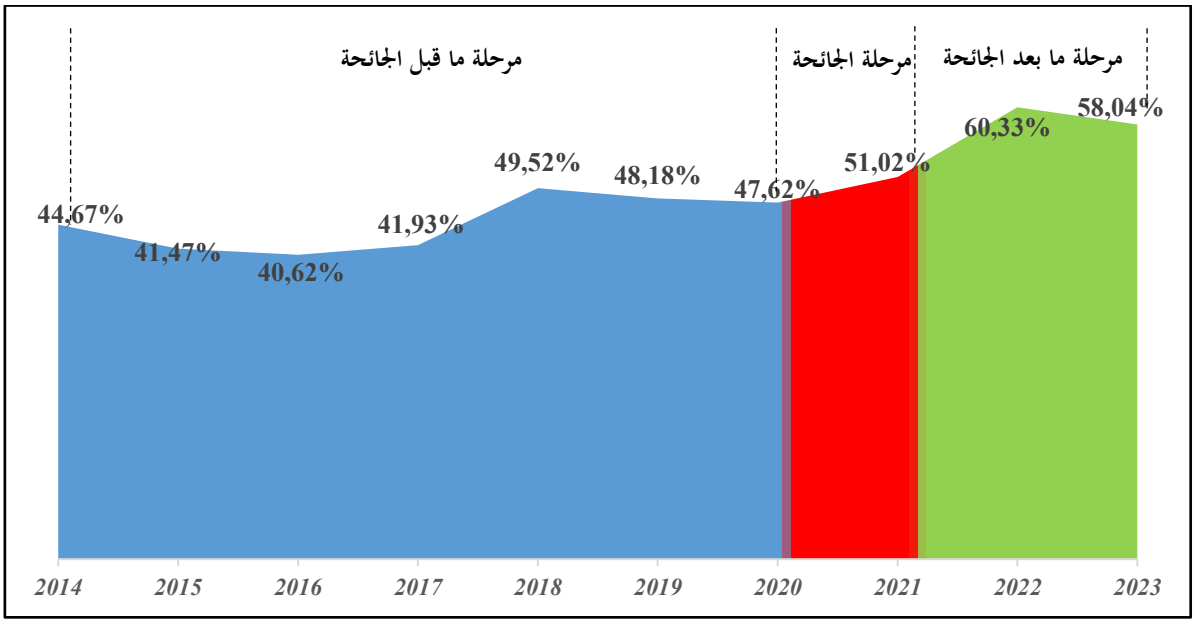
الجدول رقم (18): تحليل نسب المديونية لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)

السنة	إجمالي الخصوم	إجمالي الأصول	نسبة المديونية
2014	12,893,954,487	28,863,818,266	**44.67%**
2015	13,375,431,968	32,253,659,180	**41.47%**
2016	17,871,395,331	43,993,899,734	**40.62%**
2017	19,404,266,812	46,273,555,485	**41.93%**
2018	18,598,122,712	37,555,429,812	**49.52%**
2019	17,715,409,641	36,766,400,613	**48.18%**
2020	17,758,267,099	37,293,447,457	**47.62%**
2021	20,955,033,537	41,070,529,857	**51.02%**
2022	25,021,035,142	41,471,000,914	**60.33%**
2023	26,450,387,838	45,571,840,504	**58.04%**

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021 وبالإعتماد على التقارير السنوية لمجمع صيدال (2014-2023)

ولتوضيح معطيات الجدول بشكل أفضل نستعين بالشكل التالي:

الشكل رقم (15): تطور نسب المديونية لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الجدول السابق

يلاحظ من خلال الجدول والشكل السابقين أن نسب المديونية لمجمع صيدال خلال الفترة التي سبقت جائحة كورونا (2014-2019) تراوحت بين 44.67% في 2014 وبلغت ذروتها عند 49.52% في 2018، لتتراجع من جديد سنة 2019 لتبلغ 47.62%، فمجمع صيدال خلال سنة 2014 أظهر إعتماد معتدل على الديون في تمويل أصوله مما يشير إلى هامش أمان مالي معقول، غير أن الفترة بين 2015 و2018 عرفت تصاعد تدريجي في المديونية خاصة سنة 2018 التي عرفت تراجعا في إجمالي الأصول إلى 37.55 مليار دج مقابل حوالي 46.3 مليار دج سنة 2017، وهو ما يمكن ربطه بتقليص في الإستثمارات أو إعادة تقييم الأصول مما أدى إلى إرتفاع نسبي للخصوم في هيكل التمويل، وهذا التحول يمكن إرجاعه إلى تقلص تمويلات الدولة أو الضغوطات على الخزينة في ظل تباطؤ أسعار النفط وتأثيراتها على الإقتصاد الوطني عموما.

أما الفترة (2020-2021) فقد شهدت إرتفاعا نسبيا في نسب المديونية للمجمع حيث استقرت بين 47% و51%، وهذا الإرتفاع يتماشى مع الضغوط التمويلية الناتجة عن جائحة فيروس كورونا المستجد فقد اضطرت صيدال إلى زيادة الإعتماد على التمويلات الخارجية لمواجهة التقلبات في الطلب وسلاسل الإمداد، وضمان إستمرار التوريد والإنتاج في سياق طارئ، وتجدر

الإشارة إلى أن هذا المستوى لا يعتبر مفرطا لكنه يدل على تراجع نسبي في الإستقلالية المالية مقارنة بما قبل الجائحة مما يزيد من حساسية المجمع إتجاه إلتزاماتها الثابتة في حال إنخفاض الإيرادات التشغيلية.

وعرفت الفترة ما بعد جائحة كورونا (2022-2023) تصاعد حاد في نسبة المديونية خاصة سنة 2022 والتي بلغت 60.33%، قبل أن تنخفض إلى 58.04% سنة 2023، ويرجع هذا الإرتفاع بشكل أساسي إلى الزيادة الكبيرة في إجمالي الخصوم (حوالي 4 مليار دج إضافية بين 2021 و2022) دون أن تقابلها زيادة موازية في الأصول، وهذه المؤشرات تعكس إستمرار الضغوط المالية على المجمع في مرحلة ما بعد الجائحة، ما قد يشير إلى إعتماد مفرط على الإقتراض أو على وجود إلتزامات قصيرة الأجل في ظل تأخر إستعادة التوازن التشغيلي والإستثماري، كما أن هذا المستوى المرتفع من المديونية يمكن تفسيره أيضا بتغيرات في السياسات التمويلية للمجمع أو بتأخر في تحصيل مستحقاته من الزبائن أو الصندوق الوطني للتأمين كما جاء في التقارير الرسمية.

وإذا أردنا التعمق في فهم هذه النسب بشكل أفضل فإننا نعتمد على المؤشرات الإحصائية التالية:

الجدول رقم (19): مقارنة نسب المديونية لمجمع صيدال قبل/خلال/بعد جائحة كورونا

المؤشر	ما قبل الجائحة	خلال الجائحة	بعد الجائحة
المتوسط الحسابي	1.83	1.42	1.39
الإنحراف المعياري	0.5	0.16	0.05
القيمة الدنيا	1.47	1.31	1.34
القيمة العليا	2.5	1.53	1.44
الوسيط	1.48	1.44	1.39

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021

يشير تحليل مؤشر نسبة المديونية لمجمع صيدال خلال الفترات الثلاث: قبل الجائحة، أثناء الجائحة، وبعد الجائحة، وبالإعتماد على المؤشرات الإحصائية، إلى أنه خلال **مرحلة ما قبل**

جائحة كورونا (2014–2019) بلغ متوسط نسبة المديونية نحو 44.40%، وكانت القيمة الدنيا 40.62% والعليا 49.52%، مع وسيط يبلغ 43.30%، وإنحراف معياري بنحو 3.73، مما يشير إلى إستقرار نسبي في مستوى المديونية وتحكم جيد في التمويل بالديون خلال هذه الفترة.

أما **أثناء الجائحة (2020–2021)**، فقد تم تسجيل إرتفاع طفيف في متوسط المديونية إلى 49.32% ووسيط مطابق له، بينما تراوح المؤشر بين 47.62% و51.02%، مع تراجع الإنحراف المعياري إلى 2.40، مما يدل على تزايد الإعتماد على التمويل بالديون نتيجة ضغوط الأزمة ولكن مع تفاوت محدود.

بينما **مرحلة ما بعد الجائحة (2022–2023)** فقد عرفت نسبة المديونية فيها إرتفاعا واضحا بمتوسط 59.19% ووسيط مطابق له، مع نطاق يتراوح بين 58.04% و60.33%، وقد تراجع الإنحراف المعياري إلى 1.62، وهو ما يعكس توجه المجمع نحو الإعتماد المكثف على الديون بعد الجائحة في ظل إستقرار النسبة حول مستويات مرتفعة.

وعليه نستنتج أن مجمع صيدال عانى من تصاعد تدريجي في نسبة المديونية من مرحلة إلى أخرى الأمر الذي يعكس تغيرا في السياسة التمويلية للمجمع خاصة بعد الجائحة، حيث أصبحت الديون تشكل عبئا متزايدا قد يؤثر على مرونته المالية مستقبلا.

ثالثا: مؤشرات النشاط

تعتبر مؤشرات النشاط من بين أهم الأدوات التشخيصية في التحليل المالي الحديث حيث أن لها القدرة على كشف مدى كفاءة المؤسسات في إستغلال مواردها التشغيلية لتوليد العوائد وتحقيق أكبر قدر ممكن من الفعالية المالية، فعكس المؤشرات السابقة (مؤشرات الربحية ومؤشرات السيولة) والتي تركز فقط على المخرجات المالية، فإن مؤشرات النشاط تسعى لتسليط الضوء على مختلف الآليات الداخلية لتدوير الأصول وتسيير المخزونات، ويأخذ هذا النوع من المؤشرات أهمية خاصة في ظل التوجه نحو إدارة مالية قائمة على خلق القيمة، حيث لا يكفي تحقيق الأرباح بل يجب أن تكون ناتجة عن إستغلال أمثل للموارد بأقل تكلفة وأعلى سرعة ممكنة وهي معايير تحدد قدرة المؤسسات على تحقيق نمو مستدام طويل الأجل.

ولأن مجمع صيدال يعمل في بيئة إنتاجية معقدة تعتمد على مكونات محلية ومستوردات دوائية حساسة فإن فعالية النشاط يعتبر محددا رئيسيا لقدرة المجمع على التوسع والسيطرة على التكاليف، إضافة إلى قدرته على مواجهة الأزمات مثل جائحة كورونا، حيث أصبحت سرعة الدوران وإدارة المخزون عوامل حاسمة في إستمرارية التوريد وضمان الإستجابة للطلب الوطني في ظل اضطراب السوق العالمي.

1. معدل دوران الأصول:

يعبر معدل دوران الأصول عن عدد المرات التي يتم فيها إستخدام أصول مجمع صيدال في سبيل تحقيق الإيرادات خلال فترة زمنية معينة، الأمر الذي يسمح بإبراز فعالية المجمع في خلق قيمة إقتصادية عن طريق الإنتاج والمبيعات، فكلما كانت قيمة هذا المؤشر عالية كلما دل ذلك على كفاءة كبيرة في تحويل الموارد المالية إلى تدفقات نقدية وعوائد وعلى العموم يتم إحتساب هذا المؤشر كالتالي:

$$\text{معدل دوران الأصول} = \frac{\text{رقم الأعمال}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

وفيما يلي معدلات دوران الأصول لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023):

الجدول رقم (20): تحليل معدلات دوران الأصول لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)

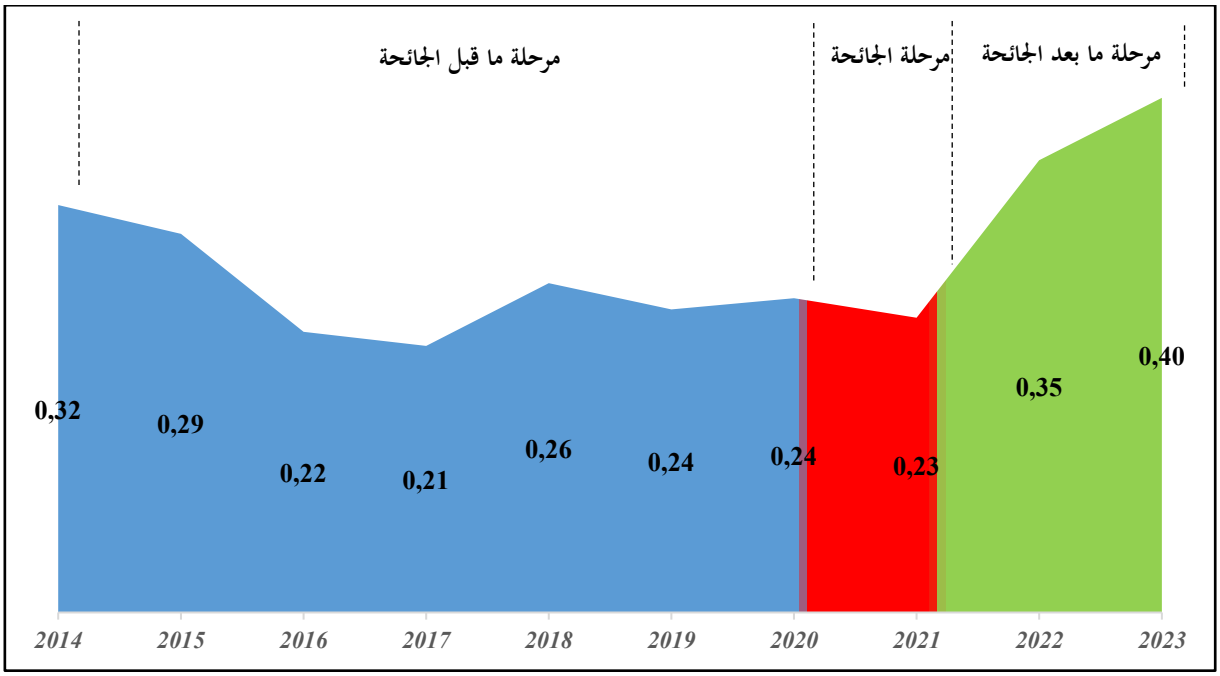
السنة	رقم الأعمال	إجمالي الأصول	معدل دوران الأصول
2014	9,154,174,239	28,863,818,266	**0.32**
2015	9,507,148,649	32,253,659,180	**0.29**
2016	9,609,290,222	43,993,899,734	**0.22**
2017	9,610,663,720	46,273,555,485	**0.21**
2018	9,627,669,617	37,555,429,812	**0.26**
2019	8,680,696,449	36,766,400,613	**0.24**
2020	9,124,250,542	37,293,447,457	**0.24**
2021	9,426,372,552	41,070,529,857	**0.23**

2022	14,604,338,438	41,471,000,914	**0.35**
2023	18,261,832,552	45,571,840,504	**0.40**

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021 وبالإعتماد على التقارير السنوية لمجمع صيدال (2014-2023)

ولتوضيح معطيات الجدول بشكل أفضل نستعين بالشكل التالي:

الشكل رقم (16): تطور معدل دوران الأصول لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الجدول السابق

يظهر من خلال تحليل معدل دوران الأصول مجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023) الموضح في الجدول والشكل السابقين، أن المجمع قد عرف فترة ركود تشغيلي طويلة استمرت حتى 2021، تميزت بتضخم في الأصول وضعف المردودية التشغيلية، فقد انخفض معدل دوران الأصول من 0.32 سنة 2014 إلى 0.24 سنة 2019، رغم ثبات نسبي في رقم الأعمال الذي بقي يدور حول 9.6 مليار دج، في حين ارتفعت الأصول الكلية من حوالي 28.8 مليار دج إلى أكثر من 37.5 مليار دج، ما يشير إلى وجود توسع إستثماري غير مصحوب بنمو موازي في المبيعات، وهذا التراجع في الكفاءة يمكن إرجاعه إلى تضخم الأصول الثابتة أو تراكم المخزون

وهو ما يشير إلى وجود ضعف في إستغلال الطاقات الإنتاجية أو إنخفاض في معدل دوران رأس المال العامل.

كما يظهر من البيانات الموضحة في الجدول والشكل السابقين أن المجمع خلال الفترة (2020-2021) قد حافظ على معدلات دوران أصول ضعيفة خلال هذه المرحلة، حيث تراوح المؤشر بين 0.24 في 2020 و0.23 في 2021، ويلاحظ أيضا أن رقم الأعمال لم يشهد تحسن كبير خلال هذه الفترة، مما يعكس نوعا من الركود في الطلب أو تحديات في التوزيع خاصة في ظل تعقيدات الجائحة التي أثّرت على حركة الإنتاج والتوريد، وفي الوقت ذاته واصلت الأصول إرتفاعها لتصل إلى 41 مليار دج في 2021 ما زاد من ضعف الكفاءة التشغيلية، وبالتالي هذا الإستقرار النسبي في الأداء المنخفض يشير إلى غياب إستجابة ديناميكية لإعادة توظيف الأصول أو إعادة هيكلتها لمواجهة الطوارئ الإقتصادية، وهو ما يعتبر مؤشرا على جمود نسبي في السياسة التشغيلية خلال الأزمة.

لتشهد الفترة (2022-2023) تحول جذري في أداء المجمع حيث إرتفع معدل دوران الأصول إلى 0.35 سنة 2022 ثم إلى 0.40 سنة 2023، وهو أعلى مستوى طيلة فترة الدراسة، ويرجع هذا التحسن إلى الإرتفاع الكبير في رقم الأعمال الذي بلغ 18.26 مليار دج في 2023 وهو ما يقارب ضعف الرقم المسجل في بداية فترة الدارسة تقريبا، مقابل زيادة متوازنة في الأصول ويعكس هذا التحسن ربما نتيجة لتوسيع النشاط وخطوط الإنتاج بعد الجائحة، أو بسبب تزايد الطلب على الأدوية في سياق ما بعد الجائحة، كما يمكن أن يدل على تحسن في إدارة التوزيع وتحويل المخزون إلى مبيعات، وهو ما يمكن إعتباره كنقطة تحول إيجابية في ديناميكية المجمع التشغيلية.

الجدول رقم (21): مقارنة نسب المديونية لمجمع صيدال قبل/خلال/بعد جائحة كورونا

المؤشر	ما قبل الجائحة	خلال الجائحة	بعد الجائحة
المتوسط الحسابي	0.26	0.24	0.38
الإنحراف المعياري	0.04	0.01	0.03
القيمة الدنيا	0.21	0.23	0.35

القيمة العليا	0.32	0.24	0.40
الوسيط	0.25	0.24	0.38

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021

تظهر المؤشرات الإحصائية الموضحة في الجدول السابق أن مجمع صيدال كان يعاني من ضعف في كفاءة تشغيل الأصول **قبل جائحة كورونا (2014-2019)**، حيث تميزت هذه المرحلة بمستويات متوسطة إلى منخفضة من معدل دوران الأصول، فقد بلغ المتوسط حوالي 0.26 والوسيط 0.25 مع تسجيل أعلى قيمة في عام 2014 عند 0.32 وأدنى قيمة في سنة 2017 عند 0.21، يعكس هذا التراجع ضعفا تدريجيا في كفاءة إستغلال الأصول لتوليد الإيرادات رغم الإرتفاع المستمر في حجم الأصول، مما يشير إلى فجوة متزايدة بين النمو الإستثماري والعائد التشغيلي، كما أن الإنحراف المعياري المنخفض الذي قيمته 0.04 يدل على إستقرار نسبي في الأداء لكنه كان في إتجاه تنازلي.

وتفاقم هذا الضعف **أثناء الجائحة (2020-2021)**، حيث استقرت القيم في هذه المرحلة عند مستويات منخفضة جدا، حيث بلغ معدل دوران الأصول 0.24 في 2020 و0.23 في 2021 بمتوسط ووسيط يقدر بـ 0.235 وإنحراف معياري طفيف 0.005، ويعكس هذا الإستقرار حالة الجمود الإقتصادي التي فرضتها الجائحة، والتي أثرت على قدرة المجمع في تشغيل أصوله بكفاءة رغم عدم التراجع الحاد في رقم الأعمال، ويشير ذلك إلى إستمرار نفس التوجه السابق مع زيادة التأثيرات السلبية الظرفية.

غير أن **الفترة التي تلت الجائحة (2022-2023)** حملت مؤشرات تعاف ملحوظ ما يعكس تحسنا في الأداء التشغيلي والقدرة على توليد العوائد من الأصول الموظفة، حيث إرتفع المؤشر إلى 0.35 في 2022 و0.40 في 2023 بمتوسط عام يبلغ 0.375، ويمثل هذا التحسن دليلا على تعافي النشاط التجاري وقدرة المجمع على استغلال أصوله بفعالية أعلى بعد تجاوز الظروف الصحية والإقتصادية الصعبة، كما يشير الإنحراف المعياري 0.035 إلى بعض التذبذب لكنه يرتبط بنمو إيجابي في المردودية التشغيلية.

الفرع الثاني: تحليل المؤشرات المالية القائمة على القيمة:

الأزمات المالية والإقتصادية الأخيرة التي شهدها العالم وعلى رأسها جائحة كورونا، أظهرت الحاجة إلى ضرورة إعتماد أدوات تحليلية أكثر تعقيدا ودقة، تركّز على خلق القيمة المالية المستدامة بدلا من مجرد تحقيق نتائج محاسبية مؤقتة، فالنسب المالية القائمة على القيمة وبإعتبارها إمتدادا لمفهوم الإدارة المالية المعاصرة، والتي تسعى إلى تعظيم قيمة المؤسسة في نظر المستثمرين والشركاء والمجتمع تمثل جيلا متقدما من المؤشرات، حيث لا تقتصر على قياس الأداء بل تتعداه إلى تشخيص قدرة المؤسسة على خلق ثروة إقتصادية تفوق تكلفة رأس المال المستثمر.

وفي هذا الإطار، يعتبر تحليل هذه النسب أمرا بالغ الأهمية بالنسبة لمجمع صيدال، وذلك نظرا لكونه مؤسسة صناعية إستراتيجية تعمل في قطاع حساس كالصناعات الدوائية، خاصة في بيئة مضطربة مثل تلك التي خلفتها جائحة كورونا.

أولا: تحليل مؤشرات خلق القيمة:

لم يعد كافيا في الإقتصاد المعاصر الإعتماد على المؤشرات المحاسبية التقليدية لتقييم الأداء المالي للمؤسسات، بل بات ضروريا الإستناد إلى مؤشرات قادرة على التمييز بين الربحية الظاهرية والقيمة الإقتصادية الفعلية، لذلك تعتبر مؤشرات خلق القيمة من بين أهم أدوات التحليل المالي الحديث، حيث تمكن من قياس الأداء الحقيقي للمؤسسة من زاوية القيمة التي تضيفها للمستثمرين بعد تغطية كافة التكاليف، فمؤشرات مثل EVA وMVA وEVA/IC تعتبر أدوات إستراتيجية تستخدم لقياس كفاءة خلق الثروة وتحديد مدى قدرة المؤسسة على تعظيم مصالح حملة الأسهم وتحقيق قيمة إقتصادية مستدامة[174].

1. تكلفة رأس المال المتوسط المرجح:

متوسط تكلفة رأس المال المرجح (WACC) هو مؤشر مالي عادة ما يتم إستخدامه في قياس متوسط ما تتحمله المؤسسة من تكاليف غي سبيل الحصول على تمويل من مصادر مختلفة، سواء

[174] Vernimmen, Pierre, Pascal Quiry, and Yann Le Fur. Corporate finance: theory and practice. John Wiley & Sons, 2022. P 491.

من رؤوس الأموال الخاصة أو من الديون المالية، حيث يعتبر هذا المؤشر أداة رئيسية في إتخاذ قرارات الإستثمار، وحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية .

وبناء على المعادلة السابقة، فإنه ولحساب تكلفة رأس المال المتوسط المرجح لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)، فإنه هناك مجموعة من الخطوات يجب إتباعها كالتالي:

1.1 تحديد رأس المال طويل الأجل:

رأس المال طويل الأجل هو أول خطوة يجب تحديدها من أجل حساب تكلفة رأس المال المتوسط المرجح لمجمع صيدال، وهو عبارة عن مجموع الموارد المالية التي تحصل عليها صيدال لتمويل الإستثمارات طويلة الأجل، والتي لا يتم سدادها في الأجل القصير، ويتم حسابها بالعلاقة التالية:

الديون طويلة الأجل + رؤوس الأموال الخاصة = رأس المال طويل الأجل

الجدول رقم (22): تطور رأس المال طويل الأجل لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)

السنة	رؤوس الأموال الخاصة	الديون طويلة الأجل	رأس المال طويل الأجل
2014	15,969,863,778	7,756,141,213	**23,726,004,991**
2015	18,878,227,211	7,099,483,274	**25,977,710,485**
2016	26,122,504,401	10,868,925,035	**36,991,429,436**
2017	26,869,288,672	12,870,652,571	**39,739,941,243**
2018	18,957,307,099	12,620,803,952	**31,578,111,051**
2019	19,050,990,971	12,117,250,423	**31,168,241,394**
2020	19,535,180,357	11,905,315,354	**31,440,495,711**
2021	20,115,496,319	14,634,959,961	**34,750,456,280**
2022	16,449,965,771	15,153,053,742	**31,603,019,513**
2023	19,121,452,664	15,861,916,169	**34,983,368,833**

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021 وبالإعتماد على التقارير المالية لمجمع صيدال (2014-2023)

يوضح الجدول السابق تذبذبا في تطور رأس المال طويل الأجل لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)، حيث سجلت رؤوس الأموال الخاصة نمواً متصاعدا لغاية سنة 2017، تلتها فترة تراجع ملحوظ بلغ أدناه سنة 2022، مما يعكس تأثرا محتملا بنتائج الأعمال أو السياسات التوزيعية، بينما شهدت الديون طويلة الأجل إتجاها تصاعديا بشكل عام، مما يشير إلى زيادة إعتماد مجمع صيدال على التمويل الخارجي لتغطية الإحتياجات الإستثمارية طويلة الأجل. أما رأس المال طويل الأجل ككل فقد بلغ ذروته سنة 2017، ثم عرف تراجعا نسبيا قبل أن يعاود الإرتفاع التدريجي ليصل إلى 34.98 مليار دج سنة 2023 دون أن يستعيد مستواه القياسي، وتعكس هذه الإتجاهات تغيرات في هيكل التمويل تستدعي دراسة معمقة للتوازن بين المديونية والتمويل الذاتي لضمان الإستدامة المالية.

2.1 تحديد تكلفة رأس المال الخاص:

يعتبر تحديد تكلفة رأس المال الخاص الخطوة الثانية في حساب تكلفة رأس المال المتوسط المرجح لمجمع صيدال، ويعتبر هذا المؤشر أحد المؤشرات المالية الجوهرية التي يتم إستعمالها في قياس العائد المطلوب من قبل المستثمرين الذين يقومون بتمويل المؤسسة عبر شراء أسهمها العادية، حيث يعكس هذا العائد مستوى المخاطر المرتبطة بإستثمارهم، وهو يمثل الحد الأدنى الذي يجب أن تحققه المؤسسة من الأرباح لضمان جذب رؤوس الأموال واستدامة ثقة المساهمين[175].

ومن أكثر النماذج شيوعا في حساب تكلفة رأس المال الخاص نجد نموذج نمو الأرباح الموزعة لجوردون Gordon Growth Model، والذي يقوم على إفتراض نمو ثابت أو قابل للتقدير في توزيعات الأرباح/ ويطبق هذا النموذج وفق الصيغة التالية[176]:

[175] Beltrame, Federico, Roberto Cappelletto, and Gabriele Toniolo. Estimating SMEs cost of equity using a value at risk approach: The capital at risk model. Springer, 2014. P 44.

[176] Damodaran, Aswath. Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. John Wiley & Sons, 2012. P 323.

$$K = \frac{D}{P} + g$$

حيث:

K: تكلفة رأس المال الخاص

D: التوزيعات المتوقعة للسهم

P: السعر السوقي للسهم في الوقت الحالي

g: معدل النمو السنوي المتوقع في توزيعات الأرباح، ويحسب بالعلاقة: $g = \frac{D - D_{n-1}}{D_{n-1}}$

وبإستخدام هذا النموذج، يمكن تحديد تكلفة رأس المال الخاص لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023) في الجدول التالي:

الجدول رقم (23): تطور رأس المال طويل الأجل لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)

السنة	التوزيعات من الأرباح للسهم الواحد (D)	السعر السوقي للسهم (P)	معدل نمو الأرباح(g)	تكلفة رأس المال الخاص(Ke)
2014	40.00	560	0.00%	**7.14%**
2015	40.00	640	0.00%	**6.25%**
2016	40.00	600	0.00%	**6.67%**
2017	40.00	660	0.00%	**6.06%**
2018	45.00	635	12.50%	**19.59%**
2019	40.50	580	-10.00%	**-3.02%**
2020	25.00	560	-38.27%	**-33.81%**
2021	10.00	543	-60.00%	**-58.16%**
2022	10.00	530	0.00%	**1.89%**
2023	15.00	500	50.00%	**53.00%**

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021 وبالإعتماد على:

- التقارير المالية لمجمع صيدال (2014-2023)؛

- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (سلطة ضبط السوق المالي)، التقارير السنوية لنشاط سوق القيم المنقولة للفترة (2014-2023).

يتبين من خلال النتائج الموضحة في الجدول السابق أن تكلفة رأس المال الخاص ظلت مستقرة نسبيا خلال الفترة (2014-2017)، وذلك راجع لإستقرار كل من التوزيعات والسعر السوقي لأسهم مجمع صيدال، وهو ما يشير إلى مرحلة توازن مالي نسبي في السياسة التوزيعية للمجمّع، غير أن الفترة (2018-2021) شهدت تقلبات ملحوظة في كل من توزيعات الأرباح ومعدل نموها وهو ما أدى إلى تقلبات حادة في تكلفة رأس المال، خاصة مع تسجيل نسب سالبة في بعض السنوات (2019، 2020، 2021). أما الإرتفاع الحاد في سنة 2023 فيمكن إعتباره كحالة إستثنائية ناتجة عن تسجيل إرتفاع كبير في الأرباح الموزعة عن السهم الواحد مقارنة بالسنة السابقة، إلا أن هذا الإرتفاع قد لا يعبر عن توجه دائم، بل عن سياسة مرحلية ترتبط عادة بظروف مالية محددة أو تغييرات في حوكمة المجمع.

3.1 تحديد تكلفة الديون المالية طويلة الأجل:

تتمثل الخطوة الثالثة في حساب تكلفة رأس المال المتوسط المرجح لمجمع صيدال في تحديد تكلفة الديون المالية طويلة الأجل، وتعكس معدل العائد الذي يطلبه الدائنون مقابل منحهم تمويلا طويل الأجل للمجمع، ويحسب بالعلاقة التالية:

تكلفة الديون المالية طويلة الأجل = سعر الفائدة $(1 - t)$

حيث يمثل معدل الضريبة على أرباح الشركات والمقدر قانونا في الجزائر بـ 19%.

الجدول رقم (24): تكلفة الديون المالية طويلة الأجل خلال الفترة (2014-2023)

السنة	الديون المالية	المصاريف المالية	سعر الفائدة	تكلفة الديون المالية طويلة الأجل
2014	2,684,181,562	105,962,490	3.95%	**3.20%**
2015	4,190,157,590	97,748,530	2.33%	**1.89%**
2016	8,496,430,148	118,793,882	1.40%	**1.13%**
2017	10,489,615,502	101,670,170	0.97%	**0.79%**

2018	10,617,741,786	159,258,487	1.50%	**1.21%**
2019	10,098,748,057	272,784,886	2.70%	**2.19%**
2020	10,291,608,114	99,220,031	0.96%	**0.78%**
2021	13,619,409,681	63,294,025	0.46%	**0.38%**
2022	14,133,406,124	473,111,564	3.35%	**2.71%**
2023	14,437,280,974	321,171,450	2.22%	**1.80%**

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021 وبالإعتماد على التقارير المالية لمجمع صيدال (2014–2023)

يتناول الجدول السابق تطور تكلفة الديون المالية طويلة الأجل لمجمع صيدال خلال الفترة (2014–2023)، حيث بمكن ملاحظة وجود تذبذب في كل من حجم الديون المالية والمصاريف المرتبطة بها ما أدى إلى تغير مستمر في تكلفة التمويل، فعلى الرغم من الزيادة التدريجية في الديون المالية خاصة بعد سنة 2015، فقد شهدت تكلفة الديون إنخفاضا ملحوظا بين (2014-2017) وذلك بتراجعها من 3.20% إلى 0.79%، مما يشير إلى تحسن شروط الإقتراض أو إنخفاض أسعار الفائدة في السوق خلال تلك الفترة، ولكن بداية من سنة 2018 بدأت التكلفة في الإرتفاع مجددا لتبلغ ذروتها في سنة 2022 بنسبة 2.71%، وهو ما قد يكون ناتجا عن إرتفاع أسعار الفائدة أو لجوء المجمع إلى مصادر تمويل أكثر تكلفة. ومع ذلك، سجلت تكلفة الديون انخفاضا نسبيا سنة 2023 إلى 1.80%، ويبرز هذا التذبذب أهمية إدارة هيكل الدين بكفاءة لضمان التمويل بأقل تكلفة ممكنة، خاصة في ظل تقلبات السوق المالي والظروف الإقتصادية العامة.

4.1 حساب تكلفة رأس المال المتوسط المرجح:

وكخطوة أخيرة، وبالإعتماد على ما تقدم في الجداول السابقة سنقوم بحساب تكلفة رأس المال المتوسط المرجح WACC لمجمع صيدال خلال الفترة (2014–2023) بالإعتماد على الجدول التالي:

الجدول رقم (25): تكلفة رأس المال المتوسط المرجح لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)

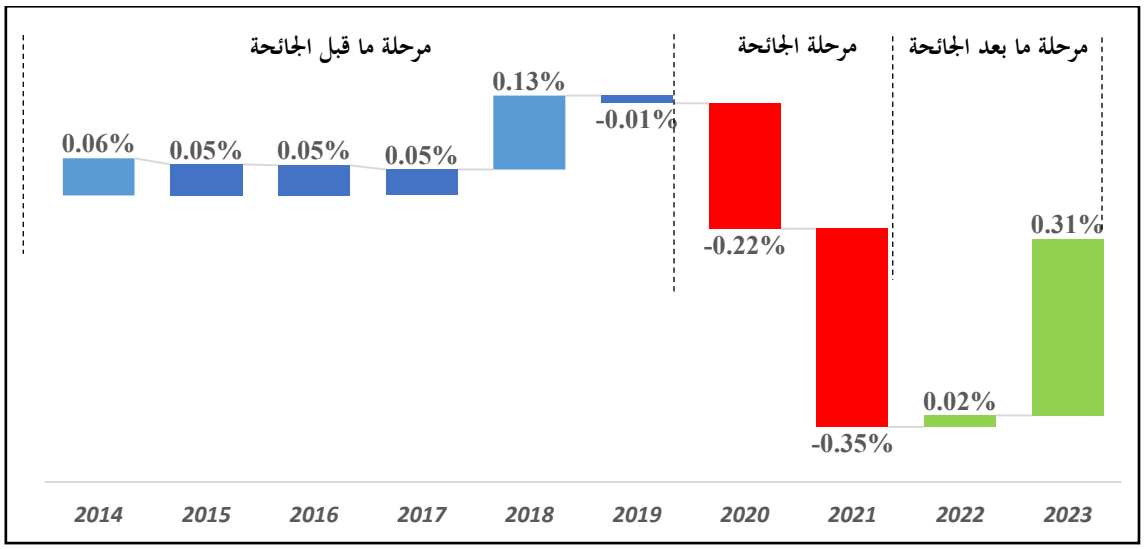
السنة	رؤوس الأموال الخاصة	تكلفة رأس المال الخاص	القروض والديون المالية	تكلفة الديون	WACC
2014	15,969,863,778	7.14%	2,684,181,562	3.20%	**6.49%**
2015	18,878,227,211	6.25%	4,190,157,590	1.89%	**5.39%**
2016	26,122,504,401	6.67%	8,496,430,148	1.13%	**5.26%**
2017	26,869,288,672	6.06%	10,489,615,502	0.79%	**4.54%**
2018	18,957,307,099	19.59%	10,617,741,786	1.21%	**12.91%**
2019	19,050,990,971	-3.02%	10,098,748,057	2.19%	**-1.36%**
2020	19,535,180,357	-33.81%	10,291,608,114	0.78%	**-21.93%**
2021	20,115,496,319	-58.16%	13,619,409,681	0.38%	**-34.56%**
2022	16,449,965,771	1.89%	14,133,406,124	2.71%	**2.03%**
2023	19,121,452,664	53.00%	14,437,280,974	1.80%	**30.83%**

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الجداول السابقة.

ولإعطاء تصور أفصل عن تكلفة رأس المال المتوسط المرجح خلال لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023).

فإننا نستعين بالشكل التالي:

الشكل رقم (17): تطور تكلفة رأس المال المتوسط المرجح خلال لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الجدول السابق

يلاحظ من خلال الجدول والشكل السابقين اللذين يستعرضان تطور تكلفة رأس المال المتوسط المرجح WACC خلال لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)، حيث يلاحظ أنه خلال المرحلة (2014-2019) بتغيرات طفيفة نوعا ما، فقد انخفضت قيمة المؤشر من 6.49% في 2014 إلى 4.54% في 2017، مما يشير إلى تحسن في البيئة التمويلية وتراجع في تكلفة الديون أو تزايد ثقة المستثمرين في المجمع، وهذا الإنخفاض يعكس أيضا استقرارا في المؤشرات المالية الكلية ما جعل تكلفة التمويل معتدلة نسبيا. غير أن سنة 2018 مثلت إنعطافة حادة وغير متوقعة، حيث قفز الـWACC إلى 12.91% وهو أكثر من ضعف القيمة المسجلة في سنة 2017، ويرجح أن هذه القفزة ناتجة عن إرتفاع كبير في تكلفة الأموال الذاتية بسبب تراجع ربحية المجمع أو إرتفاع مستوى المخاطر، بالإضافة إلى احتمال حدوث تغيرات في هيكل التمويل. لتسجل سنة 2019 قيمة سالبة (-1.36%)، ويرجع ذلك على الأغلب بسبب تحقيق خسائر مالية ضخمة خلال هذه السنة ما يؤثر في معامل بيتا (β) ويحوّل تكلفة حقوق الملكية إلى قيم سلبية.

لتشهد صيدال خلال الفترة (2020-2021) تدهور حاد غير عادي في نسب الـ WACC نحو القيم السالبة، حيث بلغت أدنى مستوياتها في 2021 بتسجيل ما نسبته 34.56-%، فمن

منظور مالي تسجيل مؤشر WACC سالبا ليس حالة طبيعية، بل يعكس وجود إختلال كبير في البيانات المالية للمجمع، فهذا الإنهيار يشير إلى إنخفاض القيمة السوقية لأسهم المجمع أو عزوف المستثمرين نتيجة الضبابية الكبيرة خلال الجائحة، إضافة إلى إحتمالية تأثير سياسة محاسبية داخلية أو نموذج إحتساب غير متوازن قامت به صيدال يعتمد على البيانات التاريخية غير المعدّلة للسياق الإستثنائي للجائحة. وبالتالي، فإن هذه الفترة تعكس أزمة ثقة مالية عميقة داخل المجمع، وتطرح تساؤلات حول قدرة الإدارة على الحفاظ على جاذبية الإستثمار والتوازن التمويلي في ظروف الأزمات.

لتظهر الفترة (2022–2023) تعافي سريع ولكن بتذبذب مرتفع، حيث بدأت المؤشرات تتحسن نسبيا بداية مع سنة 2022، وذلك بإرتفاع تكلفة رأس المال WACC إلى 2.03%، مما يعكس بوادر تعافي تدريجي في أداء المجمع أو تقلص في درجة المخاطرة المالية، غير أن سنة 2023 شهدت قفزة هائلة إلى 30.83% وهي أعلى قيمة تم تسجيلها لفترة الدراسة، وهذا الإرتفاع الحاد يمكن تفسيره بإرتفاع قيمة الرأس المال السوقي و تغير في مزيج التمويل نحو هيكلة أكثر مخاطرة، إلى جانب إحتمال وجود مبالغة في تقدير العائد المطلوب من المستثمرين بسبب تقلبات سوق الأسهم. هذا المستوى المرتفع في الحقيقة يشكل عبئا ثقيلا على القيمة الإقتصادية المضافة كما سنوضحه لاحقا، فهو يعني أن أي مشروع إستثماري يجب أن يحقق معدل عائد يفوق 30% حتى يعد مجديا من الناحية المالية، وهو أمر صعب التحقق في قطاع صناعي مثل صناعة الأدوية.

الجدول رقم (26): مقارنة تكلفة رأس المال المتوسط المرجح لمجمع صيدال قبل/خلال/بعد جائحة كورونا

المؤشر	ما قبل الجائحة	خلال الجائحة	بعد الجائحة
المتوسط الحسابي	5.54%	−28.25%	16.43%
الإنحراف المعياري	4.51%	8.89%	14.41%
القيمة الدنيا	−1.36%	−34.56%	2.03%
القيمة العليا	12.91%	−21.93%	30.83%
الوسيط	5.33%	−28.25%	16.43%

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021

إن مقارنة متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال WACC لمجمع صيدال خلال الفترات الثلاث يظهر تباينا في قدرة المجمع على تعبئة الموارد المالية وتكلفتها خلال مختلف السياقات الاقتصادية، فقد بلغ المتوسط الحسابي لمعدل WACC قبل الجائحة حوالي 5.54%، وهو ما يعكس وضعا ماليا مستقرا نسبيا خلال تلك الفترة، ويدل على توازن في هيكل التمويل بين حقوق الملكية والديون،كما أن الإنحراف المعياري البالغ 4.51% في هذه المرحلة يشير إلى تقلبات معتدلة في تكلفة رأس المال، على الرغم من تسجيل قيمة دنيا سالبة طفيفة في عام 2019.

أما خلال مرحلة الجائحة (2020–2021) فقد إنخفض متوسط WACC بشكل حاد ليصل إلى −28.25%، ما يعكس حدوث اضطراب غير مسبوق في البيئة التمويلية للمجمع، ومن الممكن جدا أن يكون ذلك مرتبط بتراجع العوائد المحققة خلال هذه الفترة وانخفاض الثقة الإستثمارية، وتغيّر شروط التمويل. ويعد هذا الإنخفاض الحاد مؤشرًا سلبيًا على تدهور قدرة المجمع على جذب تمويل بتكلفة مناسبة خلال الأزمة الصحية العالمية، كما أن الإنحراف المعياري في هذه المرحلة والذي بلغ 8.89% يشير إلى تقلبات حادة رغم قصر مدة المرحلة.

من ناحية أخرى سجلت صيدال خلال مرحلة ما بعد الجائحة (2022–2023) إرتفاعا ملحوظا في متوسط WACC بلغ 16.43%، وهو ما يعكس تحسنا في النشاط الإستثماري وزيادة في تكلفة التمويل، قد تكون ناجمة عن ارتفاع معدلات الفائدة أو تغيير في هيكل رأس المال لصالح التمويل بالديون، كما أن الإنحراف المعياري المرتفع البالغ قدره 14.41% يدل على تذبذب كبير في تكلفة رأس المال خلال هذه المرحلة، ما قد يشير إلى حالة عدم يقين أو تفاوت في شروط التمويل بين سنتي 2022 و2023، ويعكس هذا الوضع في الوقت ذاته تعافيا إقتصاديا تدريجيا مصحوبا بتحديات تمويلية جديدة.

2. القيمة الإقتصادية المضافة:

من أبرز المؤشرات المالية إستخداما ضمن الإدارة المالية القائمة على القيمة نجد مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة المعروف إختصارا بـ EVA، وهو مؤشر يقيس القيمة الحقيقية التي يمكن للمؤسسات توليدها بعد تغطية جميع تكاليفها ومن ضمنها تكلفة رأس المال. بمعنى آخر،

فإن مؤشر EVA يعبر عن صافي الربح المتولد بعد إحتساب تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر سواء كان ذلك عن طريق تمويل ذاتي (حقوق الملكية) أو التمويل عن طريق القروض، ويحسب بالعلاقة التالية[177]:

$$EVA = \text{النتيجة الصافية} - \left(\text{رأس المال طويل الأجل} \times WACC\right)$$

وتكمن أهمية مؤشر EVA بالنسبة لمجمع صيدال في أنها تعكس قدرة المجمع على توليد ثروة حقيقية للمساهمين، بعيدا عن القيود المحاسبية التقليدية، فهو يسعى إلى تقدم إجابة صريحة: هل تمكنت صيدال من تحقيق يفوق تكلفة رأس المال المستثمر؟ وإذا لم تفعل، فهل ذلك ناتج عن ضعف في الأداء التشغيلي أم عن سوء في هيكلة رأس المال؟ علماً أن تكلفة متوسط راس المال المرجحة يرمز لها ب WACC و التي يمكن حسابها وفقاً للمعادلة الخاصة بها.

وفيما يلي تحليل لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023):

الجدول رقم (27): القيمة الإقتصادية المضافة لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)

السنة	WACC	النتيجة الصافية	رأس المال طويل الأجل	EVA
2014	6.49%	1,385,942,685	23,726,004,991	(153,875,039)
2015	5.39%	1,172,407,473	25,977,710,485	(227,791,122)
2016	5.26%	1,614,724,609	36,991,429,436	(331,024,579)
2017	4.54%	1,433,341,329	39,739,941,243	(370,852,003)
2018	12.91%	1,292,124,259	31,578,111,051	(2,784,609,878)
2019	-1.36%	806,029,107	31,168,241,394	1,229,917,190
2020	-21.93%	253,900,683	31,440,495,711	7,148,801,392
2021	-34.56%	375,935,251	34,750,456,280	12,385,692,941
2022	2.03%	(2,815,031,941)	31,603,019,513	(3,456,573,237)
2023	30.83%	1,735,846,850	34,983,368,833	(9,049,525,761)

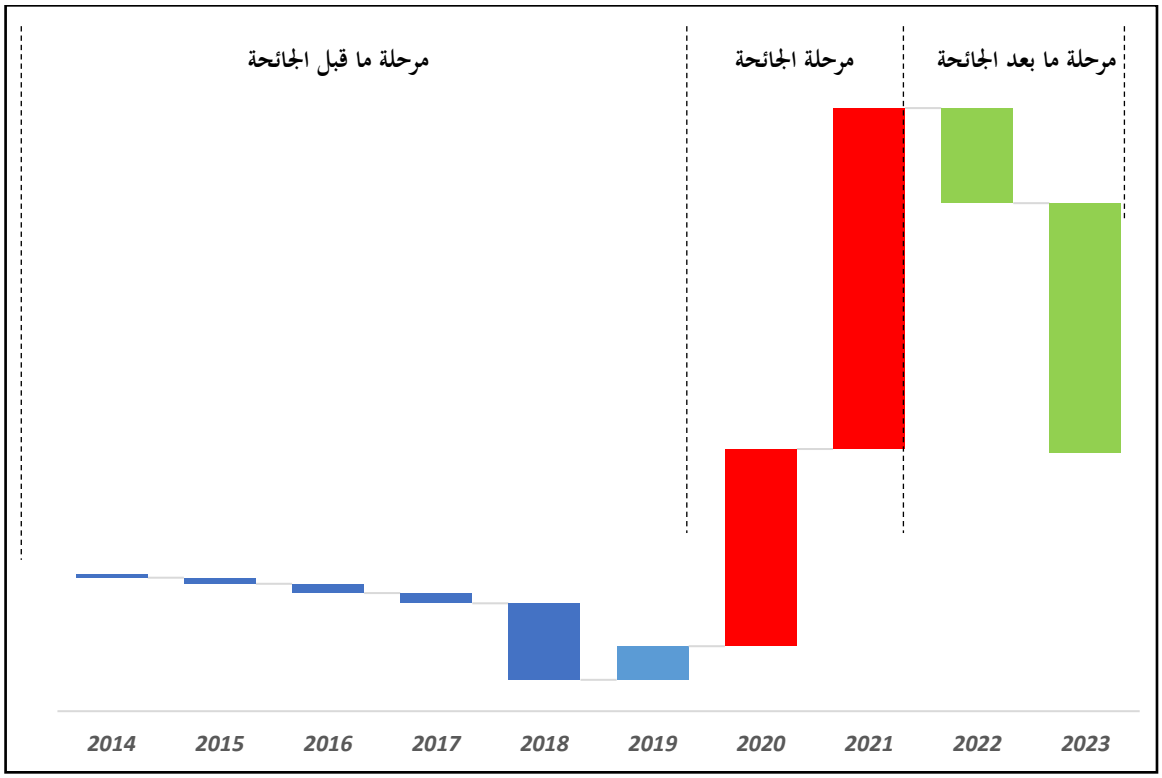
[177] Dirian El Amine. Economic Value Added (EVA). Drivers and Leverages: How Sales Can Maximize Shareholder Value. GRIN Verlag. 2013. P 02.

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021 وبالإعتماد على:

- التقارير المالية لمجمع صيدال (2014-2023)؛
- الجدول .

ولإعطاء تصور أفصل عن القيمة الإقتصادية المضافة لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)، فإننا نستعين بالشكل التالي:

الشكل رقم (18): تطور القيمة الإقتصادية المضافة لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الجدول السابق

يلاحظ من خلال الجدول والشكل السابقين أن تحليل تطور القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023) يظهر مفارقات مالية جوهرية تعكس عمق إختلال العلاقة بين العائد المحقق وتكلفة رأس المال، حيث يمكن ملاحظة أن قيم مؤشر EVA كانت سلبية في معظم سنوات الدراسة، الأمر الذي يعني أن المجمع قد فشل في أغلب الأوقات في تحقيق عوائد تتجاوز تكلفة رأس المال المستثمر وبالتالي لم ينجح في خلق قيمة مضافة للمساهمين.

لكن وعلى الرغم من هذا التوجه السلبي بشكل عام فقد سجّل المجمع EVA موجبة بشكل إستثنائي خلال الفترة (2019-2021)، لكن هذه الفترة لا تعكس تحسنا حقيقيا في الأداء، إذ أن قيمة EVA الموجبة كانت نتيجة غير طبيعية لإنخفاض حاد وسالب في معدلات الـ WACC الذي بلغ -34.56% في 2021، ويعود ذلك إلى الإنخفاض الكبير في تكلفة حقوق الملكية ضمن نموذج CAPM نتيجة لتراجع الأرباح وتأثر معامل بيتا بالسلب، ما جعل تكلفة رأس المال أقل من الصفر، وأدى حسابيا إلى تضخيم EVA دون أن يكون ذلك ناتجا عن تحسن فعلي في الأرباح التشغيلية.

من ناحية أخرى شهدت سنة 2023 أكبر خسارة في مؤشر EVA خلال كامل الفترة، حيث بلغت -9.05 مليار دج بسبب القفزة الكبيرة في معدل WACC إلى 30.83%، الأمر الذي جعل تكلفة رأس المال تتجاوز بشكل كبير الأرباح المحققة، وأدى إلى تآكل حاد في القيمة الإقتصادية للمجمع رغم تحسن رقم الأعمال في نفس السنة، وهذه النتيجة تبرز هشاشة النسيج المالي للمجمع وضعف قدرتها على توليد قيمة في بيئة تمويلية مكلفة.

وعليه يشير هذا المؤشر إلى أن مجمع صيدال في ظل غياب توافق دائم بين الربحية المحققة وتكلفة رأس المال لم ينجح في ترسيخ نموذج فعلي للإدارة المالية القائمة على خلق القيمة، حيث يمكن إعتبار هذا التناقض بين الأداء المحاسبي الظاهري ومؤشر EVA دليلا على الحاجة الماسة إلى إعادة هيكلة التمويل والإستثمار على أسس عقلانية ومبنية على تقييم المخاطر الحقيقية للمشاريع.

ولأن مقارنة مثل هذه المؤشرات خلال مرحلة جائحة كورونا بالمرحلة التي قبلها والمرحلة التي بعدها، يعتبر من أهم أهدافه هذه الدراسة، فإننا نستعرض الجدول التالي:

الجدول رقم (28): مقارنة القيمة الاقتصادية المضافة لمجمع صيدال قبل/خلال/بعد جائحة كورونا

المؤشر	ما قبل الجائحة	خلال الجائحة	بعد الجائحة
المتوسط الحسابي	(439,539,239)	9,767,247,167	(6,253,049,499)
الإنحراف المعياري	1,082,038,985	3,700,663,534	3,954,476,262
القيمة الدنيا	(2,784,609,878)	7,148,801,392	(9,049,525,761)

القيمة العليا	1,229,917,190	12,385,692,941	(3,456,573,237)
الوسيط	(190,833,081)	9,767,247,167	(6,253,049,499)

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021

تشير المؤشرات الإحصائية لمتغير القيمة الإقتصادية المضافة EVA الموضح في الجدول السابق أن مجمع صيدال قد عاش تغيرات حادة في القيمة المضافة التي قام بتحقيقها على مدار الفترات الثلاث المدروسة، ففي **مرحلة ما قبل الجائحة (2014–2019)**، كان متوسط EVA سلبيا عند حوالي –439 مليون دج ما يعكس عجز المجمع عن تحقيق عائد يتجاوز تكلفة رأس المال خلال تلك السنوات، على الرغم من تسجيله لقيمة موجبة واحدة في 2019، كما يظهر التباين الكبير بين القيم والممثل بالإنحراف المعياري والذي قدر بـ 1.08 مليار دج، ما يشير إلى اضطراب في الأداء المالي قبل الأزمة الصحية.

أما خلال **مرحلة الجائحة (2020–2021)** فقد شهدت صيدال تحسنا ملحوظا في مؤشر EVA بمتوسط قدره 9.76 مليار دج، وهو تحول كبير يعكس قدرة صيدال على الإستفادة من الظروف المرتبطة بالأزمة الصحية (خاصة زيادة الطلب على المنتجات الدوائية)، مما أدى إلى تحقيق أرباح تتجاوز تكلفة رأس المال بدرجة معتبرة، غير أن الإنحراف المعياري المرتفع 3.7 مليار دج يعكس تباينا في الأداء بين سنتي 2020 و2021.

لتعود قيم مؤشر EVA إلى التراجع في **مرحلة ما بعد الجائحة (2022–2023)** إذ سجلت صيدال متوسط EVA سلبيا بقيمة –6.25 مليار دج مع تفاقم الخسارة في سنة 2023، وقد يكون هذا الإنخفاض ناتجا عن تراجع الطلب أو زيادة تكاليف التشغيل والتمويل، أو ضعف إستراتيجية التوسع بعد زوال الظروف الإستثنائية التي إستفاد منها المجمع أثناء الجائحة.

وعلى العموم فإن تحليل تطور مؤشر EVA خلال الفترات الثلاث يظهر مدى حساسية الأداء المالي لمجمع صيدال للتغيرات في البيئة الإقتصادية، ويؤكد أهمية تبني سياسات إستثمارية وتمويلية مستدامة تراعي التوازن بين العائد وتكلفة رأس المال.

3. القيمة السوقية المضافة:

يكتسي مؤشر القيمة السوقية المضافة MVA أهمية خاصة بالنسبة لمجمع صيدال فهو يعكس تصور المستثمرين حول الأداء المستقبلي للمجمع، كما ويظهر مدى الثقة التي يحظى بها المجمع في بورصة الجزائر لا سيما في قطاع حساس مثل الصناعات الدوائية، فالقيمة السوقية المضافة MVA هي عبارة عن مؤشر مالي يستخدم لقياس مدى نجاح المؤسسات في زيادة ثروة مساهميها، ويمثل الفرق بين القيمة السوقية لرأس المال والقيمة الدفترية لرؤوس الأموال الخاصة حيث يحسب كالتالي[178]:

$$MVA = \left(\text{عدد الأسهم} \times \text{سعر السهم السوقي}\right) - \text{رؤوس الأموال الخاصة}$$

ومكن توضيح القيم السوقية المضافة لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023) فيما يلي:

الجدول رقم (29): القيمة السوقية المضافة لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)

السنة	عدد الأسهم	السعر السوقي للسهم	رؤوس الأموال الخاصة	MVA
2014	10,000,000	560	15,969,863,778	(10,369,863,778)
2015	10,000,000	640	18,878,227,211	(12,478,227,211)
2016	10,000,000	600	26,122,504,401	(20,122,504,401)
2017	10,000,000	660	26,869,288,672	(20,269,288,672)
2018	10,000,000	635	18,957,307,099	(12,607,307,099)
2019	10,000,000	580	19,050,990,971	(13,250,990,971)
2020	10,000,000	560	19,535,180,357	(13,935,180,357)
2021	10,000,000	543	20,115,496,319	(14,685,496,319)
2022	10,000,000	530	16,449,965,771	(11,149,965,771)
2023	10,000,000	500	19,121,452,664	(14,121,452,664)

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021 وبالإعتماد على:

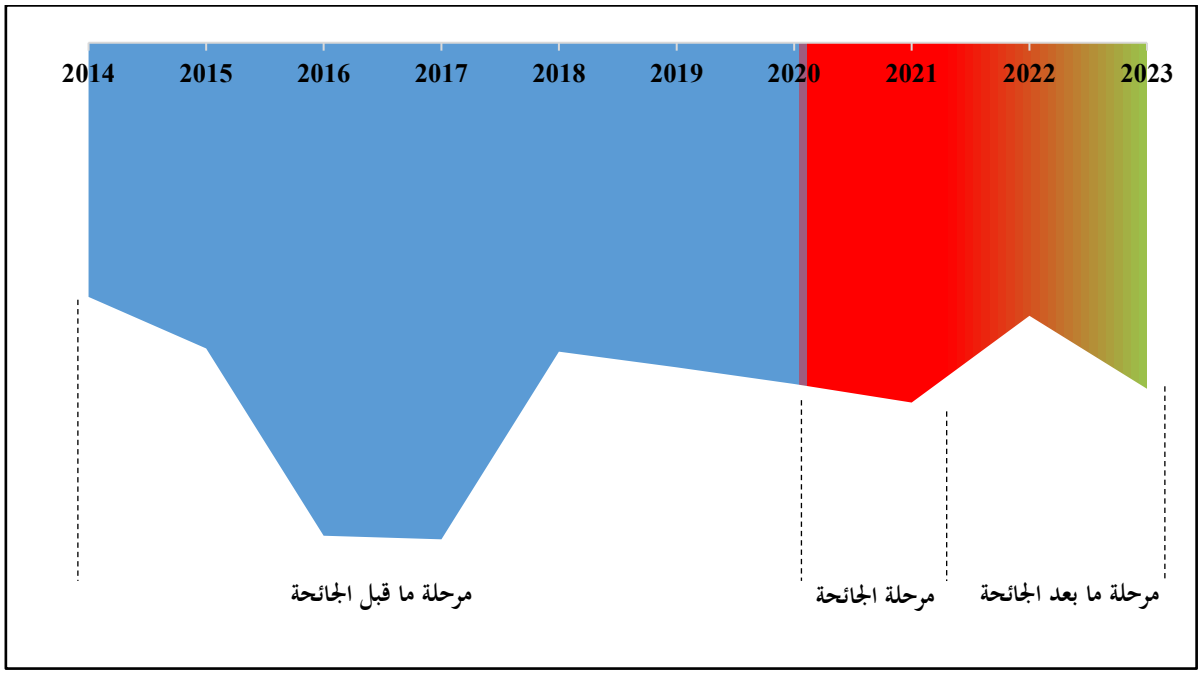
- التقارير المالية لمجمع صيدال (2014-2023)؛

[178] Peterson, Pamela P., and Frank J. Fabozzi. Analysis of financial statements. John Wiley & Sons, 1999. P 238.

- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (سلطة ضبط السوق المالي)، التقارير السنوية لنشاط سوق القيم المنقولة للفترة (2014-2023).

وللتوضيح أكثر نستعين بالشكل التالي:

الشكل رقم (19): تطور القيمة السوقية المضافة لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الجدول السابق

يلاحظ من خلال الجدول والشكل السابقين أن القيمة السوقية المضافة MVA لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023) قد سجلت نتائج سالبة على طول فترة الدراسة، وهو ما يعكس ضعفا واضحا في قدرة المجمع على خلق قيمة مضافة لمساهميها، فقد تراوحت MVA بين -10.3 مليار دج سنة 2014 و-20.2 مليار دج سنة 2017، في حين استقرت في حدود -14.1 مليار دج سنة 2023، وهو ما يشير إلى إستمرار الفجوة وتزايدها في بعض السنوات بين القيمة السوقية لرأس المال والقيمة الدفترية لرؤوس الأموال الخاصة.

ويمكن إرجاع هذا التراجع إلى عدة عوامل أبرزها إنخفاض ثقة السوق في أداء المجمع وقدرته على تحقيق أرباح تفوق تكلفة رأس المال، إلى جانب تأثره بعوامل داخلية مثل ضعف التوزيعات أو محدودية النمو الإستثماري، إلى جانب عوامل خارجية كضعف السيولة في السوق المالية الجزائرية.

وعلى الرغم من التحسن الطفيف في عدد من السنوات مثل سنة 2018 وسنة 2022، إلا أن المجمع لم يتمكن من تحقيق قيم MVA موجبة، وهو ما يستدعي مراجعة جادة لإستراتيجياته التمويلية والإستثمارية لتعزيز القيمة السوقية وتحقيق رضا المساهمين.

الجدول رقم (30): مقارنة القيمة السوقية المضافة لمجمع صيدال قبل/خلال/بعد جائحة كورونا

المؤشر	ما قبل الجائحة	خلال الجائحة	بعد الجائحة
المتوسط الحسابي	(14,849,697,022)	(14,310,338,338)	(12,635,709,217)
الإنحراف المعياري	3,911,152,219	530,992,981	2,102,057,346
القيمة الدنيا	(20,269,288,672)	(14,685,496,319)	(14,121,452,664)
القيمة العليا	(10,369,863,778)	(13,935,180,357)	(11,149,965,771)
الوسيط	(12,929,149,035)	(14,310,338,338)	(12,635,709,217)

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021

من خلال الجدول السابق يلاحظ أن تطور القيمة السوقية المضافة MVA لمجمع صيدال خلال المراحل الثلاث المدروسة يعكس أداء ضعيفا في خلق قيمة سوقية للمساهمين، إذ ظلت جميع القيم سالبة طوال الفترة وهو ما يعني أن القيمة السوقية للمجمع كانت أقل من القيمة الدفترية لرأس المال المستثمر. ففي **مرحلة ما قبل الجائحة (2014–2023)**، سجل المجمع متوسطا سلبيا بلغ حوالي −14.85 مليار دج، مع تباين كبير في القيم السنوية بإنحراف المعياري قدره حوالي 3.91 مليار دج، ويدل هذا التباين على حالة من عدم الإستقرار في قدرة المجمع على توليد قيمة مضافة، خاصة في ظل تراجع مستمر منذ 2016.

أما خلال **مرحلة الجائحة (2020–2021)**، فقد استقرت القيم السالبة نوعا ما مع إنخفاض في التباين بإنحراف المعياري قدره حوالي 0.53 مليار دج، ما يعكس حالة من الثبات النسبي، ولكن دون تحقيق أي قيمة موجبة. وقد يُعزى ذلك إلى التأثيرات المزدوجة للجائحة، حيث أن الطلب المتزايد على المنتجات الصيدلانية قابلته ضغوط هيكلية على الأداء المالي العام.

وفي **مرحلة ما بعد الجائحة (2022–2023)**، تحسن متوسط MVA ليبلغ حوالي −12.63 مليار دج، وهي أفضل نسبيا من الفترات السابقة، غير أن القيم ظلت سلبية مما يدل على أن

المجمع لم يستطع بعد تحقيق قيمة سوقية تتجاوز رأس المال المستثمر، رغم ما يبدو من تحسن نسبي في الأداء.

وتوضح هذه النتائج أن مجمع صيدال يعاني من ضعف في القيمة السوقية المضافة عبر المراحل الثلاث، وهو ما يستدعي مراجعة جادة في إستراتيجيات التمويل والإستثمار، وضرورة تعزيز أداء السوق وزيادة ثقة المستثمرين.

4. نسبة القيمة الإقتصادية إلى رأس المال المستثمر:

تعكس نسبة القيمة الإقتصادية المضافة إلى رأس المال المستثمر EVA/IC مدى قدرة المؤسسة على تحقيق عوائد تفوق تكلفة رأس المال المستخدم، وهي مؤشر جوهري على خلق القيمة وتحسب كما يلي:

$$\text{نسبة القيمة الإقتصادية إلى رأس المال المستثمر} = \frac{\text{القيمة الإقتصادية المضافة}}{\text{رأس المال المستثمر}} \times 100$$

وفيما يلي عرض لنسب القيمة الاقتصادية إلى رأس المال المستثمر لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023) في الجدول التالي:

الجدول رقم (31): نسبة القيمة الاقتصادية إلى رأس المال المستثمر لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)

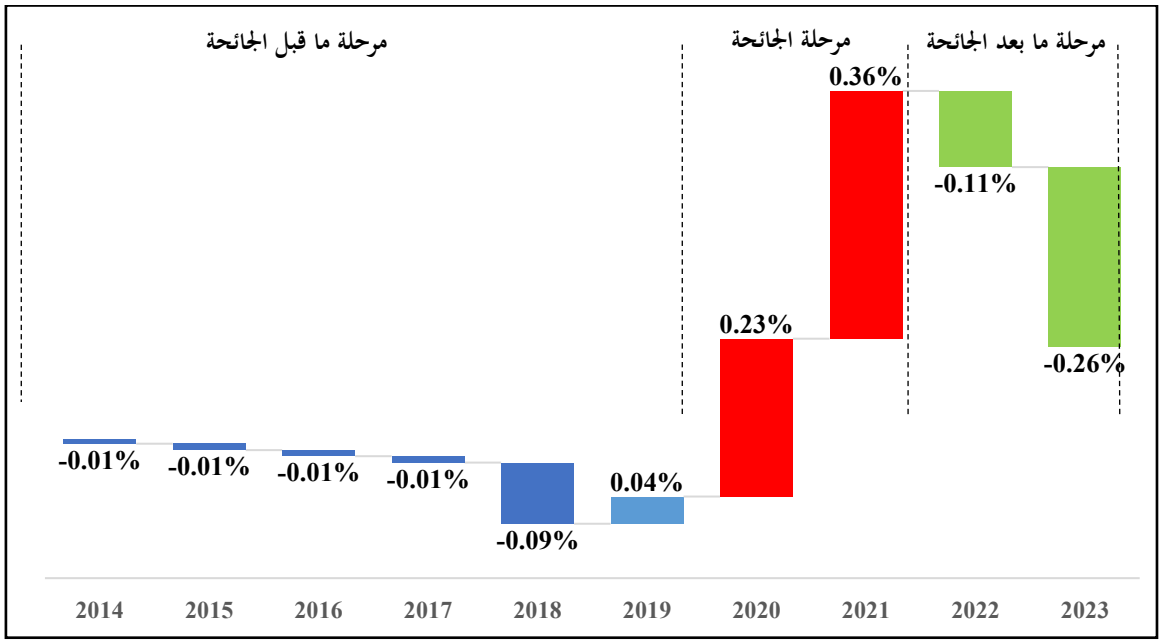
السنة	EVA	رأس المال المستثمر	EVA/IC
2014	(153,875,039)	23,726,004,991	-0.65%
2015	(227,791,122)	25,977,710,485	-0.88%
2016	(331,024,579)	36,991,429,436	-0.89%
2017	(370,852,003)	39,739,941,243	-0.93%
2018	(2,784,609,878)	31,578,111,051	-8.82%
2019	1,229,917,190	31,168,241,394	3.95%
2020	7,148,801,392	31,440,495,711	22.74%
2021	12,385,692,941	34,750,456,280	35.64%

2022	(3,456,573,237)	31,603,019,513	−10.94%
2023	(9,049,525,761)	34,983,368,833	−25.87%

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الجداول السابقة.

ومن أجل إعطاء صورة أوضح سنقوم بترجمة معطيات الجدول السابق في الشكل التالي:

الشكل رقم (20): تطور نسبة القيمة الإقتصادية إلى رأس المال المستثمر لمجمع صيدال خلال الفترة (2014−2023)



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الجدول السابق.

بالنظر إلى تطور نسبة القيمة الإقتصادية المضافة إلى رأس المال المستثمر خلال الفترة (2014−2023) لمجمع صيدال والموضحة في الجدول والشكلين السابقين، نلاحظ تذبذبا لافتا في أداء المجمع في هذا المؤشر، فقد بدأت النسبة في السنوات الأولى (2014−2017) بمستويات سالبة لكن محدودة تراوحت بين −0.65% و−0.93%، وهو ما يعبر عن ضعف المجمع في توليد عوائد تفوق تكلفة رأس المال ولكن دون وجود خسائر فادحة، وهذا الأداء قد يرتبط بمرحلة إعادة هيكلة أو تثبيت إستراتيجي بعد فترة نمو أو إستثمار مكثف.

غير أنه وفي سنة 2018، حدث تراجع كبير في النسبة لتصل إلى −8.82%، وهو ما يمكن إرجاعه إلى ضغوط مالية أو إنخفاض في الأرباح التشغيلية نتيجة تحولات في سوق الأدوية،

أو لزيادة مفاجئة في تكلفة رأس المال (حيث سجل الـWACC ارتفاعًا كبيرًا في تلك السنة)، لكن الملفت هو التحول الإيجابي في سنة 2019 وخصوصا في 2020 و2021، حيث ارتفعت النسبة إلى 3.95% ثم 22.74% و35.64% على التوالي، وهذا التحسن يتزامن مع ذروة جائحة كورونا COVID-19، ما يشير إلى أن المجمع ربما استفادت من زيادة الطلب على المنتجات الدوائية، بالإضافة إلى سياسات تشغيلية فعالة ساهمت في تعظيم الفائض الإقتصادي رغم الإضطرابات العالمية.

لكن هذا الأداء الذي حققته صيدال لم يدم طويلا، إذ عادت النسبة إلى الإنخفاض الحاد خلال الفترة (2022-2023) لتصل إلى -10.94% و-25.87%، وهو ما يعكس تأثر المجمع بمجموعة من المتغيرات المحتملة كالضغط التضخمي العالمي وإرتفاع تكاليف التمويل، إلى جانب تحديات سلاسل التوريد، وربما تغيرات تنظيمية محلية أدت إلى التأثير السلبي على الربحية. وبالتالي هذه النتائج تبرز أن صيدال لم تتمكن من المحافظة على خلق قيمة مضافة تفوق كلفة رأس المال المستثمر في ظل هذه الظروف.

ولأن مقارنة مثل هذه المؤشرات خلال مرحلة جائحة كورونا بالمرحلة التي قبلها والمرحلة التي بعدها، يعتبر من أهم أهدافه هذه الدراسة، فإننا نستعرض الجدول التالي:

الجدول رقم (32): مقارنة القيمة الاقتصادية المضافة لمجمع صيدال قبل/خلال/بعد جائحة كورونا

المؤشر	ما قبل الجائحة	خلال الجائحة	بعد الجائحة
المتوسط الحسابي	-1.37	29.19	-18.41
الإنحراف المعياري	4.07	6.45	10.53
القيمة الدنيا	-8.82	22.74	-25.87
القيمة العليا	3.95	35.64	-10.94
الوسيط	-0.885	29.19	-18.41

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021

يلاحظ من الجدول السابق أنه خلال **مرحلة ما قبل الجائحة (2014-2019)**، كان المتوسط الحسابي المحقق والبالغ -1.37% وهو ما يعني أن مجمع صيدال كان عاجزا عن

تحقيق قيمة إقتصادية موجبة خلال هذه المرحلة، ما يعكس ضعفا عاما في الأداء. بينما الوسيط القريب من المتوسط قدر بـ -0.88%، وهو يدل على تمركز القيم حول نتائج سلبية لكنها مستقرة نسبيا، أما الإنحراف المعياري والبالغ 4.07% فيكشف عن تفاوت محدود في الأداء، بإستثناء سنة 2018 التي سجلت أسوأ نتيجة بنسبة -8.82%. في المقابل، سجلت سنة 2019 تحسنا واضحا بنسبة 3.95%، وهو الإستثناء الوحيد في هذه المرحلة.

وشهدت صيدال خلال **مرحلة الجائحة (2020-2021)** أداء متميزا وغير مسبوق، حيث ارتفع المتوسط إلى 29.19% مع وسيط متطابق، مما يعكس تحقيق المجمع أرباحا إقتصادية تجاوزت بكثير تكلفة رأس المال، رغم تسجيل تباين طفيف بين السنتين 22.74% و35.64% بإنحراف معياري قيمته 6.45%، ويدل هذا التحسن على إستفادة صيدال من الظروف الإستثنائية التي فرضتها الجائحة، خاصة ما تعلق منها بزيادة الطلب على الأدوية.

ليتراجع الأداء الإقتصادي لمجمع صيدال بشكل ملحوظ **بعد انتهاء الجائحة (2022-2023)**، إذ بلغ المتوسط الحسابي -18.41% وهو أسوأ من مرحلة ما قبل الجائحة، كما أن الإنحراف المعياري المرتفع (10.53%) يعكس تذبذبا حادا في النتائج مع تسجيل نسب سالبة كبيرة (-10.94% و-25.87%)، حيث يشير هذا الإنحدار إلى عجز المجمع عن الحفاظ على مكتسبات مرحلة الأزمة وإفتقارها لإستراتيجية طويلة الأمد تضمن إستمرارية خلق القيمة.

ثانيا: تحليل مؤشرات الكفاءة والتحليل المالي:

لا يكتمل تشخيص الأداء المالي للمؤسسة دون التعمق في مؤشرات الكفاءة المالية والتحليل الكمي خاصة في ظل الإدارة المالية الحديثة القائمة على القيمة، حيث إعتبارها بمثابة أدوات تشخيصية دقيقة تُمكن من تقييم جودة إستخدام الموارد، وفعالية القرارات التشغيلية والإستثمارية، بالإضافة إلى درجة الإنسجام بين الهيكل المالي وخلق القيمة.

1. العائد على رأس المال المستثمر:

يعتبر العائد على رأس المال المستثمر ROIC هو الآخر أحد أكثر المؤشرات دلالة في تقييم مدى كفاءة المؤسسة في إستخدام مواردها الرأسمالية لخلق عوائد تتجاوز تكلفة هذا الإستثمار، حيث يتميز هذا المؤشر عن غيره من نسب الربحية التقليدية في كونه يعكس الأداء الشامل للمؤسسة من حيث القيمة المضافة، وذلك من خلال قياس الربح التشغيلي الصافي بعد الضريبة (NOPAT) مقارنة بإجمالي رأس المال المستثمر، بما يشمل حقوق الملكية والديون التشغيلية طويلة الأجل. ويتم حسابه بإستخدام المعادلة التالية:

$$ROIC = \frac{\text{النتيجة الصافية بعد الضريبة}}{\text{رأس المال المستثمر}} \times 100$$

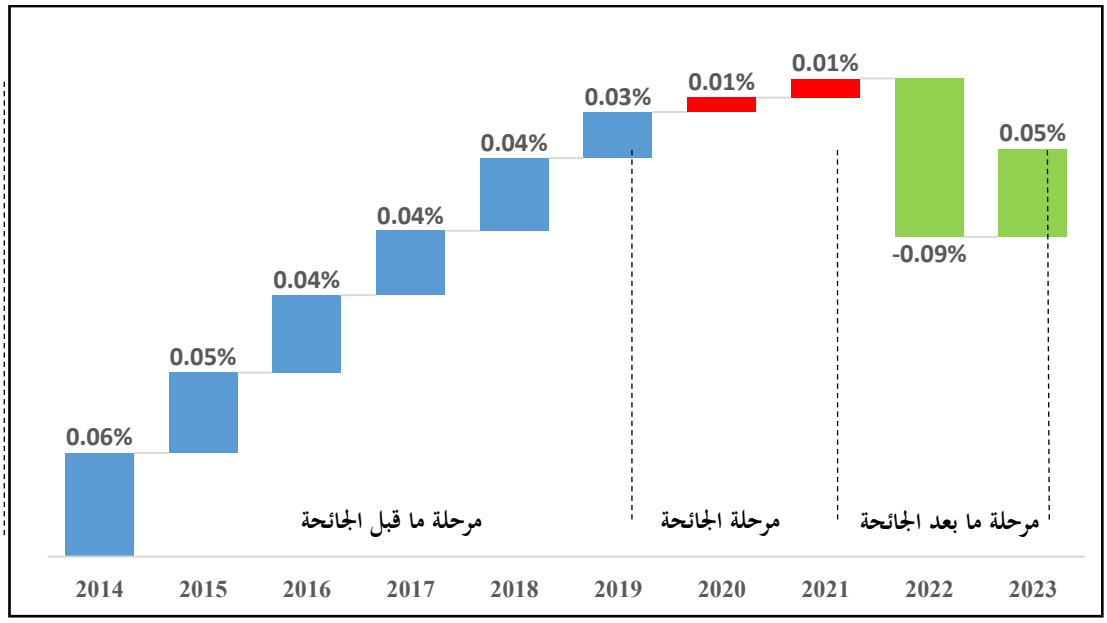
الجدول رقم (33): تحليل العائد على رأس المال المستثمر لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)

السنة	النتيجة الصافية	رأس المال المستثمر	ROIC
2014	1,385,942,685	23,726,004,991	5.84%
2015	1,172,407,473	25,977,710,485	4.51%
2016	1,614,724,609	36,991,429,436	4.37%
2017	1,433,341,329	39,739,941,243	3.61%
2018	1,292,124,259	31,578,111,051	4.09%
2019	806,029,107	31,168,241,394	2.59%
2020	253,900,683	31,440,495,711	0.81%
2021	375,935,251	34,750,456,280	1.08%
2022	(2,815,031,941)	31,603,019,513	-8.91%
2023	1,735,846,850	34,983,368,833	4.96%

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021 وبالإعتماد على التقارير المالية لمجمع صيدال (2014-2023)

ويمكن ترجمة معطيات الجدول السابق في الشكل التالي من أجل إعطاء صورة أفضل:

الشكل رقم (21): تطور العائد على رأس المال المستثمر لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الجدول السابق.

يعكس الجدول والشكل السابقين تحليلا لتطور معدل العائد على رأس المال المستثمر والمعروف إختصارا بـ ROIC لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)، حيث يلاحظ بشكل واضح وجود تذبذب في كفاءة إستخدام الموارد المالية على المدى الطويل، فقد بدأ المؤشر بمستوى إيجابي بلغ 5.84% سنة 2014، ما يدل على قدرة المجمع حينها على توليد قيمة مضافة من إستثماراتها، غير أن هذا العائد شهد تراجعا تدريجيا في السنوات التالية ليصل إلى 0.81% فقط في 2020، متأثرا ببيئة إقتصادية صعبة وتحديات هيكلية في السوق الوطني نتيجة للإنعكاسات السلبية لأزمة كوفيد-19 على سلاسل التموين والطلب الدوائي. وقد بلغ التراجع ذروته سنة 2022 بتسجيل عائد سلبي (-8.91%)، وهو ما يشير إلى حالة عجز صريح في تحقيق عوائد مجدية على رأس المال المستثمر، ومع ذلك عرف المؤشر تحسنا ملموسا في سنة 2023 حيث بلغ 4.96%، ما قد يعكس بداية مرحلة تعافٍ إستراتيجي ناتج عن تحسينات على مستوى الأداء التشغيلي أو إعادة هيكلة مالية فعالة.

هذا التطور يؤكد أهمية المتابعة الدقيقة لكفاءة الإستثمارات وربطها بسياسات فعالة في الإنفاق والتمويل لضمان إستدامة العائد الإقتصادي للمجمع.

الجدول رقم (34): مقارنة معدل العائد على رأس المال المستثمر لمجمع صيدال قبل/خلال/بعد جائحة كورونا

المؤشر	ما قبل الجائحة	خلال الجائحة	بعد الجائحة
المتوسط الحسابي	4.24%	0.95%	-1.98%
الإنحراف المعياري	0.82%	0.19%	9.18%
القيمة الدنيا	3.61%	0.81%	-8.91%
القيمة العليا	5.84%	1.08%	4.96%
الوسيط	4.23%	0.95%	-1.98%

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021

من خلال ملاحظة الجدول السابق والذي يتناول تحليل إحصائي لأداء معدل العائد على رأس المال المستثمر ROIC لمجمع صيدال عبر ثلاث مراحل زمنية (قبل، أثناء، وبعد جائحة كورونا)، فإنه يمكن ملاحظة أن **مرحلة ما قبل الجائحة (2014-2019)** شهدت أداء مالي مقبول من حيث هذا المؤشر، حيث بلغ متوسط ROIC حوالي 4.24% مما يدل على قدرة المجمع على توليد قيمة مضافة تفوق تكلفة رأس المال المستثمر، حيث أن القيم بقيت موجبة طيلة السنوات الستة ما يعكس فعالية في توظيف الموارد وتحقيق هوامش ربحية معتدلة، كما أن الإنحراف المعياري المنخفض نسبيا 0.822% يعكس توازن الأداء المالي في بيئة إقتصادية شبه مستقرة.

أما **مرحلة الجائحة (2020-2021)** فقد تميزت بإنخفاض حاد في ROIC ليبلغ في المتوسط 0.945% فقط، وهو مؤشر على تراجع حاد في كفاءة إستثمار رأس المال رغم تسجيل EVA موجبة في هذه الفترة، كما ويلاحظ أن الإنحراف المعياري خلال هذه المرحلة كان الأقل 0.191%، ما يشير إلى تجانس في الأداء ولكنه على مستوى منخفض، فهذه النتائج قد تعود إلى ضغط الجائحة على القدرات التشغيلية رغم التحسن في القيمة الإقتصادية بفعل عوامل إستثنائية مثل انخفاض تكلفة رأس المال.

بينما شهدت **مرحلة ما بعد الجائحة (2022–2023)** تدهورا خطيرا في مؤشر ROIC، حيث بلغ المتوسط ما مقداره −1.975%، وهي إشارة واضحة على فشل المجمع في تحقيق عوائد تغطي تكلفة رأس المال، كما وقد سجلت أدنى قيمة في سنة 2022 عند −8.91% وهو ما يعكس نتائج كارثية على مستوى كفاءة الإستثمار، بينما يعبر الإنحراف المعياري المرتفع (9.176%) عن تذبذب حاد في العوائد، مما يعكس بيئة تشغيلية غير مستقرة وتحديات داخلية هيكلية بعد الجائحة وذلك رغم التحسن الظاهري في 2023 (4.96%) إلا أنه لم يكن كافيا لمعادلة الإنهيار المسجل في 2022.

2. قيمة المؤسسة:

بما أن مجمع صيدال يعتبر عمود الصناعة الدوائية الجزائرية فإن تحليل مؤشر قيمة المؤسسة EV يسمح بفهم مدى جاذبية المجمع من منظور المستثمرين والتمويل الخارجي، ويستخدم كمقياس مرجعي عند تقييم صفقات الإندماج والإستحواذ أو عند مقارنة الأداء مع مؤسسات منافسة مدرجة، فهذا المؤشر لا يقتصر على قياس قيمة حقوق المساهمين فقط كما هو الحال في القيمة السوقية، بل يقوم بإعطاء تقديرات أكثر شمولية للقيمة الإقتصادية الحقيقية للمؤسسة عبر إحتساب قيمة الأسهم السوقية مضافا إليها صافي الديون وحقوق الأقلية مطروحا منها النقدية وما في حكمها:

$EV =$ القيمة السوقية لرؤوس الأموال الخاصة + الديون المالية – النقدية

وفيما يلي عرض لتطور مؤشر قيمة المؤسسة EV لمجمع صيدال خلال الفترة (2014–2023):

الجدول رقم (35): تحليل مؤشر قيمة المؤسسة لمجمع صيدال خلال الفترة (2014–2023)

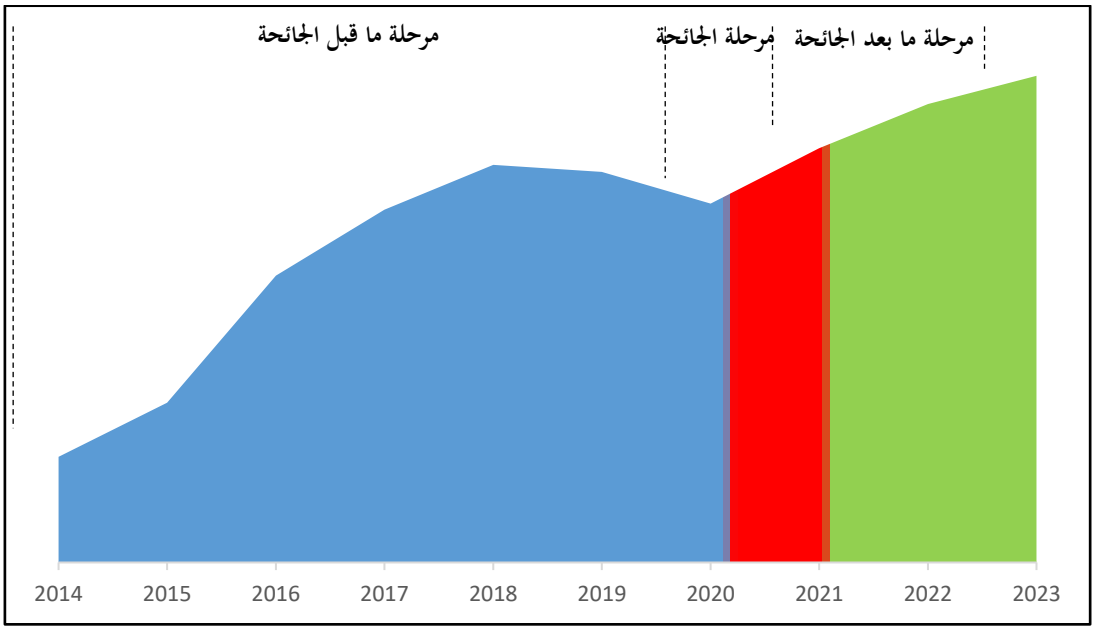
السنة	القيمة السوقية لرؤوس الأموال الخاصة	الديون المالية	النقدية	EV
2014	5,600,000,000	2,684,181,562	4,276,745,070	4,007,436,492

2015	6,400,000,000	4,190,157,590	4,533,002,554	6,057,155,036
2016	6,000,000,000	8,496,430,148	3,617,160,046	10,879,270,102
2017	6,600,000,000	10,489,615,502	3,710,669,209	13,378,946,293
2018	6,350,000,000	10,617,741,786	1,891,802,945	15,075,938,841
2019	5,800,000,000	10,098,748,057	1,088,287,121	14,810,460,936
2020	5,600,000,000	10,291,608,114	2,283,101,050	13,608,507,064
2021	5,430,000,000	13,619,409,681	3,339,802,401	15,709,607,280
2022	5,300,000,000	14,133,406,124	2,050,500,725	17,382,905,399
2023	5,000,000,000	14,437,280,974	982,366,018	18,454,914,956

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021 وبالإعتماد على التقارير المالية لمجمع صيدال (2014-2023)

ويمكن ترجمة معطيات الجدول السابق في الشكل التالي من أجل إعطاء صورة أفضل:

الشكل رقم (22): تطور مؤشر قيمة المؤسسة لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الجدول السابق.

إن تطور مؤشر القيمة السوقية EV لرؤوس الأموال الخاصة لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023) هو مؤشر هام حول ثقة السوق في أداء المجمع ومدى جاذبيته من منظور

المستثمرين، فمن خلال البيانات الموضحة في الجدول والشكل السابقين، نلاحظ أن القيمة السوقية لمجمع صيدال شهدت تصاعدا ملحوظا بما يعكس تحسن عام في تقييم السوق للمجمع، وذلك نتيجة لمزيج من العوامل المرتبطة بالأداء المالي وهيكل التمويل، وتقديرات المستثمرين، فقد بلغت قيمة المؤسسة في سنة 2014 نحو 4,007 مليار دج ثم تضاعفت تقريبا خلال سنتين فقط لتصل إلى حوالي 10,879 مليار دج في 2016، ما يشير إلى قفزة نوعية في القيمة السوقية لرأس المال أو تزايد الإعتماد على الديون المالية أو كليهما، وتواصل هذا الإتجاه التصاعدي بشكل أكثر اعتدالا ليبلغ EV ذروته في سنة 2023 بقيمة قدرها 18,454 مليار دج، أي بزيادة إجمالية تفوق 360% مقارنة بسنة الأساس (2014).

غير أنه تم تسجيل إنخفاض خلال الفترة (2018–2020)، حيث تراجعت القيمة إلى 14,810 مليار دج ثم 13,608 مليار دج، وهو ما يرجع إلى تأثيرات جائحة كورونا على النشاط الإقتصادي للمجمع ومخاوف المستثمرين من تراجع الإيرادات أو ارتفاع المخاطر المالية، قبل أن تعود EV إلى مسارها التصاعدي من جديد ابتداء من 2021.

وبشكل عام يعكس هذا النمو في قيمة المؤسسة تحسنا في الجاذبية الإستثمارية لمجمع صيدال، مدعوما بتحسن في النتائج المالية أو إستقرار في التدفقات النقدية مما يجعل المجمع أكثر قيمة في نظر المستثمرين والمهتمين بعمليات الإندماج والإستحواذ.

الجدول رقم (36): مقارنة مؤشر قيمة المؤسسة لمجمع صيدال قبل/خلال/بعد جائحة كورونا

المؤشر	ما قبل الجائحة	خلال الجائحة	بعد الجائحة
المتوسط الحسابي	10,701,867,285	14,659,057,172	17,918,910,178
الإنحراف المعياري	4,243,882,087	1,487,882,428	760,681,558
القيمة الدنيا	4,007,436,492	13,608,507,064	17,382,905,399
القيمة العليا	15,075,938,841	15,709,607,280	18,454,914,956
الوسيط	12,129,103,197	14,659,057,172	17,918,910,178

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021

من خلال الجدول السابق الذي يقارن بين قيم مؤشر قيمة المؤسسة لمجمع صيدال قبل/خلال/بعد جائحة كورونا، يمكن ملاحظة أنه خلال **مرحلة ما قبل الجائحة (2014–2019)** بلغ متوسط قيمة المؤسسة حوالي 10.7 مليار دج، وهو ما يعكس قيمة سوقية متوسطة تعكس توازنا نسبيا بين التمويل الذاتي (حقوق المساهمين) والديون، أما الإنحراف المعياري المرتفع نسبيا (حوالي 4.24 مليار دج) فهو يعكس تفاوتا واضحا بين سنوات الفترة، من أدنى قيمة بلغت 4.00 مليار دج سنة 2014 إلى أعلى قيمة تجاوزت 15 مليار دج سنة 2018، حيث يشير هذا التباين إلى تذبذب في الأداء المالي والإستثماري، والذي قد يكون سببه تغيرات في الهيكلة التمويلية أو التقلبات السوقية.

أما **خلال مرحلة الجائحة (2020–2021)** فقد عرفت قيمة المؤسسة قفزة نوعية لتبلغ متوسط 14.66 مليار دج، مع تراجع في التذبذب وذلك بتسجيل إنحراف معياري قدره 1.48 مليار دج، وهذه النتائج تدل على تحسن في تقييم السوق للمجمع خلال الجائحة على الرغم من التحديات، ويرجح أن يكون سببها تحسن في مؤشرات القيمة الإقتصادية المضافة وانخفاض تكلفة التمويل، إلى جانب الحفاظ على حقوق المساهمين، وبالتالي فالإستقرار النسبي في هذا المؤشر خلال هذه المرحلة يعكس قدرة المؤسسة على التكيف وتمويل نشاطها بكفاءة خلال الأزمة الصحية.

أما بالنسبة لمرحلة ما بعد الجائحة (2022–2023) فقد واصل مؤشر EV ‘تجاهه التصاعدي ليصل إلى متوسط 17.92 مليار دج، وهو الأعلى بين جميع الفترات رغم تسجيل المجمع لـ ROIC سلبي في 2022، وهذا الإرتفاع يمكن إرجاعه إلى زيادة الإعتماد على التمويل بالديون (ارتفاع إجمالي الديون من 13.6 إلى 14.4 مليار دج)، مع إنخفاض حاد في النقدية مما يجعل قيمة المؤسسة ترتفع حسابيا، كما أن الإنحراف المعياري المنخفض 760 مليون دج فقط يعكس استقرارا في هيكل القيمة لكنه يخفي في طياته مخاطر محتملة مرتبطة بالإستدانة المرتفعة.

الفرع الثالث: مدى ارتباط المؤشرات المالية بالنمو المستدام

بالنظر إلى خصوصية مجمع صيدال وإعتباره ركيزة الصناعة الدوائية في الجزائر والآلية التي من خلالها يتم تطبيق السياسات الصحية وتوفير الأمن الدوائي بالبلاد، فإن تقييم مدى إرتباط

المؤشرات المالية السابق تحليلها بقدرة المجمع على تحقيق النمو المستدام يعتبر ضرورة حتمية لفهم فاعلية الإدارة المالية القائمة على القيمة في توجيه الأداء المؤسسي نحو أهداف إستراتيجية تتجاوز الأفق المالي الضيق، خاصة في ظل الصدمة الاقتصادية والصحية التي فرضتها جائحة كورونا. وفيما يلي تحليل لأهم المؤشرات الرابطة بين المؤشرات المالية والنمو المستدام لمجمع صيدال.

أولا: معدل النمو المستدام:

بغرض فهم مدى توافق الأداء المالي الداخلي لمجمع صيدال مع طموحاته في تحقيق النمو على المدى الطويل دون المساس بإستقراره المالي، فإنه من الضروري الوقوف على تطور معدل النمو المستدام للمجمع SGR خلال فترة الدراسة ومن ثم المقارنة بين المراحل الزمنية الثلاثة المعتمدة في الدراسة (قبل/أثناء/بعد جائحة كورونا)، فهذا المؤشر هو أقصى معدل يمكن أن تنمو به أي مؤسسة دون الحاجة إلى تمويل خارجي إضافي مع الحفاظ على هيكل رأس المال الحالي، أي دون إصدار أسهم جديدة أو زيادة الإقتراض، حيث يستخدم هذا المؤشر لتقييم ما إذا كان النمو المحقق في الأرباح والمبيعات متوافقا مع الموارد الداخلية المتاحة. ويحب وفقا لما يلي[179]:

$$SGR = ROE \times \left(1 - \text{نسبة الأرباح الموزعة}\right)$$

وقبل حساب معدل النمو لمجمع صيدال فإنه من الضروري قبل ذلك حساب نسبة الأرباح الموزعة وذلك كالتالي:

$$\text{نسبة الأرباح الموزعة} = \frac{\text{الأرباح الموزعة}}{\text{صافي الربح}} \times 100$$

الجدول رقم (37): نسبة الأرباح الموزعة لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)

السنة	صافي الربح	الأرباح الموزعة	نسبة الأرباح الموزعة
2014	1,385,942,685	358,429,215	**25.86%**

[179] Bensoussan, Babette E., and Craig S. Fleisher. Analysis without paralysis: 12 tools to make better strategic decisions. FT Press, 2012. P 44.

2015	1,172,407,473	64,383,328	**5.49%**
2016	1,614,724,609	340,067,274	**21.06%**
2017	1,433,341,329	3,690,980	**0.26%**
2018	1,292,124,259	342,371,865	**26.50%**
2019	806,029,107	44,497,971	**5.52%**
2020	253,900,683	52,434,870	**20.65%**
2021	375,935,251	13,820,340	**3.68%**
2022	(2,815,031,941)	0	**0.00%**
2023	1,735,846,850	4,359,198	**0.25%**

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021 وبالإعتماد على التقارير المالية لمجمع صيدال (2014-2023)

يعكس تطور نسبة الأرباح الموزعة لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023) غياب نمط منتظم للتوزيع، ويشير ذلك إلى حد كبير لطبيعة الأداء المالي للمجمع وظروف السوق السائدة في كل سنة، فقد سجلت بعض السنوات نسب توزيع معتبرة مثل 2014 (25.86%) و2018 (26.50%) مما يدل على توفر سيولة وربحية جيدة آنذاك، في حين شهدت سنوات أخرى على الرغم من تحقيق أرباح مهمة على غرار سنة 2016 و2023 نسب توزيع ضعيفة 21.06% و0.25% على التوالي، ما يشير إلى أن المجمع له توجه إستراتيجي للإحتفاظ بالأرباح بهدف تمويل الإستثمارات أو تعزيز الإستقرار المالي الداخلي. ومن جهة أخرى، تظهر بعض السنوات شبه غياب للتوزيعات كما في 2017 و2021 (0.26% و3.68%)، وهي مؤشرات على ضغوط تشغيلية أو إلتزامات مالية داخلية حالت دون التوزيع. أما في سنة 2022، فكان غياب التوزيع مبررا بالخسائر المسجلة، وبالتالي تعكس هذه السياسة حرصا واضحا من إدارة المجمع على التوفيق بين مصلحة المساهمين والحفاظ على ملاءة مالية تدعم النمو والإستمرارية في بيئة صناعية معقدة.

وفيما تحليل لمعدلات النمو المستدام لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023):

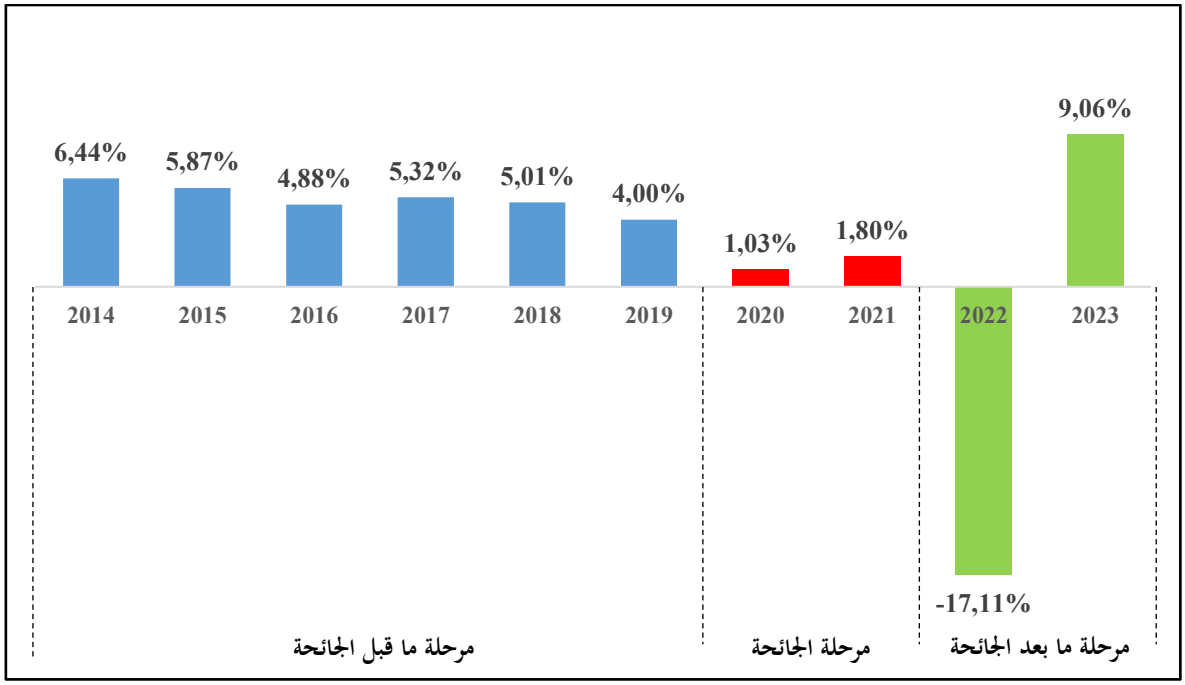
الجدول رقم (38): تحليل معدلات النمو المستدام لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)

السنة	ROE	نسبة الأرباح الموزعة	SGR
2014	8.68%	25.86%	**6.44%**
2015	6.21%	5.49%	**5.87%**
2016	6.18%	21.06%	**4.88%**
2017	5.33%	0.26%	**5.32%**
2018	6.82%	26.50%	**5.01%**
2019	4.23%	5.52%	**4.00%**
2020	1.30%	20.65%	**1.03%**
2021	1.87%	3.68%	**1.80%**
2022	-17.11%	0.00%	**-17.11%**
2023	9.08%	0.25%	**9.06%**

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021 وبالإعتماد على التقارير المالية لمجمع صيدال (2014-2023)

ويمكن ترجمة معطيات الجدول السابق في الشكل التالي من أجل إعطاء صورة أفضل:

الشكل رقم (23): تطور معدلات النمو المستدام لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الجدول السابق.

تشير معدلات النمو المستدام لمجمع صيدال خلال الفترة 2014–2023 الموضحة في الجدول والشكل السابقين إلى وجود تذبذب في قدرة المجمع على تحقيق نمو ذاتي مستدام يمول من الأرباح المحتجزة دون اللجوء إلى تمويل خارجي، مما يعكس تأثير التغيرات في العائد على حقوق الملكية وسياسة توزيع الأرباح. حيث يلاحظ أنه خلال السنوات (2014–2018) قد حافظت صيدال على نسب SGR مستقرة نسبيا تراوحت بين 4.88% و6.44%، وهو ما يدل على توازن مالي معقول سمح بتحقيق نمو معتدل بالإعتماد على الموارد الذاتية. غير أنه بداية من سنة 2019، بدأت النسب بالتراجع بشكل ملحوظ حيث بلغت 4.00% ثم انخفضت إلى 1.03% في 2020، ما يعكس إحتمال تراجع الربحية أو إرتفاع في نسبة التوزيعات أو انخفاض في كفاءة رأس المال.

وبلغ هذا التراجع ذروته في سنة 2022 التي سجلت فيها صيدال معدل نمو مستدام SGR سالبا (–17.11%)، وهو مؤشر خطير يدل على أن المجمع غير قادر على تحقيق نمو دون اللجوء إلى تمويل خارجي، بل أنه من المحتمل أن يكون قد استهلك جزءًا من احتياطاته أو تعرض لخسائر أثرت على حقوق الملكية. لكن اللافت للإنتباه هو التحسن الحاد الذي عرفه المجمع خلال سنة 2023، حيث ارتفع SGR إلى 9.06% وهو أعلى مستوى خلال الفترة المدروسة، ما قد

يعكس تحسنا مفاجئا في العوائد أو تعديلا في سياسة التوزيع أو هيكلة مالية ناجحة ساهمت في إستعادة القدرة على تحقيق نمو ذاتي قوي.

بإختصار نستنتج أن هذا المؤشر يظهر حساسية مجمع صيدال للتقلبات في الأداء المالي ويبرز أهمية إعتماد إدارة مالية رشيدة قائمة على القيمة، لضمان إستدامة النمو وتقليص الحاجة إلى التمويل الخارجي الذي قد يثقل كاهل المجمع على المدى الطويل.

الجدول رقم (39): مقارنة معدل النمو المستدام لمجمع صيدال قبل/خلال/بعد جائحة كورونا

المؤشر	ما قبل الجائحة	خلال الجائحة	بعد الجائحة
المتوسط الحسابي	5.25%	1.42%	-4.03%
الإنحراف المعياري	0.89%	0.54%	18.53%
القيمة الدنيا	4.00%	1.03%	-17.11%
القيمة العليا	6.44%	1.80%	9.06%
الوسيط	5.17%	1.42%	-4.03%

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021

يلاحظ من خلال التحليل المرحلي لمؤشر معدل النمو المستدام لمجمع صيدال الموضح في الجدول السابق أنه خلال **مرحلة ما قبل الجائحة (2014-2019)** بلغ متوسط SGR حوالي 5.25%، ما يعكس قدرة صيدال على تمويل نموها الذاتي دون الحاجة إلى تمويل خارجي، فالقيم بقيت إيجابية ومتقاربة نسبيا طوال الفترة، كما وتم تسجيل إنحراف معياري منخفض 0.89% وهو ما يدل على استقرار في سياسات التمويل والعائد على حقوق الملكية، فهذه المرحلة تشير إلى توازن صحي بين الربحية والسياسات التمويلية، ما يعزز ثقة المستثمرين وإستدامة التوسع.

أما **أثناء مرحلة الجائحة (2020-2021)** فقد شهد المؤشر انخفاضا إلى متوسط 1.42%، وهو ما يشير إلى تقلّص قدرة المجمع على النمو الذاتي، ويعود ذلك في الغالب إلى تراجع الربحية وتراكم الضغوط التشغيلية، إضافة إلى صعوبة إعادة إستثمار الأرباح في ظل ظروف الجائحة، ورغم أن المؤشر بقي إيجابيا، إلا أن مستواه المنخفض يؤكد هشاشة النمو خلال هذه الفترة مع إعتماد متزايد على الموارد الخارجية لتمويل النشاط.

وبالنسبة **لمرحلة ما بعد الجائحة (2022–2023)**، فقد عرفت تذبذبا حادا وذلك ببلوغ متوسط 4.03%– SGR، وهو ما يعكس معاناة صيدال من عجز مالي حاد ونمو غير مستدام، فالقيمة الدنيا في 2022 بلغت –17.11%، ما يعد مؤشرا خطيرا على فقدان القدرة على تمويل النمو من الأرباح المحتجزة، ورغم التحسن الملحوظ في 2023 إلى 9.06%، إلا أن الإنحراف المعياري المرتفع المقدر بـ 18.53% يشير إلى فوضى مالية وغياب الرؤية الإستراتيجية المستقرة للنمو.

ثانيا: معدل نمو رقم الأعمال:

يعتبر معدل نمو رقم الأعمال من بين المؤشرات الجوهرية في تقييم الأداء الديناميكي للمؤسسات كونه يعكس مدى قدرتها على توسيع حصتها السوقية وتحسين إيراداتها من دورة مالية إلى أخرى[180]، لكن أهميته تتعاظم حين يدرج في سياق النمو المستدام، إذ لا يتعلق الأمر بمجرد نمو كمي في رقم المعاملات، بل بمدى دوام هذا النمو واستقراره واستناده إلى أسس مالية وتشغيلية متينة.

وفيما تحليل لمعدلات نمو رقم الأعمال لمجمع صيدال خلال الفترة (2014–2023):

الجدول رقم (40): تحليل معدلات نمو رقم الأعمال لمجمع صيدال خلال الفترة (2014–2023)

السنة	رقم الأعمال	معدل نمو رقم الأعمال
2014	9,789,025,905	–14.59%
2015	9,984,043,757	1.99%
2016	10,223,411,484	2.40%
2017	10,265,897,771	0.42%
2018	10,317,577,775	0.50%
2019	9,392,750,935	–8.96%
2020	9,809,929,760	4.44%
2021	10,211,439,983	4.09%

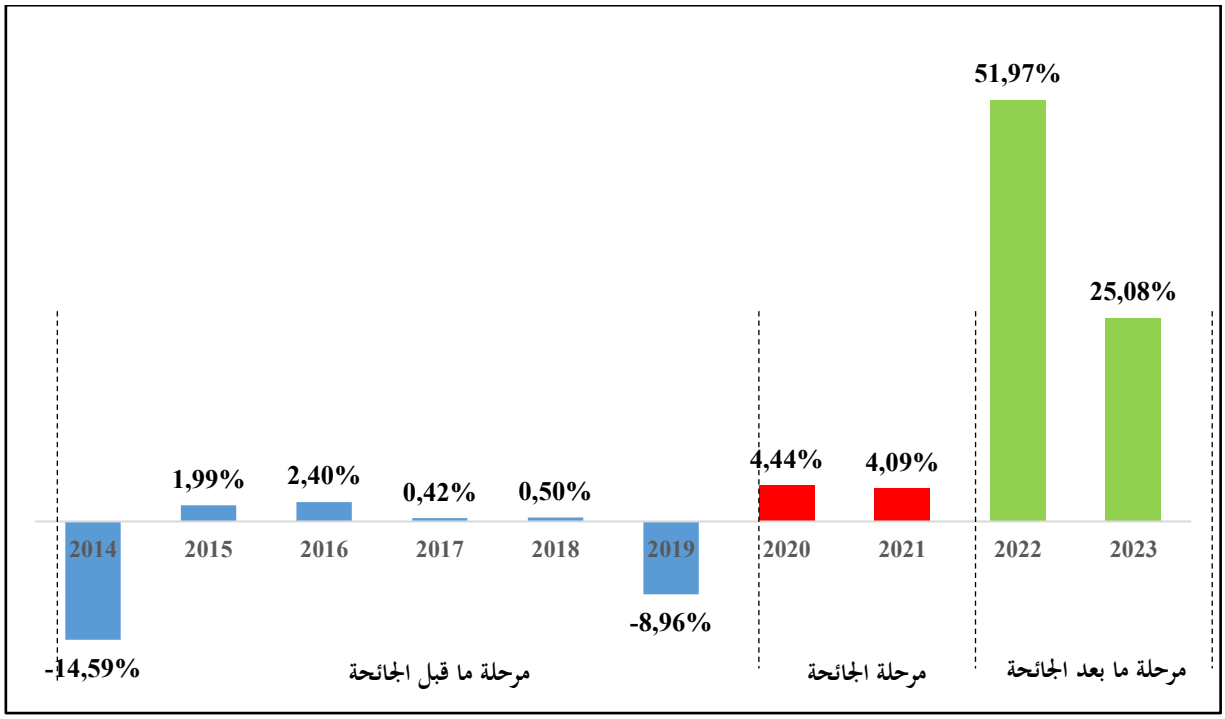
[180] Donaldson, Lex. The meta-analytic organization: Introducing statistico-organizational theory. Routledge, 2015. P 97.

2022	15,518,343,549	51.97%
2023	19,410,065,548	25.08%

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021 وبالإعتماد على التقارير المالية لمجمع صيدال (2014-2023)

ويمكن ترجمة معطيات الجدول السابق في الشكل التالي من أجل إعطاء صورة أفضل:

الشكل رقم (24): تطور معدلات النمو المستدام لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)



المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021

من خلال تحليل تطور معدل نمو رقم الأعمال لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023) الموضحة في الجدول والشكل السابقين، يمكن ملاحظة تقلبات كبيرة تعكس إختلافا في الأداء التجاري والتسويقي للمجمع، وتأثره بعوامل بعدد من العوامل الداخلية وحتى الخارجية. ففي سنة 2014، شهد المجمع انكماشا حادا في رقم الأعمال بنسبة -14.59%، مما يشير إلى تراجع كبير في المبيعات، وذلك ناتج عن اضطرابات في الإنتاج نتيجة توقف بعض المصانع عن العمل على غرار فرع عنابة وباتنة وإعادة الهيكلة التي شهدتها صيال، غير أن السنوات التالية (2015-2018) عرفت معدلات نمو ضعيفة جدا تراوحت بين 0.42% و2.40%، وهو ما يدل على

ركود شبه مستمر في النشاط التجاري للمجمع خلال تلك الفترة، رغم تسجيل تعافي طفيف من صدمة 2014.

لتسجل سنة 2019 عودة تراجع في معدل نمو رقم الأعمال -8.96% وهو ما قد يمكن إرجاعه أيضا إلى خروج فرع باتنة عن الخدمة إلى جانب عوامل خارجية مثل تزايد حدة المنافسة، وتراجع الدور الذي تلعبه صيدال كفاعل رئيسي في صناعة الأدوية الجزائرية، إضافة إلى عدم فعالية إستراتيجيات التوزيع التي تعتمدها، قبل أن تعود صيدال إلى تحقيق نسب نمو إيجابية في 2020 و2021 (4.44% و4.09% على التوالي) رغم الظروف الصعبة المرتبطة بجائحة كورونا مما يعد مؤشرا على مرونة نسبية في الأداء التجاري.

إلا أن التحول الأبرز تم تسجيله في سنة 2022 حيث قفز معدل نمو رقم الأعمال إلى 51.97%، وهو ما يمثل أعلى نسبة نمو خلال فترة الدراسة، ما يشير إلى تحول جذري في أداء المجمع، وهذا التصاعد الإيجابي استمر في 2023 بمعدل نمو قدره 25.08%، وهو نمو قوي يحسن من صورة المجمع كفاعل إقتصادي يستعيد ديناميكيته بعد سنوات من الركود.

ويعتبر تحليل معدل نمو رقم الأعمال خلال مرحلة ما قبل وأثناء وما بعد جائحة كورونا أداة حاسمة لتقييم ما إذا كان مجمع صيدال قد تمكن من تحقيق توسع سوقي واستقرار تشغيلي على الرغم من الضغوط الخارجية التي واجهها، وما إذا كان هذا النمو له علاقة بتحقيق قيمة مالية مستدامة أم أنه مجرد إنتعاش ظرفي ويمكن تحقيق ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (41): مقارنة معدل نمو رقم الأعمال لمجمع صيدال قبل/خلال/بعد جائحة كورونا

المؤشر	ما قبل الجائحة	خلال الجائحة	بعد الجائحة
المتوسط الحسابي	-3.04%	4.27%	38.53%
الإنحراف المعياري	6.80%	0.25%	18.99%
القيمة الدنيا	-14.59%	4.09%	25.08%
القيمة العليا	2.40%	4.44%	51.97%
الوسيط	0.71%	4.27%	38.53%

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021

يظهر من خلال التحليل الإحصائي المرحلي لمعدل نمو رقم الأعمال لمجمع صيدال قبل/خلال/بعد جائحة كورونا أن **مرحلة ما قبل الجائحة (2014–2019)** قد تميزت نمو ضعيف ومتذبذب، حيث بلغ المتوسط الحسابي –3.04% وهو ما يدل على تراجع في الأداء التجاري وعدم قدرة المجمع على توسيع حصته السوقية، كما تم تسجيل بعض الإنكماشات في سنتي 2014 بقيمة –14.59% و2019 بقيمة –8.96%، مع معدلات نمو طفيفة جدا في السنوات الأخرى، إلى جانب أن الإنحراف المعياري البالغ قيمته 6.80% يدل على تذبذب ملحوظ في المبيعات ما بين الإنكماش والتعافي البطيء.

غير أن معدل نمو رقم الأعمال **أثناء مرحلة الجائحة (2020–2021)** عرف تحسنا طفيفا وذلك بتحقيق متوسط نمو بلغ 4.27% واستقرار واضح عبر تسجيل إنحراف معياري قيمته 0.25%، فعلى الرغم من الظروف الصحية والإقتصادية الصعبة تمكنت صيدال من تسجيل نمو إيجابي مستقر، وهو ما يمكن إعتباره مؤشرا على تكيفها المرحلي مع بيئة الأزمة رغم أن هذا النمو ظل محدود وغير كافي لتعويض ضعف مرحلة ما قبل الجائحة.

وبالنسبة **لمرحلة ما بعد الجائحة (2022–2023)** فقد شهدت صيدال تحسن ظاهر في رقم الأعمال بمتوسط نمو بلغ 38.53%، وهو تحسن كبير مقارنة بالمراحل السابقة، وبمكن إرجاع ذلك إلى إنتعاش الطلب على الدواء خاصة بعد الترخيص الإستثنائي المقدم للمجمع سنة 2021 والشراكات التي قام بها من أجل إنتاج لقاح مضاد لفيروس كورونا المستجد، إلى جانب تحرير القيود التشغيلية بعد تحسن الأوضاع الصحية، وربما تحسن في سياسة الإنتاج والتوزيع. غبر أن الإنحراف المعياري المرتفع المقدر بـ 18.99% يعكس عدم تجانس بين السنتين؛ حيث تم تسجيل قفزة ضخمة في 2022 (51.97%) يقابلها تراجع نسبي في 2023 (25.08%)، وهو ما يشير إلى أن هذا النمو قد يكون مرحليا وليس ناتجا عن تحول إستراتيجي مستدام.

ثالثا: نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية:

تعتبر نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والتي يرمز لها بالرمز P/B بمثابة المؤشر السوقي المكمل لمؤشرات القيمة الداخلية مثل EVA وROIC، فهي تعطي الحكم النهائي من منظور

المستثمرين حول ما إذا كانت الإدارة المالية في صيدال تنجح في خلق قيمة مستدامة تتجاوز مجرد تحقيق الأرباح المحاسبية، ويتم حسابها عن طريق العلاقة التالية[181]:

$$P/B = \frac{\text{القيمة الإسمية لرؤوس الأموال الخاصة}}{\text{القيمة الدفترية لرؤوس الأموال الخاصة}}$$

وفيما يلي عرض لتطور نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023):

الجدول رقم (42): تحليل نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)

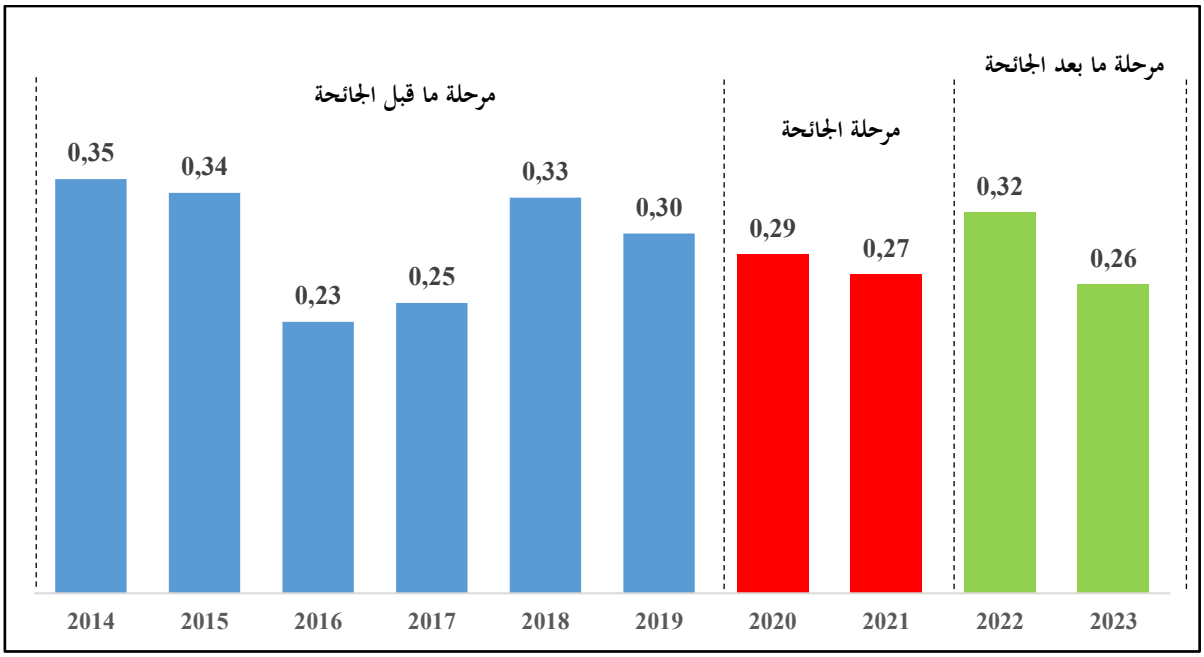
السنة	القيمة السوقية لرؤوس الأموال الخاصة	القيمة الدفترية لرؤوس الأموال الخاصة	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية
2014	5,600,000,000	15,969,863,778	**0.35**
2015	6,400,000,000	18,878,227,211	**0.34**
2016	6,000,000,000	26,122,504,401	**0.23**
2017	6,600,000,000	26,869,288,672	**0.25**
2018	6,350,000,000	18,957,307,099	**0.33**
2019	5,800,000,000	19,050,990,971	**0.30**
2020	5,600,000,000	19,535,180,357	**0.29**
2021	5,430,000,000	20,115,496,319	**0.27**
2022	5,300,000,000	16,449,965,771	**0.32**
2023	5,000,000,000	19,121,452,664	**0.26**

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021 وبالإعتماد على التقارير المالية لمجمع صيدال (2014-2023)

ويمكن ترجمة معطيات الجدول السابق في الشكل التالي من أجل إعطاء صورة أفضل:

[181] Berk, Jonathon, et al. Fundamentals of corporate finance. Pearson Higher Education AU, 2013. P 32.

الشكل رقم (25): تطور مؤشر نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2023)



المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021

يلاحظ من بيانات نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (Market-to-Book Ratio) لمجمع صيدال خلال الفترة (2014– 2023) الموضحة في الجدول والشكل السابقين، أن هذه النسبة بقيت منخفضة نسبيا طوال الفترة وهو ما يعكس ضعف تقييم السوق لصيدال مقارنة بقيمتها المحاسبية، حيث يعكس ذلك نظرة متحفظة للمستثمرين إتجاه آفاق نموها أو قدرتها على تحقيق أرباح مستقبلية مرتفعة. ففي سنة 2014 بلغت النسبة 0.35 ما يعني أن القيمة السوقية كانت أقل من ثلث القيمة الدفترية لحقوق ملكية المجمع وهو مؤشر على أن السوق كان يسعر أسهم صيدال بأقل من قيمتها المحاسبية، وقد استمر هذا الإتجاه في السنوات اللاحقة مع تراجع طفيف في 2015 بتسجيل ما قيمته 0.34 ثم هبوط واضح في 2016 إلى 0.23 وهو أدنى مستوى في الفترة، مما قد يكون مرتبطا بأداء مالي ضعيف أو إنخفاض ثقة المستثمرين.

وقد شهدت النسبة تحسن محدود في 2017 بقيمة 0.25 و2018 بقيمة 0.33 إلا أنها بقيت أقل بكثير من الوحدة، مما يعني إستمرار تقييم السوق السلبي لمجمع صيدال، وفي الفترة (2019–2021) انخفضت النسبة تدريجيا من 0.30 إلى 0.27، وهو ما يعكس تأثيرات سلبية

لجائحة كورونا على توقعات المستثمرين وأداء أسواق المال إتجاه صيدال، لترتفع النسبة خلال سنة 2022 إلى 0.32 مدفوعة بتحسن ملحوظ في النتائج التجارية والمالية، إلا أنها عادت للتراجع في 2023 إلى 0.26، ما يشير إلى أن التحسن لم يكن مستداما أو أن السوق بقي متحفظا رغم نمو رقم الأعمال في نفس السنة.

وعليه يمكننا القول بأن هذه النسبة تشير لكون أسهم صيدال قد كانت تتداول بشكل دائم بأقل من قيمتها الدفترية، وهو ما قد يعكس وجود فرصة إستثمارية في حال نجاح الإدارة في تحسين مؤشرات الربحية والعائد على حقوق الملكية، لكنه في الوقت نفسه يعكس تحديا كبيرا في إستعادة ثقة المستثمرين وضمان تقييم سوقي يعكس القيمة الحقيقية للأصول.

الجدول رقم (43): مقارنة نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لمجمع صيدال قبل/خلال/بعد جائحة كورونا

المؤشر	ما قبل الجائحة	خلال الجائحة	بعد الجائحة
المتوسط الحسابي	0.30	0.28	0.29
الإنحراف المعياري	0.05	0.01	0.04
القيمة الدنيا	0.23	0.27	0.26
القيمة العليا	0.35	0.29	0.32
الوسيط	0.31	0.28	0.29

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel LTSC 2021

يظهر من خلال التحليل الإحصائي المرحلي لنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لمجمع صيدال في الجدول السابق، أن **مرحلة ما قبل الجائحة (2014–2019)** قد سجلت متوسطا قدره 0.30، ما يعني أن القيمة السوقية للمجمع كانت أقل بكثير من قيمته الدفترية، وهو مؤشر على ضعف تقييم السوق لأداء صيدال أو ضعف توقعات النمو المستقبلي، كما أن التذبذب كان محدودا وذلك بتسجيل إنحراف معياري قيمته 0.045، مما يشير إلى إستقرار نسبي في نظرة السوق ولكن عند مستويات منخفضة، وهو ما قد يعكس نقصا في ثقة المستثمرين أو محدودية جاذبية السهم في البورصة.

أما خلال **مرحلة ما قبل الجائحة (2014–2019)**، فقد تراجعت هذه النسبة قليلا إلى 0.28 مع إنحراف معياري منخفض جدا قدره 0.014، مما يدل على إستقرار كبير في القيمة السوقية بالنسبة للقيمة الدفترية، ولكن عند مستويات منخفضة أيضا، ورغم أن هذه المرحلة تزامنت مع تحسن في بعض المؤشرات المالية مثل EVA، إلا أن السوق لم يعكس هذا التحسن في تقييمه للسهم، ما قد يشير إلى حذر المستثمرين خلال فترة الأزمة الصحية العالمية.

من ناحية أخرى ارتفع المؤشر نسبيا خلال مرحلة ما بعد الجائحة (2022–2023) إلى متوسط 0.29 مع زيادة في التذبذب بتسجيل إنحراف معياري قدره 0.042، فهذا الإرتفاع الطفيف يشير إلى بداية تحسن في تقييم السوق لأصول المجمع، خاصة بعد الإنتعاش في رقم الأعمال سنة 2022، لكن المستوى العام للمؤشر بقي بعيدا عن القيمة المرجعية 1، مما يعني أن السوق ما زال يقيم صيدال بأقل من قيمتها الدفترية، وهو ما يعكس إستمرار التحديات في جذب ثقة المستثمرين.

المبحث الثاني: الإطار القياسي المتبع في التحليل

من خلال هذا المبحث سيتم التطرق إلى الإطار القياسي المتبع في التحليل، حيث سيتم التعرف في المطلب الأول إلى تحليل الانحدار الخطي المتعدد؛ أما في المطلب الثاني فقد خصص للتعرف على منهجية إجراء التكامل المشترك؛ في حين خصص المطلب الثالث لتسليط الضوء على التحليل الهيكلي.

المطلب الأول: تحليل الانحدار الخطي المتعدد

سيتم التطرق إلى تحليل الانحدار الخطي المتعدد وذلك بالتعرف على الصياغة الرياضية للنموذج الخطي العام، بالإضافة إلى الفرضيات الأساسية للنموذج، وفي الأخير التعرف على تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وذلك على النحو التالي:

أولا: الصياغة الرياضية للنموذج الخطي العام

يعد أسلوب تحليل الانحدار الخطي المتعددMéthode of multiple linearregresionمن أهم الأدوات البحثية في شتى المجالات ويهدف إلى دراسة العلاقة البينية بين متغير متأثر أو تابع(Y)وأكثر من متغير مؤثر مستقل (Xi) بواسطة معادلة رياضية تسمى نموذج الانحدار الخطي المتعدد[182]، بالتالي يعتبر الانحدار المتعدد امتداد للانحدار الخطي البسيط إلا أن الانحدار الخطي البسيط يفترض متغير تابع واحد يتم التنبؤ به ومتغير مستقل واحد، أما الانحدار المتعدد يفترض متغير تابع واحد يتم التنبؤ به وعدد من المتغيرات المستقلة التي تعمل كمتغيرات تنبؤ، والذي يعرف بأنه ذلك الانحدار الذي يستخدم في التنبؤ بظاهرة مستقبلية من خلال أكثر من متغير مستقل، كما يعرف بأنه التوصل إلى معادلة خطية تربط بين متغير تابع وعدة متغيرات مستقلة[183].

وتشير خطية العلاقة بين المتغيرات التفسيرية والمتغير التابع إلى أن أثر المتغير التفسيري على المتغير التابع لا يختلف عن أثر متغير آخر، فيفترض أن جميع الافراد يتصرفون بنفس الطريقة أو أن تفضيلات الأفراد متماثلة، ونظرا لأن هذا الافتراض لا يمثل الحقيقة فإن استخدام الانحدار الخطي المتعدد ينطوي على وجود نوع من الخطأ في التقدير، ولذا فإنه يتم إضافة في علاقة الانحدار حدا يعرف بالحد

---

[182] الجاعونيفريد خليل، **أسلوب تحليل الانحدار الخطي المتعدد في دراسة أهم المتغيرات الاقتصادية والاجتماعية والديموغرافية المؤثرة في معدل الولادات الكلية (دراسة تطبيقية من واقع بيانات تقرير التنمية البشرية لعام 2006 ل 177 دولة)**، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، 24(02)، 2008، ص 239.

[183] عساس فاتن عدنان محمد، **دراسة نسبة التباين المفسر في نموذج الانحدار المتعدد التدريجي في ضوء أحجام عينات مختلفة، مجلة البحث العلمي في التربية**، كلية التربية، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 20، 2019، ص 32.

العشوائيε_i[184]، والذي يقيس الجزء من التغيرات في التغير التابع سببه المتغيرات المستقلة غير المدرجة في النموذج، وتتم إضافة هذا المتغير للأسباب التالية:

-عدم احتواء النموذج على جميع المتغيرات المستقلة المؤثرة في الظاهرة (تتعلق بالمتغيرات المستقلة).

- عشوائية الاستجابات الأساسية (أي هناك تغيرات في المتغير التابع عشوائية تتعلق بالمتغير التابع في حد ذاته).

ومن ناحية أخرى فإن تحليل الانحدار قائم بالأساس على اختبار علاقة اعتماد المتغيرات (المتغير المعتمد) أو التابع على عدد من المتغيرات التوضيحية، ولعل الانحدار يعتبر من حيث المفهوم الضمني إنما عبارة عن وصف للعلاقة بين المتغيرات المؤثرة والمتغير أو المتغيرات المتأثرة، حيث أن الأثر الحقيق للمتغير المستقل إذا ما كان موجود لا بد أن يسبق الفترة التي يحويها المتغير التابع لتحديد أكثر دقة للسبب، وهذه الحالة يمكن أن تدخل في نماذج السببية[185].

ليكن النموذج الذي يعتمد فيهyمتغير الاستجابة خطيا على عدة متغيرات مستقلة X_1, $X_2,X_3,\dots X_k$كما في العلاقة التالية[186]:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 Y_{i1} + \beta_2 Y_{i2} + \beta_3 Y_{i3} + \cdots \beta_k Y_{ik} + \varepsilon_i$$

القيمn,….,2, 1 =iحيثε_iتعتبر دوما متغيرات عشوائية غير مترابطة بمتوسط صفر وتباينσ^2إذا كانت المتغيرات ثوابت محددة أي مقاسة بدون أخطاء فعندئذ هذا النموذج يكون حالة خاصة من النموذج$\mathbf{Y= X\beta + \varepsilon}$ حيث :

$$\boldsymbol{Yn * 1} = \begin{pmatrix} \boldsymbol{Y1} \\ \boldsymbol{Y2} \\ \vdots \\ \boldsymbol{Yn} \end{pmatrix}, \mathbf{X_n^*(K+1)} = \begin{pmatrix} \mathbf{1} & \boldsymbol{X_{11}X_{12}\dots X_{1k}} \\ \mathbf{1} & \boldsymbol{X_{21}X_{22}\dots X_{2k}} \\ \vdots & \vdots \\ \mathbf{1} & \boldsymbol{X_{n1}X_{n2}\dots X_{nk}} \end{pmatrix}, \boldsymbol{\beta_{(k+1)*1}} = \begin{pmatrix} \boldsymbol{\beta_0} \\ \boldsymbol{\beta_1} \\ \vdots \\ \boldsymbol{\beta_k} \end{pmatrix}, \boldsymbol{\varepsilon_{n*1}} = \begin{pmatrix} \boldsymbol{\varepsilon_1} \\ \boldsymbol{\varepsilon_2} \\ \vdots \\ \boldsymbol{\varepsilon_n} \end{pmatrix}$$

[184] فروخي جمال، **نظرية الاقتصاد القياسي**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص 51.

[185] حبيب غدير فؤاد، **استخدام النماذج الرياضية في دراسة العوامل المؤثرة في تخطيط القوى العاملة في سورية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد، تخصص: السكان والتنمية، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، الجمهورية العربية السورية، 2014، ص ص 135-136.

[186]عدنان ماجد عبد الرحمان بري، تحليل الإنحدار الخطي باستخدام Excel Data AnalysisTool, Minitab And The MathematicalModelingLanguageR، قسم الإحصاء وبحوث العمليات، جامعة الملك سعود، السعودية، ص 12.

ثانيا: الفرضيات الأساسية للنموذج

يقوم نموذج الانحدار الخطي المتعدد على مجموعة من الفرضيات والمتمثلة في[187]:

1. **الفرضية الأولى:** خطية العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 Y_{i1} + \beta_2 Y_{i2} + \beta_3 Y_{i3} + \cdots \beta_k Y_{ik} + \varepsilon_i \ : i = 1, n$$

2. **الفرضية الثانية:** التوقع الرياضي للمتغيرات المفسرة المهملة معدوم، بمعنى: $E(\varepsilon)^2 = 0$

نستنتج أن التوقع الرياضي ل: Y هو: $Y^{\wedge} = E(Y) = \hat{\beta_0} + \hat{\beta_1} X_1 + \hat{\beta_2} X_2 + \cdots \hat{\beta_k} X_k$

3. **الفرضية الثالثة:** تباين الأخطاء متجانس، بمعنى أن: $Var(\varepsilon_i) = E(\varepsilon_i^2) = \sigma_\varepsilon^2 : i = 1, n$

4. **الفرضية الرابعة:** استقلالية الأخطاء، بمعنى أن: $Cov(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0 : i \neq j$

5. **الفرضية الخامسة:** عدم الارتباط بين المتغيرات المستقلة والبواقي: $Cov(X_i, \varepsilon_i) = E(X_i, \varepsilon_i) = X_i E(\varepsilon_i) = 0$

6. **الفرضية السادسة:** المتغير العشوائي يتبع التوزيع الطبيعي $\varepsilon \rightarrow N(0, \sigma_\varepsilon^2 I_n)$

7. **الفرضية السابعة:** أن يكون حجم العينة أكبر بكثير من عدد المعالم المقدرة في النموذج:

$$n > (k + 1)$$

ثالثا: تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد

يتم الاعتماد في تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد بالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى العادية(**OLS**) ، والتي تعتبر بأنها ذلك المفهوم الرياضي الذي يتم استخدامه في التحليلات الإحصائية كالانحدار وتبعا لهذه الطريقة يتحدد خط الاتجاه العام على أساس أن يكون مربعات انحرافات القيم المحسوبة عن القيم الأصلية أصغر ما يمكن ومن هذا الهدف جاءت تسمية هاته الطريقة بالمربعات الصغرى[188]، وتعبر عن تحديد رياضي للانحدار الخطي، والتي تقدم الخط الذي يعطي أحسن تمثيل للانحدار، والقاعدة الأساسية لهذه الطريقة هي تدنئة الأخطاء حول هذا الخط (رأسيا) إلى أدنى حد ممكن عن طريق تدنئة مجموع مربعات انحراف القيم الفعلية عن القيم المشاهدة[189].

---

[187] جلاطو جيلالي، **الإحصاء التطبيقي**، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، ط1، الجزائر، 2007، ص ص 16-17.

[188] حاد الشمرتي، **الأساليب الإحصائية في اتخاذ القرار (تطبيقات في منظمات أعمال إنتاجية وخدمية)**، دار المنهال، 2005، ص 193.

[189] Colin Drury, **management and cost A counting** ,international Thomson Business ,forth Edition , London ,P676

ويعرف (J M Stigler) بأنها محرك التحليل الإحصائي الحديث على الرغم من محدوديتها، وحوادثها الطارئة، وتغيراتها المتعددة، فإنه مازال يعتمد على امتدادها وتوسيعاتها في التحليل الإحصائي وتبقى معروفة ومقيمة عند الجميع، كما يعرفها(J JJohnstos)على أنها قانون أو طريقة تعنى بتقدير بعض المعالم غير المعروفة، حيث أن المقدر هو القيمة لها والناتجة من تطبيق ذلك القانون أو تلك الطريقة على مجموع بيانات العينة المعنية بالدراسة[190].

تتميز مقدرات طريقة المربعات الصغرى (OLS) بالخصائص التالية:

1. **عدم التحيز**:يعتبر التحيز هو ذلك الفرق بين مقدرة ما ووسط توزيعها، فإذا كان الفرق يختلف عن الصفر نقول أن ذلك المقدر بأنه متحيز، أما إذا كان الفرق مساويا للصفر فنقول عن ذلك المقدر بأنه غير متحيز، حيث تعتبر مقدرات طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) هي أفضل مقدرات خطية غير متحيزة (Blue) ويقصد بعدم التحيز: $E(b^*) = b$ أو $E(a^*) = a$[191].

2.أفضل مقدر خطي غير متحيز Blue ومتسق:مقدرات المربعات الصغرى خطية في المتغير التابع حيث نلاحظ أن تلك المقدرات يمكن وصفها في صورة دالة أو ترتيب خطي من قيم المتغير Y[192]، حيث β تعتبر دالة للعنصر العشوائي التابع، هذه الخاصية تعطينا درجة من البساطة في إجراء الحسابات حيث أنه لحساب β نستعمل المتغير التابع في صورة خطية فقط من أجل تبسيط الحسابات[193]، وهناك عدة طرق لتقدير النماذج ولكن معرفة كفاءتها يعتمد على تدنئة مجموع مربعات البواقي إلى أنى قيمة حتى يتمكن التقدير من إبراز كفاءته باجتيازه كل الاختبارات الإحصائية والقياسية وهذا يعتمد على تباينات المعالم[194].

وإذا كانت هناك مشكلة تحيز مقدرة ما فإنه يتم النظر إلى الخاصية التقاربية لذلك المقدر، ويحدث ذلك لما يكون المتغير المستقل X_i عبارة عن متغير تابع ومبطأ بفترة زمنية ما ونقول عن β_1^* أنه مقدر

---

[190] تومي صالح، **مدخل لنظرية القياس الاقتصادي**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء 1، 1999، ص ص 33-34.

[191] دومنيك سلفتور، **الإحصاء والاقتصاد القياسيين**، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائرية، الجزائر، د.س.ن، ص 143.

[192] حسن علي بخيت وسحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 59.

[193] عدنان الصوني، محاضرات في الاقتصاد القياسي، جامعة صنعاء، اليمن، ...ص ص 22-23.

[194] عدنان داوود محمد العذاري، الاقتصاد القياسي نظرية وحلول (تطبيق باستخدام برنامج MinitabRelase 15)، دار جرير للنشر والتوزيع، ط1، 2010، ص 37.

متسق (ConsitentEstimator)، إذا كان: كلما $n \to \infty$ فإن توزيع المعاينة لβ_1^*يقترب من القيمة الحقيقية β_1، ونقول أن النهاية الاحتمالية للمقدر β_1^* هي β_1 كما يلي[195]:

$$p \lim (\beta_1^*)_{n\to\infty} = \beta_1$$

المطلب الثاني: التكامل المشترك(Johannsen-Juselius):

يتفوق هذا الاختبار على اختبار "انجل–جرانجر" للتكامل المشترك نظرا لأنه يتناسب مع العينات صغيرة الحجم، وكذلك في حالة وجود أكثر من متغيرين والأهم من ذلك أن هذا الاختبار يكشف عن ما اذا كان هناك تكامل مشترك فريدا، أي يتحقق التكامل المشترك في حالة انحدار المتغير التابع على المتغيرات المستقلة، وهذا له أهمية في نظرية التكامل المشترك[196]، ويستلزم إجراء اختبار التكامل المشترك متعدد المتغيرات، أن تكون السلاسل الزمنية لهذه الأخيرة متكاملة من نفس الرتبة، لذلك يكون هذا الاختبار المرحلة الثانية بعد تحديد رتبة التكامل لكل متغير من المتغيرات المستخدمة في الدراسة باختبار جذر الوحدة، فعلي سبيل المثال ينبغي أن تكون كل سلسلة من هذه السلاسل متكاملة من الرتبة الأولى ومن ثم بعد معرفة هذه الخطوة التالية في التأكد من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات محل الدراسة بواسطة اختبار التكامل المشترك[197].

أولا: الاستقرارية

السلسلة الزمنية هي مجموعة من القيم لمؤشر إحصائي معين مرتبة حسب تسلسل زمني، بحيث كل فترة زمنية يقابلها قيمة عددية للمؤشر تسمى مستوى السلسلة، وبمعنى آخر هي متتالية لقيم متغير إحصائي خلال مجالات زمنية متساوية (أسبوع، شهر، سنة...)[198]، وينبغي عند بناء السلسلة الزمنية وقبل استخدامها في التحليل أو التوقع، لا بد من التأكد من أن مستوياتها قابلة للمقارنة فيما بينها وهو شرط أساسي لصحة أي تحليل وأي تقدير وأي توقع، وتمثل العناصر اللازمة لذلك فيما يلي[199]:

---

[195] محمد شيخي، **مرجع سابق**، ص 25.

[196] سلامي أحمد وشيخي محمد، **اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين الادخار والاستثمار في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1970–2011)**، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، 13، 2013، ص 126.

[197] زكرياء خلف الله، **قنوات تحويل السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري دراسة تحليلية قياسية للفترة (1990–2016)**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص: مالية وبنوك، جامعة أم البواقي، 2017–2018، ص 224.

[198] Hocine Hamdani, **Stistique Descriptive et Expression Graphique**, Alger:OPU, 1988, P 299.

[199] David et J. Michaud, **La Prévision:approche empirique d'unemethode statistique**, Paris: Masson, 1989, P 22.

-أن تخص مستويات السلسلة الزمنية فترات متساوية، مثلا لا يجوز أن تعبر بعض مستويات السلسلة عن عدد المواليد كل شهر، وبعض المستويات الأخرى تعبر عن عدد المواليد خلال كل سنة فالمقارنة بين المستويات هنا غير ممكنة.

-أن تكون جميع مستويات السلسلة خاصة بمكان معين، سواء كان إقليما أو ولاية أو مؤسسة، فلا يجوز أن تعبر بعض المستويات عن مؤشر خاص بمجال معين، وأخرى خاص بمجال أوسع مثلا.

- أن تكون وحدة القياس لجميع مستويات السلسة الزمنية موحدة.

- التعبير عن مستويات السلسلة الزمنية القيمية بالأسعار الثابتة، لأن الأسعار الجارية تخفي أثر الأسعار وتجعل المقارنة غير موضوعية.

- أن تكون طريقة ومنهجية قياس جميع المستويات موحدة.

وقبل دراسة وتحليل السلوك الدوري لأي ظاهرة اقتصادية لا بد من التأكد أولا من وجود اتجاه في السلسلة الزمنية، وحسب طبيعة نمو السلسلة يمكننا أن نميز بين سلاسل زمنية مستقرةStasionaryTimeSeriesوسلاسل زمنية غير مستقرة Time SeriesStasionaryNonأي ذات اتجاه، كون أن السلسلة تحمل هذه الخاصية أو تلك لها علاقة مباشرة باختيار تقنية التوقع المناسبة، وهناك حتى من يصنف تقنيات التوقع على هذا الأساس (مستقرة أو غير مستقرة)، إن السلسلة المستقرة هي تلك التي تتغير مستوياتها مع الزمن دون أن يتغير المتوسط فيها وذلك خلال فترة زمنية طويلة نسبيا، أي أن السلسلة لا يوجد فيها اتجاه عام لا نحو الزيادة ولا نحو النقصان، أما السلسلة الزمنية غير المستقرة، فإن المستوى المتوسط فيها يتغير باستمرار سواء نحو الزيادة أو نحو النقصان[200].

وتقتضي أدبيات القياس الاقتصادي قبل تقدير أي علاقة ضرورة تحري استقرارية السلاسل الزمنية حيث أثبت جرانجر سنة 1983 أن تقدير النماذج بواسطة المربعات الصغرى العادية مع سلاسل غير مستقرة، يمكن أن يؤدي إلى نتائج مضللة من خلال ما يعرف بالانحدار الزائف[201]، وهناك العديد من

[200] سعيد هتهات، **دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، قسم: العلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، الجزائر، 2005-2006، ص 137.

[201] Granger. C, **"Spurious Regressions in Econometrics". J, Econometrics 2**, 1974, PP 111-112.

الاختبارات التي يتم الاعتماد عليها للتأكد من استقرارية السلاسل الزمنية، من بينها اختبار ديكي فيلر المطور (ADF) والذي يعتمد في الاستقرارية على تقدير النماذج التالية[202]:

-**النموذج الرابع:** يحتوي هذا النموذج على حد ثابت ويعطى بالصيغة التالية:

$$\Delta x_t = p x_{t-1} - \sum_{j=2}^{p} \varphi_j \Delta x_{t-j-1} + C + \varepsilon_t$$

-**النموذج الخامس:** لا يحتوي هذا النموذج على حد ثابت ولا على اتجاه عام، ويعطى بالصيغة التالية:

$$\Delta x_t = p x_{t-1} - \sum_{j=2}^{p} \varphi_j \Delta x_{t-j-1} + \varepsilon_t$$

-**النموذج السادس:** يحتوي هذا النموذج على حد ثابت واتجاه عام، ويعطى بالصيغة التالية:

$$\Delta x_t = p x_{t-1} - \sum_{j=2}^{p} \varphi_j \Delta x_{t-j-1} + C + b_t + \varepsilon_t$$

كما قام **فيليبس –بيرون (Phillips-Perrpn, 1988)**بتعميم اختبارات ديكي في حالة أخطاء عشوائية مرتبطة **(Autocorrelés)** وبتباين غير ثابت[203]، حيث يهدف هذا الاختبار إلى تصحيح غير معلمي لإحصائيات ديكي- فيلر من أجل أخذ بعين الاعتبار الأخطاء المرتبطة، فهو يسمح بإلغاء التحيزات الناتجة عن المميزات الخاصة للتذبذبات العشوائية، حيث اعتمد فيليبس وبيرون نفس التوزيعات المحدودة لاختباري**DF**و**ADF**،[204]ويتم إجراء هذا الاختبار وفق الأربعة مراحل التالية[205]:

-التقدير بواسطة المربعات الصغرى العادية **MCO** النماذج الثلاثة القاعدية لاختبار ديكي فيلر مع حساب الإحصائيات المرافقة له.

---

[202] يوسف بن ختم،"**العلاقة بين سعر الصرف الموازي والقدرة الشرائية- حالة الجزائر**"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص: اقتصاد قياسي مالي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير, جامعة تلمسان، الجزائر، 2015-2016، ص 134.

[203] لخضر عدوكة ويحي بوشتة، **اختبارات الجذر الأحادي: دراسة تطبيقية على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر**، مجلة الباحث الاقتصادي، جامعة سكيكدة، الجزائر، المجلد 4، العدد 6، 2016، ص 144.

[204] زهير قبلي، تحديد **سعر النفط الخام في الأجلين القصير والطويل باستعمال تقنيات التكامل المتزامن ونماذج تصحيح الخطأ**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 1999، ص 50.

[205] REGIS BARBONNAIS, **Econométric**, 5e édition, Dunod, Paris, France, P 234.

- تقدير التباين المعطي في الأجل القصير: $\sigma^{*2} = \frac{1}{n}\sum_{t=1}^{n} e_t^2$ حيث: e_t تمثل البواقي.

- تقدير المعامل المصحح (correctif) s_1^2، المسمى التباين الطويل الأجل، والمستخرج من خلا بواقي النماذج السابقة، حيث: $s_1^2 = \frac{1}{n}\sum_{t=1}^{n} e_t^2 + 2\sum_{t=1}^{l}(1 - \frac{i}{l+1})\frac{1}{n}\sum_{t=i+1}^{n} e_t e_{t-i}$

من أجل تقدير هذا التباين يجب من الضروري إيجاد عدد التأخيرات l (troncature de Newey-West)، لذلك بدلا من عدد المشاهدات الكلية n، على النحو التالي: $l \approx 4(\frac{n}{100})^{2/9}$

- حساب إحصائية فيليبس بيرون (la statistique de PP): $t_{\varphi_1^*}^{\blacksquare} = \sqrt{k} \times \frac{\varphi_1^*}{\sigma_{\varphi_1^*}^*} + \frac{n(k-1)\sigma_{\varphi_1^*}^*}{\sqrt{k}}$

ثانيا: تحديد درجة التأخير

إن المعايير الأكثر شيوعا واستخداما في تحديد درجات الابطاء (P) هي ما يلي[206]:

1. معيار معلومات (Akaike's Information Criterion 1974-1976): هذا المعيار يعطى بالعلاقة التالية:

$$AIC(P) = \log\det\left(\sum_{e}^{\sim}(\boldsymbol{P})\right) + pk^2$$

حيث: (K): عدد المتغيرات في النموذج، (T): عدد المشاهدات، (P): درجة التأخير، $\sum e$ مصفوفة التباين والتغيرات المقدرة للبواقي

2. معيار معلومات (Hanane-Quinn Information Criterion, 1979): هذا المعيار يعطى وفق الصيغة التالية:

$$HQ(P) = \log\det\left(\sum_{u}^{\sim}(\boldsymbol{P})\right) + \frac{2logg}{T}pk^2$$

3. معيار معلومات (Schwarz Information Criterion, 1978): صيغته معطاة بالعلاقة التالية:

$$SH(P) = \log\det\left(\sum_{u}^{\sim}(\boldsymbol{P})\right) + \frac{logT}{T}pk^2$$

يتم اختيار العدد الأمثل لدرجات الإبطاء (P) الذي يحقق القيمة الدنيا لهاته المعايير.

[206] Helmut Lütkepohl , Markus Krätzig, **Applied Time SeriesEconometrics**, 1st Edition, Cambridge University , UK, P111.

ثالثا: اختبارات التكامل المشترك

ينص مبدأ التكامل المشترك حسب(**Johansenand al**)على أنه لما تكون هناك علاقة طويلة المدى بين متغيرين أو أكثر فإن الانحراف من التوازن طويل المدى يجب أن يكون محددا وتكون المتغيرات متكاملة تكاملا مشتركا،ولاختبار وجود تكامل مشترك بين السلاسل الزمنية اقترح(**Johansen-Juselius**)لتحديد عدد متجهات التكامل المشترك إجراء اختبارين[207]:

- **اختبار الأثر(Trace):**

يتم اختبار فرضية أن هناك على الأكثر **q**من متجهات التكامل المشترك مقابل النموذج العام غير المقيد r=qوتحسب إحصائية نسبة الإمكانية لهذا الاختبار من العلاقة التالية:

$$\gamma_{Trace}(r) = \_T \sum_{i=r+1}^{p} ln(1 - \gamma\hat{}_i)$$

حيث:**T**: حجم العينة؛**r**:عدد متجهات التكامل المشترك$\gamma_p \gamma\hat{}_{r+1}$: هي أصغر قيم المتجهات الذاتية**p-r**، وتنص الفرضية العدمية على وجود عدد من متجهات التكامل المشترك يساوي على الأكثر**r**أي عد هذه المتجهات يقل أو يساوي**r**.

تتبع هاته الإحصائية قانونا احتماليا يشبه إلى حد كبير توزيع(X^2)مجدولا بالاستعانة بعملية محاكاة قام بها(Johansen and Juseluis, 1990)، يكون اختبار (Johansen) على الشكل التالي[208]:

– رتبة المصفوفة (π) تساوي الصفر (r=0) أي اختبار فرضية العدم (H_0:r=0) ضد الفرضية (H_1:r>0)،فإذا رفضنا H_0 نمر إلى الاختبار الموالي (إذا كانت الإحصائية (γ_{Trace})) أكبر تماما من القيمة الحرجة ل (Johansen and Juseluis)، فإننا نرفض (H_0).

– رتبة المصفوفة(π) تساوي الواحد (r=1) أي اختبار الفرضية (H_0:r=1) ضد الفرضية (H_1:r>1)، فإذا رفضنا (H_0) نمر إلى الاختبار الموالي (إذا كانت الإحصائية (γ_{Trace})) أكبر تماما من القيمة الحرجة ل (Johansen and Juseluis)، فإننا نرفض (H_0).

---

[207] جلال رغد علي وآخرون، **تحليل اقتصادي لاستجابة محصول الذرة الصفراء في العراق باستخدام نموذج التكامل المشترك وتصحيح الخطأ للمدة 1980–2014**، مجلة جامعة تكريت للعلوم الزراعية، 17(01)، 2017، ص 281.

[208] Régis Bourbonnais, **Econométrie Cours et exercices corrigés**, 9e édition, Duno, Paris, France, 2015, P250.

– رتبة المصفوفة π() تساوي 2 (r=2) أي (H_0:r=2) ضد الفرضية (H_1:r>2) إذا رفضنا (H_0)، نمر إلى الاختبار الموالي (إذا كانت الإحصائية (γ_{Trace})) أكبر تماما من القيمة الحرجة ل (Johansen and Juseluis)، فإننا نرفض الفرضية (H_0) وهكذا.

– إذا رفضنا (H_0) في نهاية المطاف واختبرنا بعدها الفرضية (H_0:r=k−1) ضد الفرضية (H_1:r=k) وقمنا برفض (H_0)، فإن رتبة المصفوفة هي (r=k) وفي هذه الحالة لا يوجد علاقة تكامل مشترك باعتبار أن المتغيرات هي I(0).

- **اختبار القيمة الذاتية القصوى (γ_{Max}):**

تحسب إحصائية القيمة الذاتية القصوى وفق العلاقة التالية[209]:

$$\gamma_{Max}(r, r+1)\_Tln(1-\gamma\hat{}_{r+1})$$

يتم اختبار فرضية العدم التي تنص على وجودrمن متجهات التكامل المشترك مقابل الفضية البديلة التي تنص على وجود r+1 من متجهات التكامل المشترك.

فإذا زادت القيمة المحسوبة لنسبة الإمكانية (LR) عن القيمة الحرجة بمستوى معنوية معين؛ فإننا نرفض فرضية العدم التي تشير إلى عدم وجود أي متجه للتكامل المشترك، وإذا كانت أقل فإننا لا نستطيع رفض فرضية العدم (H_0)، بوجود متجه واحد على الأقل للتكامل المشترك[210].

المطلب الثالث: التحليل الهيكلي

من خلال هذا المطلب سنحاول التطرق إلى التحليل الهيكلي، وذلك بالاعتماد بالأساس على تحليل التباين بالإضافة إلى دوال الاستجابة، والتي سيتم التطرق إليها كل على حدى على النحو التالي:

1.4 تحليل التباين:

يعكس تحليل التباين أهمية المتغيرات في النموذج فهو يقيس حجم التغير في الفترة h نتيجة لصدمة في المتغير نفسه أو المتغيرات الأخرى، وهي إحدى الطرق لوصف السلوك الحركي للنموذج، يتم فيه قياس تأثير الصدمات على متغيرات النموذج عبر الزمن، ويتم ذلك بتقسيم تباين الخطأ لكل متغير

[209] جلال رغد علي وآخرون، **مرجع نفسه**.

[210] كنعان عبد اللطيف والجبوري أنسام خالد حسن، **دراسة مقارنة في طرائق تقدير انحدار التكامل المشترك مع التطبيق**، مجلة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، 2، العراق، 2008، ص 272.

إلى عدة أجزاء كل منها يخص متغيرات من متغيرات النموذج[211]، ولمعرفة وزن أو نسبة مشاركة كل تباين نقوم بقسمة هذا التباين على تباين خطأ التنبؤ الكلي[212].

على افتراض لدينا النموذج **VAR(1)** لمتغيرين وتباطؤ واحد، فإنه يمكننا كتابة تباين خطأ التنبؤ الخاص بالمتغيرة (x_{t+h}) كما يلي[213]:

$$\delta_{x_1}^2(h) = \delta_{e_1}^2\left[m_{11}^2(0) + m_{11}^2(1) + \ldots + m_{11}^2(h-1)\right] + \delta_{e_2}^2[m_{22}^2(0) + m_{22}^2(1) + \ldots m_{22}^2(h-1)]$$

حيث: (m): تمثل عناصر مصفوفة مضاعفات الأثر **(M)**.

خلال الفترة المستقبلية **(h)**، فإن تحليل التباين الأخطاء (x_t) على (x_t) بالنسبة المئوية يعطى بالعلاقة التالية:

$$\frac{\delta_{e_1}^2[m_{11}^2(0) + m_{11}^2(1) + \ldots m_{11}^2(h-1)]}{\delta_{x_1}^2(h)}$$

كذلك نسبة تحليل التباين لتجديدات (x_t) على (y_t) وفق الصيغة التالية:

$$\frac{\delta_{e_2}^2[m_{22}^2(0) + m_{22}^2(1) + \ldots m_{22}^2(h-1)]}{\delta_{x_2}^2(h)}$$

إن هاتين العلاقتين لهما أهمية كبيرة في تحديد ما إذا كانت المتغيرة (y_t) خارجية أم داخلية، فإذا أحدثنا صدمة في المتغيرة العشوائية (e_t)، ولم يؤثر ذلك على تباين الخطأ المتعلق بالمتغيرة (y_t) مهما كان الأفق التنبؤي(h)، فإنه يمكننا القول بأن المتغيرة (y_t) متغيرة خارجية نظرا لعدم تأثرها بالصدمة أي أن تطورها أو التغير الحاصل في المتغيرة (y_t) مستقل عن المتغيرة العشوائية (e_t)، وعلى عكس ذلك فإذا أثرت الصدمة الحاصلة في المتغيرة العشوائية (e_t) جزئيا أو كليا في تباين الخطأ بالمتغيرة (y_t) فبإمكاننا

[211] نوال محمود حمود، **استخدام منهج تحليل التكامل المشترك لبيان أثر التغيرات النقدية والحقيقية في التضخم**، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العراق، المجلد 4، العدد 7، 2011، ص 183.

[212] محمد شيخي، **مرجع سابق**، ص 283.

[213] ياسين مصطفاوي، **أثر تقلبات أسعار البترول على النفقات العمومية في الجزائر خلال الفترة (1986-2016)**، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة البويرة، الجزائر، 2019-2020، ص ص 233-234.

القول أن هذه المتغيرة تعتبر بمثابة متغيرة داخلية، لكن في الواقع هذه النتائج من الصعب تحديدها بهذه السهولة، إلا أنها تمكننا من معرفة مدى مساهمة كل متغيرة في خطأ التنبؤ[214].

2.4 دوال الاستجابة:

تعرف دالة الاستجابة في العموم بأنها ذلك التغير في القيمة المتوقعة للمتغير التابع (Y_t)بسبب التغير في الصدمة (تغير يحدث في واحد من البواقي (حد الخطأ)[215]، ويهدف تحليل الصدمات إلى قياس أثر حدوث تغيير مفاجئ في أحد المتغيرات أو كلها والتي لها أثرين إما لحظي أي لفترة زمنية معينة تسمى هذه الصدمة نقطية، أو تأثير مستمر لفترة زمنية طويلة وتسمى صدمة مستمرة، كما أن التأثير يمكن أن يكون جزئي يمس متغير أو عدد محدود من المتغيرات أو كلي يمس كل المتغيرات ويؤثر فيها، فالدالة ما هي إلا تمثيل بياني يعمل على تتبع المسارات الزمنية لمختلف الصدمات المفاجئة التي تتعرض لها المتغيرات في نموذج الاختبار الذاتي **(VAR)**، وللتوضيح أكثر فإن المتغيرات تكون مستقرة ومتكاملة في فترة توازن، وأي صدمة سوف تؤثر على وضع التوازن فعند حدوث صدمة مقدارها انحراف معياري واحد في متغير ما نتيجة لسبب معين، فإن دالة الاستجابة تقيس تأثير ذلك على القيمة الحالية والمستقبلية لذلك المتغير والمتغيرات الأخرى، كما أن قياس الصدمة يكون بطريقتين إما بمقدار الانحراف المعياري أو بمقدار وحدة واحدة[216].

فحدوث صدمة في أحد البواقي لمتغير ما يمكن أن يؤثر مباشرة في هذا المتغير؛ غير أن هذا التأثير سينتقل إلى المتغيرات الأخرى عن طريق هيكل ديناميكية النماذج (VAR)، فإذا افترضنا مثلا نموذج VAR(P) الآتي:

$$\begin{cases} x_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{P} \alpha_i^1 \, x_{t-i} + \sum_{i=1}^{P} \beta_i^1 \, y_{t-i} + e_{1t} \\ y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^{P} \beta_i^2 \, y_{t-i} + \sum_{i=1}^{P} \alpha_i^2 \, x_{t-i} + e_{2t} \end{cases}$$

---

[214] إدريس عبدلي، **محاولة بناء نموذج قياسي للطلب على النقد في الجزائر**، مذكرة مقدمة لنيل متطلبات شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة، الجزائر، 2005-2006، ص ص 83-84.

[215] Bruce E.Hansen, **Econometrics**, Publisher University of Wisconsin, USA, 2019, P589.

[216] آسيا موسى وزين الدين الوافي مغربي، **دراسة قياسية لأثر السياسة النقدية على سعر الصرف الجزائري خلال الفترة (1980-2017)**، مجلة التنمية الاقتصادية، جامعة ورقلة، الجزائر، المجلد 5، العدد 02، 2020، ص 35.

إذا حدثت صدمة في حد الخطأ (e_{1t}) سيؤثر حتما في القيمة الحالية ل(x_t)؛ كما أنه سيؤثر في القيمة المستقبلية لكلا المتغيرين نظرا لإحتواء المعادلتين على القيم السابقة ل (x_t).

فإذا افترضنا أن هذه الصدمة في (e_{1t}) مقدرة ب 1 فإنه سينتج عن ذلك التأثير ما يلي:

في الفترة (t): $\begin{bmatrix}1\\0\end{bmatrix} = \begin{bmatrix}\Delta x_t\\ \Delta y_t\end{bmatrix}$

في الفترة (t+1): $\begin{bmatrix}\Delta x_{t-1}\\ \Delta y_{t-1}\end{bmatrix} = \begin{bmatrix}1\\0\end{bmatrix}\begin{bmatrix}\alpha_i^1 \ldots\ldots \beta_i^1\\ \beta_i^2 \ldots\ldots \alpha_i^2\end{bmatrix} = \begin{bmatrix}1\\0\end{bmatrix}$

في الفترة (t+2): $\begin{bmatrix}\Delta x_{t-1}\\ \Delta y_{t-1}\end{bmatrix} = \begin{bmatrix}a\\b\end{bmatrix}\begin{bmatrix}\alpha_i^1 \ldots\ldots \beta_i^1\\ \beta_i^2 \ldots\ldots \alpha_i^2\end{bmatrix} = \begin{bmatrix}c\\d\end{bmatrix}$

بالتالي فإن مختلف القيم المتحصل عليها (a,b,c,…) سوف تشكل لنا دالة الاستجابة، والتي تمكن من حساب المضاعفات الديناميكية، كما يتم استعمال هذه الطريقة في حالة وجود استقلال ما بين الأخطاء $(e_{1t}و e_{2t})$، لكن في غالب الأحيان ما تجد ارتباطا ذاتيا ما بين الأخطاء العشوائية، يتم قياسه عن طريق الاستعانة بأخطاء التقدير وفق الصيغة التالية:

$$\boldsymbol{p_{e_1e_2}} = \frac{\boldsymbol{cov(e_1, e_2)}}{\boldsymbol{\delta_{e_1} \times \delta_{e_2}}}$$

انطلاقا من هذا القانون يمكن تحديد العلاقة ما بين الأخطاء؛ فإذا افترضنا مثلا $(\boldsymbol{\delta_{e_1} \approx \delta_{e_2}})$ فإن حدوث صدمة عشوائية ب 1 في المتغير (x_t) سيتم ترجمتها بانخفاض أو ارتفاع بقيمة $(\boldsymbol{p_{e_1e_2}})$.[217]

بالتالي يمكن القول بأن دالة الاستجابة هي طريقة أخرى للتعرف على السلوك الحركي للنموذج **VAR** حيث توضح تأثير صدمة بمقدار انحراف معياري واحد لأحد المتغيرات (أي صدمة للمتغيرات العشوائية الهيكلية) على القيم الحالية والمستقبلية لمتغيرات النموذج، عندما تكون المتغيرات مستقرة ومتكاملة فإن المتغيرات تكون في حالة توازن في فترة زمنية معينة وأن أي صدمة لأي من المتغيرات المستخدمة ستعمل على التأثير على وضعية التوازن لفترة زمنية معينة وأن أي صدمة لأي من المتغيرات

[217] مصطفاوي ياسين، **أثر تقلبات أسعار البترول على النفقات العمومية في الجزائر خلال الفترة (1986-2016)**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: تقنيات كمية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة البويرة، الجزائر، 2019-2020، ص ص 232-233.

المستخدمة ستعمل على التأثير على وضعية التوازن لفترة زمنية معينة ثم تعود المتغيرات إلى التوازن شريطة أن لا تحدث صدمة أخرى في نفس الوقت[218].

المبحث الثالث: تقديم عينة ومتغيرات الدراسة

من خلال هذا المبحث الثاني والذي سيتم التطرق فيه إلى تقديم عينة ومتغيرات الدراسة سيتم التعرف على لمحة تقديمية لمجمع صيدال كمطلب أول؛ بالإضافة إلى الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال كمطلب ثاني؛ وفي المطلب الثالث سيتم التعرف على المتغيرات المستخدمة في الدراسة.

المطلب الأول:لمحة تقديمية لمجمع صيدال

للحصول على نظرة عامة عن مجموعة صيدال، سنتعرف أولاً على أصلها وتعريفها؛ علاوة على ذلك، سنتعرف على الخصائص التي تميز مجموعة صيدال؛ وعلى الأهداف والمهام الرئيسية لهذه المجموعة، على النحو التالي:

أولا: نشأة وتعريف مجمع صيدال

سنحاول إدراج أهم مراحل نشأة مجمع صيدال فيما يلي[219]:

في عام 1963، تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية، مستفيدةً من البنية التحتية الصحية القائمة التي تعود إلى الحقبة الاستعمارية. تألفت هذه البنية من عدة مستودعات عامة قديمة كانت تُستخدم لتخزين الأدوية، إذ لم تترك القوة الاستعمارية أي صناعة دوائية في الجزائر بعد انسحابها.

في عام 1969، منحت الدولة الصيدلية المركزية احتكار استيراد وتصنيع وتوزيع الأدوية البشرية بموجب مرسوم رئاسي. وكجزء من مهامها الإنتاجية، أنشأت الصيدلية مصنعًا في الحراش عام 1971.

في عام 1982، تحولت الصيدلية المركزية الجزائرية إلى الشركة الوطنية للإنتاج الدوائي بموجب المرسوم 1982/161 الصادر في أبريل 1982. لاحقًا، أصبحت تُعرف باسم "صيدال"، وتابعة لوزارة الطاقة والكيمياء والبتروكيماويات. وفي عام 1989، ووفقًا لقانون استقلال المؤسسات، أصبحت "صيدال" مؤسسة

[218] حمود نوال محمود، **مرجع سابق**، ص 183.

[219] محبوب فاطمة، **تأثير التحالفات الإستراتيجية على الأداء التنافسي للمؤسسة الصناعية دراسة حالة مجمع صيدال**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015-2016، ص ص 154-155.

اقتصادية عامة تتمتع باستقلال إداري. مُنحت شركة صيدال احتكارًا لتصنيع وتوزيع الأدوية والمنتجات الصيدلانية، وتم تعديل نظامها الأساسي لتصبح شركة مساهمة عامة. مع ذلك، ظلت الشركة تحت إشراف صندوق الاستثمار في البتروكيماويات والأدوية.

في عام 1993، سمحت تعديلات على نظامها الأساسي لشركة صيدال بالمشاركة في أنشطة صناعية وتجارية تخدم أهدافها الاجتماعية، سواءً من خلال تأسيس شركات جديدة أو فروع تابعة. وفي العام نفسه، خضعت صيدال لإصلاح مالي، وتحمّلت ديونها وخسائرها كجزء من إصلاح القطاع.

في عام 1997، نُقل رأس مال الشركة بالكامل إلى الشركة القابضة للأدوية والكيماويات. كما أُعيد هيكلة الشركة وتحويلها إلى مجمع صناعي. في العام نفسه، بدأ المجمع إنتاج المضادات الحيوية في مدينة المدية، وحسّن أداءه في عدة مجالات، بما في ذلك زيادة الإنتاج والمبيعات. في عام 1998، عززت مجموعة صيدال رسالتها الاجتماعية بالتركيز على البحوث الأساسية في الطب البشري والبيطري.

– في مارس **1999** عرضت أسهم مجمع صيدال للبيع في بورصة الجزائر، حيث قدرت قيمة السهم الواحد 800 دينار جزائري وكانت أول تسعيرة لأسهم المجمع.

– في سنة **2002** تم فتح وحدة إنتاج باتنة تابعة لفرع Biotic تم تصنيع التحاميل (SUPPOSITTION).

– في سنة **2003** تحصل مجمع صيدال على شهادة الايزو، حيث فاز بالجائزة الأولى للجودة على المستوى الوطني في اليوم الثاني للتقييس الذي نظمته وزارة الصحة.

– في سنة **2005** تم إنشاء مصنع الأنسولين في قسنطينة تابع لفرع Farma، وتم افتتاحه في 16 أفريل 2005 من طرف رئيس الجمهورية.

– **في 12 مارس من سنة** 2006 تم اختيار مجمع صيدال مع 54 مؤسسة أخرى من بين 145 مؤسسة أخرى لأجل خصصتها واستكمال فتح رأس مالها.

– في سنة **2009** رفع مجمع صيدال من حصته في رأس مال سوميدال إلى حدود 59%.

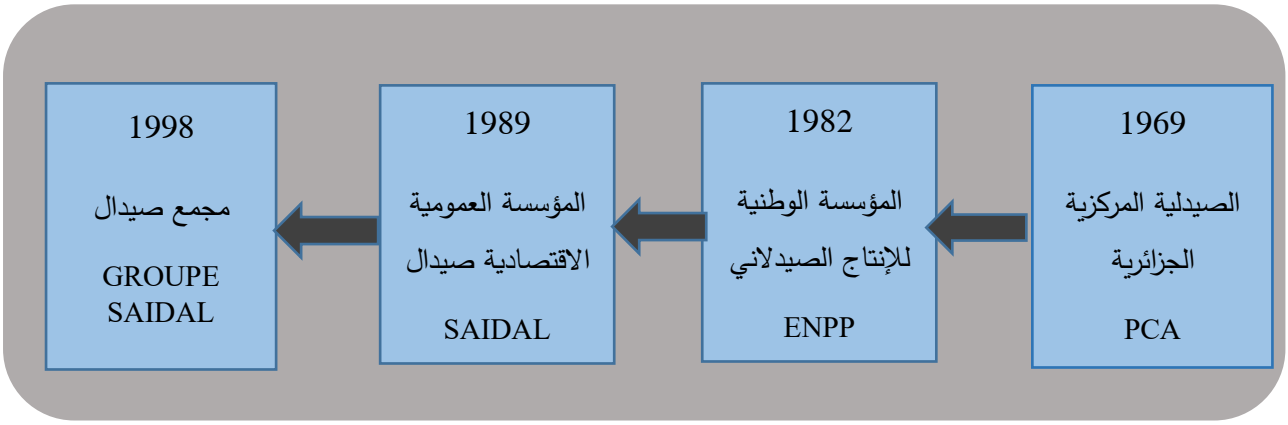
– في سنة **2010** قام مجمع صيدال بشراء 20% من رأس مال شركة ايبيرال كما رفع حصته في رأس مال شركة "تافكو" من 38.75% إلى 44.51%.

– في سنة 2011 رفع مجمع صيدال حصته في رأس مال ايبيرال إلى حدود 60%.

– في جانفي 2014شرع مجمع صيدال في إدماج فروعه (أنتيبيوتيكال، فارمال وبيوتيك) عن طريق الامتصاص.

ويمكن تلخيص أهم مراحل تطور مجمع صيدال في الشكل التالي:

الشكل رقم (26): أهم مراحل تطور مجمع صيدال



المصدر: بنية حيزية، **دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تطوير عملية تقييم الأداء المالي**،أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة المدية، الجزائر، 2017، ص 240.

ويعتبر مجمع صيدال من المؤسسات الاقتصادية العمومية ورائد الصناعة الصيدلانية في الجزائر، أنشأ سنة 1989 ويبلغ رأس ماله 2500 مليون دينار جزائري، إذ نجد 80% من رأس ماله مملوك للدولة و20% المتبقية هي ملك للمساهمين، يقع مقره الاجتماعي في 01 شارع يحي لعياشي –حسين داي– بالجزائر العاصمة، ويعتبر من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة الجزائرية، ويتمثل نشاطه الأساسي في إنتاج وتسويق المنتجات الصيدلانية، ويمكن تلخيص البيانات الخاصة بمجمع صيدال في الجدول التالي[220]:

[220] مبروكي مروة، **مساهمة بطاقة الأداء المتوازن في قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مجمع صيدال**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم المالية والمحاسبية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2023–2024، ص 126.

الجدول رقم (44): بطاقة فنية لمجمع صيدال

البيان	مجمع صيدال
الشعار	
المقر الاجتماعي	01 شارع يحي لعياشي –حسين داي– بالجزائر العاصمة
رأس المال	شركة مساهمة ذات رأس يقدر ب 2.500.000.000 دج
طبيعة الصفقة	سعر العرض العام 20% من رأس المال 2.000.000 سهم
نوع الأوراق المالية	أسهم اسمية
عدد المساهمين	19288 مساهم
غالبية المساهمين	عقد عمومي مع Chimie –pharmacie80%
التعاملات	طرح 2.000.000سهم بقيمة 250 دج وتصدر ب 800 دج
مدة العرض	من 15 فيفري إلى 15 مارس 1999

المصدر: https: //cosob.dz/,consulté le: 30/05/2025.

ثانيا: خصائص مجمع صيدال

يطمح مجمع صيدال الذي يعتبر فاعلا أساسيا وأداة لتحقيق السياسة الوطنية للصحة العمومية، إلى تعزيز مكانته كرائد في سوق الدواء حتى يصبح مرجعا في محيط تنافسي منفتح على التكنولوجيات الحديثة والابتكارات كما يعمل من اجل الحفاظ على صورته وضمان ديمومته، وتعتبر الجودة في إستراتيجية المؤسسة المحور الأساسي الذي يربط بين جميع الإجراءات الإدارية لضمان ما يلي[221]:

- طرح منتجات تتوافق والمتطلبات القانونية لا سيما من حيث السلامة والأمن والفعالية؛
- إرضاء المستهلك؛
- النزاهة والشفافية والمصداقية؛
- المساءلة؛
- التضامن الاجتماعي؛

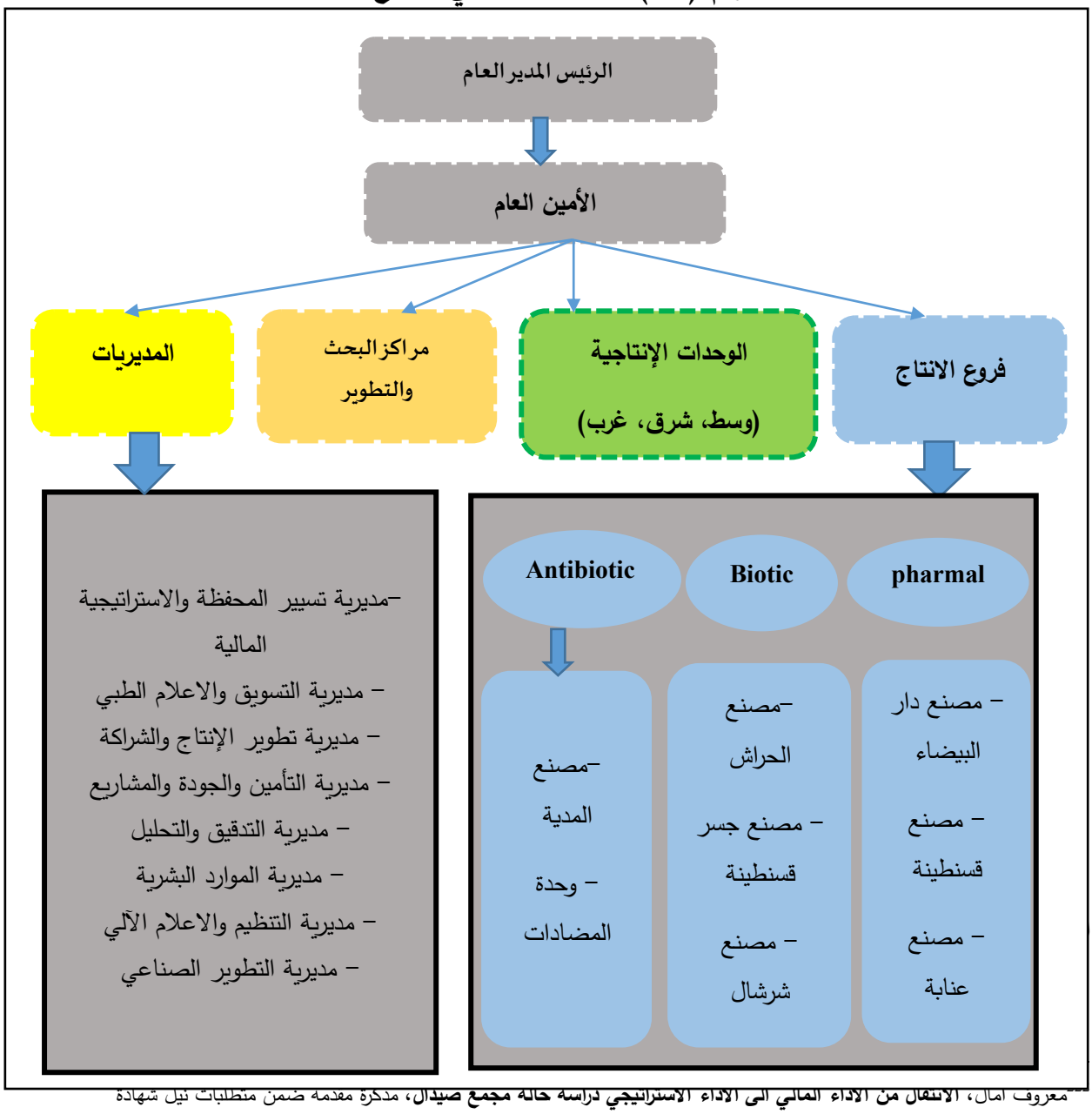
[221] عوادي منير، **استخدام التحليل المالي في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة صيدال الفترة (2013-2017)**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2019-2020، ص 199.

– الشراكة مع أكبر المؤسسات في هذا المجال.

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال

سعى مجمع صيدال عبر كافة المراحل التي مر بها إلى إحداث التكيف المطلوب والذي يساعده على مواجهة كافة التغييرات البيئية الداخلية والخارجية، ومن بين هاته التغييرات نجد تلك الذي يعكسه الهيكل التنظيمي[222]، والشكل التالي يوضح الهيكل التنظيمي الذي يعتمده لمجمع صيدال:

الشكل رقم (27): الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال



[222] معروف امال، **الانتقال من الاداء المالي الى الاداء الاستراتيجي دراسة حالة مجمع صيدال**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2010–2011، ص 93.

المالية والمحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجلفة، الجزائر، 2021-2022، ص 149.

فيما يلي شرح للهيكل التنظيمي لمجمع صيدال كل على حدى على النحو التالي:

أولا: الإدارة العليا

تنقسم بدورها إلى قسمين رئيسين، وهما مبينان فيما يأتي[223]:

1. المدير العام: يعتبر المسؤول الأول عن تسيير المجمع واتخاذ القرارات، كما يمثل المجمع في الداخل والخارج ويتولى إبرام عقود الشراكة مع الشركاء المحليين والأجانب للمجمع.

2. الرئيس الأمين العام: يعتبر المسؤول الثاني وأهم عضو استشاري لرئيس المجمع، ويتولى مهام التنسيق والاستشارة وربط المصالح الوظيفية بالإدارة العليا لضمان الاتصال والحوار لتنفيذ برامج وخطط العمل.

ثانيا: مصانع إنتاج الدواء

هناك 9 مصانع متخصصة في إنتاج الدواء تتمثل في[224]:

1. مصنع المدية (أنتيوبيتيكال): كان هذا الفرع سابقًا تابعًا لمجموعة صيدال. تعود فكرة إنشاء هذا الفرع إلى عام 1967، وأُنجزت الدراسات اللازمة في عام 1975. بدأ التنفيذ في نهاية عام 1987 بالتعاون مع الشركة الإيطالية CTIP، لكن الإنتاج لم يبدأ إلا في أوائل عام 1988. بعد إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية وتأسيس شركة صيدال، ظل فرع المضادات الحيوية تابعًا لهذه المجموعة. منذ يناير 2014، يُنتج فرع المضادات الحيوية مضادات حيوية من نوع البنسلين وغير البنسلين كمصنع متكامل، وهو مجهز بكافة المرافق اللازمة للإنتاج الصيدلاني، بدءًا من شراء المكونات الفعالة وصولًا إلى تصنيع المنتج النهائي.

2. مصنع الدار البيضاء: ينتج هذا المصنع أصناف صيدلانية متنوعة تتمثل في أقراص، أشربة، محاليل للشرب، كبسولات، مراهم، أملاح، ...ألخ، وتفوق قدرته الإنتاجية 40 مليون وحدة سنويا لكل الأشكال مزود بمخبر لمراقبة الجودة، وهو مخبر معتمد ومصادق عليه من قبل المختبر الوطني لمراقبة الأدوية، مكلف بالتحاليل الفيزيوكيميائية والميكروبيولوجية.

---

[223] عوادي منير، **مرجع سابق**، ص 203.

[224] محبوب فاطمة، **مرجع سابق**، ص ص 154-158.

3. مصنع الحراش بالعاصمة: دشن في مارس 1971 يحتوي على أربع ورشات إنتاج هي ورشة الأشربة، ورشة المحاليل، ورشة الأقراص والملبسات وورشة المراهم، تبلغ طاقة إنتاج هذه الورشات 20 مليون وحدة بيع سنويا، كما يتوفر المصنع أيضا على مخبر لمراقبة الجودة، مكلف بالتحاليل الفيزيوكيميائية والتسيير التقني والوثائقي.

4. مصنع عنابة: المصنع واقع بعنابة مختص في إنتاج الأشكال الجافة من الأقراص والكبسولات، بقدرة إنتاجية تتجاوز مليون وحدة بيع سنويا.

5. مصنع قسنطينة: يتخصص هذا المصنع الواقع بالمنطقة الصناعية بولاية قسنطينة في إنتاج الأشكال السائلة من اشربة ومحاليل، بقدرة إنتاجية تصل إلى 5 مليون وحدة بيع سنويا.

6. مصنع قسنطينة للأنسولين: يتخصص في إنتاج الأنسولين والذي انطلق في سنة 2016.

7. مصنع شرشال: يتكون من ثلاثة ورشات إنتاج هي ورشة الأشربة، ورشة المحاليل المكثفة ورشة الأقراص والكبسولات والأكياس، يحتوي المصنع على مخبر لمراقبة الجودة مكلف بالتحاليل الفيزيوكيميائية والميكروبيولوجية وخصائص السموم.

8. مصنع باتنة: تختص ورشات هذا المصنع في إنتاج التحاليل.

9. مصنع جسر قسنطينة: تفوق طاقة إنتاج هذا المصنع 20 مليون وحدة بيع سنويا وهو الوحيد على المستوى الوطني المختص في إنتاج المحاليل المكثفة ذات قارورات وأكياس بتكنولوجيا جد حديثة، يتوفر المصنع على خمس ورشات إنتاج متخصصة في صناعة الأنواع الجالونيسية وهي ورشة التحليلات، ورشة الأقراص والملبسات، ورشة المحاليل المكثفة على شكل أكياس، ورشة المحاليل المكثفة على شكل قارورات، كما يتوفر المصنع على مخبر لمراقبة الجودة المكلفة بالتحاليل الفيزيوكيميائية والميكروبيولوجية وخصائص السموم، إلى جانب التسيير التقني والوثائقي.

ثالثا: الفروع

فيما يلي شرح لكل فرع من فروع المجمع على حدى[225]:

[225] عوادي منير، **دور سوق الأوراق المالية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2010-2013)**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص 117.

1.فرع أنتيوبيتيكال(Antibiotical): يتمثل هذا الفرع في مركب المضادات الحيوية الواقع بمدينة المدية ويبلغ رأسماله في سنة 2005 1.17.500.000 دج ويشغل 1374 عاملا، إذ يعتبر أكبر فرع لدى المجمع من حيث معايير الحجم (عدد العمال، رأس المال)، لذلك نجده يتوفر على هياكل واستثمارات ضخمة من بينها مبنى لتصنيع الأدوية بالتجزئة عن طريق تقنية التخمير، بالإضافة إلى مبنى لإنتاج مواد أولية بالتجزئة عن طريق التركيب الكيميائي للمنتجات المخمرة، كما يتوفر على مبنيين آخرين للإنتاج أحدهما مخصص لمنتجات صيدلانية من عائلة البنسلين والآخر لمنتجات غير البنسلين، وتعود بداية الإنتاج بهذا المركب إلى سنة 1988.

2. فرع فارمال(pharmal): تأسس هذا الفرع في 1998/02/02 ويبلغ رأسماله في سنة 2005 200 مليون دج ويشغل 918 عاملا منهم أكثر من 130 صيدلاني ومهندس، ولهذا الفرع أكثر من ثلاثين سنة خبرة في مجال الإنتاج الصيدلاني الأمر الذي يكسبه تحكما لا بأس به في المجال، وللقيام بأنشطته تتوفر هاته المؤسسة الفرع على ثلاث وحدات إنتاج هي: وحدة الدار البيضاء، وحدة قسنطينة ووحدة عنابة، ويقع المقر الاجتماعي لهذا الفرع بالدار البيضاء بالجزائر العاصمة، كما يقوم هذا الفرع بإنتاج أصناف الأدوية التالية: أقراص، جعب، مراهم، مقطرات، محاليل، مساحيق، بالإضافة إلى معجون الأسنان.

3. فرع بيوتيك(Biotic): يتواجد المقر الاجتماعي لهذا الفرع بالحراش بالجزائر العاصمة وهو يتوفر على ثلاث وحدات إنتاج ممثلة في وحدة جسر قسنطينة بالجزائر العاصمة، وحدة الحراش ووحدة شرشال، وقد تم تأسيس هذا الفرع بتاريخ 1998/02/02 حيث بلغ رأسماله حتى 2205 590 مليون دج ويشغل 1127 عاملا منهم أكثر من 20 صيدليا وأكثر من 80 مهندسا، ينتج هذا الفرع في مختلف وحداته المنتجات التالية: المراهم، المحاليل، الأقراص، المطهرات السائلة، المحاليل الوردية بأنواعها، محاليل غسل الكلى.

رابعا: مركز البحث والتطوير

يشكّل مركز البحث والتطوير جوهر أنشطة مجموعة سيدال. ويتمثل دور هذا المركز، الذي يُعنى بتقديم الدعم التقني لمواقع الإنتاج، في تمكين تطوير أدوية جنيسة جديدة قبل بدء الإنتاج. وبفضل

مختبراته ومرافقه البحثية المتطورة، يُطوّر المركز ما يقارب خمسة إلى ستة أدوية جنيسة تُدمج في مختلف خطوط إنتاج أقسام الشركة. كما يُقدّم المركز الدعم للمصانع الفردية من خلال مراقبة الجودة[226].

خامسا: الوحدات الإنتاجية(مراكز التوزيع)

بتوفرها على الوسائل اللوجيستية القوية والإمكانات البشرية الشابة الحيوية والمتخصصة، فإن هاته المراكز تضمن توزيع منتجات صيدال عبر كامل التراب الوطني[227]:

1. مركز التوزيع وسط: تأسس عام 1996، كان أول مركز توزيع للمجمع، وكان يهدف إلى تسويق وتوزيع كافة منتجات المجمع انطلاقا من نقطة بيع واحدة، ومكنت النتائج المشجعة المتحصل عليها إلى إنشاء مركزين للتوزيع أحدهما ببانتة والآخر بوهران.

2. مركز التوزيع شرق: تأسس عام 1999 ببانتة، يضمن هذا المركز تسويق منتجات صيدال في المنطقة الشرقية.

3. مركز التوزيع غرب: تأسس عام 2000 من أجل ضمان توزيع أفضل للمنتجات في المنطقة الغربية.

الشكل رقم (28): الوحدات الإنتاجية بمجمع صيدال



المصدر: مبروكي مروة، **مرجع سابق**، ص 131.

[226] عوادي منير، **دور سوق الأوراق المالية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2010-2013)**، مرجع سابق، ص 94.

[227] سالم رزاق حنان، **نظام خزينة الأموال المدمجة وفق النظام المحاسبي المالي دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2011-2015)**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2018-2019، ص 88.

سادسا: المديريات

يتكون الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال من 08 مديريات تشرف على عملية تسيير وتنظيم شؤون المجمع، وهي كما يلي[228]:

1. مديرية التسويق والإعلام الطبي: تتمثل المهمة الرئيسية لهذا القسم في تسويق منتجات سايدال، ومن ثم توفير المعلومات الطبية من خلال أبحاث السوق، وتقديم المشورة للمجموعة، ووضع استراتيجية تسويقية فعّالة. تأسس القسم عام ١٩٩٨، وهو مسؤول أيضاً عن تحسين الصورة الخارجية للمجموعة. يضم القسم كوادر مؤهلة تأهيلاً عالياً في مجال المعلومات الطبية والتسويق، بالإضافة إلى شبكة وطنية من المندوبين الطبيين الذين يهدفون إلى الوصول إلى أكبر عدد ممكن من الأطباء والصيادلة وتزويدهم بالمعلومات.

2. مديرية التحليل والمراجعة والتلخيص: يتمثل دوره في إجراء عمليات تدقيق داخلية لجميع الحسابات وعمليات التحليل المالي لمجموعة سيدال، وإعداد تقارير أسبوعية وشهرية عن أنشطة المجموعة بالإضافة إلى التقارير الإدارية.

3. مديرية المحفظة والإستراتيجية المالية: تم تكليف هذه المديرية بوضع استراتيجيات مالية وتخطيط مالي للمجمع، بالإضافة إلى مراقبة معاملات التمويل قصيرة وطويلة الأجل وإدارة محفظة الأوراق المالية للمجمع في السوق الثانوية.

4. مديرية الموارد البشرية: تتمثل المهمة الرئيسية لهذه المديرية في إدارة الموارد البشرية من خلال تحديد مجالات التدريب، ونوع الموظفين المطلوب توظيفهم، وتحديد سياسة الأجور ونظام الحوافز لوضع سياسة لإدارة الموارد البشرية بالتنسيق مع الإدارات المماثلة في مختلف فروع ووحدات المجموعة.

5. مديرية التأمين والجودة والمشاريع: تتمثل وظيفة هذه المديرية في إدارة أنظمة الجودة في وحدات الإنتاج بالمصنع، ومراقبة المشاريع للحصول على شهادات الجودة، ومراقبة وتوجيه قسم البحث والتطوير فيما يتعلق بجودة المنتجات التي تتوافق مع الأصل.

6. مديرية إدارة التنظيم وتكنولوجيا المعلومات: تتمثل مهمة هذه الإدارة في وضع خطة إدارة لنظام المعلومات الخاص بالمصنع وضمان كفاءته. كما تضمن وضع خطط تكنولوجيا المعلومات اللازمة وتحليل احتياجات مواقع الإنتاج والمصانع.

[228] غالم كمال، **مرجع سابق**، ص ص 146-148

7. مديرية التنمية الصناعية والشراكة: تتمثل مهمة هذه المديرية في البحث في تطوير صناعة الأدوية من خلال مختبرات البحث التابعة للمجمع أو من خلال شراكات مع مختبرات أجنبية، وذلك لتعزيز مكانة المجمع في السوق الوطنية وكذلك في الأسواق الدولية.

8. مديرية التنمية الصناعية: تتعامل هذه المديرية مع التنمية الصناعية للمنتجات الصيدلانية من خلال تطوير واقتناء المعدات الحديثة والمتطورة.

المطلب الثالث: متغيرات الدراسة

تتألف عينة الدراسة بشكل أساسي من مجموعة صيدال، المدرجة في بورصة الجزائر. وقد تم اختيار العينة بناءً على توافر البيانات للمتغيرات طوال فترة الدراسة الممتدة من عام 2014 إلى عام 2023. تم الحصول على البيانات من الموقع الإلكتروني للشركة، وموقع بورصة الجزائر، وموقع هيئة تنظيم ومراقبة تداول الأوراق المالية. ولضمان أطول فترة تحليل ممكنة، تم تحويل البيانات إلى بيانات ربع سنوية. وبذلك، تغطي البيانات الفترة من الربع الأول من عام 2014 إلى الربع الرابع من عام 2023، بإجمالي 34 مشاهدة. استُخدمت في هذه الدراسة عدة متغيرات بناءً على أبحاث سابقة، ويمكن تعريف هذه المتغيرات كما يلي:

1. المتغير التابع (النمو المالي المستدام):

للتعبير على المتغير التابع الممثل في النمو المالي المستدام استخدمنا متغير **معدل النمو المالي المستدام**، وتم الترميز له في هذه الدراسة ب **SGR**،والذي يحسب بالمعادلة التالية وفقا لنموذج**Rose**:

$$SGR = \frac{\mathbf{B} \times \mathbf{ROE}}{\mathbf{1} - (\mathbf{B} \times \mathbf{ROE})}$$

حيث:

B:نسبة الاحتجاز وهي نسبة من صافي الربح؛**ROE**: العائد على حقوق الملكية وهي:

$$\frac{\text{صافي الربح}}{\text{حقوق الملكية}}$$

2. المتغيرات المستقلة:

تم الاعتماد على سبعة متغيرات مستقلة للتعبير والممثلة في:

-**القيمة المالية:** يمثل هذا المتغير القيمة السوقية لمجموعة صيدال، والتي تتوافق مع سعر إغلاق السهم، ويتم ترميزها بـ VA.

- **العائد على الأصول**: هو العائد على رأس المال الذي يشير إلى النسبة المئوية للربح الصافي بالنسبة إلى إجمالي الأصول ويتم ترميزه كـ ROA.

- **العائد على حقوق الملكية**: يشير هذا المتغير إلى النسبة المئوية للربح الصافي بالنسبة إلى إجمالي الأصول ويتم ترميزه كـ ROE.

- **نسبة الاستدانة:** هي نسبة الدين التي يشير إلى النسبة المئوية لإجمالي الدين بالنسبة إلى إجمالي الأصول ويتم ترميزه بـ DR.

- **السيولة العامة**: يشير هذا المتغير إلى النسبة المئوية لإجمالي القروض قصيرة الأجل بالنسبة إلى إجمالي الأصول المتداولة ويتم ترميزه بـ GL.

- **حجم الشركة:** يمثل هذا المتغير لوغاريتم إجمالي الأصول وتم ترميزه كحجم في الدراسة.

- **جائحة كورونا:** يمثل هذا المتغير جائحة فيروس كورونا، ويأخذ القيمة 1 إذا كانت الجائحة موجودة في سنة معينة، والقيمة 0 إذا لم تكن موجودة. وقد تم ترميز هذا المتغير بالرمز DUM.

والجدول الموالي يوضح تعريف لجميع المتغيرات المستخدمة على النحو التالي:

الجدول رقم (45): تعريف المتغيرات المستخدمة في الدراسة

المتغيرات	تعريف المتغيرات	الرمز	الوحدة
المتغير التابع	معدل النمو المالي المستدام	SGR	نسبة مئوية (%)
المتغيرات المستقلة	القيمة المالية	VA	نسبة مئوية (%)
	العائد على الأصول	ROA	نسبة مئوية (%)
	العائد على حقوق الملكية	ROE	نسبة مئوية (%)
	نسبة الاستدانة	DR	نسبة مئوية (%)
	السيولة العامة	GL	نسبة مئوية (%)

	حجم الشركة	Size	نسبة مئوية (%)
	جائحة كورونا	DUM	يأخذ القيمة 1 و0

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات البنك الدولي

3. توصيف نموذج الدراسة:

شملت الدراسة عددًا من المتغيرات ذات الصلة الوثيقة بموضوع البحث. استندت هذه المتغيرات إلى تلك المستخدمة في دراسات سابقة تناولت الموضوع نفسه، مع بعض الاختلافات. وقد حرص الباحثون على تضمين جميع المتغيرات وعدم إغفال أي منها، مما يميز هذه الدراسة عن غيرها. كما روعي في الدراسة طبيعة العينة، التي تتكون من شركات مدرجة في البورصة السعودية، بالإضافة إلى مدى توافر البيانات. وفيما يلي الصيغة الرياضية العامة لنموذج الدراسة:

$$\mathrm{SGR}_t = \boldsymbol{\beta_0} + \boldsymbol{\beta_1}\mathrm{VA}_t + \boldsymbol{\beta_2}\mathrm{ROA}_t + \boldsymbol{\beta_3}\mathrm{ROE}_t + \boldsymbol{\beta_4}\mathrm{DR}_t + \boldsymbol{\beta_5}\mathrm{GL}_t + \boldsymbol{\beta_6}\mathrm{Size}_t + \boldsymbol{\beta_7}\mathrm{DUM}_t + \boldsymbol{\varepsilon_t}$$

حيث:(β_k)معلمات النموذج، و(t : 1……T)يمثل الزمن، وε_{it}تمثل حد الخطأ العشوائي.

المبحث الرابع: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها

من خلال هذا المبحث سيتم عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها، حيث سيتم التعرف في المطلب الأول إلى التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة؛ أما في المطلب الثاني فقد خصص لتقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد؛ في حين خصص المطلب الثالث للتحليل الهيكلي وذلك من خلال دوال الاستجابة وتحليل التباين.

المطلب الأول: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

سيتم إجراء التحليل الوصفي لعينة الدراسة من خلال تحليل تطور المتغيرات المستخدمة في الدراسة بالإضافة إلى وصف عينة الدراسة والتعرف على أهم خصائصها، وذلك على النحو التالي:

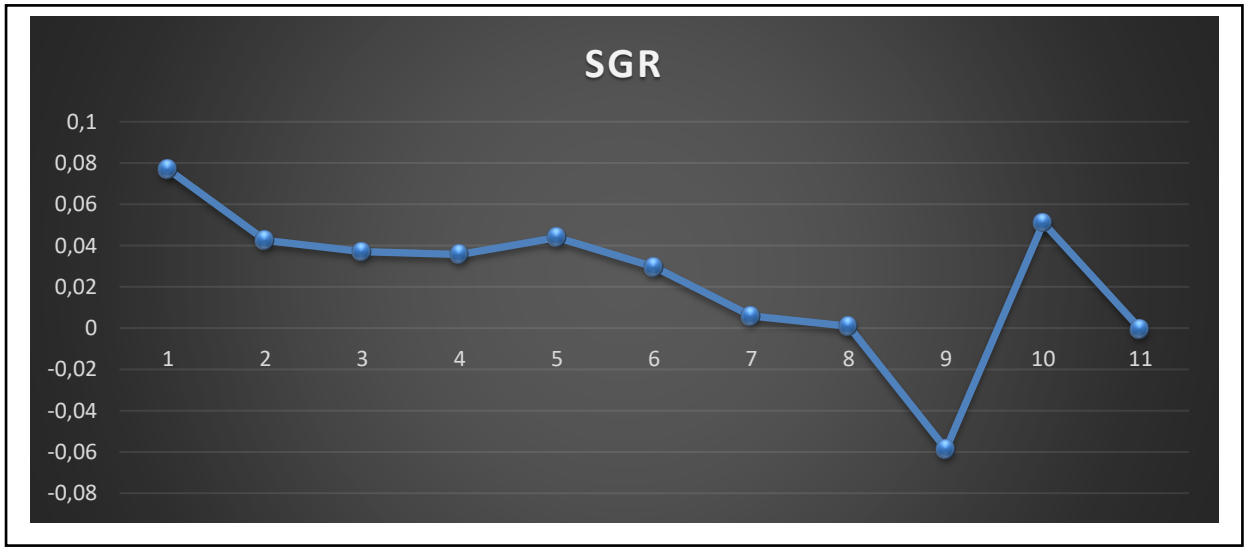
أولا: تطور متغيرات الدراسة

بغية تحليل تطور متغيرات الدراسة والوقوف على أهم النقاط التي شهدتها هاته المتغيرات طيلة فترة الدراسة، وجب القيام برسم الأشكال البيانية والتي هي موضحة كما يلي:

1. تطور النمو المالي المستدام:

من أجل تحليل تطور النمو المالي المستدام في مجمع صيدال، يتم الاعتماد على الشكل التالي:

الشكل رقم (29): تطور النمو المالي المستدام في مجمع صيدال للفترة (2014-2024)



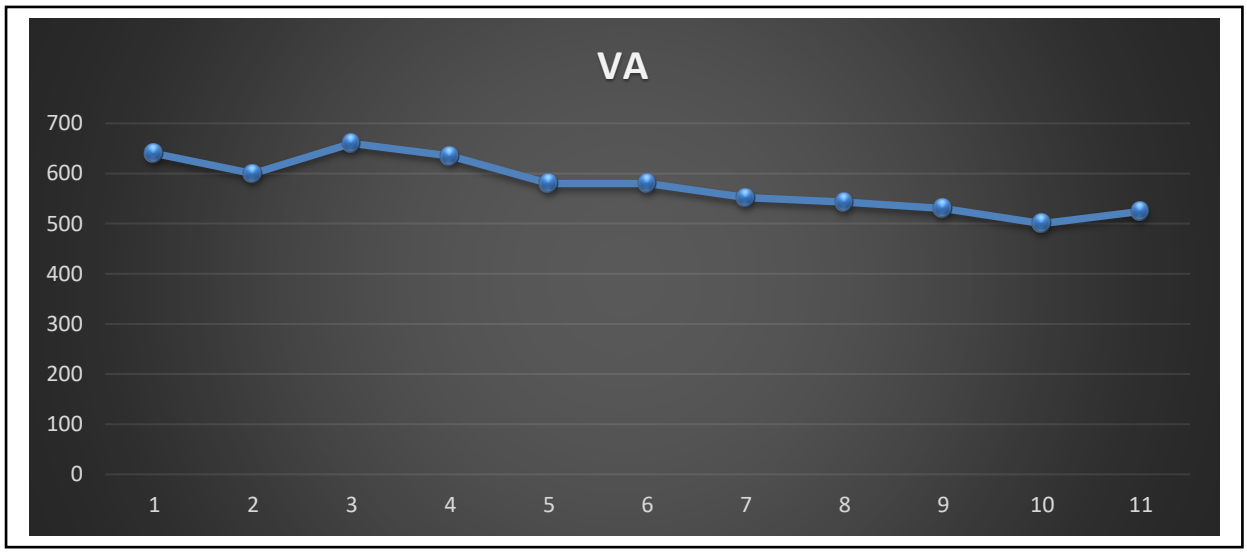
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EXCEL.

توضح بيانات الشكل رقم (29) تطور النمو المالي المستدام في مجمع صيدال، حيث عرف مجمع صيدال تطورات ملحوظة في النمو المالي المستدام مابين 2014 و2023،إذ سجلت بداية قوية في 2014 (0.0769) نتيجة استراتيجيات فعالة وزيادة الطلب، لكن بحلول 2019 بدأت القيم في التراجع مع انخفاض حاد في 2020 (0.0058) بسبب جائحة كورونا، التي أثرت سلبًا على العمليات والعوائد،وفي 2022 شهد المجمع أكبر انخفاض (0.0586−)، مما قد يدل على تحديات إضافية مثل: تراجع الطلب أو زيادة التكاليف، ومع ذلك عادت الشركة للنمو في 2023 (0.0511)، مما يعكس قدرتها على التعافي والتكيف مع التغيرات في السوق، رغم أن الأداء في 2024 ظل قريبًا من الصفر (0.0004−)، مما يشير إلى استمرار الحاجة لتطوير استراتيجيات فعالة لضمان الاستدامة في النمو ومواجهة التحديات المستمرة.

2. تطور القيمة السوقية:

من أجل تحليل تطور القيمة السوقية في مجمع صيدال، يتم الاعتماد على الشكل التالي:

الشكل رقم (30): تطور القيمة السوقية في مجمع صيدال للفترة (2014−2024)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EXCEL.

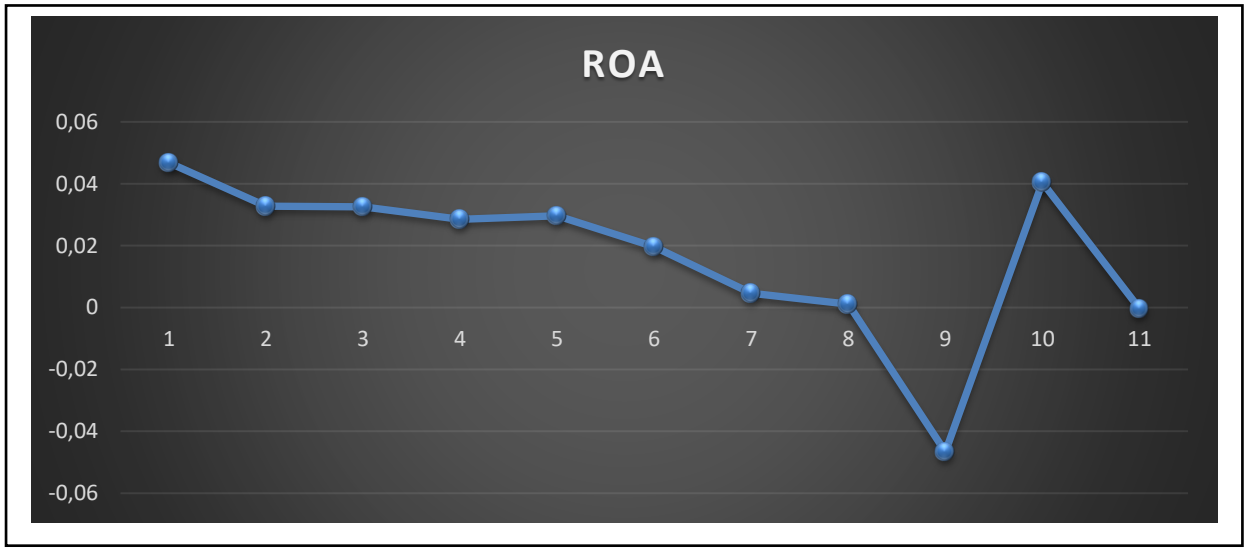
بناءا على بيانات الشكل رقم (30) لتطور القيمة السوقية في مجمع صيدال، يتضح وجود تذبذبات ملحوظة للقيمة السوقية لمجمع صيدال بين 2014 و2024، حيث بدأت سجلت قيمة مرتفعة في 2014 (640) واستمرت في تحقيق أداء جيد حتى 2016 (660)، ومع ذلك بدءًا من 2018 بدأت القيمة في التراجع مع انخفاضات مستمرة حتى 2020 (552)، حيث كان لجائحة كورونا تأثير كبير على العمليات

والسوق، في 2021 استمرت القيمة في الانخفاض (543) بسبب التحديات المستمرة،وبحلول 2022وصلت القيمة إلى أدنى مستوى لها (530) مما يعكس فقدان الثقة في السوق، ومع ذلك في 2024 ظهر تحسن طفيف (524.33)، مما يدل على جهود الشركة للتعافي واستعادة الثقة.

3. تطور العائد على الأصول:

من أجل تحليل تطور العائد على الأصول في مجمع صيدال، يتم الاعتماد على الشكل التالي:

الشكل رقم (31): تطور العائد على الأصول في مجمع صيدال للفترة (2014-2024)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EXCEL.

بالاعتماد على بيانات الشكل رقم (31)، شهد العائد على إجمالي الأصول لمجمع صيدال وجود تذبذبات واضحة بين 2014 و2023 مع تأثيرات ملحوظة لجائحة كورونا،ففي الفترة من 2014 إلى 2016 تم تسجيل عوائد إيجابية، حيث بلغت ذروتها في 2014 (0.0468)، مما يعكس كفاءة الشركة في استخدام أصولها لتحقيق الأرباح، ومع ذلك بدءًا من 2018 بدأ العائد على إجمالي الأصول في الانخفاض، حيث وصل إلى 0.0196 في 2019، مما يدل على بعض التحديات في الأداء.

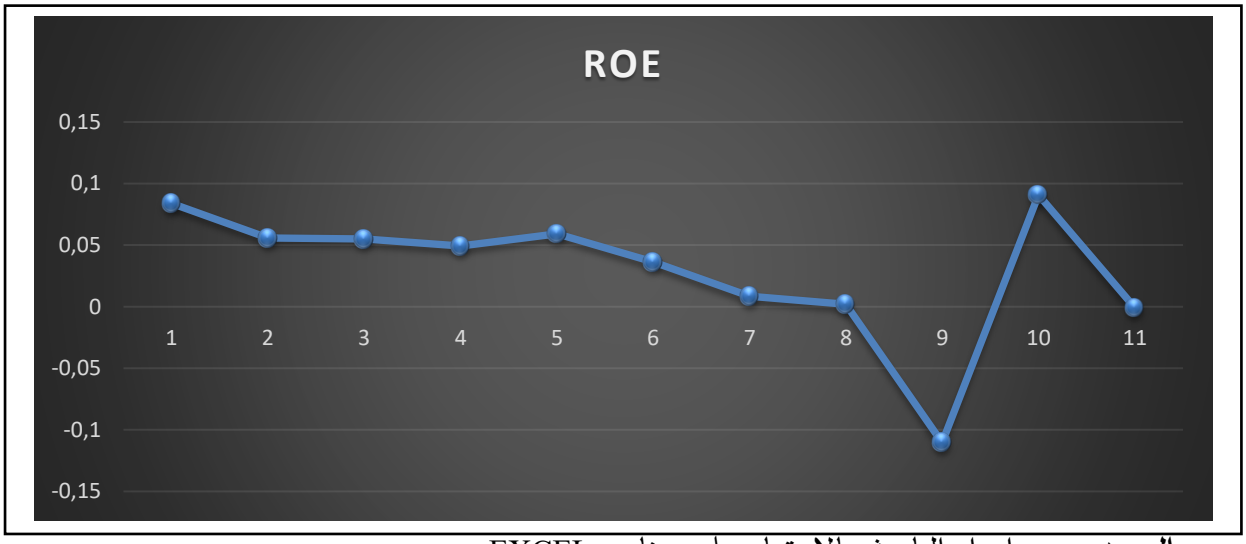
ثم جاءت جائحة كورونا في 2020 مما أدى إلى انخفاض حاد في العائد على إجمالي الأصول (0.0047)وواصلت التراجع في 2021 (0.0011)،وفي سنة 2022 بلغت الشركة أدنى مستوى لها (-0.0466) مما يشير إلى خسائر كبيرة وصعوبة في تحقيق العوائد.

بعد الجائحة في 2023 عادت الشركة للتعافي وحققت عائد على إجمالي الأصول إيجابيًا (0.0404)، مما يدل على تحسن في الأداء وكفاءة أكبر في استخدام الأصول، ومع ذلك في 2023 سجل المجمع انخفاضًا طفيفًا (0.0004−)، مما يشير إلى استمرار التحديات، مما يتطلب استراتيجيات فعالة لضمان استدامة النمو وتحسين العوائد في المستقبل.

4. العائد على حقوق الملكية:

لغرض تحليل تطور العائد حقوق الملكية في مجمع صيدال، يتم الاستعانة بالشكل التالي:

الشكل رقم (32): تطور العائد على حقوق الملكية في مجمع صيدال للفترة (2014−2024)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EXCEL.

توضح بيانات الشكل رقم (32)، وجود تقلبات كبيرة للعائد على حقوق الملكية بين 2014 و2023 في مجمع صيدال، حيث تأثرت قيم العائد على حقوق الملكية بشكل خاص بتداعيات جائحة كورونا، ففي الفترة من 2014 إلى 2016 كان المجمع يحقق عوائد إيجابية، حيث بلغ العائد على حقوق الملكية ذروته في 2014 (0.0840)، مما يعكس كفاءة عالية في استخدام حقوق الملكية لتحقيق الأرباح، ومع ذلك بدءًا من 2018 بدأ في الانخفاض تدريجيًا إلى 0.0364 في 2019 مما يدل على ضغوط في الأداء.

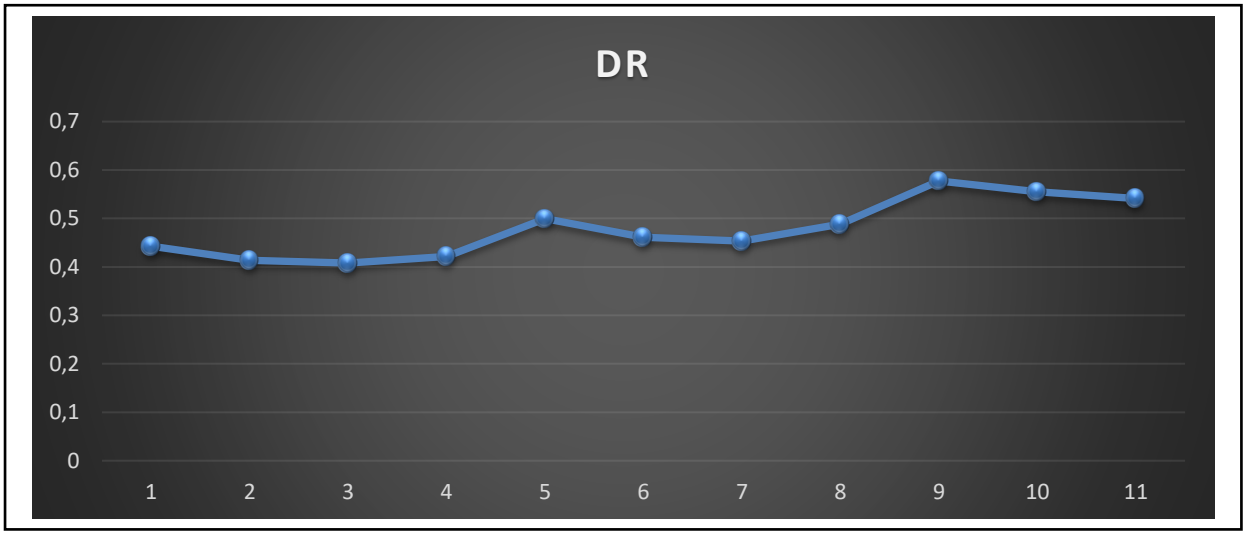
انخفض العائد على حقوق الملكية بشكل حاد في سنة 2020 إلى 0.0085 بسبب جائحة كورونا وتبع ذلك انخفاض أكبر في 2021 (0.0021) مما يعكس التحديات الكبيرة التي واجهتها الشركة،وفي 2022 سجل المجمع أدنى مستوى لها (0.1103−)، مما يدل على خسائر جسيمة وفقدان الثقة في الأداء.

ومع ذلك في 2023 حقق مجمع صيدال انتعاشًا ملحوظًا مع عائد إيجابي (0.0908)، مما يشير إلى تحسين الأداء وكفاءة أكبر في استخدام حقوق الملكية، لكن في 2023 تم تسجيل انخفاضًا طفيفًا (0.0008−)، مما يدل على استمرار التحديات.

5. تطور نسبة الاستدانة:

من أجل تحليل تطور نسبة الاستدانة في مجمع صيدال، يتم الاستعانة بالشكل التالي:

الشكل رقم (33): تطور نسبة الاستدانة في مجمع صيدال للفترة (2014-2024)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EXCEL.

بالاعتماد على بيانات الشكل رقم (33)، شهدت كذلك نسبة الاستدانة تذبذبات ملحوظة لمجمع صيدال ما بين الفترة 2014 و2023 مما يعكس التغيرات في هيكل التمويل للمجمع، عرفت السنوات الأولى من 2014 إلى 2016 استقرار نسبيا في قيم نسبة الاستدانة، حيث كانت تتراوح بين 0.4431 و0.4080 مما يدل على مستوى مقبول من الاستدانة.

مع مطلع عام 2018 زادت نسبة الاستدانة لتصل إلى 0.4998، مما قد يشير إلى زيادة في الاقتراض لدعم النمو أو مواجهة تحديات معينة، واستمرت النسبة في الارتفاع حيث وصلت إلى 0.5774 في 2022 وهو أعلى مستوى خلال الفترة، مما يدل على اعتماد متزايد على التمويل بالديون، خاصة في ظل الظروف الصعبة التي فرضتها جائحة كورونا.

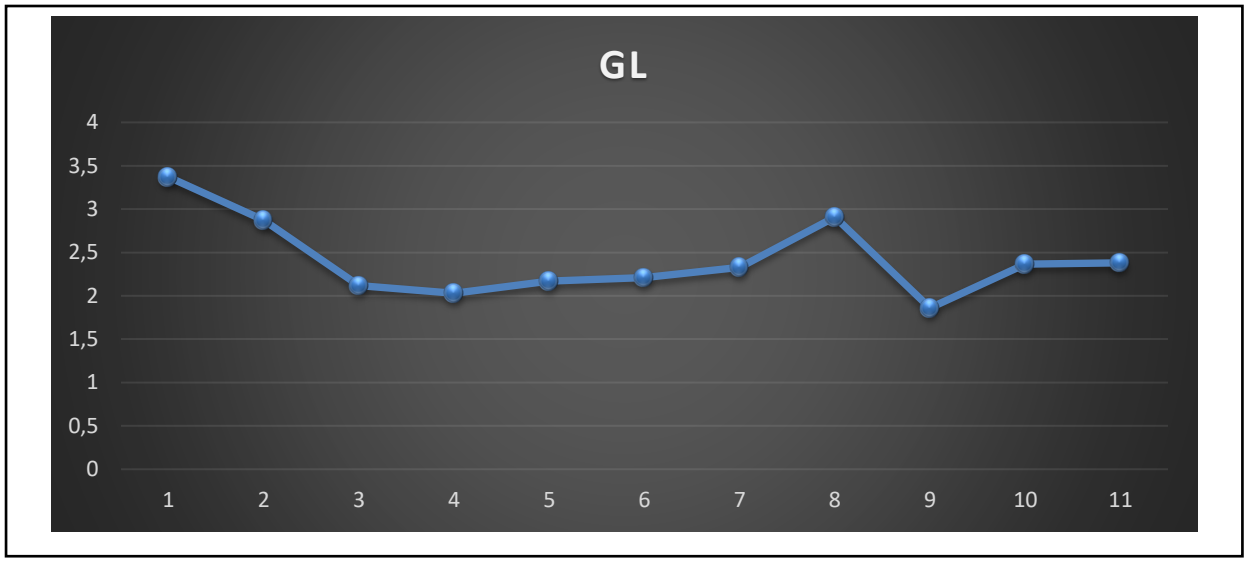
وفي سنة 2023 بدأت النسبة في الانخفاض الطفيف (0.5554)، مما يشير إلى جهود المجمع إلى تقليل الاعتماد على الديون، ومع ذلك في 2023 استمرت نسبة الاستدانة في الانخفاض إلى

0.5410 لكنها لا تزال مرتفعة مقارنة بالسنوات السابقة، مما يستدعي الانتباه إلى المخاطر المرتبطة بالديون، مما يتطلب الوضع الحالي إدارة فعالة لاستراتيجيات التمويل لضمان استدامة النمو وتقليل المخاطر المالية.

6. تطور السيولة العامة:

بغية تحليل تطور السيولة العامة في مجمع صيدال، يتم الاعتماد على الشكل التالي:

الشكل رقم (34): تطور السيولة العامة في مجمع صيدال للفترة (2014-2024)



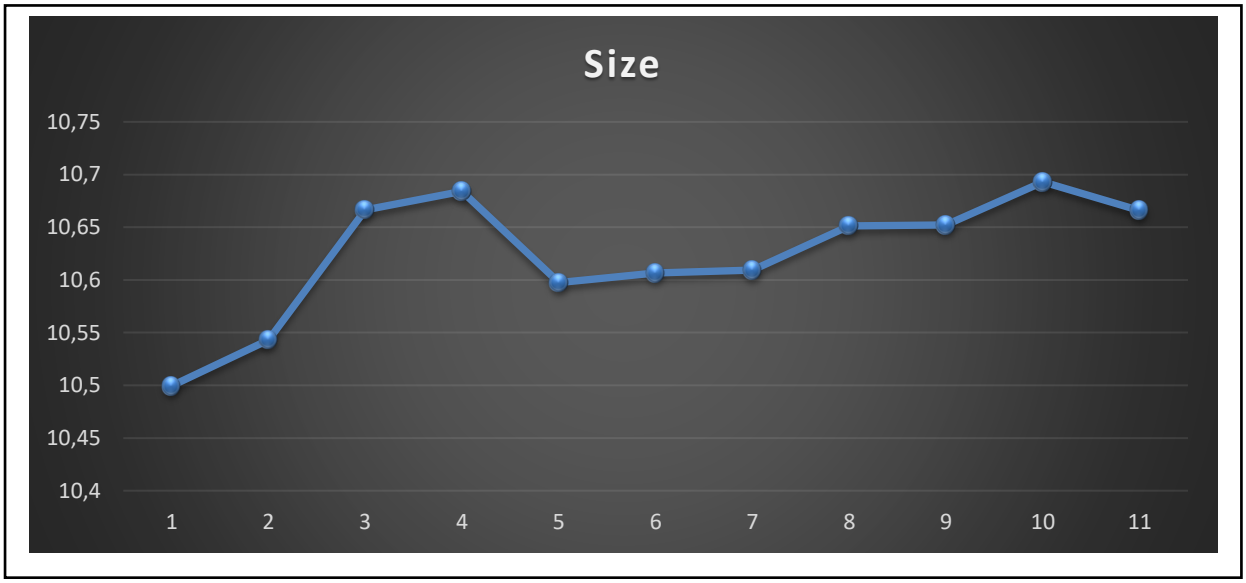
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EXCEL.

توضح بيانات الشكل رقم (34) أعلاه، تطور للسيولة العامة لجمع صيدال من عام 2014 إلى عام 2024 حيث بدأت ذروتها (3.37) في عام 2014 ثم بدأت بالانخفاض والارتفاع لتصل إلى أدنى مستوى (1.86) في عام 2022 ويعود ذلك بدرجة أولى لتداعيات جائحة كورونا، وشهد مجمع صيدال انتعاشًا ملحوظًا في 2021 (2.91) واستقرت عند 2.37 في 2023 ثم 2.38 في 2024، مما يدل على تحسن في إدارة الأصول، رغم أن القيم لا تزال أقل من المستويات السابقة، ويتطلب الوضع الحالي إعادة تقييم جديدة لإدارة قوية وكاملة الالتزامات المالية لتكون استدامة أفضل في الأداء.

7. تطور حجم الشركة:

من أجل تحليل تطور حجم الشركة في مجمع صيدال، يتم الاعتماد على الشكل التالي:

الشكل رقم (35): تطور حجم الشركة في مجمع صيدال للفترة (2014-2024)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EXCEL.

تبين بيانات الشكل رقم (35) أعلاه، نموًا مستمرًا لحجم الشركة لمجمع صيدال مع بعض التقلبات الطفيفة، في البداية كان حجم الشركة في 2014 (10.4995)، ثم شهد ارتفاعًا تدريجيًا حتى 2017 (10.6841)، مما يعكس نموًا إيجابيًا في الأداء.

وفي 2018 لوحظ انخفاض طفيف في حدود 10.5974 لكنه لم يكن كبيرًا، حيث استقر الحجم في السنوات التالية مع بعض الزيادات الطفيفة، في 2020 بلغ الحجم 10.6095، واستمر في الارتفاع حتى 2023 (10.6930) حيث سجل أعلى قيمة في الفترة.

وفي 2024شهد حجم الشركة انخفاضًا طفيفًا إلى 10.6659 ولكنه لا يزال ضمن نطاق مرتفع بشكل عام يُظهر حجم الشركة اتجاهًا إيجابيًا مما يعكس استقرارًا ونموًا مستدامين، وعلى الرغم من التحديات التي واجهها المجمع خلال هذه الفترة. يتطلب الحفاظ على هذا النمو التركيز على الابتكار والتوسع في الأسواق.

ثانيا: الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة

بغية الحصول على أهم الخصائص المميزة لبيانات الدراسة وأخذ نظرة أولية عليها تم التعرف على إحصاءات النزعة المركزية، والتي يمكن عرضها في الجدول التالي:

الجدول رقم (46): أهم الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة

	SGR	VA	ROA	ROE	DR	GL	SIZE	DUM
Mean	0.02406	576.757	0.0171	0.0300	0.4785	2.4195	10.624	0.3636
Median	0.03572	580	0.0284	0.0492	0.4614	2.3300	10.651	0
Maximum	0.07689	660	0.0467	0.0908	0.5774	3.3700	10.693	1
Minimum	-0.05864	500.	-0.0466	-0.1103	0.4079	1.8600	10.499	0
Std. Dev.	0.0346	50.5423	0.0254	0.0537	0.0567	0.4334	0.0584	0.4866
Observations	44	44	44	44	44	44	44	44

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews 12.

من الجدول أعلاه نلاحظ أن أعلى قيمة للنمو المالي المستدام بلغت 0.07689 في سنة 2014، في حين أدني قيمة 0.05864- سجلت في سنة 2022.

كما سجلت أعلى قيمة للقيمة السوقية660كانت في سنة 2016، بينما سجلت أدنى قيمة 500 سجلت في بداية سنة 2018 الى غاية سنة 2020

كما قدرت أدنى قيمة للعائد على الأصول0.0467كانت في سنة 2014، بينما قدرت أعلى قيمة 5.220760% في سنة 2018.

كما أن أعلى قيمة للعائد على حقوق الملكية بلغت 0.0908في سنة 2014، بينما بلغت أدنى قيمة (0.1103-) في سنتي 2018-2019.

كما أن أعلى قيمة لنسبة الاستدانة بلغت 0.5774 كانت في سنة 2018، بينما سجلت أدنى قيمة 0.4079في سنة 2022.

بينما بلغت أعلى قيمة للسيولة العامة 3.3700سنة كانت في سنة 2014 و في سنة 2020، في حين سجلت أدنى قيمة 1.8600 في سنة 2022.

كما سجلت أعلى قيمة لحجم الشركة10.693 كانت في سنة 2017 و10,99 سنة 2023، بينما سجلت أدنى قيمة 10.499 في سنة 2018.

بينما بلغت أعلى قيمة للمتغير الوهمي الذي يعبر عن جائحة كورونا 1 وذلك عند السنوات التي عرفت وجود هاته الجائحة، في حين أدنى قيمة هي0 وذلك عند السنوات التي لم تسجل فيها وجود الجائحة.

ثالثا: الارتباط بين متغيرات الدراسة

يسمح فحص الارتباط بين المتغيرات بتحديد أزواج الارتباط الممكنة بين هذه المتغيرات، وسيتم ذلك عن طريق مصفوفة الارتباط بالاعتماد على برنامج **Eviews 12**، حيث تحصلنا على الجدول التالي:

الجدول رقم (47): الارتباط بين متغيرات الدراسة

	SGR	VA	ROA	ROE	DR	GL	SIZE	DUM
SGR	1	0.5271	0.9885	0.9761	-0.5543	0.4964	-0.4270	-0.6534
VA		1	0.5198	0.4216	-0.8562	0.1676	-0.3852	-0.3859
ROA			1	0.9922	-0.5804	0.4290	-0.3232	-0.6750
ROE				1	-0.5118	0.4158	-0.2657	-0.6518
DR					1	-0.2871	0.4010	0.2248
GL						1	-0.6863	-0.1624
SIZE							1	0.0712
DUM								1

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews 12.

من خلال الجدول أعلاه والذي يبين نتائج مصفوفة الارتباطات بين متغيرات الدراسة، يتضح العلاقة التي تربط بين المتغير التابع وجميع المتغيرات المستقلة والتي كانت نتائجها على النحو التالي:

–وجود علاقة طردية متوسطة بين النمو المالي المستدام (SGR) والقيمة السوقية (VA) والتي قدرت ب 0.5271.

– وجود علاقة طردية قوية بين النمو المالي المستدام(SGR)والعائد على الأصول(ROA) والتي قدرت ب 0.9885.

– وجود علاقة طردية قوية بين النمو المالي المستدام(SGR)والعائد على حقوق الملكية(ROE) والتي قدرت ب 0.9761.

– وجود علاقة طردية عكسية متوسطة بين النمو المالي المستدام(SGR)ونسبة الاستدانة (DR) والتي قدرت ب 0.5543-.

– وجود علاقة طردية ضعيفة بين النمو المالي المستدام(SGR)والسيولة العامة (GL)والتي قدرت ب 0.4046.

– وجود علاقة عكسية ضعيفة بين النمو المالي المستدام(SGR)وحجم الشركة (Size)والتي قدرت ب 0.4270-.

– وجود علاقة عكسية متوسطة بين النمو المالي المستدام(SGR)وجائحة كورونا (DUM)والتي قدرت ب 0.6534-.

المطلب الثاني: تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد

بعد إجراء التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة سيتم من خلال هذا المطلب تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد للدراسة، حيث سيتم عرض المعلمات المقدرة للنموذج؛ ومن ثم القيام بالتحليل الإحصائي والاقتصادي بناءا على هذا النموذج؛ وفي الأخير اختبار مدى صلاحية هذا النموذج، وذلك على النحو التالي:

أولا: النموذج المقدر

تم تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد للدراسة باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS)، والتي جاءت نتائجه موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (48): معلمات النموذج المقدرة

Dependent Variable: SGR
Method: Least Squares
Date: 06/20/25 Time: 21:23
Sample: 2014Q1 2024Q4
Included observations: 44

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VA	0.000146	2.07E-05	7.071675	0.0000
ROA	0.590550	0.280017	2.108983	0.0420
ROE	0.351827	0.122157	2.880129	0.0067
DR	0.127377	0.011676	10.90880	0.0000
GL	0.002128	0.000963	2.211338	0.0334
SIZE	-0.075907	0.008345	-9.096460	0.0000
DUM	0.003164	0.001004	3.149985	0.0033
C	0.658271	0.089368	7.365816	0.0000

R-squared	0.997815	Mean dependent var	0.024060
Adjusted R-squared	0.997391	S.D. dependent var	0.034637
S.E. of regression	0.001769	Akaike info criterion	-9.673502
Sum squared resid	0.000113	Schwarz criterion	-9.349104
Log likelihood	220.8170	Hannan-Quinn criter.	-9.553200
F-statistic	2349.042	Durbin-Watson stat	0.734615
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجاتEviews12.

من خلال الجدول أعلاه الذي يوضح المعلمات المقدرة لنموذج الانحدار الخطي المتعدد يمكن كتابة النموذج المقدر، وفقا للمعادلة الآتية:

$$\mathbf{SGR} = 0.000146\mathbf{VA} + 0.590550\mathbf{ROA} + 0.351827\mathbf{ROE} + 0.127377\mathbf{DR} + 0.002128\mathbf{GL} - 0.0759007\mathbf{Size} + 0.003164\mathbf{DUM}$$

ثانيا: التحليل الإحصائي والاقتصادي

بناءا على الجدول رقم (10) والمعادلة أعلاه يمكن إجراء التحليل الإحصائي والاقتصادي على النحو التالي:

1. التحليل الإحصائي: لإجراء التحليل الإحصائي لنموذج الانحدار الخطي المتعدد وجب الوقوف على نتائج المعنوية الجزئية للمتغيرات المستقلة ومعرفة قدرتها في تفسير التغيرات الحاصلة في المتغير التابع، بالإضافة إلى التعرف على نتيجة المعنوية الكلية للنموذج.

1.1 المعنوية الجزئية: يتبين من نتائج التقدير لنموذج الانحدار الخطي المتعدد وجود معنوية ذات دلالة إحصائية لجميع متغيرات هذا النموذج، حيث كانت نتائج المعنوية الجزئية لجميع المتغيرات المستقلة على النحو التالي:

- نلاحظ أن قيمة **(T)** الخاصة بالقيمة السوقية بلغت (7.071675) بدلالة إحصائية(Prob=0.000) وهي اقل من 5%، مما يدل على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين والقيمة السوقية والنمو المالي المستدام.

- نلاحظ أن قيمة **(T)** الخاصة بالعائد على الأصول بلغت (0.590550) بدلالة إحصائية(Prob=0.0420) وهي اقل من 5%، مما يدل على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول والنمو المالي المستدام.

- نلاحظ أن قيمة **(T)** الخاصة بالعائد على حقوق الملكية بلغت (0.351827) بدلالة إحصائية(Prob=0.0067) وهي اقل من 5%، مما يدل على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على حقوق الملكية والنمو المالي المستدام.

– نلاحظ أن قيمة (T) الخاصة بنسبة الاستدانة بلغت (0.127377) بدلالة إحصائية(Prob=0.0000) وهي اقل من 5%، مما يدل على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاستدانة والنمو المالي المستدام.

– نلاحظ أن قيمة (T) الخاصة بالسيولة العامة بلغت (0.002128) بدلالة إحصائية(Prob=0.0334) وهي اقل من 5%، مما يدل على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين السيولة العامة والنمو المالي المستدام.

– نلاحظ أن قيمة (T) الخاصة بحجم الشركة بلغت (0.075907-) بدلالة إحصائية(Prob=0.0000) وهي اقل من 5%، مما يدل على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة والنمو المالي المستدام.

– نلاحظ أن قيمة (T) الخاصة بجائحة كورونا بلغت (0.003164) بدلالة إحصائية(Prob=0.0033) وهي اقل من 5%، مما يدل على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين جائحة كورونا والنمو المالي المستدام.

2.1 المعنوية الكلية:

بلغت قيم فيشر الإحصائية (2349.042) بقيمة احتمالية (0.00000)، مما يدل على أن نموذج الانحدار الخطي المتعدد معنوي ككل.

3.1 القدرة التفسيرية وجودة التوفيق:

بلغت قيمة معامل التحديد لنموذج الانحدار الخطي المتعدد (0.997815)، مما يدل على أن المتغيرات المستقلة تفسر النمو المالي المستدام بنسبة99.7815%، بينما النسبة المتبقية (0.2185%) تعود إلى متغيرات أخرى لم يتم إدراجها في النموذج.

2. التحليل الاقتصادي:

بعد التأكد من أن جميع المتغيرات المستقلة ذات معنوية إحصائية لكل متغير على حدى بالإضافة إلى المعنوية الكلية للنموذج، كما أن النموذج يحتوي على قدرة تفسيرية قوية وهو ما تأكد من خلال معامل التحديد، يمكن تبيان نتائج التحليل الاقتصادي على النحو التالي:

–بالنسبة لمعلمة القيمة السوقية جاءت موجبة ومعنوية وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية مما يدل على وجود علاقة طردية معنوية بين القيمة السوقية والنمو المالي المستدام في مجمع صيدال، أي أنه كلما ارتفعت القيمة السوقية ب 1% ارتفع النمو المالي المستدام ب0.000146، ويفسر ذلك على اعتبار أن الشركات التي تحقق نموًا مستدامًا تجذب استثمارات أكبر مما يؤدي إلى زيادة قيمتها السوقية،وتعكس

هذه العلاقة ثقة المستثمرين في قدرة الشركة على تحقيق أرباح مستدامة، حيث يعكس الأداء الجيد والتزام الشركة بالاستراتيجيات المستدامة نجاحها في السوق.

-كما أن معلمة معدل العائد على الأصول جاءت موجبة ومعنوية لتتوافق في ذلك مع النظرية الاقتصادية مما يدل على وجود علاقة طردية معنوية بين معدل العائد على الأصول والنمو المالي المستدام في مجمع صيدال، أي أنه كلما ارتفع معدل العائد على الأصول ب 1 % أرتفع النمو المالي المستدام في مجمع صيدال ب 0.590550، وهو ما يفسر أن زيادة كفاءة استخدام الأصول تؤدي إلى تحقيق أرباح أعلى، وبالتالي تعزز النمو المالي المستدام، تعكس هذه العلاقة قدرة الشركة على تحقيق قيمة مضافة من أصولها مما يعكس استراتيجيات إدارة فعالة تسهم في تعزيز الأداء المالي واستدامة النمو.

-بالنسبة لمعلمة معدل العائد على حقوق الملكية التي جاءت موجبة وغير معنوية وهو ما لا يتوافق مع النظرية الاقتصادية، مما يدل على وجود علاقة طردية غير معنوية بين معدل العائد على حقوق الملكية والنمو المالي المستدام في مجمع صيدال، وعلى الرغم من أن هذه العلاقة غير معنوية إلا أنها تعتبر شركة ديناميكيّة في استخدام رأس المال منذ التأمين، مما يدل على رغبتها في الحصول على قيمة للمستثمرين في خدمات نمو المستدام، هذا ينتج من ثقة المستثمرين واهتمامهم مما يسهم في الاستثمار المالي للمجمع.

-كما جاءت معلمة نسبة الاستدانة موجبة ومعنوية وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، مما يدل على وجود علاقة طردية معنوية بين نسبة الاستدانة والنمو المالي المستدام في مجمع صيدال، أي أنه كلما ارتفعت نسبة الاستدانة ب1% أرتفع النمو المالي المستدام ب0.127377، بالتالي فان استخدام الديون بشكل استراتيجي يمكن أن يعزز النمو المالي، حيث تتيح الشركات الحصول على التمويل اللازم للاستثمار في مشاريع جديدة وتوسيع العمليات، تعكس هذه العلاقة قدرة الشركة على إدارة الديون بشكل فعّال لتحقيق عوائد أعلى، مما يساهم في تعزيز النمو المستدام وزيادة قدرتها التنافسية في السوق.

-نفس النتيجة بالنسبة لمعلمة السيولة العامة التي جاءت موجبة ومعنوية وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية مما يدل على وجود علاقة طردية معنوية بين السيولة العامة والنمو المالي المستدام في مجمع صيدال، أي أنه كلما ارتفعت السيولة العامةب1% أرتفع النمو المالي المستدام ب0.002128، ومنه فان زيادة السيولة تعزز قدرة الشركة على تلبية التزاماتها المالية بشكل سريع، مما يعكس استقرارها المالي وقدرتها على استثمار الفرص الجديدة، تعكس هذه العلاقة قدرة الشركة على إدارة مواردها المالية بفعالية،

مما يسهم في تعزيز النمو المستدام ويعزز ثقة المستثمرين في قدرة الشركة على الاستمرار في تحقيق الأداء الجيد.

-في حين أن المعلمة المرتبطة بحجم الشركة جاءت سالبة ومعنوية وهو ما يتعارض مع النظرية الاقتصادية في أغلب الأحيان، مما يدل على وجود علاقة عكسية معنوية بين حجم الشركة والنمو المالي المستدام في مجمع صيدال، أي أنه كلما ارتفع حجم الشركة ب1% أرتفع النمو المالي المستدام ب – 0.0759007، حيث أن الشركات الأكبر حجمًا عادة تتمتع بموارد وميزانيات أكبر تسمح لها بتحقيق نمو مستدام، قد تعكس هذه العلاقة تحديات تواجهها الشركات الكبيرة مما ينجم عنها صعوبة في التكيف مع التغيرات السوقية، هذا ما يؤثر سلبًا على قدرتها على الابتكار والنمو،بالتالي وجب التقييم المستمر لاستراتيجيات الإدارة والتشغيل في مجمع صيدال لتعزيز القدرة على تحقيق النمو المستدام.

-أما بالنسبة لمعلمة المتغير الوهمي الذي يعبر عن جائحة كورونا فقد جاءت موجبة ومعنوية وهو ما لا يتوافق مع النظرية الاقتصادية، مما يدل على وجود علاقة طردية معنوية بين المتغير الوهمي الذي يعبر عن جائحة كورونا والنمو المالي المستدام في مجمع صيدال، أي أنه كلما ارتفع المتغير الوهمي الذي يعبر عن جائحة كوروناب1% أرتفع النمو المالي المستدام ب0.003164، حيث من المتوقع أن تؤدي الأزمات مثل الجائحة إلى تراجع في النمو المالي بسبب الاضطرابات في الأسواق والعمليات، إذ شهدت العديد من الشركات انخفاضًا في الطلب بسبب القيود المفروضة مما أثر سلبًا على الإيرادات، كما أدت الجائحة إلى اضطرابات في سلسلة الإمداد وزيادة التكاليف مما زاد من التحديات التشغيلية، بالإضافة إلى ذلك قد تكون هناك تغييرات دائمة في سلوك المستهلكين تؤثر سلبًا على بعض القطاعات، مما يجعل من الصعب تحقيق نمو مستدام بعد الجائحة، هذا وقد تعكس هذه النتيجة قدرة مجمع صيدال على التكيف مع التحديات الناتجة عن الجائحة مثل: زيادة الطلب على منتجات معينة أو تحسين استراتيجيات التشغيل.

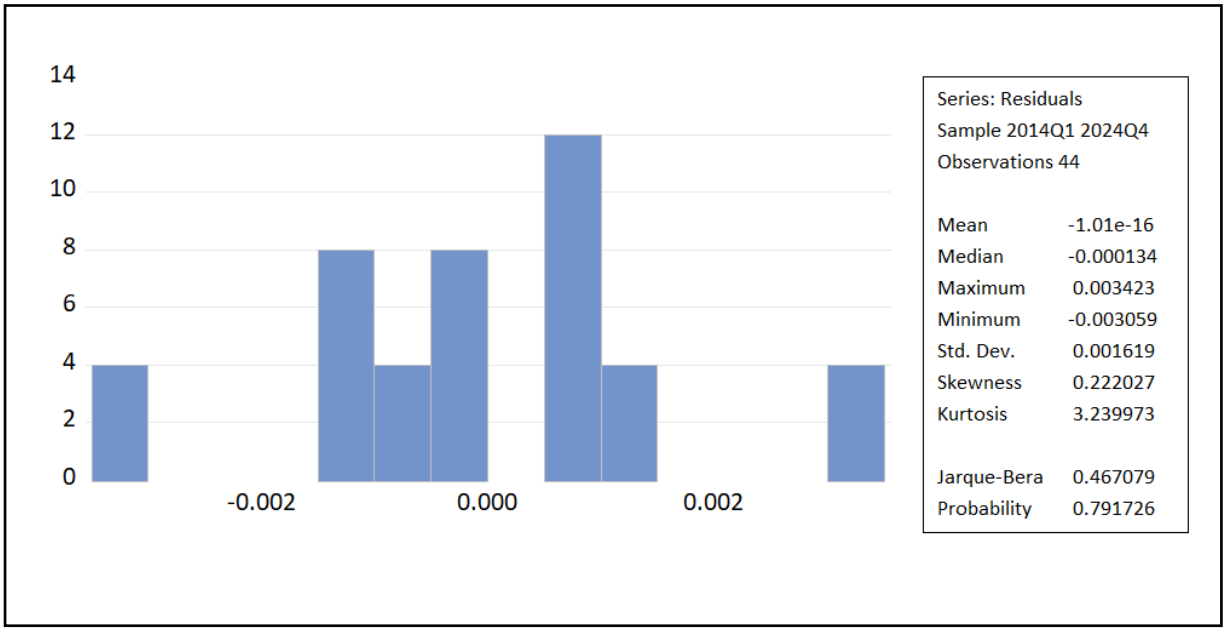
ثالثا: اختبار صلاحية النموذج

من أجل التأكد من صلاحية النموذج وجب فحص النموذج المقدر بإجراء عليه بعض الاختبارات بداية اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي؛ مرورا إلى ثبات التباين للبواقي؛ وصولا إلى الارتباط الذاتي للبواقي.

1. التوزيع الطبيعي:

للتأكد من وجود توزيع طبيعي للبواقي يتم استخدام اختبار(J-B)، حيث تنص الفرضية الصفرية إلى وجود توزيع طبيعي لبواقي النموذج، والنتائج موضحة في الشكل التالي:

الشكل رقم (36): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي (J-B)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews12.

تشير نتائج الشكل أعلاه إلى قبول الفرضية الصفرية مما يدل أنه يوجد توزيع طبيعي للبواقي، لأن القيمة الاحتمالية أكبر من 5%.

2. ثبات التباين:

كما أنه للتأكد من وجود ثبات في تباين بوافي النموذج يتم الاستعانة باختبار (Breusch-Pagan) حيث تنص الفرضية الصفرية إلى وجود ثبات في تباين بواقي النموذج، والنتائج موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (49): نتائج اختبار ثبات التباين(Heteroskedasticity)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
Nullhypothesis: No serial correlationat up to 12 lags			
F-statistic	7.22E+20	Prob. F(12,24)	0.0671
Obs*R-squared	44.00000	Prob. Chi-Square(12)	0.0631

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews12.

تشير نتائج الشكل أعلاه إلى قبول الفرضية الصفرية مما يدل أنه يوجد ثبات في تباين البواقي، لأن القيمة الاحتمالية أكبر من 5%.

3. الارتباط الذاتي:

وللتأكد من وجود عدم ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج يتم استخدام اختبار(LM-test)، حيث تنص الفرضية الصفرية إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج، والنتائج موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (50): نتائج اختبار الارتباط الذاتي(LM-test)

HeteroskedasticityTest:Breusch-Pagan-Godfrey			
Nullhypothesis:Homoskedasticity			
F-statistic	121.2827	Prob. F(7,36)	0.1913
Obs*R-squared	42.21013	Prob. Chi-Square(7)	0.1521
Scaledexplained SS	31.64675	Prob. Chi-Square(7)	0.5009

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجاتEviews12.

تشير نتائج الجدول أعلاه إلى قبول الفرضية الصفرية مما يدل أنه لا يوجد ارتباط ذاتي للبواقي، لأن القيمة الاحتمالية أكبر من 5%.

المطلب الثالث: التحليل الهيكلي

من أجل القيام بالتحليل الهيكلي بين متغيرات الدراسة وجب التعرف على إمكانية وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة من عدمه، بالإضافة إلى التعرف على تجزئة التباين ودوال الاستجابة بغية معرفة أثر احدى الصدمات في المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

أولا: التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة

من أجل تحديد فيما إذا كانت هناك علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة من عدمها وجب أولا تحديد درجة تكامل المتغيرات بناءا على إحدى اختبارات الاستقرارية، بالإضافة إلى تحديد درجة التأخير المثلى، وذلك على النحو التالي:

1. الاستقرارية:

من خلال هذا الاختبار سنقوم بتحديد درجة التكامل بالاعتماد على اختبار ديكي فير المطور **(ADF)** ويظهر الجدول الموالي نتائج الاستقرارية لمتغيرات الدراسة باستخدام اختبار ديكي فير المطور **(ADF)** كما يلي:

الجدول رقم (51): ملخص اختبار(ADF)لدراسة إستقرارية المتغيرات

المتغير	عند المستوى			عند الفرق الأول			القرار
	بدون قاطع واتجاه عام	وجود قاطع	وجود قاطع واتجاه	بدون قاطع واتجاه عام	وجود قاطع	وجود قاطع واتجاه	
SGR	-1.5704	-1.6069	-1.4946	-6.2628	-6.2073	-6.2291	مستقرة عند الفرق الأول
	0.1082	0.4696	0.8145	0.0000	0.0000	0.0000	
VA	-1.1858	-1.1674	-2.4809	-6.4031	-6.5095	-6.4353	مستقرة عند الفرق الأول
	0.2119	0.6798	0.3355	0.0000	0.0000	0.0000	
ROA	-1.4274	-1.4947	-1.3659	-6.6424	-6.5738	-6.5865	مستقرة عند الفرق الأول
	0.1407	0.5257	0.8554	0.0000	0.0000	0.0000	
ROE	-1.4276	-1.5838	-1.4553	-6.7906	-6.7000	-6.7000	مستقرة عند الفرق الأول
	0.1407	0.4812	0.8278	0.0000	0.0000	0.0000	
DR	0.5919	-1.0163	-2.5292	-6.4031	-6.4042	-6.3404	مستقرة عند الفرق الأول
	0.8404	0.7391	0.3133	0.0000	0.0000	0.0000	
GL	-1.0513	-2.6452	-2.3889	-6.4031	-6.3833	-6.4810	
	0.2600	0.0920	0.3799	0.0000	0.0000	0.0000	مستقرة عند الفرق الأول
Size	0.9611	-2.2552	-2.1937	-6.4031	-6.4724	-65309	مستقرة عند الفرق الأول
	0.9080	0.1907	0.4808	0.0000	0.0000	0.0000	مستقرة عند الفرق الأول
DUM	-1.1640	-1.1860	-1.1860	-6.4031	-6.3246	-6.3787	مستقرة عند الفرق الأول
	0.2192	0.5413	0.9008	0.0000	0.0000	0.0000	مستقرة عند الفرق الأول

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات (Eviews 12).

من خلال النتائج الموضحة في الجدول أعلاه نجد أن السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة بالاعتماد على اختبار (ADF) غير مستقرة عند المستوى، وبالتالي فهي تحتوي على جذر الوحدة نظرا لأن مستوى المعنوية أكبر من 0.05 واستقرت جميعا عند الفرق الأول لأن مستوى المعنوية أقل من 0.05، وبما أن جميع المتغيرات لها نفس درجة التكامل، فهناك إمكانية لوجود تكامل مشترك.

2. تحديد درجة التأخير:

قبل إجراء اختبار التكامل المشترك لمتغيرات الدراسة وجب تحديد درجة التأخير، بالاعتماد على مجموعة من المعايير التي تعنى بتحديد درجات التأخير المثلى،حيث يوضح الجدول الموالي نتائج تحديد درجة التأخير لهذا النموذج.

الجدول رقم (52): نتائج تحديد درجة التأخير

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: SGR VA ROA ROE DR GL SIZE DUM
Exogenous variables: C
Date: 06/20/25 Time: 21:13
Sample: 2014Q1 2024Q4
Included observations: 41

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	429.0853	NA	1.66e-19	-20.54075	-20.20639	-20.41899
1	648.8073	342.9807*	8.83e-23*	-28.13694*	-25.12774*	-27.04115*
2	663.4780	17.17548	1.41e-21	-25.73063	-20.04659	-23.66082
3	698.6046	27.41587	1.83e-20	-24.32217	-15.96329	-21.27833

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات (Eviews 12).

يتضح من الجدول أعلاه أن عدد التأخيرات المناسبة لتقدير نموذج VAR هي فترة واحدة(Lag=1)، بالتالي سيتم إجراء اختبار التكامل المشترك على النموذج VAR(1)لمعرفة إمكانية وجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، وذلك بالاعتماد على اختبار الأثر والقيمة الذاتية العظمى، حيث يوضح الجدول التالي النتائج التي تم التوصل إليها باستخدام اختبار الأثر كما يلي:

الجدول رقم (53): نتائج اختبار الأثر

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.333333	110.0123	159.5297	0.9671
At most 1	0.333333	92.98280	125.6154	0.8021
At most 2	0.333333	75.95327	95.75366	0.5082
At most 3	0.333333	58.92373	69.81889	0.2699
At most 4	0.333333	41.89420	47.85613	0.1617
At most 5	0.268841	24.86466	29.79707	0.1663
At most 6	0.167277	11.71344	15.49471	0.1712
At most 7 *	0.091388	4.025162	3.841465	0.0448

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات (Eviews 12).

يوضح الجدول أعلاه أن القيمة المحسوبة لإحصائية الأثر أقل من القيمة المجدولة لها عند مستوى معنوية 5% لما(r=0,1,2,3,4,5,6)، بالتالي قبول فرضية العدم التي تنص بعدم وجود علاقة تكامل عند هذا العدد من العلاقات، في حين نلاحظ أن القيمة المحسوبة لإحصائية الأثر أكبر من القيمة المجدولة لها عند مستوى معنوية 5% لما(r=7)، بالتالي قبول الفرضية البديلة التي تنص بوجود على الأقل سبعة علاقات تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، وللتأكد من النتائج التي تم التوصل إليها سابقا باستخدام اختبار الأثر يتم الاستعانة بالنتائج المتعلقة باختبار القيمة الذاتية العظمى كما يلي:

الجدول رقم (54): نتائج اختبار القيمة الذاتية العظمى

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.333333	17.02953	52.36261	1.0000
At most 1	0.333333	17.02953	46.23142	1.0000
At most 2	0.333333	17.02953	40.07757	0.9967
At most 3	0.333333	17.02953	33.87687	0.9206
At most 4	0.333333	17.02953	27.58434	0.5774
At most 5	0.268841	13.15122	21.13162	0.4384
At most 6	0.167277	7.688280	14.26460	0.4113
At most 7 *	0.091388	4.025162	3.841465	0.0448

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات (Eviews 12).

توضح نتائج اختبار القيمة العظمى المبينة في الجدول أعلاه أن القيمة المحسوبة لإحصائية الأثر أقل من القيمة المجدولة لها عند مستوى معنوية 5% لما(r=0,1,2,3,4,5,6)، بالتالي قبول فرضية العدم التي تنص بعدم وجود علاقة تكامل عند هذا العدد من العلاقات، في حين نلاحظ أن القيمة المحسوبة لإحصائية الأثر أكبر من القيمة المجدولة لها عند مستوى معنوية 5% لما(r=7)، بالتالي قبول الفرضية البديلة التي تنص بوجود على الأقل سبعة علاقات تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، مما يدل على أن هذا الاختبار قد توصل إلى نفس تلك النتائج التي تم التوصل إليها سابقا باستخدام اختبار الأثر ولا يوجد تعارض بينهما.

ثانيا: تجزئة التباين(Décomposition de la variance)

إن الأهمية من تجزئة التباين هو في قياس النسبة من تباين خطأ التنبؤ لمتغير ما محل الدراسة، الناجمة عن تلك الصدمات التي تحدث لكل متغير من متغيرات النموذج على حدى ولفترات متتالية خلال فترة التنبؤ، والجدول الموالي يوضح نتائج تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير قيمة المؤسسة لعشرة سنوات مستقبلية.

الجدول رقم (55): تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير النمو المالي المستدام

Variance Decomposition of SGR:

Period	S.E.	SGR	VA	ROA	ROE	DR	GL	SIZE	DUM
1	0.021224	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.025112	97.63925	8.77E-07	0.252849	1.062504	0.178470	0.704396	0.004766	0.157761
3	0.026804	93.86533	0.038906	0.677813	2.849397	0.636548	1.492180	0.008010	0.431820
4	0.027768	90.01865	0.186529	1.074715	4.754157	1.281166	1.924369	0.009328	0.751081
5	0.028412	86.73974	0.435428	1.339918	6.441230	1.951780	2.007476	0.009763	1.074661
6	0.028879	84.14675	0.722109	1.471497	7.801105	2.517561	1.948059	0.009911	1.383009
7	0.029241	82.11745	0.980799	1.513437	8.838683	2.914657	1.958363	0.009971	1.666636
8	0.029539	80.47378	1.173157	1.510834	9.598776	3.140019	2.173395	0.009962	1.920080
9	0.029801	79.06588	1.291265	1.492262	10.13289	3.228529	2.639277	0.009864	2.140027
10	0.030043	77.79630	1.347373	1.470414	10.48836	3.229512	3.333163	0.009707	2.325172

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات (Eviews 12).

من خلال الجدول أعلاه يتضح أنه عند حدوث صدمة في المتغيرات المستقلة المتمثلة في: (VA,ROAROE, DR,GL,Size,DUM)في الفترة الأولى، فإن ذلك لا يحدث أي تقلبات على مستوى النمو المالي المستدام، في حين تعود تقلبات النمو المالي المستدام إلى الصدمات التي تحدث على مستوى نفس المتغير بنسبة 100% عند ذات الفترة.

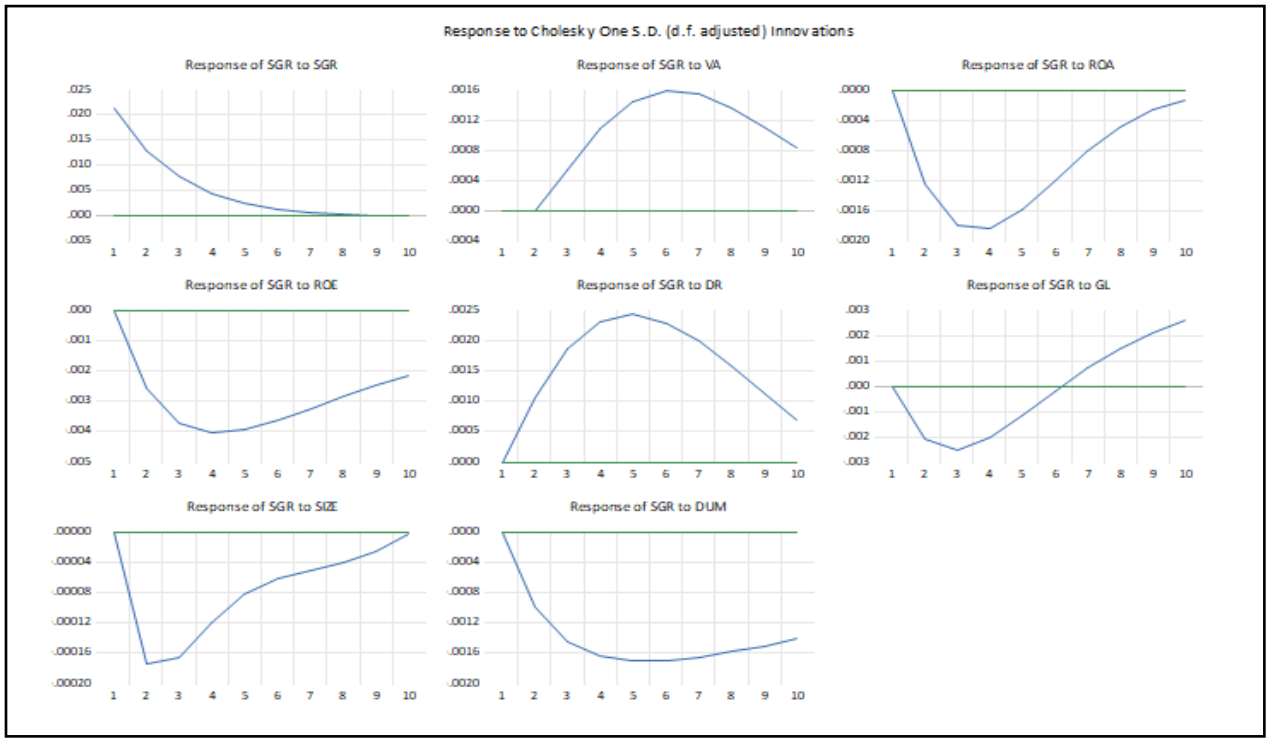
أما عند حدوث صدمة في الفترة الثانية لمتغير القيمة المالية (VA) تساهم بنسبة 8.77^{E-07}%، أما بالنسبة لمتغير العائد على الأصول(ROA)فهي حوالي 0.25%، في حين حدوث صدمة في الفترة الثانية لمتغير العائد على حقوق الملكية(ROE)تساهم بنسبة 1.06%، أما بالنسبة لمتغير نسبة الاستدانة(DR) فهي حوالي 0.17%، كما أن حدوث صدمة لمتغير السيولة العامة (GL) فهي حوالي 0.70%، في حين حدوث صدمة لمتغير حجم الشركة (Size)فهي حوالي 0.004%، أما نسبة مساهمة متغير جائحة كورونا (DUM) فهي حوالي 0.15%،في حين نسبة مساهمة متغير النمو المالي المستدام فهي حوالي 97.63%وبالتالي تبقى جد مرتفعة.

بالنسبة للأجل الطويل فإن حدوث صدمة في متغير القيمة المالية (VA)تساهم في تفسير تقلبات تباين خطأ التنبؤ لمتغير النمو المالي المستدام بنسبة 1.34%، في حين حدوث صدمة لمتغير العائد على الأصول(ROA)تساهم في تفسير تقلبات تباين خطأ التنبؤ لمتغير النمو المالي المستدام بنسبة 1.47% أما نسبة مساهمة متغير العائد على حقوق الملكية(ROE)فهي حوالي10.48%وهي أعلى نسبة لمساهمة هذا المتغير في الأجل الطويل إذا ما قورنت بباقي المتغيرات، في حين حدوث صدمة في الأجل الطويل لمتغير نسبة الاستدانة (DR)تساهم في تفسير تقلبات تباين خطأ التنبؤ لمتغير النمو المالي المستدام بنسبة 3.22%، أما بالنسبة لمتغير السيولة العامة (GL)فحدوث صدمة في هذا المتغير في الأجل الطويل فهي تساهم بنسبة 3.33%في تفسير تقلبات تباين خطأ التنبؤ لمتغير النمو المالي المستدام، كما أن حدوث صدمة لمتغير حجم الشركة (Size)في الأجل الطويل فهي تساهم بنسبة 0.09%في تفسير تقلبات تباين خطأ التنبؤ لمتغير النمو المالي المستدام، في حين حدوث صدمة لمتغير جائحة كورونا (DUM)فهي تساهم بنسبة 2.32%في تفسير تقلبات تباين خطأ التنبؤ لمتغير النمو المالي المستدام، أما صدمات متغير النمو المالي المستدام (SGR) فلقد تراجع مساهمتها في تفسير التقلبات لذات المتغير في الأجل الطويل الا أنه تبقى هي المساهمة الأكثر أهمية بحوالي 77.96%.

ثالثا: تحليل دوال الاستجابة(Fonction des Réponse)

نهدف من خلال تحليل دوال الاستجابة إلى معرفة السلوك الديناميكي لمتغير النمو المالي المستدام والتي تقيس أثر صدمة بمقدار انحراف معياري واحد لإحدى المتغيرات في النموذج على القيم الحالية والمستقبلية لكل متغيرات النموذج، والشكل المالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (37): دوال الاستجابة لمتغير النمو المالي المستدام



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews 12.

من خلال الشكل رقم (37) الموضح أعلاه، يتبين أن نتائج دوال الاستجابة جاءت لتأكيد نفس النتائج المتحصل عليها سابقا في تحليل التباين، وتبين مدى تأثر متغير النمو المالي المستدام بالتغيرات التي تحدث في ذات المتغير، في حين يمكن القول بأن متغير النمو المالي المستدام يتأثر بالتغيرات التي تحدث على مستوى باقي المتغيرات بنسب ضعيفة ومتفاوتة.

خلاصة:

من خلال ما تم عرضه وتحليله في هذا الفصل يتضح أن البورصة الجزائرية تمثل إطار مالي وتنظيمي يتيح للمؤسسات المدرجة مثل مجمع صيدال، فرصا حقيقية لدعم قدراتها التمويلية وتحسين أدائها المالي والسوقي في ظل متطلبات الحوكمة والشفافية، وقد أظهر تحليل وضعية صيدال أنه يجمع بين الطابع الإستراتيجي في قطاع حيوي كالصناعة الدوائية، والإلتزام بمعايير السوق المالي، مما يمنحه قدرة أكبر على المواءمة بين الأهداف الربحية والمسؤولية الاجتماعية غير أن المؤشرات المالية والتشغيلية لمجمع صيدال قد عرفت تباينا ملحوظ عبر المراحل الثلاث: ما قبل جائحة كورونا، وأثناءها، وما بعدها .

فقد أظهرت النتائج وجود إستقرار نسبي في مؤشرات القيمة قبل الجائحة مع بعض التذبذبات، ثم تحسنا استثنائيا أثناء فترة جائحة كورونا مدفوعة بتسجيل إرتفاع في الطلب على الأدوية والمنتجات الصيدلانية وإستغلال الفرص المرتبطة بالظرف الصحي، قبل أن تعود المؤشرات إلى التراجع الحاد في مرحلة ما بعد الجائحة، وهو ما يثير التساؤل حول مدى إستدامة الأداء الإيجابي في ظل الظروف العادية .

كما أن التحليل الإحصائي للمؤشرات مثل معدلات الربحية، دوران الأصول، نسب السيولة، المديونية، والقيمة الإقتصادية المضافة، وغيرها من المؤشرات قد أبان عن ضرورة إعادة تقييم إستراتيجيات المجمع لضمان الإستقرار وتحقيق النمو المستدام.

و بالرجوع بقياس أثر القيمة المالية على النمو المالي المستدام في مجمع صيدال المدرج ضمن سوق المال الجزائري، باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، بالإضافة إلى اختبار التكامل المشترك لجوهانسون والتحليل الهيكلي من خلال دوال الاستجابة وتحليل التباين، وذلك بالاعتماد على بيانات ربع سنوية تمتد من (الربع الأول لسنة 2014) إلى غاية (الربع الرابع لسنة 2024)، وذلك بالتعرف على الإطار القياسي المتبع في التحليل بداية بمعرفة تحليل الانحدار الخطي المتعدد؛ ثم التكامل المشترك لجوهانسون؛ والتحليل الهيكلي، كما تم التطرق إلى تقديم عينة ومتغيرات الدراسة من خلال لمحة تقديمية لمجمع صيدال؛ ثم الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال؛ وفي الأخير تحديد المتغيرات المستخدمة في الدراسة، كذلك تم التعرف على عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها بمعرفة التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة؛ ثم تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد؛ والتحليل الهيكلي.

وقد تم التوصل إلى العديد من النتائج من بينها: وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين كل من المتغيرات: (القيمة السوقية، معدل العائد على الأصول، نسبة الاستدانة، السيولة العامة، المتغير

الوهمي الذي يعبر عن جائحة كورونا والنمو المالي المستدام، حجم الشركة) والنمو المالي المستدام، في حين هناك علاقة غير معنوية بين متغير معدل العائد على حقوق الملكية والنمو المالي المستدام، كما أن هناك علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، بالإضافة إلى أن متغير النمو المالي المستدام يتأثر بدرجة كبيرة بتلك التغيرات التي تحدث في ذات المتغير، في حين يتأثر بنسب ضعيفة ومتفاوتة بالتغيرات التي تحدث على مستوى باقي المتغيرات.

خاتمة عامة

حاولنا من خلال هذه الدراسة معالجة إشكالية الموضوع الممثلة في " ما مدى تأثير الإدارة المالية القائمة على القيمة في تحقيق النمو المالي المستدام لمجمع صيدال في ظل جائحة كورونا؟"، وذلك بالتطبيق على مجمع صيدال للفترة الممتدة من الربع الأول سنة 2014 إلى غاية الربع الأخير لسنة 2024، من أجل تبيان الدور المحوري للإدارة المالية القائمة على القيمة كآلية إستراتيجية لضمان النمو المالي المستدام للشركات، حيث تعد العلاقة بين الإدارة المالية القائمة على القيمة والنمو المالي المستدام للشركات هي علاقة سببية ومحورية تتجاوز مجرد الارتباط، فالنموذج الاستراتيجي للإدارة المالية القائمة على القيمة يعمل كآلية أساسية لتحقيق النمو المستدام من خلال إزاحة بؤرة التركيز الإداري من المقاييس الربحية الآنية إلى تعظيم القيمة طويلة الأجل،هذا التوجه يُرسخ المرونة المالية التشغيلية للشركات، مما يمكنها من توجيه الموارد بفعالية نحو الاستثمارات المولدة للقيمة والتحوط ضد مخاطر الضائقة المالية وبالتالي تعد الإدارة المالية القائمة على القيمة هي المنهجية الإدارية الحتمية التي تضمن للشركات ليس فقط البقاء في بيئات الأعمال عالية الشك، بل الاستمرارية في التوسع والنمو المسؤول دون استنزاف قاعدة الأصول أو تعريض الملاءة للمخاطر.

أولا: اختبار الفرضيات

1. الفرضية الأولى: (تُحقق الإدارة المالية القائمة على القيمة النمو المالي المستدام عبر ترسيخ المرونة المالية وتوجيه القرارات نحو تعظيم القيمة طويلة الأجل، مما يضمن استمرارية الشركة في مواجهة الصدمات الاقتصادية).

تبين من خلال الإطار النظري للدراسة صحة الفرضية الأولى، حيث أن تبني نموذج الإدارة المالية القائمة على القيمة يمثل آلية إستراتيجية لتحصين المؤسسات، فهو يمكنها من تجاوز الصدمات الاقتصادية المفاجئة من خلال توجيه الموارد بكفاءة نحو خلق القيمة طويلة الأجل، وتعزيز المرونة المالية التشغيلية كما يساهم هذا النموذج في التحوط الفعال ضد مخاطر السيولة والضائقة المالية،وبناءًا عليه فإن التركيز على القيمة المستدامة يُعد ضرورة إستراتيجية تضمن للشركات تحقيق الاستمرارية والقدرة التنافسية الفاعلة في بيئات الأعمال المستقبلية التي تتسم بالشك وعدم اليقين.

2. الفرضية الثانية:(هناك علاقة طردية معنوية بين القيمة السوقية والنمو المالي المستدام في مجمع صيدال).

أكدت الدراسة الميدانية صحة الفرضية الثانية، حيث أظهرت نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد وجود علاقة طردية معنوية بين القيمة السوقية والنمو المالي المستدام لمجمع صيدال،يعود ذلك

على اعتبار أن الشركات التي تُظهر قدرة على تحقيق نمو مستدام ومتوازن تنجح في جذب استثمارات رأسمالية أكبر، الأمر الذي يُترجم مباشرة إلى زيادة في قيمتها السوقية، مما يدل على ثقة المستثمرين في كفاءة الشركة وقدرتها على تحقيق تدفقات نقدية وأرباح مستدامة، مما يؤكد أن الأداء المالي الإيجابي والالتزام بالاستراتيجيات المستدامة هما محركات أساسية لنجاح الشركة وتقييمها في السوق.

3. الفرضية الثالثة: (هناك علاقة عكسية معنوية بين جائحة كورونا والنمو المالي المستدام في مجمع صيدال).

أكدت الدراسة الميدانية عدم صحة الفرضية الثالثة، حيث أظهرت نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد وجود علاقة طردية معنوية بين جائحة كورونا (المتغير الوهمي) والنمو المالي المستدام لمجمع صيدال، هذا وقد تعكس هذه النتيجة قدرة مجمع صيدال على التكيف مع التحديات الناتجة عن الجائحة مثل: زيادة الطلب على منتجات معينة أو تحسين استراتيجيات التشغيل.

4. الفرضية الرابعة: (يعد المتغير الوهمي الذي يعبر عن جائحة كورونا الأكثر تأثيرا على النمو المالي المستدام في مجمع صيدال).

بالاعتماد على الدراسة الميدانية تبين عدم صحة الفرضية الرابعة، حيث أظهرت نتائج تحليل التباين ودوال الاستجابة عدم صحة هاته الفرضية، فقد تبين مدى تأثر متغير النمو المالي المستدام بالتغيرات التي تحدث في ذات المتغير، في حين يمكن أن القول أن متغير النمو المالي المستدام يتأثر بالتغيرات التي تحدث على مستوى باقي المتغيرات بنسب ضعيفة ومتفاوتة، بما فيها المتغير الوهمي الذي يعبر عن جائحة كورونا.

ثانيا: النتائج

هناك العديد من النتائج التي توصلت إليها الدراسة، من بينها:

1. يعتبر تبني نموذج الإدارة المالية القائمة على القيمة آلية إستراتيجية محورية لتحصين المؤسسات وتتمثل هذه الآلية في تمكين الشركات من تجاوز الصدمات الاقتصادية المفاجئة عبر توجيه الموارد بكفاءة نحو خلق القيمة طويلة الأجل، وتعزيز المرونة المالية التشغيلية . بالإضافة إلى ذلك، يساهم هذا النموذج في توفير تحوط فعال ضد مخاطر السيولة والضائقة المالية،وبناءًا على ذلك تُعد متطلبات القيمة المستدامة ضرورة إستراتيجية تضمن للشركات تحقيق الاستمرارية والقدرة التنافسية الفاعلة في بيئات الأعمال التي تتسم بالشك وعدم اليقين.

2. تم التوصل إلى أن جميع المتغيرات المستقلة ذات معنوية إحصائية لكل متغير على حدى، حيث عناك علاقة طردية معنوية بين المتغيرات (القيمة السوقية، معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، نسبة الاستدانة، السيولة العامة) ومتغير النمو المالي المستدام في مجمع صيدال، في حين هناك عكسية معنوية بين متغيري حجم الشركة والمتغير الوهمي الذي بعبر عن جائحة كورونا والنمو المالي المستدام في مجمع صيدال.
3. هناك معنوية كلية للنموذج، بالإضافة إلى أن النموذج يحتوي على قدرة تفسيرية قوية وهو ما تأكد من خلال معامل التحديد.
4. خلو النموذج المقدر من أي مشكل من المشاكل الإحصائية مما جعله قابلا للتحليل الإحصائي، وفيما بعد التحليل الاقتصادي.
5. بالاعتماد على اختبار الأثر واختبار القيمة الذاتية العظمى تم التوصل إلى غياب علاقة التكامل المشترك بين المتغيرات المستقلة والنمو المالي المستدام.
6. أكدت نتائج دوال الاستجابة تلك النتائج المتحصل عليها في تحليل التباين، وتبين مدى تأثر متغير النمو المالي المستدام بالتغيرات التي تحدث في ذات المتغير، في حين يمكن القول بأن متغير النمو المالي المستدام يتأثر بالتغيرات التي تحدث على مستوى باقي المتغيرات بنسب ضعيفة ومتفاوتة.
7. أكدت العلاقات الإرتباطية و الدلالات الإحصائية و القياسية وجود علاقة تكامل مشتركة بين جميع متغيرات الدراسة المستقلة و المتغير التابع النمو المالي المستدام للشركات التي تقوم إدارتها على القيمة المالية و بالأخص مؤسسة صيدال بالجزائر.

ثالثا: الاقتراحات والتوصيات

على ضوء النتائج السابقة المتوصل إليها، يمكن تقديم جملة من الاقتراحات والتوصيات والتي تتمثل في:

1. وجب على الهيئات المشرفة (مثل مجلس مساهمات الدولة أو الوزارات المعنية) إلزام المؤسسات العمومية الكبرى بتبني وتطبيق إطار الإدارة المالية القائمة على القيمة في عملياتها، خاصة تلك المدرجة في البورصة أو ذات الأهمية الإستراتيجية.

2. وجب على المؤسسات العمل على زيادة الشفافية والإفصاح المالي عن أدائها، لا سيما فيما يتعلق بمقاييس القيمة سيعزز ثقة المستثمرين في السوق المالي الجزائري ويحفز الاستثمار الرأسمالي مما يدعم النمو المستدام.
3. وجب على مجمع صيدال أن ينتقل بشكل كامل ورسمي من الاعتماد على المقاييس المحاسبية التقليدية (كصافي الربح) إلى تبني مقاييس القيمة، مثل القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، واعتمادها كمؤشرات أداء رئيسية لتقييم جميع القرارات الاستثمارية والتشغيلية.
4. ضرورة الاستثمار المستمر في بناء هيكل مالي مرن يتضمن إدارة ديناميكية للسيولة والاحتياطيات هذا يشمل تنويع مصادر التمويل وتجنب الإفراط في الاعتماد على نوع واحد من الديون.
5. العمل على تطوير وحدات إدارة مخاطر إستراتيجية تكون قادرة على دمج متغيرات الأزمات الاقتصادية (مثل: الجوائح أو الصدمات الهيكلية) ضمن نماذج تقييم الاستثمار الرأسمالي، لضمان أن تكون الاستثمارات الجديدة محصنة ضد الصدمات المستقبلية.

رابعا: آفاق الدراسة

على ضوءنتائج الدراسة الحالية ومختلف الاقتراحات والتوصيات السابقة يمكن تبيان آفاق الدراسة في النقاط التالية:

1. إعادة اختبار علاقة التكامل المشترك باستخدام عينة أوسع من الشركات أو باستخدام نماذج قياسية متقدمة لتأكيد أو نفي العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات.
2. قياس الأثر المحدد لإدارة رأس المال العامل وأداء الذمم على النمو المالي المستدام في سياق الأزمات.
3. استخدام نماذج منهجية غير خطية لتحليل تأثير الصدمات الإيجابية والسلبية على النمو المالي المستدام، وذلك لتعميق فهم النتائج المتفاوتة لدوال الاستجابة
4. يجب على المؤسسات والشركات القائمة إدارتها على القيمة المالية إنتهاج سياسة التمويل الداخلي في المدى القصير و المتوسط و اللجوء للاستدانة في المدى الطويل
5. الإعتماد على الإفصاح المالي و التركيز في المعاملات المالية على المعايير المحاسبية الدولية لتحديد القيمة المالية السوقية للأسهم و السندات في سوق البورصات المالية.

6. التحوط من المخاطر المالية في الأسواق المالية وتجنب الصدمات عن طريق مخصصات المؤونات والأخطار و التقليل من تكاليف المخاطر و الإفلاس و العجز المالي و البحث عن الشمول المالي في مختلف البيئات المالية حسب نظام المحفظة المالية المتنوعة و مصادر التمويل المتعددة.

قائمة المصادر والمراجع

المصادر:

القوانين:

- ✓ القانون رقم 88-03 المؤرخ في 12 جانفي 1988، المتعلق بصناديق المساهمة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 2، الصادر في 13 جانفي 1988.
- ✓ المرسوم التشريعي رقم 08-93 المؤرخ في 25 أبريل 1993، معدل ومتمم الأمر 75-59 المتضمن القانون التجاري، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، عدد 27، 27الصادر في أبريل 1993.
- ✓ المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 مايو 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة. الجريدة الرسمية، العدد 34، الصادر في 23 ماي 1993.
- ✓ المرسوم التنفيذي رقم 90-101 المؤرخ في 27 مارس 1990، المتعلق بتحويل وتثبيت ديون الخزينة إلى قيم منقولة قابلة للتداول، الجريدة الرسمية، العدد 14، 4 أبريل 1990.
- ✓ المرسوم التنفيذي رقم 90-102 المؤرَّخ في 27 مارس 1990، المتعلق بتحديد أشكال شهادات الأسهم التي تصدرها المؤسسات العمومية الاقتصادية لفائدة مؤسسات عمومية أخرى، الجريدة الرسمية، العدد 14، 4 أبريل 1990.
- ✓ مرسوم تشريعي رقم 93-10 ممضي في 23 مايو 1993، لجريدة الرسمية عدد 34 مؤرخة في 23 مايو 1993، الصفحة 4.
- ✓ المرسومان التنفيذيان رقم 94-175 و94-176 بتاريخ 13 جوان 1994، المتعلقان بتنظيم سوق القيم المنقولة. الجريدة الرسمية، العدد 41، 26 جوان 1994.
- ✓ مرسوم رقم 82-16 ممضي في 12 يناير 1982، الجريدة الرسمية عدد 3 مؤرخة في 19 يناير 1982، الصفحة 103.

1. المراجع باللغة العربية:

الكتب:

- ✓ إدريس وائل محمد صبحي والغالي طاهر محمد منصور، ط1، **سلسلة إدارة الأداء الاستراتيجي**، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2009.
- ✓ آل الشيب دريد كامل، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**، ط2، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة عمان، الأردن، 2009.
- ✓ اندرواس عاطف وليم، **التمويل والإدارة المالية للمؤسسات**، دار الفكر الجامعي، مصر.
- ✓ اندوراس عاطف وليم، **التمويل والإدارة المالية للمؤسسات**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر.

- ✓ تومي صالح، **مدخل لنظرية القياس الاقتصادي**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء 1، 1999.
- ✓ جلاطو جيلالي، **الإحصاء التطبيقي**، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، ط1، الجزائر، 2007.
- ✓ حاد الشمرتي، **الأساليب الإحصائية في اتخاذ القرار (تطبيقات في منظمات أعمال إنتاجية وخدمية)** دار المنهال، 2005.
- ✓ حسان محمد إبراهيم والعجمي محمد حسين، **الإدارة التربوية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2007.
- ✓ حسن علي بخيت وسحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن.
- ✓ حسين عصام، **أسواق الأوراق المالية (البورصة)**، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2008.
- ✓ حماد أكرم إبراهيم، **الرقابة المالية في القطاع الحكومي**، دار الثقافة، الأردن، 1998.
- ✓ الحناوي محمد الصالح والعبد جلال إبراهيم، **الإدارة المالية "مدخل القيمة واتخاذ القرارات"**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
- ✓ الحناوي محمد الصالح ومصطفى نهال فريد، **الإدارة المالية، التحليل المالي للمشروعات**، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2008.
- ✓ الحناوي محمد صالح وآخرون، **الادارة المالية "التحليل المالي للمشروعات الجديدة"**، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2003.
- ✓ حنفي عبد الغفار، **الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية مصر، 2000.
- ✓ دادي ناصر، **تقنيات مراقبة التسيير**، ج1، مطبعة دار البعث، الجزائر، 1990.
- ✓ الدوري زكريا والعزاوي نجم، **مبادئ إدارة الاعمال (وظائف وعمليات ومنظمات الاعمال)**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2019.
- ✓ دومنيك سلفتور، **الإحصاء والاقتصاد القياسيين**، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائرية، الجزائرد.س.ن.
- ✓ راضي خليل ومشكور جايد، **أساسيات المحاسبة المالية**، جامعة الفرات الأوسط التقنية، السماوة، العراق 2020.
- ✓ الراوي خالد وآخرون، **نظرية التمويل الدولي**، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
- ✓ رمضان زياد، **أساسيات الإدارة المالية**، ط4، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، 1996.
- ✓ الزبيدي حمزة محمود، **أساسيات الإدارة المالية**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.

- ✓ الزعبي علي فلاح ودودين أحمد، **الأسس والأصول العلمية في إدارة الاعمال**، دار اليازوري، عمان الأردن، 2016.
- ✓ ساسي الياس وقريشي يوسف، **التسيير المالي (الإدارة المالية)**، ج1، ط2، دار وائل للنشر، عمان الأردن، 2011.
- ✓ السامرائي عدنان هاشم، **الإدارة المالية –منهج تحليلي شامل**، ط2، الجامعة المفتوحة، طرابلس، ليبيا 1997.
- ✓ السامرائي محمد رياض حميد، **أثر تداعيات جائحة كورونا على أداء المنظمات الصناعية في عمان** كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، 2021.
- ✓ السكارنه بلال، **مبادئ إدارة الاعمال في القرن الواحد والعشرين**، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2011.
- ✓ سلامة محمد سلمان، **الإدارة المالية العامة**، دار المعتز للنشر والتوزيع، 2015.
- ✓ سيد الهواري، **الإدارة المالية**، ط6، مكتبة عين الشمس، مصر، 1996.
- ✓ الشباكي سعدان، **تقنيات المحاسبة العامة حسب المخطط المحاسبي الوطني**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2002.
- ✓ الشميمري أحمد بن عبد الرحمان، **إدارة الاعمال أساسياتها، ومفاهيمها وتطبيقاتها المعاصرة**، العبيكان الرياض، المملكة العربيةالسعودية، 2025.
- ✓ طه مصطفى كمال والبارودي علي، **القانون التجاري**، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2011.
- ✓ عبوي زيد وآخرون، **المفاهيم الإدارية الحديثة**، دار المعتز للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2015.
- ✓ العتيبي ضرار، **العملية الإدارية مبادئ وأصول علم وفن**، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2022.
- ✓ العجمي محمد حسين، **القيادة الإدارية**، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2008.
- ✓ عدنان الصوني، محاضرات في الاقتصاد القياسي، جامعة صنعاء، اليمن. د.س.ن.
- ✓ عدنان داوود محمد العذاري، الاقتصاد القياسي نظرية وحلول (تطبيق باستخدام برنامج MinitabRelase 15)، دار جرير للنشر والتوزيع، ط1، 2010.
- ✓ عدنان ماجد عبد الرحمان بري، تحليل الإنحدار الخطي باستخدام Excel Data AnalysisToolMinitab And The MathematicalModelingLanguageR، قسم الإحصاء وبحوث العمليات، جامعة الملك سعود، السعودية.
- ✓ عقل مفلح محمد، **مقدمة في الإدارة المالية**، ط1، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، 2008.

- ✓ العلي أحمد، **الإدارة المالية للشركات**، الجامعة الافتراضية السورية، 2020.
- ✓ علي بركات عباس وعزت عبد الله، **مدخل الى علم الإدارة**، ط2، وحدة الحدباء للطباعة والنشر، الموصل العراق، 1998.
- ✓ عياصرة بسام عبد الرحيم، **الرقابة المالية في النظام الاقتصادي الإسلامي**، دار حامد للنشر والتوزيع عمان، الأردن، 2009.
- ✓ غذوان علي، **مبادئ الإدارة المالية**، منشورات الجامعة الافتراضية السورية، سوريا، 2020.
- ✓ فروخي جمال، **نظرية الاقتصاد القياسي**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
- ✓ كورتل فريد ومغليطا الهام، **الاتصالات واتخاذ القرارات**، دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2011.
- ✓ لسلوس مبارك، **التسيير المالي**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- ✓ لطرش الطاهر، **تقنيات البنوك**، ط6، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.
- ✓ محمد نظير رياض، **الإدارة المالية والعولمة**، المكتبة العصرية، المنصورة، مصر، 2001.
- ✓ المرسي جمال الدين، **الإدارة المالية "مدحل اتخاذ القرارات المالية"**، الدار الجامعية، مصر، 2009.
- ✓ معراج هواري وآخرون، **القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية**، المنهل، 2016.
- ✓ المغربي محمد الفاتح محمد بشير، **الإدارة المالية**، دار النشر للجامعات، ط1، القاهرة، مصر، 2014.
- ✓ المنصري أحمد محمد، **الإدارة الحديثة: الاتصالات، المعلومات، القرارات**، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، مصر 2008.
- ✓ ناشد سوزي عدلي، **أساسيات المالية العامة**، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2009.
- ✓ النعيمي عدنان تايه، **الإدارة المالية**، ط4، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- ✓ الوادي محمود جسين، **مبادئ المالية العامة**، ط2، دار الهدى، عين مليلة، الجزائر، 2003.

المقالات العلمية:

- ✓ أبو صالح رغده خالد حسين، **أثر جائحة كورونا على الاقتصاد في العالم والشرق الأوسط**، المجلة العربية للنشر العربي، مركز تميم للدراسات والأبحاث، عمان، الأردن، 48، 2022.
- ✓ أبو عقرب محمد محمد، **أثر جائحة كورونا على الأداء المالي للشركات الخدمية الأردنية**، مجلة آفاق اقتصادية، جامعة المرقب، المرقب، ليبيا، 8(15)، 2022.

- ✓ آسيا موسى وزين الدين الوافي مغربي، **دراسة قياسية لأثر السياسة النقدية على سعر الصرف الجزائري خلال الفترة (1980-2017)**، مجلة التنمية الاقتصادية، جامعة ورقلة، الجزائر، المجلد 5، العدد 02 2020.
- ✓ أيمن أسماء ودادن عبد الغني، **دور القرارات المالية في خلق القيمة للمساهمين دراسة حالة مجمع صيدال ومؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي خلال الفترة (2002-2017)**، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، جامعة أم البواقي، 8(2)، 2021.
- ✓ بن الشريف سليمان، **المفاضلة بين البدائل التمويلية –دراسة قانونية واقتصادية**، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة تبسة، الجزائر، 11(2)، 2018.
- ✓ بن سنة ناصر وقاشي يوسف، **دراسة قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم المؤسسة الاقتصادية**، مجلة أبعاد اقتصادية، جامعة بومرداس، الجزائر، 11(01)، 2021.
- ✓ البني محمد، **أثر فيروس كورونا في الأسواق المالية دراسة مقارنة بين بورصتي دمشق وبيروت**، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والسياسية، سوريا، 38(3)، 2022.
- ✓ بوغنامة أحمد لمين ويوسفي رفيق، **أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية –دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40**، مجلة دراسات في الاقتصاد والأعمال، 5(02)، 2022.
- ✓ بوقفة عبد الفتاح وصديقي صفية، **تقييم مؤشرات الأداء المالي قبل وأثناء جائحة كورونا علاقتها بالعائد على الأصول –دراسة حالة بنك السلام الجزائري**، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، جامعة ورقلة، الجزائر، 9(01)، 2023.
- ✓ ثوبي عايدة ونصيب رجم، **أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40 (2016-2020)**، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 13(02)، 2020.
- ✓ الجاعوني فريد خليل، **أسلوب تحليل الانحدار الخطي المتعدد في دراسة أهم المتغيرات الاقتصادية والإجتماعية والديموغرافية المؤثرة في معدل الولادات الكلية (دراسة تطبيقية من واقع بيانات تقرير التنمية البشرية لعام 2006 ل 177 دولة)**، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا 24(02)، 2008.
- ✓ الجعيد ساير ساعد ساير، **انعكاس جائحة فيروس كورونا المستجد (COVID-19) على السوق المالية السعودية**، مجلة البحوث المالية والتجارية، جامعة بور سعيد، مصر، 24(2)، 2023.

- ✓ جلال رغد علي وآخرون، **تحليل اقتصادي لاستجابة محصول الذرة الصفراء في العراق باستخدام نموذج التكامل المشترك وتصحيح الخطأ للمدة 1980-2014**، مجلة جامعة تكريت للعلوم الزراعية 17(01)، 2017.
- ✓ حسين هبة علي، **اقتصاديات العالم وتخطي جائحة كورونا**، مجلة حمورابي، مركز حمورابي للبحوث والدراسات، العراق، 36، 2020.
- ✓ الخزاعي ناظم جدعان، **تأثير الازمات على الأسواق المالية العالمية حالة ازمة كورونا**، مجلة مركز دراسات الكوفة، العراق، 67، 2022.
- ✓ رابحي رانية كوثر، **تطور نظرية القيمة في الفكر الاقتصادي والمالي**، مجلة التحليل والاستشراف الاقتصادي، جامعة مستغانم، الجزائر، 2(1)، 2021.
- ✓ الزبيدي مصلح بن فايز بن مصلح، **تداعيات جائحة فيروس كورونا (كوفيد -19) على أداء الشركات المدرجة في سوق المال السعودي (تداول) دراسة ميدانية على قطاع انتاج الأغذية**، المجلة الدولية لنشر البحوث والدراسات، 5(53)، 2024.
- ✓ الزبيدي مصلح وآخرون، **أثر تداعيات جائحة فيروس كورونا (كوفيد-19) على أداء الشركات المدرجة في سوق المال السعودي (تداول) دراسة ميدانية على قطاع إنتاج الأغذية**، المجلة الدولية لنشر البحوث والدراسات، مركز ريادة للبحوث والدراسات، عمان، الأردن، 5(53)، 2024.
- ✓ زكي محمد نهى، **دراسة واختبار العلاقة بين معدل النمو المستدام والأداء المالي والتشغيلي للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية –من منظور محاسبي**، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية جامعة الإسكندرية، مصر، 6(3)، 2022.
- ✓ زهواني رضا وآخرون، **دور الإدارة المالية في صنع القرارات المالية قرار التمويل**، قرار الاستثمار وتوزيع الأرباح، مجلة العلوم الإدارية والمالية، جامعة الوادي، الجزائر، 1(1)، 2017.
- ✓ ساجي فاطمة وبوهنة علي، **الرقابة المالية في الجزائر بين الواقع والتحديث**، مجلة المعيار، المركز الجامعي بتيسمسيلت، الجزائر، 12، 2015.
- ✓ سلامي أحمد وشيخي محمد، **اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين الادخار والاستثمار في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1970-2011)**، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، 13، 2013.
- ✓ شعشوع أحمد وآخرون، **دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تقييم الأداء والرفع من القيمة السوقية للمؤسسة دراسة تحليلية مقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والمؤشرات المالي التقليدية (ROE, ROI)**، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة أدرار، 9(01)، 2021.

- ✓ صالح وائل سعيد سيد محمد، **دراسة أثر جائحة كورونا كوفيد 19 على ممارسات إدارة الأرباح في سوق الأوراق المالية المصري دراسة تطبيقية**، مجلة الفكر المحاسبي، جامعة عين الشمس، مصر، 28(2)، 2024.
- ✓ عبد الماجد عبد الباسط ضياء الدين، **الأداء المالي للمصارف السعودية في ظل جائحة كورونا: باستخدام نظام تصنيف CAMELS**، مجلة جامعة تشرين، العلوم الاقتصادية والقانونية، تشرين الجمهورية العربية السورية، 44(1)، 2022.
- ✓ عساس فاتن عدنان محمد، **دراسة نسبة التباين المفسر في نموذج الانحدار المتعدد التدريجي في ضوء أحجام عينات مختلفة، مجلة البحث العلمي في التربية**، كلية التربية، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 20، 2019.
- ✓ عليان أحمد كمال سلمان، **التداعيات السياسية والاقتصادية لجائحة كورونا على النظام السياسي والاقتصادي الدولي**، مجلة جامعة الحسين بن طلال للبحوث، جامعة الحسين بن طلال، عمان، الأردن 3(7)، 2021.
- ✓ غربي حمزة وبدروني عيسى، **أثر جائحة كورونا على الأسواق المالية العالمية –دراسة وصفية تحليلية لمؤشرات بعض البورصات العالمية**، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة ادرار، الجزائر، 8(2)، 2020.
- ✓ غربي حمزة، **دراسة قياسية لأثر جائحة كورونا على الأسواق المالية العربية –بورصة القاهرة نموذجا**، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، جامعة ادرار، الجزائر، 9(4)، 2020.
- ✓ فلاق نور الدين، **دور التخطيط المالي في اتخاذ القرارات المالية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة حالة مؤسسات المباني الصناعية والنحاسية (BATICIC) خلال الفترة 2021-2022**، مجلة ايليزا للبحوث والدراسات، 8(01)، 2023.
- ✓ قرامز فطيمة الزهرة، **المنهج المعاصر للتفكير المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المؤسسة الوطنية للمنتجات الكهروكيمياوية**، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة أم البواقي، الجزائر، 06، 2016.
- ✓ القنبري محمد قيس عادل، **انعكاسات جائحة كورونا على تطبيق الفروض والمبادئ والمحددات المحاسبية: بحث نظري**، مجلة الدراسات الاقتصادية، جامعة سرت، ليبيا، 4(3)، 2021.
- ✓ كنعان عبد اللطيف والجبوري أنسام خالد حسن، **دراسة مقارنة في طرائق تقدير انحدار التكامل المشترك مع التطبيق**، مجلة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، 2، العراق، 2008.
- ✓ لخضر عدوكة ويحي بوشتة، **اختبارات الجذر الأحادي: دراسة تطبيقية على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر**، مجلة الباحث الاقتصادي، جامعة سكيكدة، الجزائر، المجلد 4، العدد 6، 2016.

- ✓ محمود جيهان عبد السلام عباس، **أثر كورونا على البورصات العالمية: نقد نظرية كفاءة الأسواق** مجلة السياسة الدولية، مؤسسة الاهرام، مصر، 56(233)، 2021.
- ✓ منصوري حاج موسى وبوقرة ايمان، **أثر كوفيد -19 على تقلبات عوائد الأسواق المالية: دراسة قياسية لمؤشرات البنوك العربية الخليجية**، مجلة الاقتصاد التنمية المستدامة، جامعة الوادي، الجزائر، 5(02) 2022.
- ✓ نايت عطية مريم، **تأثير الأصول الغير الملموسة على النمو المستدام للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية: نحو أي استراتيجية للبقاء والتطور –دراسة حالة مؤسسة بيوفارم للفترة 2014 الى 2022**، مجلة دفاتر اقتصادية، 14(1)، 2023.
- ✓ النايف لافي خالد، **أثر جائحة فيروس كورونا على أداء أسواق الأوراق المالية العربية**، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، عمان، الأردن، 11(1)، 2024.
- ✓ نوال محمود حمود، **استخدام منهج تحليل التكامل المشترك لبيان أثر التغيرات النقدية والحقيقية في التضخم**، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العراق، المجلد 4، العدد 7، 2011.
- ✓ وهدان احمد لطفي محمد، **تأثير انتشار فيروس جائحة كورونا على أداء شركات التكنولوجيا المالية وخدمات الدفع بالبورصة**، المجلة العلمة للاقتصاد والتجارة، جامعة عين الشمس، مصر، 52(4) 2022.
- ✓ اليامي صالح عوض وآخرون، **الإدارة المالية ودورها في رفع مستوى جودة الخدمات الصحية**، المجلة الدولية لنشر البحوث والدراسات، 3(37)، 2022.

تقارير:

- ✓ التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة ،2010.
- ✓ تقرير مجلس الإدارة لمجمع صيدال للسنة 2023.

المذكرات والأطاريح الجامعية:

- ✓ أبو شعبان وليد زهير، **مدى تأثير السيولة والفرص الاستثمارية على الهيكل المالي "دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين"**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الاسلامية، غزة، فلسطين، 2017.
- ✓ إدريس عبدلي، **محاولة بناء نموذج قياسي للطلب على النقد في الجزائر**، مذكرة مقدمة لنيل متطلبات شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة، الجزائر 2006-2005.

- ✓ إكرام قمري، **دور إستراتيجية الشراكة الأجنبية في تحسين القدرات التنافسية للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة مجمع صيدال**، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2023.
- ✓ بنية حيزية، **دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تطوير عملية تقييم الأداء المالي**،أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة المدية، الجزائر، 2017.
- ✓ بوربيعة غنية، **محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة –الاشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011-2012.
- ✓ بورطالة علي، **المراقب المالي في الجزائر**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الإدارة والمالية العامة، كلية الحقوق، جامعة الجزائر 1، 2013-2014.
- ✓ بوشوشة محمد، **تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015-2016.
- ✓ جاسم أمير أزهر الرسول، **تأثير جائحة كورونا في بعض مؤشرات السلامة المالية لبلدان مختارة مع إشارة للعراق**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، 2024.
- ✓ الجوزي غنية، **مردودية المؤسسة وتمويل تطورها –دراسة حالة مجمع صيدال**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبان نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011-2012.
- ✓ حامد باسل عبد الفتاح سلطان، **أثر جائحة كورونا على الأداء المالي والأداء التشغيلي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبةجامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن.
- ✓ حبيب غدير فؤاد، **استخدام النماذج الرياضية في دراسة العوامل المؤثرة في تخطيط القوى العاملة في سورية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد، تخصص: السكان والتنمية، كلية الاقتصاد جامعة تشرين، الجمهورية العربية السورية، 2014.
- ✓ رمضان إيمان، **أنشطة البحث والتطوير ودورها في تحقيق الميزة التنافسية المستدامة من خلال الابتكار –دراسة حالة مجمع صيدال**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، الجزائر، 2019-2020.

- ✓ زكرياء خلف الله، **قنوات تحويل السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري دراسة تحليلية قياسية للفترة (1990-2016)**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصصمالية وبنوك، جامعة أم البواقي، 2017-2018.
- ✓ زهير قبلي، تحديد **سعر النفط الخام في الأجلين القصير والطويل باستعمال تقنيات التكامل المتزامن ونماذج تصحيح الخطأ**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسييرجامعة الجزائر، 1999.
- ✓ سالم رزاق حنان، **نظام خزينة الأموال المدمجة وفق النظام المحاسبي المالي دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2011-2015)**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2018-2019.
- ✓ سدخان فاطمة علي محمد، **أثر الهيكل المالي في الأداء المالي للمصارف التجارية دراسة تطبيقية لعينة من المصارف التجارية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2009-2019** مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الإدارة والاقتصادجامعة البصرة، العراق، 2021.
- ✓ سحنون جمال الدين، **الإنضمام إلى البورصة: حالة الجزائر**، مذكرة ماجيستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزئر 3، 2000.
- ✓ سعيد هتهات، **دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، قسم: العلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، الجزائر، 2005-2006.
- ✓ شاكر ثائر زهراء، **تأثير معدل النمو الفعلي والمستدام في تعزيز المرونة دراسة تحليلية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2011-2018**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم إدارة الأعمال، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية، العراق، 2021.
- ✓ شرابي باية كنزة، **العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي –حالة عينة من المؤسسات الجزائرية**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2013-2014.
- ✓ علاوي نصيرة، **دور اليقظة الاستراتيجية في تحسين تنافسية المؤسسة دراسة حالة مجمع صيدال**أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعةتلمسان، الجزائر، 2014-2015.

- ✓ عوادي منير، **استخدام التحليل المالي في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة صيدال الفترة (2013-2017)**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2019-2020.
- ✓ عوادي منير، **دور سوق الأوراق المالية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2010-2013)**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014-2015.
- ✓ غالم كمال، **الاتجاهات الحديثة لقياس وتقييم الأداء المالي ودورها في ترشيد القرارات المالية للمؤسسات الاقتصادية –دراسة حالة مجمع صيدال**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في المالية والمحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجلفة، الجزائر، 2021-2022.
- ✓ فريك يحي، **استراتيجيات التكامل العمودي في قطاع الصناعة دراسة حالة مجمع صيدال**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2011-2012.
- ✓ قريني وردة، **أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسة في ظل اختلاف فرص النمو –دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص: إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قالمة، الجزائر 2023/ 2024.
- ✓ مبروكي مروة، **مساهمة بطاقة الأداء المتوازن في قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مجمع صيدال**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم المالية والمحاسبية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2023-2024.
- ✓ محبوب فاطمة، **تأثير التحالفات الاستراتيجية على الأداء التنافسي للمؤسسة الصناعية دراسة حالة مجمع صيدال**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015-2016.
- ✓ مرسلي نزيهة، **الهيكل المالي على الأداء المالي في البنوك التجارية بالجزائر دراسة مقارنة بين مجموعة من البنوك العمومية والبنوك الخاصة للفترة 2006-2015**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: دراسات مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، 2017_2018.
- ✓ مصطفاوي ياسين، **أثر تقلبات أسعار البترول على النفقات العمومية في الجزائر خلال الفترة (1986-2016)**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: تقنيات

كمية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة البويرة، الجزائر، 2019-2020.

- ✓ معروف أمال، **الانتقال من الأداء المالي الى الأداء الاستراتيجي دراسة حالة مجمع صيدال**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2010-2011.
- ✓ مقران فريد، **التخطيط المالي للمشاريع الاستثمارية دراسة حالة شركة سونطراك، فرع نشاط المنبع** مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع: تخطيط وتنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006.
- ✓ موسى محمد حيدر، **محددات هيكل التمويل لدى شركات الاتصال النقالة الوطنية في الوطن العربي دراسة مقارنة (2006-2011)**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2012.
- ✓ ياسين مصطفاوي، **أثر تقلبات أسعار البترول على النفقات العمومية في الجزائر خلال الفترة (1986-2016)**، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة البويرة، الجزائر، 2019-2020.
- ✓ يوسف بن ختم،**العلاقة بين سعر الصرف الموازي والقدرة الشرائية –حالة الجزائر**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص: اقتصاد قياسي مالي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، الجزائر، 2015-2016.

التظاهرات العلمية:

- ✓ العتيبي مشاعل ذياب، **الإدارة بالقيم وتحقيق التوافق القيمي في المنظمات**، ورقة بحثية مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر الدولي بعنوان: نحو أداء متميز في القطاع الحكومي، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2009.
- ✓ كاسحي موسى ودربال رقية، **تداعيات جائحة كورونا على قطاعات ومؤشرات الاقتصاد العالمي**، ورقة بحثية مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الوطني الأول حول: تداعيات جائحة كورونا على الاقتصاد الجزائري –الآثار والإجراءات، يوم 3 فيفري 2022.

مواقع إلكترونية:

- ✓ بورصة الجزائر، المؤتمن المركزي، متاح على الرابط:
https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=153

- ✓ بورصة الجزائر، عملية الإدراج في البورصة، متاح على الرابط:
https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=130
- ✓ بورصة الجزائر، مزايا الإدراج، متاح على الرابط:
https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=150
- ✓ الموقع الرسمي لمجمع صيدال، متاح على الرابط: https://saidalgroup.dz
- ✓ الموقع الرسمي لمجمع صيدال، وثائق داخلية خاصة بمجمع صيدال، متاح على الرابط:
https://saidalgroup.dz
- ✓ بتصرف من الباحث نقلا عن: مجمع صيدال يسجل زيادة في رقم الأعمال بنسبة تفوق 20 في المئة، جريدة الأنصار، متاحة على الرابط: https://www.annasronline.com/
- ✓ الموقع الرسمي لمجمع صيدال، متاح على الرابط: https://saidalgroup.dz

2. مراجع باللغة الأجنبية:

- ✓ Alain Capiez, **Elément de gestion financière**, 4e édition, Masson, Paris, 1995.
- ✓ AswathDamodaran, **Finance d'entreprise** , 2e édittion américaine, Paris, 2005.
- ✓ Baker, H. Kent, and Gary Powell. Understanding financial management: A practical guide. John Wiley & Sons, 2009.
- ✓ Beltrame, Federico, Roberto Cappelletto, and Gabriele Toniolo. Estimating SMEs cost of equity using a value at risk approach: The capital at risk model. Springer, 2014.
- ✓ Bensoussan, Babette E., and Craig S. Fleisher. Analysis without paralysis: 12 tools to make better strategic decisions. FT Press, 2012.
- ✓ Berk, Jonathon, et al. Fundamentals of corporate finance. Pearson Higher Education AU, 2013.
- ✓ Berman K, Knight J, Case J. Financial intelligence for entrepreneurs: What you really need to know about the numbers. Harvard Business Press; 2008.
- ✓ Bruce E.Hansen, **Econometrics**, Publisher University of Wisconsin, USA, 2019.
- ✓ Carlberg, Conrad George. Business Analysis with Microsoft Excel. Que Publishing, 2002.
- ✓ Charles Horngren, Walter Harrison, Suzanne Oliver, Peter Best, David Fraser, Rebecca Tan, Roger Willett, Accounting, Pearson Higher Education AU, 2012.
- ✓ Colin Drury, **management and cost A counting** ,international Thomson Business ,forth Edition , London.
- ✓ conso pierr،and farouk hem, **gestion financiére de lentrepris**, edition 10 paris, 2002.
- ✓ DanishMohd, **Principales of Financial Mangement**, EduGorillaCommunityPvt Ltd, 2024.
- ✓ David et J. Michaud, **La Prévision:approche empirique d'unemethode statistique**, Paris: Masson, 1989.
- ✓ Damodaran, Aswath. Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. John Wiley & Sons, 2012.
- ✓ Dirian El Amine. Economic Value Added (EVA). Drivers and Leverages: How Sales Can Maximize Shareholder Value. GRIN Verlag. 2013.

- ✓ Donaldson, Lex. The meta-analytic organization: Introducing statistico-organizational theory. Routledge, 2015.
- ✓ Friedlob, George T., and Franklin J. Plewa Jr. Understanding return on investment. John Wiley & Sons, 1996.
- ✓ Gallagher, Timothy J. Financial management: principles and practice. SAGE Publications, 2022.
- ✓ Granger. C, **"Spurious Regressions in Econometrics". J, Econometrics 2**, 1974.
- ✓ Gupta and Other, **The Contribution of Sustainable Practices to Financial Performance and Firm Value in Companies in DevelopingCountries: The Case of India**, Journal of Hospitality& Tourism, 20(1), 2022.
- ✓ Heintz J, Parry R. College accounting. 23rd edition, Boston, MA, Cengage, 2020.
- ✓ Helmut Lütkepohl , Markus Krätzig, **Applied Time SeriesEconometrics**, 1st Edition, Cambridge University , UK.
- ✓ Hocine Hamdani, **Stistique Descriptive et Expression Graphique**, Alger:OPU, 1988.
- ✓ Kranacher M, Riley R. Forensic accounting and fraud examination, Second edition, Hoboken and Wiley, 2020.
- ✓ Kristianthy Leddy Teresa and EkawatiErni, **"The effect of companygrowth on sustainableperformance: A moderating perspective of stock mispricing in Indonesia and Japan"**, BUSINESS PERSPECTIVES, 21(2), 2024.
- ✓ M.O. HAMDAN, (2009), **Création de valeur et évaluation des entreprises**, le Quotidien d´Oran, N 4422.
- ✓ Minh and Other**, IMPACT OF FINANCIAL CAPABILITY ON THE SUSTAINABLE GROWTH OF SECURITIES COMPANIES: A CASE STUDY**, RiskGovernance& Control: Financial Markets& Institutions, 14(1), 2024.
- ✓ Peterson, Pamela P., and Frank J. Fabozzi. Analysis of financial statements. John Wiley & Sons, 1999.
- ✓ Pratt, Shannon P., and Roger J. Grabowski. Cost of capital. John Wiley & Sons, 2008.
- ✓ Phooi, J. C and Other, **The determinants of capital structure: Evidence from public listedcompanies in Malaysia, Singapore and Thailand**. Financial Economic, 5(1), 2017.
- ✓ Qaim and Other, **Financial Sustainability and Firm Performance Impact on Stock Prices: An Evidence from an EmergingEconomy,** Ilkogretim Online - Elementary Education Online, 20 (2).
- ✓ Rahi and Other, **Assessingthebusinessimpactsofthe COVID-19pandemicandtheRussia–Ukrainewar:theroleofcorporatesustainabilityandfinancialperformance**, Journal of Global Responsibility,20(10),2025.
- ✓ Ravi V. **Industrial engineering and management, PHI Learning,** New Delhi, 2015**.**
- ✓ REGIS BARBONNAIS, **Econométric**, 5e édition, Dunod, Paris, France.
- ✓ Régis Bourbonnais, **Econométrie Cours et exercices corrigés**, 9e édition, Duno, Paris, France, 2015.
- ✓ Richard A. Brealy, Stewart C Myers, Pierre Laroche, **Principes de Gestion Financiere des Societes**, McGraw-Hill 2eme Edition, canada, 1992.
- ✓ S.Titman and R. Wessels, **The determinants of capital structure choice**, Journal of finance, V 43, 1988.
- ✓ Sheng Xiaojuan and An Yuxiang, **The nonlinear impact of financialflexibility on corporatesustainability:Empiricalevidencefrom the Chinesemanufacturingindustry**, Heliyon, 10, 2024.
- ✓ Sudipta and Other ,**COVID-19 impact, sustainability performance and firm value: international evidenc**, Accounting& Finance, 62 2022.
- ✓ Tanos and Other, **The Impact of COVID-19-Induced Sentiment on FirmPerformance: The Moderating Impact of Sustainable ESG Activities**, Sustainability, 16(7053), 2024.

- ✓ Vernimmen, Pierre, Pascal Quiry, and Yann Le Fur. Corporate finance: theory and practice. John Wiley & Sons, 2022.
- ✓ https://saidalgroup.dz/, consulté le 30/05/2025.
- ✓ https: //cosob.dz/, consulté le: 30/05/2025.
- ✓ www.world bank.org, consulté le:29/06/2025.

ملخص

تهدف هذه الأطروحة إلى دراسة دور الإدارة المالية القائمة على القيمة في تحقيق النمو المالي المستدام، وذلك من خلال التطبيق على مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من الربع الأول لسنة 2014 إلى الربع الأخير لسنة 2024، في سياق اتسم بارتفاع مستوى عدم اليقين خاصة خلال جائحة كورونا. وقد خلصت الدراسة إلى أن العلاقة بين الإدارة المالية القائمة على القيمة والنمو المالي المستدام علاقة سببية ومحورية، حيث يسهم هذا النموذج في إعادة توجيه القرار المالي من التركيز على الربحية قصيرة الأجل إلى تعظيم القيمة طويلة الأجل في عوائد الأسهم في بورصة الأسواق المالية. كما يبرز دوره في تعزيز المرونة المالية التشغيلية، وتحسين كفاءة تخصيص الموارد نحو الاستثمارات المولدة للقيمة، والحد من مخاطر الضائقة المالية. وبناءً عليه، تُعد الإدارة المالية القائمة على القيمة منهجية استراتيجية فعّالة تضمن للمؤسسات الاستمرارية والنمو المسؤول، مع الحفاظ على قاعدة الأصول وتعزيز الملائمة المالية في البيئات الاقتصادية المتقلبة. بإعتماد على القدرة بالتمويل الداخلي في المدى القصر و خاصة التمويل بالأرباح المحتجزة و اللجوء للاستدانة الخارجية على المدى الطويل قصد التحوط من المخاطر المالية و التعظيم قيمة المؤسسة و تعظيم أرباح الملاكين و الحفاظ على رأس المال البشري و الفكري و الإعتماد على الربح المحاسبي و الاقتصادي لبناء هيكل رأس مال مرن و هيكل مالي متوازن أمثل.

الكلمات المفتاحية:

الإدارة المالية القائمة على القيمة – النمو المالي المستدام – المرونة المالية – مجمع صيدال– هيكل رأس مال– مخاطر المالية– بورصة الأسواق المالية– جائحة كورونا.

Abstract

This thesis aims to study the role of value-based financial management in achieving sustainable financial growth, through its application to the Saidal Group during the period from the first quarter of 2014 to the last quarter of 2024, in a context characterized by high levels of uncertainty, particularly during the COVID-19 pandemic. The study concludes that the relationship between value-based financial management and sustainable financial growth is causal and pivotal, as this model contributes to redirecting financial decision-making from a focus on short-term profitability to maximizing long-term value in stock returns on the stock exchange. It also highlights its role in enhancing operational financial flexibility, improving the efficiency of resource allocation towards value-generating investments, and reducing the risk of financial distress. Accordingly, value-based financial management is an effective strategic methodology that ensures the continuity and responsible growth of institutions, while preserving the asset base and enhancing financial soundness in volatile economic environments. By relying on short-term internal financing capacity, particularly from retained earnings, and resorting to long-term external borrowing to hedge against financial risks, maximize the value of the company and shareholder profits, preserve human and intellectual capital, and depend on accounting and economic profit to build a flexible capital structure and an optimal balanced financial structure.

Keywords:

Value-based financial management – Sustainable financial growth – Financial resilience – Saidal Group – Capital structure – Financial risks – Stock exchange – Coronavirus pandemic.