

إشكالية اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركات المالية من منظور القيم
المضافة: حالة شركة كوكاكولا للفترة 2017-2021

Investment decision-making in stocks of financial companies from an
added value perspective: the case of Coca-Cola Company for the period
2017-2021

عمار بن مالك^{1*} ، نسيم بوقال²

¹ جامعة عبد الحميد مهري قسنطينة 2، amar.benmalek@univ-constantine2.dz

² جامعة عبد الحميد مهري قسنطينة 2، nassim.boukal@univ-constantine2.dz

تاريخ التسليم: 2022-12-20 تاريخ التقييم: 2023-05-02 تاريخ القبول: 2023-11-18

Abstract

This study aims to highlight the investment decision making process in the stocks of financial companies from the perspective of added values, as this topic is considered an essential axis for the optimal management of companies in order to achieve additional wealth for their shareholders.

In order to achieve the desired objectives of the study, a descriptive-analytical approach was used. A set of modern indicators were considered based on the element of value creation according to the financial statements of Coca-Cola Company for the period 2017-2021.

A set of results were obtained, of which the most important are: The company achieved economic value added (EVA), which allowed achieving additional wealth for shareholders (SVA), and market value added (MVA) which resulted in achieving a positive rate of total shareholder return (TSR) in line with the company dividend policy.

Keywords: financial companies, Added values, investment decision, corporate shares.

المخلص

تهدف هذه الدراسة لإبراز كيفية اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركات المالية من منظور القيم المضافة، حيث يعتبر هذا الموضوع محورا أساسيا للتسيير الأمثل للشركات من أجل تحقيق ثروة إضافية لمساهميها.

ولبلوغ الأهداف المرجوة من الدراسة تم استخدام منهج تحليلي وصفي من خلال تبني مجموعة من المؤشرات الحديثة المبنية على عنصر خلق القيمة وفقا للبيانات المالية لشركة كوكاكولا للفترة 2017-2021.

وعليه تم الوصول إلى مجموعة من النتائج من أهمها: حققت الشركة قيمة اقتصادية مضافة (EVA) ما سمح بتحقيق ثروة إضافية للمساهمين (SVA)، وقيمة سوقية مضافة (MVA) ما نتج عنه تحقيق معدل عائد إجمالي للمساهم (TSR) إيجابي مواكب لسياسة توزيعها للأرباح. الكلمات المفتاحية: الشركات المالية، القيم المضافة، القرار الاستثماري، أسهم الشركات.

1. مقدمة:

تتميز عملية التحليل المالي الديناميكي بالشمولية والتكامل، لكونها تمثل الخطوات الأولى والأساس الذي تركز عليها قرارات المستثمر، فمن أجل تقييم عادل لأسهم الشركات يتوجب استخدام المؤشرات الحديثة التي تهتم غالباً بالقيم المضافة، وذلك بهدف تقييمها وإعطائها مدلولها الاقتصادي والمالي على حد سواء، بحيث تبنى على مجموعة من التدابير والإجراءات المناسبة لاتخاذ القرار الاستثماري من عدمه.

ولكن تختلف مفاهيم تلك القيم حسب مدارس الفكر الاقتصادي-المالي، كما أنها أصبحت ترتبط بمفهوم آخر وهو خلق القيمة الذي يعتبر هدف من الأهداف المالية الأساسية والحديثة، إذ تعود مسؤولية تحقيقه إلى المسيرين لأنهم مطالبون بالبحث في سبل تحقيق العوائد الكبيرة والمستمرة وتعظيم ثروة المساهمين من خلال أموالهم المستثمرة.

ولبلوغ تلك الأهداف المنشودة يتم استخدام هذا النوع من المؤشرات على المستوى الداخلي والخارجي للشركة، فبالنسبة للأولى يتم استخدام مقاييس وبيانات مالية داخلية، نجد من بين أهمها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة المضافة للمساهم، أما الثانية فيتم الاعتماد على بيانات خارجية تعكس التطور السريع الحاصل في الأسواق المالية، من خلال مؤشرات جديدة تقيس عملية خلق القيمة، وأبرزها القيمة السوقية المضافة والعائد الإجمالي للمساهم.

وبالعودة لعملية الاستثمار في الشركات المالية يمكن اعتبار شركة كوكاكولا إحدى أكبر هذا النوع من الشركات الصناعية لإنتاج المشروبات الغازية المتكاملة رأسياً في العالم، إذ تسع دائماً تحقيق النمو المستمر في أرباحها من خلال توسيع نطاق استثماراتها، كما تعمل على بناء علاقات جيدة مع المستثمرين من خلال تعظيم ثروتهم، مع تقديم ضمانات لتحقيق قيم مضافة كل سنة، فعلاً ضوء ما سبق تتمحور إشكالية الدراسة في الإجابة على التساؤل الرئيسي الآتي:

هل تعتمد عملية اتخاذ القرار الاستثماري في أسهم شركة كوكاكولا بشكل أساسي على

منظور القيم المضافة للفترة 2017-2021؟

وللإجابة على هذا التساؤل الرئيسي تم تبني مجموعة من الأسئلة الفرعية:

- ماهية الاعتماد على مؤشرات القيم المضافة في جذب المستثمرين للشركات المالية؟
- هل حققت شركة كوكاكولا قيمة مضافة من منظور داخلي للفترة 2017-2021؟
- هل حققت شركة كوكاكولا قيمة مضافة من منظور خارجي للفترة 2017-2021؟

وللإجابة على السؤال الرئيسي تم تبني الفرضية التالية:

تعتمد عملية اتخاذ القرار الاستثماري في أسهم شركة كوكاكولا بشكل أساسي على منظور القيم المضافة.

وللإجابة على الأسئلة الفرعية تم تبني الفرضيات الفرعية الآتية:

- يكتسي منظور القيم المضافة أهمية كبيرة في جذب المستثمرين للشركات المالية؛
- تحقق شركة كوكاكولا قيما مضافة من منظور داخلي للفترة 2017-2021؛
- تحقق شركة كوكاكولا قيما مضافة من منظور خارجي للفترة 2017-2021.

وعليه يمكن إبراز طبيعة وأهمية هذه الدراسة في إبراز كيفية صنع القرار الاستثماري في أسهم الشركات المالية، وبالتالي إلقاء الضوء على أهم المؤشرات الحديثة المرتكزة على منظور القيم المضافة، وذلك من خلال توضيح مساعي المسيرين لعدم الوقوع في دائرة العسر المالي وكذا تحقيق مبدأ الأمان الذي يبحث عنه كل مستثمر، فهذه المؤشرات توفر مقياسا جيدا عن مقدار الإضافة التي تحققها تلك الشركات لتعظيم ثروة المساهمين.

كما يمكن إبراز أهداف الدراسة من خلال:

- ✓ التذكير بالخلفية النظرية لمؤشرات القيم المضافة والأطراف المستفيدة منها؛
- ✓ التطرق إلى أهم التوجيهات والتدخلات التي يتبعها المسيرين لتحقيق قيم مضافة؛
- ✓ توضيح كيفية اتخاذ القرار الاستثماري في شركة كوكاكولا باستخدام هذه المؤشرات.

وترجع أسباب اختيار هذه الدراسة لمجموعة من العوامل المتجسدة فيما يلي:

- أسباب شخصية: الرغبة الشخصية في البحث أكثر حول موضوع مدى تحقيق الشركات المالية لقيم مضافة في ظل الأزمات غير المتوقعة كجائحة كوفيد 19، فضلا على أنه يقع ضمن مجال تخصصي البيداغوجي.

- أسباب موضوعية: يعود سبب اختيار هذا الموضوع إلى الأهمية البالغة التي تحظى بها الإدارة المالية في الوقت الراهن من خلال بناء القرار الاستثماري وفقا لمؤشرات حديثة، وكذا الدور الذي يلعبه عنصر خلق القيم المضافة كأحد أدوات التشخيص المالي المرنة. وأما بخصوص منهج البحث: ولبلوغ الأهداف المرجوة تم استخدام المنهج الوصفي في الجانب النظري لوصف كيفية استخدام مؤشرات المالية الحديثة الخاصة بالقيم المضافة، والتي تستخدم لمساعدة الشركات القادرة على تحقيقها لجذب المستثمرين، مع الإشارة إلى كيفية استخدامها وفقا لمنظور داخلي وآخر خارجي، كما تم استخدام المنهج التحليلي في الجانب التطبيقي من خلال دراسة الوضعية المالية لشركة كوكاكولا وفقا لمنظور القيم المضافة. وبخصوص مضمون الدراسة: تم تقسيمها إلى ثلاثة محاور رئيسية:

استهلت بالمحور الأول بعنوان: "مدخل نظري لمؤشرات القيم المضافة لدى الشركات المالية" تم تقسيمه إلى عنصرين أساسيين، فالأول جاء ليعزز مفاهيم وأسباب تبني مؤشرات القيم المضافة في تقييم الأداء المالي للشركات المالية، أما العنصر الثاني فتمثل في أهمية استخدام هذه مؤشرات كأدوات لاتخاذ القرار الاستثماري.

وارفقت الدراسة بمحور ثاني موسوم بعنوان: " مؤشرات القيمة المضافة من منظور داخلي وخارجي"، تم تقسيمه إلى عنصرين، حيث تناول العنصر الأول معايير القيم المضافة من منظور داخلي، أما العنصر الثاني فعرض من خلاله معايير القيم المضافة من منظور خارجي.

كما تم التطرق من خلال المحور الثالث الموسوم بعنوان: تقييم الأداء المالي لشركة كوكاكولا من منظور القيم المضافة للفترة 2017-2021، حيث استهل بعنصر أول كتقديم تاريخي حول الشركة، أما العنصر الثاني فتم من خلاله إسقاط المؤشرات الداخلية للقيم المضافة على البيانات المالية للشركة، ليختتم هذا المحور بعنصر ثالث والذي درس من خلاله المؤشرات الخارجية للقيم المضافة وفقاً لبيانات الشركة.

2. مدخل نظري لمؤشرات القيم المضافة لدى الشركات المالية

تعد مؤشرات القيم الاقتصادية المضافة من بين أهم المعايير والأكثر استعمالاً في تشخيص الأداء المالي للشركات بعد ربطها بعملية خلق القيمة بهدف تعظيم ثروة المساهمين.

1.2 مفاهيم وأسباب تبني مؤشرات القيم المضافة في الشركات المالية:

تعددت المفاهيم والمقاربات بخصوص القيمة المضافة إذ نجد منها:

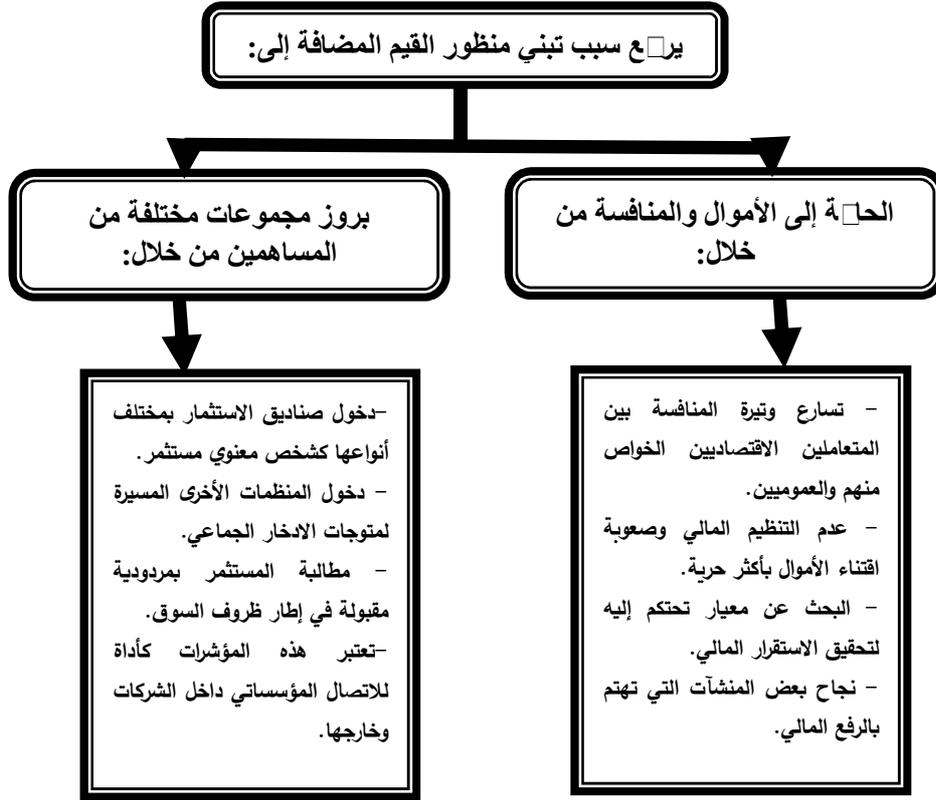
- تعرف القيمة المضافة للشركة وفقاً للمنظور المالي على أنها القيمة الحالية لتدفقاتها النقدية المستقبلية المتوقعة التي تعكس قيمتها الاقتصادية، السوقية أو الحقيقية في نظر المستثمرين بعد خصمها بمعدل خصم مناسب يمثل معدل العائد المطلوب من قبلهم على الاستثمار في أسهمها. (سعد علي و مصطفى، 2014، صفحة 166)

- كما يقصد بها العملية التي تسمح بخلق القيمة المضافة للمساهمين وأصحاب الملكية، مع وضعهم في مركز جيد يسمح لهم باتخاذ القرار الاستثماري بهدف تعظيم ثروتهم. (محمد عبد الحميد، 2009، صفحة 211)

مما سبق يمكن تحديد مقارنة ومفهوم القيمة المضافة للشركة من خلال تعظيم قيمة الشركة وثروة المساهمين فيها، وذلك بالتركيز على تعظيم قيمة الأسهم من جهة، وعوائد الاستثمار من جهة أخرى مع تمكين المستثمرين اتخاذ القرار الاستثماري.

والشكل الموالي أسباب تبني منظور القيم المضافة لدى الشركات المالية:

الشكل 1: أسباب تبني مؤشرات القيم المضافة لدى الشركات المالية



المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على معطيات من (سعيد، 2005، صفحة 31)

2.2 أهمية استخدام مؤشرات القيم المضافة

إن الأموال التي يتركها الملاك في الشركة يمكن استخدامها في مشاريع خارجية قد تدر لهم فوائد أفضل، أي إنهم ضحوا بفرصة استثمار أموالهم في استخدامات أخرى، ولهذا يتطلب على الشركة ان تحقق لهم فوائد تكون بالحجم المطلوب.

وبالتالي تبرز مؤشرات القيم المضافة مقياسا جيدا عن مقدار الإضافة التي تحققها لأصحاب الأسهم لدى الشركة، وعلى هذا الأساس يرى بعض المحللون أنه إذا ركز المديون على هذا النوع من المؤشرات الحديثة، فهذا يعني بأنهم في الطريق الصحيح نحو تعظيم ثروة الملاك، كما يمكن

استخدامها للأقسام الرئيسية داخل الشركة، لذا يتم وضع نظام حوافز للمديرين على أساس ما يقدمونه منها. (محمد الصالح و آخرون، 2004، الصفحات 101-103) وعليه يمكن تحديد أهمية الاعتماد على مؤشرات القيم المضافة في: (محمد سهيل و شعبان، 2015، صفحة 43)

- ✓ يحتل موضوع خلق القيمة مكانة هامة في مراكز التسيير والقيادة داخل الشركات المالية؛
- ✓ الإدارة بالقيمة أصبح ميزة مرتبطة بالشركات الكبرى كمحاولة منها للانتقال بالوظيفة المالية من النشاط المحاسبي إلى النشاط الاقتصادي-المالي؛
- ✓ أضحت الشركات تأخذ بها كمؤشرات نمطية في تحليل وتقييم أدائها المالي؛
- ✓ تعتبر هذه المؤشرات كمقاييس شاملة تساهم في اتخاذ القرارات ذات البعد الاستراتيجي الموسوم بالشمولية؛
- ✓ استمرارية الشركات مرهون بقدرتها على تحقيق تراكم الثروة الذي يقاس بمدى خلق قيم مضافة؛
- ✓ توجيه مديرو الشركات مختلف قراراتهم الاستثمارية نحو هدف خلق القيمة.

3. مؤشرات القيمة المضافة من منظور داخلي وخارجي

تتميز عملية التشخيص المالي الديناميكي بالشمولية والتكامل، لكونها تمثل الخطوات الأولى والأساس الذي ترتكز عليه أعمال المشخص المالي من أجل تقييم عادل لأسهم الشركات وإعطائها مدلولها الاقتصادي، المبني على مجموعة من التدابير والإجراءات المناسبة لاتخاذ قرار الاستثمار من عدمه.

1.3 مؤشرات القيم المضافة من منظور داخلي:

يتم الاعتماد هذا النوع من المؤشرات على المستوى الداخلي للشركة باستخدام مقاييس وبيانات مالية داخلية، نجد من بين أهمها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة المضافة للمساهم.

- القيمة الاقتصادية المضافة (EVA): تعد القيمة الاقتصادية المضافة معيارا مهما والأكثر استعما في تشخيص أداء الشركة بعد ربطها بعملية خلق القيمة من جهة، وكذا هدف تعظيم ثروة المساهمين من جهة أخرى، حيث أزلت كل الغموض المتعلق بربط القرارات المالية، بل أنها أصبحت لغة عامة لكل الوظائف التشغيلية والإدارية في الشركة لأغراض المتابعة والرقابة والتقييم. (Abdullah, 2011, p. 2)

فهي عبارة عن الربح التشغيلي بعد الضريبة مخصوما منه كلفة رأس مال المستثمر، إذ أصبحت كأداة متكاملة لقياس الأداء الداخلي للشركات، وبالتالي حساب هذه التكلفة الضمنية سوف يؤدي إلى

مقياس أشمل للأداء، فهي توفر المعلومات أكثر مما توفره النسب المالية التقليدية، حيث تم إضافة كل من نفقات البحث والتطوير، تقييم بضاعة آخر المدة، شهرة المحل، الأرباح والخسائر غير العادية. (عدنان تايه و أرشد فؤاد، 2008، الصفحات 135-138)

فإن إجمالي رأس مال الشركات المكون من القروض، تكون طويلة الأجل خاصة الأسهم العادية منها، وبالتالي أصبحت القيمة الاقتصادية المضافة تمثل تقديراً للأرباح الاقتصادية، والتي تختلف جذرياً عن الأرباح المحاسبية، حيث تمثل الدخل المتبقي بعد طرح تكلفة الأموال المستخدمة، في حين نجد أن الأرباح المحاسبية تأخذ بعين الاعتبار أي تكلفة، كتكلفة أموال الملكية، خاصة وأن هذه الأخيرة لها تكلفة خاصة بها، كما أن الأموال التي يتركها الملاك في الشركة يمكن استخدامها في مشاريع خارجية قد تدر لهم فوائد أفضل، أي إنهم ضحوا بفرصة استثمار أموالهم في استخدامات أخرى، ولهذا يتطلب على الشركة أن تحقق لهم فوائد تكون بالحجم المطلوب. (عمار، 2011، صفحة 117)

ويحسب هذا المؤشر (EVA) كما يلي: (محمد الصالح و آخرون، 2004، الصفحات 101-103)

$$EVA = NOPATA - WACC \times Ci$$

إذ أن NOPATA تمثل صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة المعدل. وبالتالي يتضح من مفهوم EVA ومن كيفية قياسها، أنه توجد ثلاثة عوامل أساسية تدخل في حسابها: (سعد علي و مصطفى، 2014، صفحة 188)

- ✓ صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب؛
- ✓ مقدار الاستثمار المستخدم، وعادة ما يشار إليه القيمة الدفترية لرأس مال المستخدم
- ✓ المتوسط الموزون لتكلفة رأس المال والذي يحسب وفق المعادلة التالية:

$$WACC = (D/D+E) K_d (1-t) + (E/D+E) K_e$$

بحيث أن:

- D: القيمة الدفترية للديون طويلة الأجل ذات الفائدة؛ E: القيمة الدفترية الجمالية لحق الملكية؛
- T: نسبة الضريبة على الدخل؛ K_d : معدل الفائدة على الديون (قبل الضريبة)؛
- K_e : تكلفة التمويل الممتلك، وتحسب هذه التكلفة كما يلي:

$$K_e = R_f + B_e (R_m - R_f)$$

مع العلم أن:

R_F : معدل العائد الخالي من الخطر، B_e : معامل البيتا، R_m : معدل العائد على محفظة الأوراق المالية.

• القيمة المضافة للمساهم (SVA): مؤشر يقيس التغير في القيمة خلال فترة متوقعة، تساعد في فهم الدوافع الأكثر أهمية لخلق القيمة كما تمكن الإدارة من التركيز في تحليلها بشكل أكثر كفاءة على أهم العناصر التي تتطابق مع استراتيجية الشركة فهي عنصر جد مناسب لتقييم الأداء. يستخدم بعض المستثمرين القيمة SVA كأداة للحكم على ربحية وفعالية الشركة إدارياً، فهذا النمط من التفكير يتطابق مع الإدارة القائمة على خلق القيمة الصافية، والتي تفترض أن اعتبار الأول للشركة يجب أن يكون لتعظيم القيمة الاقتصادية لمساهميها. (Latha Chari & Mohanty, 2022, p. 6)

وبالتالي يمثل هذا المعيار القيمة الحالية لمجموع التدفقات النقدية والقيمة المتبقية كمقدار خلق القيمة لفترة الدراسة والتغير الحاصل في القيمة الخاص بالفترة السابقة، ويحسب وفقاً للعلاقة الرياضية الآتية: (هشام، 2012، الصفحات 11-26)

$$SVA_t = SHV_{t+1} - SHV_t$$

بحيث أن:

SHV_{t+1} : القيمة المحققة في نهاية الفترة؛ SHV_t : القيمة المحققة في بداية الفترة؛
كما تعتبر SVA مقياساً لأرباح التشغيل التي تنتجها الشركة بما يفوق تكاليف تمويلها، أو تكلفة رأس المال وبالتالي يمكن حسابها أيضاً كما يلي: (هشام، 2012، الصفحات 11-26)

$$\text{القيمة المضافة للمساهم} = \text{إفاد الربح التشغيلي بعد الضريبة} - \text{تكلفة رأس المال}$$

تهدف الشركة مهما كان نوعها، سواء كانت مدرجة في البورصة أو لا، إلى تعظيم قيمتها لفائدة ملاكها ومساهميها وكل الأطراف المهتمة بها، إذ لا تكتفي بمنظورها الداخلي بل تتعداه إلى آخر خارجي يكون مجسداً وفقاً لمؤشرات مالية تكون مصدرها السوق المالي.
2.3 مؤشرات التقييم المضافة من منظور خارجي:

إن التطور السريع الحاصل في الأسواق المالية دفع إلّا البحث عن مؤشرات جديدة تقيس عملية خلق القيمة، بيةً أبرزها هي القيمة السوقية المضافة (MVA)، والعائد الإجمالي للمساهمين (TSR).

• القيمة السوقية المضافة: هي عبارة عن معيار لتقييم القيمة السوقية للأسهم، حيث تعتمد على القيمة الاقتصادية المستقبلية بشكل مباشر، حيث تعبر عن الفرق بين القيمة السوقية للشركة ورأس مال المستثمر من قبل المالكين والمقترضين، وبالتالي يمكن اعتبارها الفرق بين القيمة السوقية لأسهم الشركة والقيمة الدفترية لحقوق المالكين، وفقا لهذا المفهوم السابق فإن هذا المعيار يكون مشابهًا في تعريفه لمفهوم مضاعف القيمة الدفترية للسهم، إذ تعتبر وفقا للشركة المسوقة إحدى الأدوات المهمة في خلق القيمة لثروة المساهمين. وعليه هو معيار قياس أداء جيد للشركات الناجحة، إذ تبرز مدى تحقيقها لقيمة سوقية مضافة موجبة، تلخص أدائها الإداري والتشغيلي وقدرتها على إدارة مواردها بهدف تعظيم ثروة المساهمين. (هوارى، 2008، صفحة 53).

هناك عدة عوامل رئيسية تؤثر على القيمة السوقية المضافة، حيث يمكننا تلخيصها في الشكل الآتي:

الشكل 2: العوامل المؤثرة على القيمة السوقية المضافة



المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على معطيات من (عدنان تايه و أرشد فؤاد، 2008، الصفحات 56-57)

ولحساب هذا المؤشر المالي يفترض ثبات قيمة الديون طويلة الأجل، حيث تكون مساوية لقيمتها الدفترية، ولهذا تعتبر القيمة السوقية مساوية للفرق بين القيمة السوقية لأسهم الشركات والقيمة الدفترية لحقوق المالكين كما يلي: (حمد النعيمي، 2016، صفحة 73)

$$MVA = MVE - BVE$$

بحيث:

MVA: القيمة السوقية المضافة؛ MVE: القيمة السوقية لأسهم الشركة (عدد الأسهم \times سعر السهم)؛ BVE: القيمة الدفترية لحقوق المالكين، كما تظهر في الميزانية العمومية للشركة.

- العائد الإجمالي للمساهم (TSR): يعتبر من المقاييس الحديثة لخلق القيمة كما تم تصنيفه ضمن المؤشرات ذو الطبيعة البورصية، فهو عبارة عن مقياس حديث يبرز أداء الشركة خلال فترة زمنية، إذ يجمع بين ارتفاع الأسعار والأرباح الموزعة للأسهم، كما يتم احتساب ذلك من خلال شراء حصة معينة من الشركة على افتراض أنه يتم توزيع الأرباح وإعادة استثمارها.

وبالتالي يمكن اعتبار TSR بأنه معدل العائد على السهم مع معدل القيمة المضافة، إذ يتم التعبير عنه بالنسبة المئوية، خاصة وإن اعتبرنا أن العائد الإجمالي للمساهمين الذي يجمع بين تقييم الأسهم وعملية توزيع الأرباح هو مقياس لخلق القيمة منطقياً، ومنه يتم تفضيله مرتفعاً بدلاً من أن يكون منخفضاً، لكن يبق هذا الأمر يدل على نجاح شركة عن أخرى خاصة وأن ارتفاعه متعلق بارتفاع المخاطر. (Gregory, 2003, p. 16)

فهو يقيس ويوضح ما تستطيع الشركة المسعرة في البورصة تحقيقه لمساهميها في فترة معطاة، كما يسمح هذا المؤشر بمعرفة معدل المردودية السنوية للاستثمارات، ويحسب كما يلي: (شريفة، 2014، صفحة 129)

$$TSR = (P1 - P0) + D1/P0$$

حيث: P0: سعر السهم في بداية الفترة، P1: سعر السهم في نهاية الفترة، D1: توزيع الأرباح المدفوعة بالإضافة إلى الأرباح الضريبية.

بحيث أن الفرضية التي يقوم عليها العائد الإجمالي للمساهمين تكمن في أن التوزيعات يتم إعادة استثمارها بصفة مباشرة أثبتت في العديد من المرات عدم ثبات صحتها، إذ يعمل بعضهم على سحب تلك التوزيعات لغايات أخرى غالباً ما تكون شخصية.

4-تقييم الأداء المالي لشركة كوكاكولا من منظور القيم المضافة للفترة 2017-2021
تعد شركة كوكاكولا من بين أعرق، أهم وأنجح الشركات الأمريكية، وقد تحولت بدايات
كوكاكولا الرائعة إلى واحدة من أكبر شركات المشروبات في العالم.

4-1-لمحة تاريخية واستثمارات شركة كوكاكولا: تصنف هذه الشركة متعددة الجنسيات كأكبر منتج
للمشروبات الغازية بقطاع الأساسيات الاستهلاكية، ومسجلة في بورصة نيويورك.

• لمحة تاريخية عن شركة كوكاكولا: أصبحت الشركة ذات نطاق عالمي، فقد تم تسجيل
علامتها التجارية أول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1893، كما وزعت لأول مرة الأرباح
على الشركاء (المساهمين) في نهاية نفس السنة، وفي الفاتح من جانفي 1889 كان يمكن شراء
سهم بقيمة 40 دولار، لترتفع قيمته السوقية إلى 3500 دولار سنة 1919، لتعرف الشركة أول
تعبئة لها عن طرق الآلة سنة 1894 من طرف المستثمر Joseph Beidenharn، فأول مصنع
أنجز تم فتحه سنة 1899 بمدينة شاتا نوبا، ومنه كانت بداية الشبكة العالمية للتعبئة لتعرف الشركة
قفزة كبيرة سنة 1919 إذ قام المستثمر Robert Woodruff مدعما بمجموعة من المستثمرين
بشراء حصة Candler بقيمة 25 مليون دولار، وبعد نهاية الحرب العالمية الثانية أخذت في
الانتشار في مختلف القارات والأماكن ابتداء من أوروبا التي أصبحت بعد فترة أكبر أسواق الشركة
والمعروفة بمشروباتها السعري والمتميز. (شركة كوكاكولا، 2022)

• استثمارات شركة كوكاكولا: تملك الشركة حاليا فروعاً في 185 بلداً مختلفاً، برأس مال
يفوق 251 مليار دولار، ما جعلها كشركة متعددة الجنسيات ذات قوة وميزة كميّة ونوعياً ومن أهم
فروعها نجد فرعي شمال إفريقيا وبريطانيا، اللذان يقعان بلندن عاصمة المملكة المتحدة والدار
البيضاء بالمغرب، حيث بدأت الشركة منذ الثمانينات بتشجيع دمج مؤسسات التعبئة، إذ استحوذت
على حصص من مؤسسات التعبئة الثابتة، أكبر مؤسسات تعبئة الزجاجات خارج أمريكا الشمالية
وهي: (The Coca-Cola Company، 2022)

✓ Coca-cola Pacific Partner مقرها المملكة المتحدة (أوروبا الغربية)، تمتلك فيها
الشركة حصة تقدر ب 13.9%؛

✓ الشركة الوطنية للمشروبات ومقرها بيروت عاصمة لبنان؛

✓ International Beverages Private Limited: ومقرها في بنغلاديش فهي شركة
فرعية مملوكة بالكامل للشركة؛

✓ Coca-Cola Bottling Shqipëria: مقرها بدولة ألبانيا؛

- ✓ Coca-Cola Beverages Philippines: مقرها بالفلبين وهي مملوكة بالكامل من طرف الشركة؛
- ✓ Coca-Cola FEMSA: مقرها في كل من المكسيك، الأرجنتين، البرازيل، كولومبيا غواتيمالا، نيكاراغوا، بنما، أوروغواي وفنزويلا، تمتلك فيها الشركة حصة تقدر بـ 27%؛
- ✓ Embotelladora Andina SA: مقرها تشيلي وتمتلك الشركة حصة تقدر بـ 14.7% من الأسهم العادية من السلسلة A القائمة، و 14.7% من الأسهم العادية من السلسلة B المعلقة؛
- ✓ Coca-Cola Beverages Africa: مقرها جنوب وشرق إفريقيا، تمتلك فيها كوكاكولا حصة تقدر بـ 68.3%؛
- ✓ Coca-Cola Beverages Korea: مستقلة ومقرها كوريا الجنوبية، مملوكة لشركة LG للرعاية المنزلية والصحية؛
- ✓ Coca-Cola Icecek: مقرها في تركيا لها فروع في كل من تركيا، جنوب غرب آسيا وشبه الجزيرة العربية، تمتلك فيها الشركة حصة تقدر بـ 20.1%؛
- ✓ Swire: مقرها هونغ كونغ، الصين، تايوان وهونغ كونغ؛
- ✓ Kirin: مقرها باليابان مملوكة جزئيا من طرف الشركة؛
- ✓ Coca-Cola Bottlers Japan: هي شركة قابضة، تمتلك منها الشركة حصة تقدر بـ 16.3%؛
- ✓ PT Coca-Cola Bottling Indonesia: مقرها بإندونيسيا، تملك الشركة حصة تقدر بـ 29.4%؛
- ✓ Coca-Cola Bottlers Uzbekistan: مقرها بأوزبكستان، تملك الشركة حصة بها تقدر بـ 42.9%.
- بعد تجسيد كل هذه الاستثمارات الضخمة، تبقّى شركة كوكاكولا تطمح دائما إلى استقطاب استثمارات جديدة بميزة رابح-رابح، وذلك من خلال تقديم ضمانات للشركاء والمساهمين بتحقيق قيم مضافة بمنظوريه الداخلي والخارجي.
- 4-2- تقييم الأداء المالي لشركة كوكاكولا وفقا للمنظور الداخلي للقيم المضافة
- لتحقيق هذا الهدف يتوجب حساب كل من القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، وكذا القيمة المضافة للمساهمين (SVA) خلال فترة الدراسة.
- حساب القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لشركة كوكاكولا للفترة 2017-2021

يتم حساب قيمة EVA لكل سنة بتطبيق العلاقة الرياضية التالية وفقا للبيانات شركة كوكاكولا الموجودة عبر الموقع الرسمي للشركة.

$$EVA = NOPATA - WACC \times Ci$$

الجدول 1: القيمة الاقتصادية المضافة لشركة كوكاكولا للفترة 2017-2021 (مليون دولار)

البيان	2017	2018	2019	2020	2021
NOPATA	6637	6569	8843	8649	11202
WACC	8.29%	8.6%	8.85%	8.58%	8.9%
Ci	72804	68688	73753	75674	80311
WACC.Ci	6035.45	5907.17	6527.14	6492.83	7147.68
EVA	601.55	661.83	2315.85	2156.17	4054.32

المصدر: من اعداد الباحث، اعتمادا على (شركة كوكاكولا، 2022)

- حساب القيمة المضافة للمساهم (SVA) لشركة كوكاكولا للفترة 2017-2021
يتم حساب قيمة SVA لكل سنة بتطبيق العلاقة الرياضية التالية وفقا للبيانات شركة كوكاكولا الموجودة عبر الموقع الرسمي للشركة.

$$SVA_t = SHV_{t+1} - SHV_t$$

الجدول 2: القيمة المضافة للمساهم لشركة كوكاكولا للفترة 2017-2021 (مليون دولار)

البيان	2017	2018	2019	2020	2021
SHV _{t+1}	1248	6434	8920	7747	9771
SHV _t	-	1248	6434	8920	7747
SVA	-	5186	2486	1173-	2024

المصدر: من اعداد الباحث، اعتمادا على (شركة كوكاكولا، 2022)

3-4-تقييم الأداء المالي لشركة كوكاكولا وفقا للمنظور الخارجي للقيم المضافة:

لتحقيق هذا الهدف يتوجب حساب كل من القيمة السوقية المضافة (MVA)، وكذا العائد الإجمالي للمساهم (TSR) خلال فترة الدراسة.

- حساب القيمة السوقية المضافة لشركة كوكاكولا خلال الفترة 2017-2021: يتم حساب قيمة MVA لكل سنة بتطبيق العلاقة الرياضية التالية وفقا للبيانات لشركة كوكاكولا الموجودة عبر الموقع الرسمي للشركة.

$$MVA = MVE - BVE$$

الجدول 3: القيمة السوقية المضافة لشركة كوكاكولا للفترة 2017-2021

البيان	2017	2018	2019	2020	2021
MVE	46.78	48.83	42.97	57.14	51.96
BVE	19.32	19.50	20.18	20.29	21.86
MVA	27.46	29.33	22.79	36.85	30.10

المصدر: من اعداد الباحث، اعتمادا على (شركة كوكاكولا، 2022)

- حساب العائد الإجمالي للمساهم لشركة كوكاكولا خلال الفترة 2017-2021: يتم حساب قيمة TSR لكل سنة بتطبيق العلاقة الرياضية التالية وفقا للبيانات لشركة كوكاكولا الموجودة عبر الموقع الرسمي للشركة.

$$TSR = (P1 - P0) + D1/P0$$

الجدول 4: معدل العائد الإجمالي للمساهم لشركة كوكاكولا للفترة 2017-2021

البيان	2017	2018	2019	2020	2021
P1-P0	-	2.05	-5.86	14.17	-5.18
D1/P0	-	0.0329	0.0325	0.0379	0.0292
TSR an	-	2.0829	-5.8275	14.2079	-5.1508
TSR Total			5.3125		

المصدر: من اعداد الباحث، اعتمادا على (شركة كوكاكولا، 2022)

5. تفسير النتائج المتحصل عليها: إن النتائج المتحصل عليها لشركة كوكاكولا وفقاً لمنظور القيم المضافة يمكن تفسيرها على النحو الآتي:

من خلال الجدول رقم (1) يلاحظ تحقيق شركة كوكاكولا قيمة اقتصادية مضافة موجبة في سنة 2017 ما يعني مقدرتها على تحقيق ثروة إضافية للمساهمين، ويرجع سبب ذلك إلى الفرق الإيجابي في تكلفة رأس المال المستثمر التي وصلت إلى حدود 6,03 مليار دولار، وصافي الربح التشغيلي بعد الضرائب خلال هذه السنة، ومنه يمكن القول إن الشركة قامت باستغلال رأس المال واستثماره بشكل يساعدها على تحسين أوضاعها ورفع أدائها التشغيلي.

كما يلاحظ أن قيم EVA كانت موجبة خلال الفترة 2018-2021 وهذا يعني هناك خلق للقيمة، حيث سجلت قيمة اقتصادية موجبة في حدود 681.83 مليون دولار خلال سنة 2018، ويعود ذلك إلى ارتفاع صافي الربح التشغيلي في سنة 2018 إلى 6.56 مليار دولار ومع انخفاض في تكلفة رأس المال المستثمر مقارنة بالسنة التي سبقتها.

لتواصل قيم EVA في الارتفاع خلال سنة 2019 لنفس الأسباب سابقة الذكر، لكن انخفضت سنة 2020 إلى 2.1 مليار دولار وهذا يعود إلى انخفاض صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب إلى 8.6 مليار دولار وذلك بسبب تأثير جائحة كوفيد 19، وكذلك انخفاض في تكلفة رأس المال المستثمر إلى 6.4 مليار دولار، وفي سنة 2021 حققت الشركة أعلى قيمة اقتصادية مضافة لها بمبلغ 4,05 مليار دولار وهذا بالرغم من ارتفاع تكلفة رأس المال المستثمر، وهذا راجع للارتفاع في صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة أيضاً إلى أعلى قيمة له بـ 11,2 دولار مقارنة بسنة 2020، هذا الارتفاع كان أكبر من الارتفاع في تكلفة رأس المال المستثمر وهو ما أدى إلى الزيادة في قيمتها.

ومن خلال الجدول رقم (2) نلاحظ أنه تم تحقيق قيمة مضافة للمساهمين (SVA) خلال فترة الدراسة ما يفسره الارتفاع الحاصل في قيم إيرادات الشركة، لكن تم تسجيل قيمة سلبية في نهاية سنة 2020 بقيمة -1173 فهو يدل على تراجع القيمة المضافة للمساهمين بحوالي مليار ومائة مليون دولار مقارنة بالسنة التي سبقتها، وذلك يرجع إلى إغلاق الشركة لبعض من فروعها وتخفيف ساعات العمل للموظفين بسبب جائحة كوفيد 19، ومع تراجع تأثير الجائحة سنة 2021 عادت الأرباح للارتفاع لتبلغ قيمة 9771 مليون دولار، وذلك بعد الارتفاع الحاصل في المبيعات مسجلة أعلى قيمة تكون قد وصلت إليها خلال الخمسة سنوات الأخيرة.

وكما يلاحظ من خلال الجدول رقم (3) تحقيق الشركة لقيمة اقتصادية مضافة (MVA) موجبة طيلة فترة الدراسة، حيث ارتفعت قيمتها في سنة 2018 (29.33 دولار) مقارنة بسنة 2017

(27.46) نتيجة ارتفاع القيمة السوقية لسهم الشركة بعد الزيادة المسجلة في حجم الاستثمارات من جهة وزيادة الطلب على أسهمها من جهة أخرى، لكن تم تسجيل تراجع ملحوظا بقيمتها في نهاية سنة 2019 (22.79) نتيجة انتشار جائحة كوفيد 19 المؤدية لوضع الركود الاقتصادي اقتصاديات غالبية الدول، وكذا لتراجع محسوس في المؤشرات العامة لمختلف الأسواق المالية العالمية.

وعليه اتخذت الشركة مجموعة من الإجراءات التصحيحية والاحترازية سنة 2020 من بينها تفعيل مبدأ محدودية الأسهم القابلة للتداول ما نتج عنه زيادة الطلب على الأسهم، ليحقق سهم الشركة أعلى قيمة سوقية له في نهاية السنة (36.85 دولار)، بعدها تم تسجيل تراجع في قيمته في نهاية سنة 2021 (30.10) لكنها تبقى جد مقبولة مقارنة بشركات من نفس الحجم أو تنشط داخل نفس القطاع.

وبالتالي جاءت نتائج معدل العائد الإجمالي للمساهم (TSR) لشركة كوكاكولا خلال الفترة الموضحة في الجدول رقم (4) تتماشى والتغير الحاصل في نتائج القيمة السوقية المضافة، بحيث حقق كل مساهم زيادة إيجابية خلال سنة 2018 (2.0829 دولار) بعد تطبيق سياسة توزيع الأرباح التي أقرها مجلس إدارة الشركة، لتتراجع خلال نهاية سنة 2019 (-5.8275 دولار) نتيجة لتراجع القيمة السوقية للسهم من جهة وانخفاض القيمة الاقتصادية المضافة من جهة أخرى بسبب تداعيات الجائحة، لكن مع تحسن الوضعية المالية للشركة بعد تطبيق حزمة الإصلاحات المالية اللازمة حقق هذا المؤشر (TSR) أعلى عائد له في نهاية سنة 2022 بقيمة (14.2079 دولار)، لكنه تراجع بحوالي (-5.1508 دولار) بحلول نهاية سنة 2021 مقارنة بالسنة التي سبقتها نتيجة للتراجع الحاصل في القيمة السوقية للسهم وكذا في إيرادات الشركة.

فعلا ضوء ما سبق تفسيره تم اثبات صحة الفرضية الجزئية الأولى الموسومة بـ "يكتسي منظور القيم المضافة أهمية كبيرة في جذب المستثمرين للشركات المالية" وذلك أن الإدارة بالقيمة أصبح ميزة مرتبطة بالشركات الكبرى كمحاولة منها للانتقال بالوظيفة المالية من النشاط المحاسبي إلى النشاط الاقتصادي، كما أن هذه المؤشرات تعتبر كمقاييس شاملة تساهم في اتخاذ القرارات ذات البعد الاستراتيجي الموسوم بالشمولية اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم.

وكما تم اثبات صحة الفرضية الجزئية الثانية الموسومة بـ "تحقق شركة كوكاكولا قيما مضافة من منظور داخلي للفترة 2017-2021" حيث أعطت نتائج الدراسة التطبيقية للمؤشرات الداخلية للقيم المضافة (EVA-SVA) نتائج جد مرضية مكنت الشركة من النمو اقتصاديا مع تحقيق عوائد إضافية للمساهمين.

أضف لذلك تم اثبات صحة الفرضية الجزئية الثالثة الموسومة بـ "تحقق شركة كوكاكولا قيما مضافة من منظور خارجي للفترة 2017-2021" بحيث أعطت نتائج الدراسة التطبيقية للمؤشرات خارجية للقيم المضافة (MVA-TSR) نتائج جد مرضية مكنت الشركة من تحقيق عوائد ضخمة بعد ارتفاع القيمة السوقية لأسهمها، كما أن سياسة توزيع الأرباح تعتبر جيدة هذا ما يدل على نجاح شركة في تحقيق معدل العائد على السهم مرتفع، وذلك بعد استقطاب استثمارات جديدة. وعليه تم اثبات صحة الفرضية الرئيسية الموسومة بـ "تعتمد عملية اتخاذ القرار الاستثماري في أسهم شركة كوكاكولا بشكل أساسي على منظور القيم المضافة" وبالتالي على أي مستثمر يريد الاستثمار في أسهم شركة كوكاكولا عليه بالاعتماد أساسا على المنظورين الداخلي والخارجي للقيم المضافة.

6. خاتمة:

يعتبر موضوع خلق القيمة محورا أساسيا في الشركات المالية الذي تركز عليه في عملية التسيير، وذلك من خلال تحقيق ثروة إضافية للمساهمين وإنشاء قيمة للشركة، فمن أجل الوصول إلى هذه الأهداف تعظيم القيمة عملت مختلف الشركات المالية على تبني مقاييس الأداء الحديثة المبنية على منظور القيم المضافة بشقيه الداخلي والخارجي، حيث تتجسد الأولى في المؤشرات المالية والمحاسبية كالقيمة الاقتصادية المضافة، والقيمة المضافة للمساهم، بينما تتجسد الثانية في المؤشرات البورصية التي يتم تطبيقها على مستوى الأسواق المالية كالقيمة السوقية المضافة و معدل العائد الإجمالي للمساهم.

فعلا ضوء ما تم التطرق إليه سابقا جاءت نتائج الدراسة على النحو الآتي:

- ✓ تكتسي مؤشرات القيم المضافة بمنظورها الداخلي والخارجي أهمية كبيرة، إذ تعتبر كمقاييس شاملة تساهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية في أسهم الشركات المالية؛
- ✓ تعد شركة كوكاكولا من بين أنجح الشركات العالمية المتعددة الجنسيات تطمح دائما إلى استقطاب استثمارات جديدة، وذلك من خلال تقديم ضمانات للمساهمين بتحقيق قيم مضافة بمنظوريه الداخلي والخارجي؛
- ✓ حققت شركة كوكاكولا قيما اقتصادية مضافة (EVA) موجبة خلال فترة الدراسة ما سمح بتحقيق ثروة إضافية للمساهمين، بعد ارتفاع المحقق في صافي الربح التشغيلي؛
- ✓ ساهم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في اتخاذ شركة كوكاكولا القرارات الاستثمارية ووضع الاستراتيجيات نحو بناء القيمة في الأجل الطويل؛

✓ حققت شركة كوكاكولا قيمة مضافة للساهمين (SVA) خلال فترة الدراسة ما يفسره الارتفاع الحاصل في إيراداتها، وهذا بالرغم من تأثير جائحة كوفيد 19 من خلال تراجع المبيعات سنة 2020؛

✓ حققت شركة كوكاكولا قيمة سوقية (MVA) مضافة خلال فترة الدراسة، بسبب الارتفاع في القيمة السوقية (EVE) مقارنة بالارتفاع الحاصل في القيمة الدفترية (BVE) لأسهمها؛

✓ شهدت شركة كوكاكولا خلال فترة الدراسة تحقيق معدل العائد الإجمالي للمساهم (TSR) بشكل إيجابي بعد السياسة الرشيدة لتوزيع الأرباح المتبعة من طرفها وذلك بالرغم من تراجعها خلال فترة جائحة كوفيد 19؛

وعليه يمكن تقديم مجموعة من الاقتراحات والمتمثلة في:

✓ من الأحسن لشركة كوكاكولا إرفاق مؤشرات القيم المضافة بدراسة إمكانية وقوعها بالفشل المالي في المدى المتوسط والبعيد، وذلك لتحقيق مبدأ الأمان لدى المستثمرين الراغبين في الاستثمار بأسهمها؛

✓ من الأفضل استخدام التحليل النوعي للبيانات المالية لشركة كوكاكولا بهدف إعطائها مدلولها الاقتصادي؛

✓ على مسيرو الشركة التركيز على قيمة المعلومات المالية المتاحة في السوق المالي.

6. قائمة المراجع:

- Abdullah. Al Mamun. *Eva as superior performance maesurment tool, Faculty of economic and business*. Sanghafoura: Univercity Malaysia. (2011).
- Gregory. Denglos. *La création de valeur modèle, mesure diagnostic*. Paris: Edition Dunod. (2003).
- Jerome Caby. Gérard Hirigoyen. *La création de Valeur de l'entreprise*. Paris: Edidion ECONOMICA. (2001).
- Latha Chari. Mohanty R.P (2022, 9, 14). www.researchgate.net. Récupéré sur Understanding value creation the shareholder value perspective: https://www.researchgate.net/publication/266884585_Understanding_Value_Creation_The_Shareholder_Value.
- The Coca-Cola Company. (2022, octobre 21). *The Coca-Cola Company*. Récupéré sur <https://ar.coca-colaarabia.com>.
- The Coca-Cola Company. (2022, octobre 21). <https://sa.investing.com/equities/coca-cola-co-income-statement>.
- حمد النعيمي شهاب الدين. استخدام مؤشري القيمة السوقية المضافة والعائد على رأس المال المستثمر في قياس أداء القطاع المصرفي العراقي مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية. جامعة بغداد. المجلد 18 العدد 68. (2012).
- سعيد بركة. خلق القيمة في البنك ماجستير في العلوم الاقتصادية. قسنطينة، جامعة منتوري، الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير. (2005).

إشكالية اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركات المالية من منظور... عمار بن مالك/نسيم بوقال

- سعد علي محمود العنزي. مصطفى منير اسماعيل. الهندسة المالية لأعمال الاستراتيجية مدخل في إدارة خيار التنوع على أساس القيمة المضافة بغداد: دار الفكر للنشر والتوزيع. (2014).
- شريفة جعدي. قياس الكفاءة التشغيلية في المؤسسات المصرفية. رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. ورقلة. كلية العلوم الاقتصادية. الجزائر: جامعة قاصدي مرباح ورقلة. (2014).
- شركة كوكاكولا. (2022, 10 5) الموقع الرسمي لمؤسسة كوكاكولا نسخة العربية- Récupéré sur <https://ar.coca-colaarabia.com>
- عدنان تايه النعيمي. أرشد فؤاد التميمي. التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة. عمان: دار اليازوري للنشر والتوزيع. (2008).
- عمار بن مالك. اتجاهات الحديثة للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء دراسة حالة شركة اسمنت السعودية للفترة 2006-2010. مذكرة ماجستير في الإدارة المالية. جامعة منتوري. قسنطينة. (2011).
- الموقع الرسمي لشركة كوكاكولا. (25.10.2022). البيانات المالية للفترة 2017-2021. Récupéré sur www.coca-cola.com
- محمد الصالح حناوي. وآخرون. الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرار. الإسكندرية: الدار الجامعية. (2004).
- محمد سهيل شعبان. شعبان لولو. قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم. غزة: الجامعة الإسلامية. (2015).
- محمد عبد الحميد مطاوع. دور حوكمة الشركات في تعظيم قيمة المنشأة دراسة نظرية تطبيقية، مجلة آفاق جديدة، كلية التجارة. جامعة المنوفية. مصر. (2009).
- هشام بحري. مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم بين النظرية والتطبيق. مجلة أداء المؤسسات الجزائرية. العدد 1. جامعة ورقلة. (2012).
- هواري سويسبي. تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر. رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. جامعة الجزائر. (2008).
- وليد هلال. الأسس العامة لبناء المزايا التنافسية ودورها في خلق القيمة. ماجستير في علوم التسيير. جامعة المسيلة. (2009).