

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
المدرسة العليا للتجارة – الجزائر -

## مذكرة تخرج

مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم التجارية والمالية  
تخصص: مالية المؤسسة

### الموضوع:

أثر قرارات الاستثمار والتمويل على إنشاء القيمة  
داخل المؤسسات  
دراسة حالة الخزفية الجزائرية

فترة التبرص: من 2017/03/19 إلى 2017/04/19.

تحت إشراف الأستاذ الدكتور:  
محمد براق

من إعداد الطالبتين:  
فضيل نادية  
مريبي هاجر

السنة الجامعية: 2016-2017



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
المدرسة العليا للتجارة – الجزائر -

## مذكرة تخرج

مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم التجارية والمالية  
تخصص: مالية المؤسسة

### الموضوع:

أثر قرارات الاستثمار والتمويل على إنشاء القيمة  
داخل المؤسسات  
دراسة حالة الخزفية الجزائرية

فترة التبرص: من 2017/03/19 إلى 2017/04/19.

تحت إشراف الأستاذ الدكتور:  
محمد براق

من إعداد الطالبتين:  
فضيل نادية  
مريبي هاجر

السنة الجامعية: 2016-2017

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## كلمة شكر

الحمد لله حمدا كثيرا مباركا يوافي نعمه ويشكر مزيده

اللهم إنا نشكرك شكرا يليق بجلال وجهك وعظيم سلطانتك فيا رب لك الحمد حتى ترضى ولك الحمد إذا رضيت ولك الحمد بعد الرضا.

الشكر الخالص للأستاذ المحترم محمد براق على تقبله الإشراف على هذا العمل

بصدر رحب وعلى صبره وتفانيه حاملتين له في قلوبنا كل الاحترام والتقدير

سائلا الله عزوجل أن يديم فضله وعطاءه.

والشكر كذلك للأستاذ الدكتور عبد القادر قليز على التوجيهات والنصائح المقدمة من أجل إعداد هذا البحث،

وكذلك دون أن ننسى عمال المكتبة بالمدرسة العليا للتجارة على تقديمهم يد المساعدة من تسهيلات في

الحصول على المراجع، ومسيري الشركة حالة الدراسة على تقبلهم إجراء التريض على مستوى مؤسستهم،

وبالأخص المؤطر رئيس قسم المحاسبة والمالية السيد مراد شابوني على توجيهاته وإجاباته عن كل الأسئلة

المطروحة وذلك بكل مهنية وصدر رحب.

ونشكر كل من ساهم من قريب أو من بعيد في إتمام هذا العمل

راجين من الله تعالى أن نكون قد وفقنا في عملنا هذا آمليين أن يكون فيه منفعة لنا

ولغيرنا.

إهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى:

الوالدين الكريمين حفظهما الله

جدي وجدتي حفظهما الله

أخواتي نصيرة، جميلة، حميدة، نبيلة وإيمان وأخوأي أنيس ورفيق

كل الأهل والأقارب

كل صديقاتي اللواتي كنّ برّفتي ومصاحبتي أثناء دراستي

كل من لم يدخر جهداً في مساعدتي وكل من شجّعني بالكلمة الطيبة

كل من ساهم في تلقيني ولو بحرف في حياتي إلى كل أساتذتي

نأوية

## الإهداء

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

(قل اعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنون )

إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك ولا يطيب النهار إلا بطاعتك ولا تطيب  
اللحظات إلا بذكرك ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك ولا تطيب الجنة إلا برويتك  
"الله جل جلاله"

إلى من كلفه الله بالهبة والوقار، إلى من علمني العطاء بدون انتظار، إلى  
من أحمل اسمه بكل افتخار، أرجو من الله أن يمد في عمرك لترى ثماراً قد حان  
قطافها بعد طول انتظار وستبقى كلماتك نجوماً أهتدي بها اليوم وفي الغد وإلى الأبد  
والدي العزيز

إلى ملاكي في الحياة، إلى معنى الحب وإلى معنى الحنان والتفاني، إلى بسمه الحياة وسر الوجود  
إلى من كان دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي، إلى أغلى الحبايب  
أمي الحبيبة

إلى من رافقتني منذ أن حملنا حقائب صغيرة ومعكن سرت الدرب خطوة بخطوة  
وما تزلن ترافقتني حتى الآن، إلى شموع متقدة تنير ظلمة حياتي  
أخواتي: إيمان، سارة ورميساء

إلى أخواي ورفقاء دربي في هذه الحياة، إلى من أرى التفاؤل بعينيها والسعادة في ضحكتيها  
في نهاية مشواري أريد أن أشكركما على مساندتكما  
أخواي: أسامة وعبد الجليل

إلى كل عائلة "مريعي" وعائلة "بكييس" من كبيرها إلى صغيرها وخاصة جداتي رحمهما الله  
وأسكنهما فسيح جنانه

إلى من تحلو بالإخاء وتميزوا بالوفاء والعطاء، إلى ينابيع الصدق الصافي، إلى من معهم سعدت،  
وبرفتهم في دروب الحياة الحلوة والحزينة سرت، إلى من كانوا معي على طريق النجاح والخير، إلى  
جميع صديقاتي وأخص بالذكر رفيقتي في هذا البحث، نادية فضيل

# الفهرس العام

II - I .....	الفهرس العام
III .....	قائمة الأشكال
IV - V .....	قائمة الجداول
VI .....	قائمة المختصرات
VII .....	قائمة الملاحق
أ- و .....	مقدمة عامة
1 .....	الفصل الأول: الأسس النظرية لقرارات الاستثمار والتمويل
2 .....	المبحث الأول: القرارات الإستراتيجية داخل المؤسسة
2 .....	المطلب الأول: مفهوم القرار وركائزه
4 .....	المطلب الثاني: تصنيف القرارات داخل المؤسسة وماهية القرار الاستراتيجي
9 .....	المبحث الثاني: الأسس النظرية لقرار الاستثمار
9 .....	المطلب الأول: ماهية قرار الاستثمار
15 .....	المطلب الثاني: محددات وأساليب اتخاذ قرار الاستثمار
20 .....	المبحث الثالث: الأسس النظرية لقرار التمويل
20 .....	المطلب الأول: ماهية قرار التمويل
24 .....	المطلب الثاني: تكلفة وهيكل رأس المال
35 .....	خلاصة الفصل الأول
37 .....	الفصل الثاني: أثر قرارات الاستثمار والتمويل على إنشاء القيمة
38 .....	المبحث الأول: الأسس النظرية لإنشاء القيمة
38 .....	المطلب الأول: ماهية إنشاء القيمة
41 .....	المطلب الثاني: معايير قياس إنشاء القيمة
48 .....	المبحث الثاني: أثر قرار الاستثمار على إنشاء القيمة
48 .....	المطلب الأول: الاستثمار المسجل ضمن الإستراتيجية العامة للمؤسسة مصدر لإنشاء القيمة
52 .....	المطلب الثاني: تقييم الاستثمارات وسيلة لإنشاء القيمة
57 .....	المبحث الثالث: أثر قرار التمويل على إنشاء القيمة
57 .....	المطلب الأول: أثر هيكل التمويل على إنشاء القيمة
66 .....	المطلب الثاني: تكلفة رأس المال وإنشاء القيمة
70 .....	خلاصة الفصل الثاني
72 .....	الفصل الثالث: دراسة حالة مؤسسة الخزفية الجزائرية

73.....	المبحث الأول: منهجية الدراسة.....
73.....	المطلب الأول: تقديم مؤسسة الخزفية الجزائرية.....
76.....	المطلب الثاني: طبيعة الدراسة.....
85.....	المبحث الثاني: النتائج المتحصل عليها.....
85.....	المطلب الأول: دراسة تطور المتغيرات المفسرة لقرارات الاستثمار والتمويل وإنشاء القيمة.....
93.....	المطلب الثاني: ارتباط قرارات الاستثمار والتمويل مع إنشاء القيمة.....
100.....	المبحث الثالث: مناقشة وتحليل النتائج.....
100.....	المطلب الأول: قرار الاستثمار وإنشاء القيمة.....
102.....	المطلب الثاني: قرار التمويل وإنشاء القيمة.....
105.....	خلاصة الفصل الثالث.....
107.....	الخاتمة العامة.....
112.....	قائمة المراجع.....
116.....	ملخص البحث.....

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
14	مراحل اتخاذ القرار الاستثماري	01
40	عوامل إنشاء القيمة	02
63	العلاقة بين قيمة المؤسسة وحجم الاستدانة في الهيكل المالي في ظل وجود الضرائب ووجود تكلفة الإفلاس والوكالة	03
94	ارتباط القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل الاستثمار	04
95	الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل كثافة رأس المال	05
97	الارتباط بين القيمة السوقية المضافة ومعدل الاستثمار	06
98	الارتباط بين القيمة السوقية المضافة ومعدل كثافة رأس المال	07
99	الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل الاستدانة	08
100	الارتباط بين القيمة السوقية المضافة ومعدل الاستدانة	09

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
74	قدرات إنتاج الوحدات الانتاجية لم.ذ.م.م الخزفية الجزائرية	01
79	قيم المتغير بيتا لمؤسسات قطاع مواد البناء المغربية المسجرة في بورصة الدار البيضاء	02
79	قيم المتغير بيتا لمؤسسات قطاع مواد البناء التونسية المسجرة في بورصة تونس	03
80	علاوة خطر البلد "الجزائر"	04
80	نتائج حساب تكلفة رأس المال لفترة الدراسة (2011-2015)	05
82	جدول يلخص معايير قياس انشاء القيمة	06
83	مؤشرات سياسة الاستثمار	07
83	مؤشرات سياسة الاستدانة	08
86	تطور مردودية رؤوس الأموال المستثمرة	09
87	تطور مردودية الأموال الخاصة	10
88	تطور مؤشر القيمة	11
89	تطور القيمة الاقتصادية المضافة	12
90	تطور إنشاء القيمة الخارجية	13
91	تطور معدل كثافة رأس المال	14
91-92	تطور معدل الاستثمار	15
92	تطور معدل الاستدانة	16
94	حساب معامل الارتباط الخطي بين القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل الاستثمار	17

95	معامل الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل كثافة رأس المال	18
96	معامل الارتباط الخطي بين القيمة السوقية المضافة ومعدل الاستثمار	19
97	معامل الارتباط الخطي بين القيمة السوقية المضافة ومعدل كثافة رأس المال	20
98	معامل الارتباط الخطي بين القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل الاستدانة	21
99	معامل الارتباط بين القيمة السوقية المضافة ومعدل الاستدانة	22

## قائمة المختصرات

<b>SARL</b>	Société A Responsabilité Limitée
<b>DR</b>	Délais de Récupération
<b>TRC</b>	Taux de Rendement Comptable
<b>VAN</b>	Valeur Actuelle Nette
<b>TRI</b>	Taux de Rendement Interne
<b>IP</b>	Indice de Profitabilité
<b>ROI</b>	Return On Investment
<b>ROE</b>	Return On Equity
<b>EVA</b>	Economic Value Added
<b>WACC</b>	Weighted Average Cost of Capital
<b>ROIC</b>	Return On Invested Capital
<b>MBA</b>	Marge Brute d'Autofinancement
<b>CFROI</b>	Cash Flow Return On Investment
<b>TSR</b>	Total Shareholder Return
<b>IV</b>	Indice de Levier de Valeur
<b>MVA</b>	Market Value Added

## قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق
01	الهيكل التنظيمي لمؤسسة الخزفية الجزائرية
02	التعديلات اللازمة لحساب القيمة الاقتصادية المضافة
03	الميزانية المجمعة 2012/12/31
04	جدول حساب النتائج 2012/12/31
05	الميزانية المجمعة 2013/12/31
06	جدول حساب النتائج 2013/12/31
07	الميزانية المجمعة 2014/12/31
08	جدول حساب النتائج 2014/12/31
09	الميزانية المجمعة 2015/12/31
10	جدول حساب النتائج 2015/12/31

# مقدمة عامة

## مقدمة عامة

لقد دخلت الجزائر منذ مطلع التسعينات من القرن العشرين مرحلة تحول تميزت بإصلاحات اقتصادية كبرى ترمي إلى التوجه نحو اقتصاد السوق، على غرار ما تشهده الدول التي كانت تنتهج نظام الاقتصاد الموجه. وهذا من شأنه أن يفرز وضعية جديدة للاقتصاد الوطني، تختلف عن ما سبق اختلافا كبيرا وجوهريا، بالنظر لاعتماده على آليات السوق في تحديد الأسعار، وارتكازه على فرضية رشادة الأعوان الاقتصاديين في اتخاذ قراراتهم. كما يدفع هذا التحول بالمؤسسة نحو الانفتاح الاقتصادي على العالم.

تنشط المؤسسة هذه الأيام في وسط غير أكيد وكثير التغير بحيث يصعب التحكم به باعتبار صعوبة تقدير وتوقع مكوناته، خاصة فيما يتعلق بحركة انفتاح المؤسسات على الاقتصاد الحر. إذ أن، النتيجة الحقيقية للتدويل هي الانتقال من نظام مغلق إلى نظام منفتح ما يتسبب في تغيير آليات السوق وفتح المجال لمستثمرين جدد يؤثرون على عمل المؤسسات.

يمتاز هذا الوسط الجديد بمنافسة واسعة ترجع إلى عدة عوامل. حيث إن، الانتقال من الطلب المتجانس إلى الطلب المتنوع يجبر المؤسسات على تنظيم إنتاجهم وتبني استراتيجية تسمح لهم بالتكيف مع الوسط الجديد. بالفعل، هذا المستوى من التنافسية يلزم المؤسسة بوضع استراتيجية تجعلها أكثر مرونة أمام الكم الهائل من المنافسين والذي لا يتوقف عن الارتفاع.

تحدد النظرية المالية العديد من الأهداف للمؤسسة كهدف استمرارية وبقاء المؤسسة، الرفع من رقم الأعمال أو الحصة السوقية، النمو، التطور، توقع الأخطار، التحكم في التكاليف، إنتاجية الموارد، رأس المال البشري والقدرة على مواكبة التغيرات. تعتبر هذه الأهداف من أهم الأهداف الاستراتيجية التي ترغب المؤسسة على تحقيقها مع العلم أن الهدف الرئيسي هو إنشاء القيمة سواء كانت من أجل المساهمين أو المتعاملين الفاعلين للمؤسسة

باعتبار أنّ إنشاء القيمة هو المطلب الرئيسي للمؤسسات والهدف الأساسي للمساهمين وكذا لمجموع المتعاملين معها. فقد أصبح هذا الموضوع يمثل اليوم محور النقاشات والرهانات، لأنه يعتبر من جهة، ضمان لكسب ثقة المستثمرين ومنحهم توقعات واضحة ومتقابلة فيما يتعلق بنشاط المؤسسة. ومن جهة أخرى، ضمانا للتوزيع المتساوي لهذه القيمة المضافة بين مختلف الشركاء (المساهمين، المسيرين، العمال والمجتمع...).

يؤكد الباحثون في مجال مالية المؤسسة أن الفكر المالي الحديث يركز على نظرية قيمة المؤسسة، حيث يشير في سياقها إلى أن هدف المؤسسة الاقتصادية المعاصر هو إنشاء القيمة، ومنه، تعظيم قيمتها الاقتصادية. نظرا لما له من انعكاس وفائدة على جميع الأطراف المعنية بالمؤسسة (الملاك الحاليون

والمتوقعون، الدائنون، العاملون، المجتمع...). لذلك تسعى إدارة المؤسسة إلى توجيه مجمل قراراتها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر في خدمة هذا الهدف الاستراتيجي (تعظيم القيمة)، كونه هو الذي يعمل على الحفاظ على بقاء واستمرارية المؤسسة خاصة في ظل اقتصاد السوق المتميز بالانفتاح والمنافسة. فمن بين القرارات المتخذة على مستوى المؤسسة هناك قرارات استراتيجية، لها الأثر البالغ على مستقبل واستمرارية المؤسسة وعلى قيمتها الاقتصادية. ويندرج ضمن هذا النوع من القرارات قرارات الاستثمار والتمويل والتي تصنف ضمن القرارات المالية.

بالفعل، المؤسسة معنية بشكل مباشر بمفهوم إنشاء القيمة، ما يؤدي إلى الاهتمام بدراسة العلاقة بين الاستثمار، التمويل وإنشاء القيمة و كيفية تدخل وتأثير هذه القرارات (سلبيا أم ايجابيا) على إنشاء القيمة.

### إشكالية الدراسة

في ظل ما سبق ذكره، تتبلور معالم الإشكالية الأساسية لهذا البحث والتي يمكن صياغتها على النحو التالي: هل تؤثر قرارات الاستثمار و التمويل على إنشاء القيمة داخل المؤسسات ؟

### الأسئلة الفرعية

- هل يمكن قياس إنشاء القيمة داخل المؤسسة
- هل يؤثر قرار الاستثمار على إنشاء القيمة داخل المؤسسة؟
- إذا كان هناك تأثير لقرار الاستثمار على إنشاء فما هي طبيعة هذا التأثير؟
- باعتبار أن قرارات التمويل والاستثمار قرارات مالية مترابطة فيما بينها فهل هناك تأثير لقرار التمويل على إنشاء القيمة؟
- ما طبيعة تأثير قرار التمويل على إنشاء القيمة إذا صح وجوده.

### فرضيات الدراسة

تقتضي معالجة الموضوع صياغة مجموعة من الفرضيات هي حصيلة مجموعة من القرارات تساعد على توجيه الدراسة وتمثل أكثر الإجابات توافقا مع الأسئلة المطروحة وأبرزها:

- هناك العديد من المعايير والمؤشرات المحاسبية والمالية التي تساعد على قياس إنشاء القيمة داخل المؤسسة.
- هناك تأثير لقرارات الاستثمار على إنشاء القيمة داخل المؤسسات.
- لقرار الاستثمار تأثير ايجابي على إنشاء القيمة داخل المؤسسات.
- تؤثر قرارات التمويل على إنشاء القيمة في المؤسسة.
- تربط قرار التمويل وإنشاء القيمة علاقة طردية.

### أهمية الدراسة وأسباب اختيار الموضوع

موضوع إنشاء القيمة يشغل محور مجال المالية وتسيير المؤسسة، إذ أنّ إنشاء القيمة كانت تعتبر ولا زالت مصدرا وركيزة لتطور المؤسسة. كما تعتبر المؤسسة أيضا أحد أعمدة التطور الاقتصادي حيث إن، مساهمة المؤسسة سواء كانت ايجابية أم سلبية تؤثر بشكل مباشر على النمو الاقتصادي للبلد. ومنه، إذا كانت المؤسسة قد وجدت من أجل المساهمة الايجابية في نمو البلاد فهي ملزمة بإنشاء القيمة. وهذا يكون من خلال ترشيد قراراتها فيما يخص كل من الاستثمار والتمويل. ومن هذا المنطلق يمكن أن تتبرز أهمية هذا الموضوع

- كما تتلخص أبرز أسباب اختيار الموضوع في الآتي:
- الرغبة في البحث أكثر فيما يخص قرارات وأهداف المؤسسة باعتبار توافق الموضوع ومجال التخصص.
- بلورة رؤية موضوعية للمحاور التي يمكن أن تنطلق منها المؤسسة سعيا وراء استنباط سبل كفيلة للرفع من قيمتها.
- زيادة الاهتمام بمفهوم إنشاء القيمة داخل المؤسسات
- الرغبة في فهم علاقة الاستثمار والتمويل بإنشاء القيمة داخل المؤسسة.

### أهداف الدراسة

- تتمثل أهداف هذه الدراسة أساسا فيما يلي:
- التعرف على أهم القرارات الاستراتيجية داخل المؤسسة
- التعرف على مفهومي الاستثمار والتمويل.
- إبراز أهمية القرارات المالية بما فيها قرارات الاستثمار والتمويل
- التعرف على مفهوم إنشاء الثروة في المؤسسات.
- إبراز تأثير الاستثمار والتمويل على إنشاء الثروة داخل المؤسسة.

### المنهج المستخدم

تم في هذا البحث اعتماد أكثر من منهج وذلك حسب احتياجات البحث وانسجاما مع ما تقتضيه طبيعة الدراسة حيث تم استخدام المنهج الوصفي والمنهج التحليلي. فاستخدام المنهج الوصفي يظهر من خلال عرض مختلف المفاهيم المتعلقة بالتمويل والاستثمار مع التطرق إلى مفهوم إنشاء القيمة داخل المؤسسة. أما المنهج التحليلي فيتجلى من خلال تحليل الأشكال والجداول والمعطيات الاقتصادية.

### صعوبات الدراسة:

- تم مواجهة العديد من الصعوبات والعقبات أثناء إجراء هذه الدراسة ومن بينها:
- ضيق الوقت المخصص لإعداد المذكرة الشيء الذي حد من قدرتنا على الإلمام بكل جوانب الموضوع.

- نقص الدراسات السابقة التي تعالج موضوع تأثير قرارات الاستثمار والتمويل على انشاء القيمة داخل المؤسسة.
- قائمة المراجع باللغة الفرنسية وصعوبة ترجمة بعض المصطلحات العلمية وإيجاد ما يقابلها باللغة العربية والذي قد يؤدي إلى قصور فهم المعنى لدى القارئ.
- ضعف سوق الأوراق المالية الجزائرية الشيء الذي صعب علينا الحصول على بعض المعلومات الضرورية لانجاز الدراسة الميدانية مما جعلنا نلجأ إلى معطيات أسواق البلدان المجاورة.
- صعوبة تطبيق فرضيات الدراسة على المؤسسة المستقبلة باعتبار أنها مؤسسة عائلية ذات مسؤولية محدودة غير مسعرة في البورصة.

### الدراسات السابقة

أما فيما يخص الدراسات السابقة والتي لها علاقة بموضوع الدراسة يتم ذكرها كآتي:

1. حمزة غربي، محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة المتوسطة، أطروحة دكتوراه في العلوم لتجارية و المالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2014.

ساهمت هذه الدراسة في معرفة محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية، وذلك من خلال تحديد كل من محددات الاستثمار، محددات الهيكلية المالية ومحددات سياسة توزيع أرباح السهم في هذه المؤسسات.

2. هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر، 2008.

ساهمت هذه الدراسة في الوقوف على موضوع تقييم المؤسسة بشكله الموسع و ببعديه لأغراض التفاوض وأغراض دعم اتخاذ القرار، خاصة في ظل النظرية المالية وكذلك التعرف على مفهوم القيمة حسب ما جاء به الفكر الاقتصادي

3. ASSOUS Nassima, L'impact des décisions financières sur la création de valeur au sein des entreprises publiques Algériennes cotées à la bourse d'Alger: Cas de SAIDAL et l'E.G.H-AURASSI, Thèse de doctorat en sciences économiques, Faculté des sciences économiques commerciales et des sciences de gestion, Tizi-Ouzou, 2015.

ساهمت هذه الدراسة في تقديم طرح عن إنشاء القيمة الداخلية والسوقية أو الأداء المالي المستهدف من طرف المؤسسة في ظل إنشاء القيمة. اهتمت هذه الأطروحة بموضوع إنشاء القيمة الداخلية والخارجية

(السوقية) داخل المؤسسات العمومية الجزائرية المسعرة في بورصة الجزائر. استهدفت الدراسة موضوع إنشاء القيمة والعلاقة التي تربطها بقرارات الاستثمار والتمويل في ظل حوكمة جيدة في إطار محيط المؤسسات العمومية المسعرة في بورصة الجزائر.

**4. Inès Zekri, L'impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise mesurée par la valeur économique ajoutée (EVA), article économique publié dans la revue "Comptabilité et connaissance", France, 2005.**

تمّ من خلال هذه الدراسة معالجة موضوع إنشاء القيمة في المؤسسة وعلاقة قرار التمويل والهيكل المالي عليه وعلى أداء المؤسسة من خلال دراسة حالة الشركة الصناعية التونسية (AMS). حيث اعتمدت في توضيح العلاقة على استعمال معيار القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لتقدير القيمة الإضافية المحققة.

**5. هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مقال نشر في مجلة الباحث، جامعة ورقلة، 2010.**

حاول الباحث من خلال هذا المقال التطرق إلى أحد الأساليب المساعدة في تشخيص وضعية المؤسسة والوقوف على أدائها وذلك باستعمال مؤشرات الأداء المبنية على القيمة للوصول لذلك الهدف. فهذه من شأنها أن تساعد المسيرين بالدرجة الأولى في كشف وضعية مؤسساتهم على عدة مستويات، الأمر الذي يترتب عنه الرشادة في القرارات السليمة.

**6. Abdelkader GLIZ, Valeur de l'entreprise et méthode de privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché, Thèse doctorat d'Etat en sciences économique, 2001.**

تدور إشكالية هذه الدراسة حول إمكانية إيجاد طريقة خصخصة ملائمة للمؤسسات العمومية، من خلال اعتماد قيمة المؤسسة كأداة تفيد في تقليل المخاطر التي قد تنجر عن خصخصة المؤسسات، وعليه، فإن هذه الأطروحة تعالج قيمة المؤسسة من جانبين، المخاطر المتأتمية من سوء تقدير قيمة المؤسسة من سوء تقدير قيمتها من جهة، واعتمادها كأداة في يد الحكومة لتقليل المخاطر الناجمة عن خصخصة المؤسسات من جهة أخرى، وذلك في ظل الانتقال إلى اقتصاد السوق.

## خطة الدراسة

بهدف إتمام هذه الدراسة والإجابة على الإشكالية المطروحة تم تقسيم هذا البحث إلى ثلاثة فصول. خصص الفصل الأول للتعريف بالأسس النظرية لقرارات الاستثمار والتمويل من خلال إبراز مفهوم القرارات الاستراتيجية بالمؤسسة ثم مفهوم هذه القرارات (التمويل والاستثمار)، محددات وأساليب اتخاذ كل من القرارين وكذا مفهوم وتكلفة هيكل رأس المال الخاص بالمؤسسة. أما الفصل الثاني، فيهتم بدراسة مفهوم إنشاء القيمة داخل المؤسسة أهم أسسها النظرية ومعايير قياسها ومحاولة التعرف على العلاقة التي تربط قرارات الاستثمار والتمويل بإنشاء القيمة وأثر كل منهما عليها

أما الفصل الثالث فقد تم تخصيصه لدراسة حالة مؤسسة من المؤسسات الجزائرية ألا وهي "مؤسسة الخزفية الجزائرية" الكائن مقرها بالجزائر. حيث تمت الدراسة من خلال الوثائق المحاسبية للمؤسسة من أجل الوقوف عند مدى قدرة المؤسسة على إنشاء القيمة وكذا استخراج العلاقة الكائنة بين قرارات الاستثمار والتمويل على إنشاء القيمة من خلال دراسة نتائج هذه المؤسسة. ومن ثم، التأكد من صحة الفرضيات الموضوعة للدراسة.

الفصل الأول:

الأسس النظرية

لقرارات الاستثمار

والتمويل

## الفصل الأول: الأسس النظرية لقرارات الاستثمار والتمويل

يعتبر القرار داخل المؤسسة من أهم الآليات المعتمدة في عملية التسيير إن لم يمثل مرادفا له، إلى درجة تعذر الحديث عن عملية التسيير ما لم يتبعها قرار أو جملة من القرارات تترجم التجسيد الفعلي لها، بغض النظر عن نوعية القرار (تشغيلي، تكتيكي أو استراتيجي). غير أن القرارات الاستراتيجية تبقى هي المؤثرة بشكل واضح على مسار استمرارية وبقاء المؤسسة، باعتبار أن تبعات ونتائج اتخاذ مثل هذا النوع من القرارات ستؤدي في كثير من الحالات إلى نجاح المؤسسة أو فشلها، لذا فسوء التقدير والخطأ في اتخاذ هذه القرارات قد تكون له انعكاسات وخيمة يمكن أن تؤدي في بعض الحالات لزوال المؤسسة.

يتم تصنيف القرارات المالية التي تشغل حيزا من دراسات النظرية المالية، إلى قرارات استراتيجية لما لها من تأثير بالغ على حياة المؤسسة. إذ تنقسم القرارات المالية إلى قرارات الاستثمار وقرارات التمويل، كون أن اهتمامات مالية المؤسسة بالدرجة الأولى تنصب في جلب الموارد (التمويل) وكيفية استخدامها (الاستثمار) كما أن قرارات الاستثمار هي الأخرى بدورها تقسم إلى عدة أنواع حسب عدة معايير للتصنيف.

وما يدعم ويدل كذلك على الصيغة الإستراتيجية التي تمتاز بها القرارات المالية، خاصة قرارات الاستثمار، هو أن هذه الأخيرة ينتج عنها ما يسمى بالرفع الاستراتيجي (Levier stratégique) عند اتخاذها. فهي بذلك، تجمع بين البعدين المالي والاستراتيجي في نفس الوقت ما جعلها تحتل مكانة مهمة بالنسبة للمؤسسة. إذ تسعى الإدارة المالية من خلال هذا القرار تحقيق هدفها الأساسي ألا وهو تعظيم قيمة المؤسسة.

نظرا للأهمية التي توليها النظرية المالية لهدف تعظيم قيمة المؤسسة وباعتبار أن القرارات المالية كانت أحد مجالات التي تهتم بدراستها تمّ من خلال هذا الفصل التعرف على أهم هذه القرارات ألا وهي قراري الاستثمار والتمويل وقد قسّم هذا إلى ثلاثة مباحث كما يلي:

- القرارات الإستراتيجية داخل المؤسسة.
- الأسس النظرية لقرار الاستثمار.
- الأسس النظرية لقرار التمويل.

## المبحث الأول: القرارات الإستراتيجية داخل المؤسسة

يقوم كل عون اقتصادي بسلوكيات تعبر عن نشاطه الاقتصادي، إذ تنتج غالبا عن اتخاذه لقرارات معينة. يمكن أن يكون هذا القرار بسيطا أو معقدا، حيث أن الأول يتم من خلاله الاختيار بين بديلين. أما الثاني، فيكون في حالة توفر عدة بدائل. وبما أن المؤسسة من بين هؤلاء الأعوان الاقتصاديين فهي الأخرى تقوم بعملية اتخاذ القرار، إذ تزيد أهمية وتعقيد القرار نظرا لتعقيد التنظيم (المؤسسة) والأهداف المرجوة منه. لذلك، سيتم تسليط الضوء على مفهوم القرار داخل المؤسسة والتصنيفات التي يتخذها، وفي الأخير توضيح الصنف الذي يخدم الدراسة.

على ضوء ماسبق ذكره تم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين كما يلي:

- مفهوم القرار وركائزه.
- تصنيف القرارات داخل المؤسسة.

### المطلب الأول: مفهوم القرار وركائزه

لا يمكن للمؤسسة أن تنمو وتحافظ على بقائها إلا من خلال اتخاذ مجموعة من القرارات التي تتوقع أن تنفيذها يضمن استمرار المؤسسة. وفي هذا المطلب سيتم التعرف على مفهوم القرار وركائزه.

#### 1. مفهوم القرار

لقد شهد مفهوم القرار في أدبيات التسيير عدة تعاريف تتيح للدارس الإحاطة بجميع جوانبه. فعلى سبيل المثال، تم تعريفه على أنه العملية التي تسمح بالاختيار بين بديلين أو بدائل مختلفة.<sup>1</sup> كما يمكن تعريفه أيضا على أنه الفعل الذي يقوم به مسير أو مسيرون إذ يتم بموجبه المفاضلة بين مجموعة من البدائل لإعطاء حل مناسب لمشكل مطروح.<sup>2</sup> فالقرار ما هو إلا عملية تنبؤ تحاول الربط بين الماضي والمستقبل، إذ أن القصد منها التحكم فيما سيحدث مستقبلا ومجاوبته. ويقود القرار إلى تصرف أو رد فعل معين والذي بدوره يؤدي إلى تحقيق هدف محدد، وبناء على هذه النتائج ومقارنتها ببعض يتم اختيار البديل الأفضل.<sup>3</sup>

نجد أن جميع التعاريف المقدمة بشأن القرار تتفق على أنه العملية التي ينتج عنها المفاضلة بين مجموعة من البدائل. وعموما، ما يمكن استنتاجه بشأن القرار هو ما يلي:

1- هوارى سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم

التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص: 189.

2-Cours en économie d'entreprise: Prise de décision, In: <http://geronim.free.fr/eoent/cours/décision.htm>, Consulté le: 02/03/2017.

3 - نفس المرجع أعلاه، 2008، ص: 189.

- نقول أن الفرد بصدد اتخاذ قرار، إذا ما توفر لديه على الأقل بديلان.
- القرار هو عملية يقوم بها أي عون اقتصادي، وتكون أكثر أهمية بالنسبة لمسيري المؤسسات.
- القرار يستهدف استباق ما سيحدث في المستقبل بالنسبة لمتخذ القرار، بناء على معطيات مستقبلية ومتوقعة لكي يجد نفسه مستعدا، خاصة بالنسبة للمؤسسة التي تعتبر نظاما مفتوحا وتتعامل مع محيط تنافسي، فاتخاذ القرار في أقرب وقت قصد مواجهة ما سيحدث، سيجنبها تكبد خسائر أو يكسبها عوائد.
- باعتبار أن المؤسسة هي تنظيم معقد بالمقارنة بمختلف الأعوان الاقتصاديين الآخرين، فإن اتخاذ القرار يحظى بأهمية بالغة ويستند على أساليب عملية ومنهجية مدروسة.

## 2. ركائز القرار

لكي تتخذ القرارات بشكل علمي ومدروس بعيدا عن العشوائية والارتجال، ينبغي أن يستند كل قرار سليم صادر عن أي عون اقتصادي، وبالأخص المؤسسة، على ثلاث ركائز ضرورية يمكن تلخيصها فيما يلي:<sup>1</sup>

- مدخلات القرار والتي تمثل المتغيرات والمعلومات التي يجب أن يأخذها المسير في الحساب عند إقدامه على اتخاذ القرار، الأمر الذي يبرز أهمية وجود نظام للمعلومات بالمؤسسة يساعدها في توفير ما يلزم من معلومات صالحة في الوقت المناسب وبالدفقة المطلوبة وبالتكلفة المعقولة.
- مخرجات القرار والتي تمثل القرار المتوصل إليه من طرف المسير من خلال المفاضلة بين مختلف البدائل المتاحة.
- قاعدة أو قواعد القرار ويقصد بها الأساس الذي يتم به الربط بين مدخلات ومخرجات القرار، حيث تتمثل في معيار أو مجموعة من المعايير المعتمدة لاختيار البديل أو البدائل الأفضل، بعد تزويد متخذ القرار (المسير) بالمعلومات الصالحة (مدخلات القرار) المتأتية عن نظام المعلومات.

طبقا لهذه الركائز يتخذ صانع القرار، وبالأخص مسير المؤسسة، العديد من القرارات. حيث يكون القرار جيدا إذا توصل إلى الهدف المراد تحقيقه. ومنه، يستخدم هذا الهدف أيضا كمعيار لتقييم القرار، فعلمية التقييم لا تستهدف تقييم القرار ذاته، بل الأهداف المرجوة منه أيضا.

ومن ثم، فإن تغيير الهدف يؤدي دائما إلى تغيير معيار تقييم القرار، ولعل ذلك يسمح بالقول أن تقييم القرارات يستلزم تقييم الأداء لنشاط معين<sup>2</sup>، مما يستوجب الاعتماد على طرق تقييم المؤسسة للوقوف على ما يمكن أن يقدمه القرار كإضافة وفق الأهداف المرجوة، ليسمح في الأخير بترشيده تلك القرارات واختيار البدائل

1- هواري سويسي، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 189.

2- نفس المرجع أعلاه، 2008، ص: 190.

التي تستهدف في نهاية الأمر الهدف الأسمى الذي تسعى المؤسسة لتحقيقه، والمتمثل في إنشاء القيمة والرفع منها.

## المطلب الثاني: تصنيف القرارات داخل المؤسسة وماهية القرار الاستراتيجي

طبقاً لما جاء في أدبيات التسيير، تأخذ القرارات داخل المؤسسة عدة أشكال و تصنيفات وفقاً لمجموعة من المعايير. يمكن الاكتفاء بذكر بعض منها باعتبار أنها تخدم موضوع الدراسة على النحو الآتي:<sup>1</sup>

### 1. تصنيف القرارات حسب وظائف المؤسسة

يصنف هذا المعيار القرارات حسب الوظائف الأساسية للمؤسسة كما يلي:<sup>2</sup>

- القرارات المتعلقة بوظيفة الإنتاج كحجم الإنتاج، حجم المصنع، التصميم الداخلي للمصنع، طرق الإنتاج، إجراءات الشراء، كمية المخزون،...إلخ.
- القرارات المتعلقة بوظيفة التسويق كتحديد الأسواق، موقع مكاتب البيع، تغليف المنتجات، العلامة التجارية المستخدمة، السعر، بحوث التسويق...إلخ.
- القرارات المتعلقة بالوظيفة المالية كالقرارات المتعلقة بالهيكل المالي، شروط الائتمان، مقدار رأس المال العامل، طرق الحصول على الأموال الجديدة، سياسة توزيع الأرباح، خطط إعادة التمويل، تحديد تكاليف العمليات، الإجراءات المحاسبية، الاندماج، التصفية، عملية الاستثمار،...إلخ.
- القرارات المتعلقة بوظيفة الموارد البشرية كمصدر الحصول على العمال، أساليب الاختيار في التوظيف، مدى التدريب ونوعيته، تحليل المناصب وتقييم العمال، معالجة التأخير والتغيب، أسس دفع الأجور، طرق الترقية، الترويج لوسائل الأمان...إلخ.

ما يلاحظ من خلال هذا التصنيف أنه يأخذ بالمعيار الوظيفي، حيث يصنف القرار حسب الشيء موضوع القرار (المشكل المطروح)، أي باعتبار الهيكل التنظيمي للمؤسسة المقسم على الأقل إلى مجموع الوظائف الكلاسيكية السابقة الذكر. ولا يعني ذلك، أن متخذ القرار سيكون من يتأسس الوظيفة، فطبيعة متخذ القرار تتحدد بأهمية القرار المتخذ.

فعلى سبيل المثال ضمن الوظيفة المالية، أغلب القرارات المالية خاصة قرارات التوسع الخارجي تتخذ على مستوى الإدارة العليا بالنظر لطبيعتها الإستراتيجية. أما عمليات تغذية صندوق المؤسسة، وتحويل المبالغ من الصندوق إلى حساب المؤسسة بالبنك، وعملية إلغاء دين مشكوك في تحصيله (مبلغ ضئيل بالمقارنة بحجم عمليات المؤسسة...) تعتبر قرارات تشغيلية والتي تتخذ بشكل تلقائي أحيانا وتصدر من

1- J.Orsoni, *Management Stratégique*, Libraire Vuibert, Paris, 1990, P: 67.

2- سميرة ببال، المدير وعملية اتخاذ القرار في إطار إدارة المؤسسة: دراسة حالة وحدة إنتاج الدهن بوادي السمار بالجزائر،

مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004، ص: 130.

طرف مسؤولي الوظيفة. فهذا المعيار الأخير يعبر عن التصنيف الذي يأخذ بمدى أهمية القرار السابق الإشارة إليه.

## 2. تصنيف القرارات حسب حالة عدم التأكد

يواجه متخذ القرار ثلاث حالات رئيسية في مجال اتخاذ القرارات، والتي يمكن أن تكون معياراً يعمل به لتصنيف القرارات، والتي تتمثل في:<sup>1</sup>

- قرارات في ظل حالة التأكد، إذا كان متخذ القرار قادراً على تحديد ناتج كل بديل أو سياسة على وجه الدقة، فإن قراره يتمثل في اختيار البديل الذي يحقق أكبر عائد من بين البدائل المتاحة (دالة الهدف هي التعظيم) أو البديل الذي يتحقق بأقل الأعباء الممكنة (دالة الهدف هي التذنية).
- قرارات في ظل حالة المخاطرة (أحداث عشوائية)، قد يواجه متخذ القرارات حالات يمكنه فيها تحديد العائد من كل بديل من البدائل المتاحة، ولكن ليس على وجه الدقة، وإنما باحتمال معين يتميز بالموضوعية.
- حالات عدم التأكد، إذا واجهت متخذ القرارات حالات يصعب فيها تحديد التوزيع الاحتمالي للعوائد المتعلقة بالبدائل المتاحة، إذا ففي هذه الحالة يكون مواجهاً لحالات عدم التأكد أو حالات الجهل التام، ففي مثل هذه الحالات يحاول متخذ القرار تكوين ما يعرف بالتوزيع الاحتمالي الشخصي للعوائد المتوقعة، ويتم ذلك اعتماداً على خبرته.

## 3. تصنيف القرارات حسب مدى تأثيرها (حسب أهمية المشكل المعالج)

قدّم أنسوف<sup>2</sup> Ansoff هذا التصنيف الذي يعد من التقسيمات المشهورة بشأن مختلف القرارات المتخذة بالمؤسسة، حيث قسمها إلى ما يلي:<sup>3</sup>

### 1.3. القرارات الإدارية (التكتيكية)

- تتصف هذه القرارات بالترار بالمقارنة بالقرارات الاستراتيجية، ويتم اتخاذها على مستوى الإدارة الوسطى، ومن أمثلة هذه القرارات ما يلي:
- القرارات الخاصة بإجراءات توزيع الموارد على استخداماتها البديلة.
  - القرارات التنظيمية المرتبطة بتدفق المعلومات وتحديد الصلاحيات المخولة للأفراد والمسؤولين.
  - القرارات الخاصة بخطوات تنفيذ وتنظيم الأعمال والأنشطة وتوزيع الخدمات والتسهيلات بين الأقسام والوحدات التنظيمية... الخ.

1- هواري سويبي، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 193.

2- H.I.Ansoff, *Stratégie du développement de l'entreprise*, P:67.

3- نفس المرجع أعلاه، ص: 190.

عموماً، يسمح هذا النوع من القرارات بايجاد الكيفية التي يتم بها استعمال موارد المؤسسة لأجل تحقيق الأهداف المرجوة ضمن القرارات الاستراتيجية. وعليه، تعمل هذه القرارات على تنظيم عملية التجميع والتخصيص للموارد المادية، البشرية، المالية والتكنولوجية داخل المؤسسة.

### 3.2. القرارات التشغيلية

تتصف هذه القرارات بدرجة عالية من اللامركزية والتكرار، وتصدر عن مستويات الإشراف (على الورشات، على الأقسام التجارية...)، وتتمثل فيما يلي:

- توزيع الموارد المتاحة على الأنشطة الوظيفية الرئيسية.
- جدولة الإنتاج، وجدولة استخدامات وتشغيل الموارد.
- أساليب الإشراف والرقابة على العمليات.
- تحديد مستويات التشغيل أي حجم الإنتاج ومستويات المخزون...إلخ.

### 3.3. القرارات الاستراتيجية

القرارات الاستراتيجية هي قرارات تؤثر بشكل واضح على سيرورة نشاط المؤسسة واستمراريتها إذ تعتبرها هذه الأخيرة من بين أهم القرارات. فيما يلي سيتم التعرف أكثر على هذه القرارات وعلى خصائصها وأبعادها.

## 4. ماهية القرار الاستراتيجي

من الضروري التعرف أكثر على أهم جوانب القرار الاستراتيجي باعتبار أنه أساس هذه الدراسة.

### 1.4. تعريف الاستراتيجية

تعرف الإستراتيجية "بأنها مجموع القرارات والإجراءات المرتبطة باختيار الوسائل والموارد اللازمة في سبيل تحقيق هدف مسطر"<sup>1</sup>. كما تعرف على أنها "مجموع القرارات والتصرفات الإدارية التي تحدد الأداء طويل الأجل للمنظمة"<sup>2</sup>.

يتضح لنا من التعريف المقدم أعلاه بشأن الاستراتيجية، أنها مجموعة من القرارات المتخذة في ظل وجود بدائل، تخدم الإستراتيجية التي تمثل الهدف المرجو أو النسق العام المسطر الذي تسير عليه المؤسسة في فترة معينة قد تطول أو تقصر حسب الظروف المحيطة بها(خاصة في واقع المنافسة)كالإستراتيجية التوسعية أو الانكماشية...إلخ.

1- هواري سويبي، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 194.

2- جمال الدين محمد المرسي، مصطفى محمود أبو بكر وطارق رشدي جبة، التفكير الاستراتيجي والإدارة الاستراتيجية: منهج

تطبيقي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص: 21.

#### 2.4. تعريف القرار الاستراتيجي

عند الحديث عن القرار الاستراتيجي فقد يفهم في جانب منه، أنه يمثل إحدى أدوات تنفيذ الإستراتيجية المتبعة والمسطرة والتي تمثل الجانب الفعلي في تطبيق الاستراتيجية، والذي يتضح من خلال استعمال كلمة مجموع القرارات في التعريفين السابقين، فهي هنا عبارة عن قرارات ذات طبيعة استراتيجية، ويدخل هذان التعريفان في ما يعرف في أدبيات التسيير بالإدارة الإستراتيجية.

تتميز القرارات الاستراتيجية بتأثيرها الطويل المدى على المؤسسة، بحيث ترهن توقعها في السوق، والذي يراد منه تعظيم مكاسب الموارد الموضوعة تحت تصرف المؤسسة. إذ يقدم القرار الاستراتيجي الطريقة التي بموجبها تواجه المؤسسة محيطها الخارجي في ظل المنافسة.<sup>1</sup>

وعليه، يتخذ هذا النوع من القرارات في إطار التسيير الجاري (الروتيني) للمؤسسة على مستوى الإدارة العليا (الجمعية العامة، مجلس الإدارة، المدير،...) نظرا لحساسيته ودرجة خطورته على مستقبل المؤسسة. كما تتصف هذه القرارات بعدم التكرار وتحظى بدرجة عالية من المركزية في اتخاذها وتتعلق عموما بالاستعمال الأمثل للموارد المخصصة ضمن سياق عملية الإنتاج. من بين الأمثلة على هذه القرارات ما يلي:<sup>2</sup>

- قرارات اختيار مجال النشاط المتمثل في مزيج السلعة أي السوق التي تساعد على تعظيم مردودية الاستثمارات المعنية.
- قرارات تخصيص الموارد على استخداماتها البديلة أو الخاصة بالفرص المرتبطة بالسلعة والسوق.
- قرارات التنويع.
- قرارات اختيار توزيع أزمدة البدء في التوسع غير المتكرر،... الخ.

مما سبق ، يمكن تعميم صفة القرار الاستراتيجي حتى خارج إطار التسيير الإستراتيجي على أي قرار له تبعات ذات تأثير واضح وطويل على حياة المؤسسة، والذي يمثل المفهوم الثاني للقرار الاستراتيجي.

وما ينبغي الإشارة إليه، هو أن القرارات المالية خاصة المرتبطة بالاستثمار تكون محل دراسة مشتركة، بين النظرية المالية من جهة، وفي جانب التسيير الإستراتيجي من جهة ثانية، كقرارات الاندماج، الشراكة، الاستثمارات الداخلية طويلة الأجل،... الخ، والتي يتم دراستها في ظل الاستراتيجيات المنتهجة لمجابهة تحديات المحيط كالتوسع، الانكماش، تنويع الأنشطة، التركيز نحو النشاط الأساسي، مما يجعل من مفهوم القرار الاستراتيجي محل خلط عند استعماله. وعموما يمكن أن نعرف القرار الإستراتيجي سواء في إطار التسيير الاستراتيجي أو خارجه على أنه القرار ذو التأثير طويل الأجل (على الأقل أكثر من سنة) على حياة المؤسسة.

1- Cours en économie d'entreprise, Prise de décision, , Op-cit.

2- سميرة بيالة، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 131.

### 3.4. أبعاد القرارات الاستراتيجية

تتضمن القرارات الاستراتيجية في إطار التسيير الاستراتيجي أو في الإطار العام الأبعاد العامة المالية:<sup>1</sup>

- تستلزم القرارات الاستراتيجية تدخلا من الإدارة العليا التي تعتبر صاحبة القرار بالنسبة لهذا النوع من القرارات، باعتبارها تؤثر على العديد من مجالات النشاط والعمليات في المؤسسة.
- تؤثر القرارات الاستراتيجية على رفاهية المؤسسة وازدهارها في الأجل الطويل، وتلزم المؤسسة بالسير في اتجاهات محددة لفترات طويلة قد لا تقل عن خمس سنوات، وتمتد آثارها لسنوات طويلة؛
- تستند القرارات الاستراتيجية إلى تنبؤات المسيرين المستقبلية وليس مجرد معرفتهم الحالية عند اتخاذ مثل هذه القرارات، ثم التركيز على السيناريوهات المستقبلية التي سوف تمكن المؤسسة من اختيار البدائل الاستراتيجية؛
- تمتلك القرارات الاستراتيجية تأثيرات معقدة بالنسبة لغالبية مجالات النشاط في المؤسسة، فجميع المجالات سوف تتأثر بإعادة تخصيص الموارد والمسؤوليات الناتجة عن اتخاذ هذه القرارات الاستراتيجية.

### 4.4. خصائص القرار الاستراتيجي

- باعتبار أن القرارات الإستراتيجية تتعامل مع القضايا ذات الأثر المستقبلي طويل الأجل على المؤسسة، فهي تتميز بثلاثة خصائص رئيسية، وهي:
- أولا الندرة، إذ أنّ القرارات الاستراتيجية هي قرارات غير عادية وغير مسبوقه في غالبية الأحوال، ولا يوجد لها إطار متكرر يمكن اتباعه.
- تعدد النتائج أو الآثار، حيث يعرف عن القرارات الاستراتيجية أنها تتطلب تخصيص موارد ملموسة وتحتاج إلى درجة عالية من الالتزام، ومن ثم فإن آثارها ملموسة ومتعددة الجوانب.
- الأسبقية أو الأولوية، فالقرارات الاستراتيجية تأتي في المقام الأول من حيث الأهمية أو أولوية التنفيذ مقارنة بالأنواع الأخرى من القرارات، وذلك في ما يتعلق بالتصرفات المستقبلية بالنسبة لكافة أوجه النشاط في المؤسسة.

ما يلاحظ على مميزات القرار الاستراتيجي أن ذلك ينطبق على القرارات ذات الطبيعة الاستراتيجية المحضة التي هي محل دراسة ضمن مواضيع الإدارة الاستراتيجية، إلا أنها تنطبق على جزء كبير من القرارات المالية، خاصة الأساسية منها المتمثلة في قرارات الاستثمار والتمويل التي تكون محل دراسة مشتركة (تتقاطع) معها (خاصة الاستثمارات). ومن ثم، يمكن تعميم ما سبق على القرارات الاستثمارية بالدرجة الأولى

1- جمال الدين محمد المرسي، مصطفى محمود أبو بكر وطارق رشدي جبة، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 22.

لأنها تتقاطع وتكون محل دراسة مشتركة في النظرية المالية وفي الاستراتيجية غير أن زاوية النظر تكون مختلفة، ثم القرارات المرتبطة بالتمويل بدرجة ثانية.

عموماً، تعتبر قرارات الاستثمار والتمويل أساس ومحور القرارات المالية بالمؤسسة، في جانبها الميداني والنظري. غير أنه، توجد بعض القرارات التي لا تقل أهمية عنها تصنف ضمن القرارات المالية باعتبارها كانت محل دراسة في النظرية المالية، ولما لها من تأثير مالي في الجانب العملي على قيمة المؤسسة بالدرجة الأولى ألا وهي قرارات توزيع الأرباح. فيما سيأتي سنتناول القرارات المالية الأساسية (الاستثمار والتمويل).

## المبحث الثاني: الأسس النظرية لقرار الاستثمار

يعتبر الاستثمار جوهر عملية التنمية الاقتصادية، لما له من أهمية كبيرة في تطوير المجتمع كونه من الوسائل المحددة والضرورية لترقية مختلف الميادين السياسية أو الاقتصادية أو الاجتماعية أو الثقافية، فهو يعتبر من أهم الوسائل اللازمة لتطوير المؤسسات وتوسيعها لما يحققه من زيادة في الطاقة الإنتاجية واستغلال الموارد المادية والبشرية.

ويعتبر القرار الاستثماري من أهم وأصعب وأخطر القرارات التي يتخذها المستثمر، فهو يتوجب تحديد الهيكل الأمثل لحجم الاستثمار داخل المؤسسة، سواء من ناحية الكم أو النوع، كما أن الخطأ فيه يشكل للمؤسسة خطراً قد لا تستطيع تجاوزه. يهتم هذا المبحث بمعرفة الأسس النظرية المتعلقة بقرار الاستثمار.

على ضوء ما سبق وللتوضيح أكثر سيتم التعرض من خلال هذا المبحث إلى مطلبين:

- ماهية قرار الاستثمار.
- محددات وأساليب اتخاذ قرار الاستثمار.

### المطلب الأول: ماهية قرار الاستثمار

تعنى الوظيفة المالية بدراسة الصعوبات المالية المتعلقة بالحصول على الأموال واستثمارها بفعالية، ومن ثم، فإن الاستثمار يعتبر من القرارات الاستراتيجية للمؤسسة.

#### 1. مفهوم قرار الاستثمار

يتمثل القرار بصفة عامة في عملية اختيار بديل واحد من بدلين أو أكثر والالتزام بتطبيقه من أجل تحقيق هدف أو مجموعة من الأهداف خلال فترة زمنية معينة في ضوء معطيات كل من البيئة الداخلية والخارجية والموارد المتاحة للمؤسسة.

ومنه، يمكن القول أن قرار الاستثمار هو قرار اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد من بديلين فأكثر والمبني على مجموعة من الدراسات المختلفة التي تسبق عملية الاختيار وتتم بعدة مراحل تنتهي باختبار قابلية هذا البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين وفقاً لأهداف وطبيعة المشروع الاستثماري.<sup>1</sup>

والواقع أن القرار الاستثماري يعد قراراً استراتيجياً بالنسبة للمؤسسة، حيث ينبغي أن يتم وفق عملية منظمة تمثل المحطة النهائية لجهود متكاملة من الأفكار والمعلومات والدراسة المتأنية، التي تتم في مستويات متعددة في المؤسسة باعتبار أن متخذ القرار يتأثر بالعوامل البيئية مؤكدة الحدوث في المجالات السياسية والاجتماعية والتقنية وكذا بالعوامل غير المعروفة التي يحتمل حدوثها في المستقبل.

## 2. أهمية قرار الاستثمار

يعتبر قرار الاستثمار في المؤسسة من أهم القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة. حيث إنه، يعتبر قراراً استراتيجياً لأنه يحدد مصيرها المستقبلي وتعود أهميته إلى عدة أسباب أهمها:<sup>2</sup>

– اعتماد قرار الاستثمار بالمؤسسة على التنبؤات خاصة فيما يتعلق بعملية إعداد التقديرات التي تعد من أصعب مراحل الدراسة الاقتصادية للمشروع. حيث إن، هذه الصعوبة تكمن في مراعاة دقة هذه التدفقات في المدى الطويل باعتبار مختلف الظروف التي تحيط بالقرار كحالة عدم التأكد وتغيير قيمة النقود أو التطور التكنولوجي في المستقبل الذي يصعب وضع قيم وتقديرات له بشكل دقيق.

– ضرورة تماشي الاستثمار الجديد مع نشاط المؤسسة وأهدافها وسياساتها حتى لا يؤثر خلاف ذلك على مستقبلها.

– ينجم عن قرار الاستثمار في بعض المشاريع ارتباطاً مالياً كبيراً لا يمكن الرجوع عنه إلا بتحمل خسارة مالية ضخمة. ومن هنا، تظهر التكلفة العالية المترتبة عن الخيار الخاطئ للمشروع الاستثماري الذي تمتد آثاره إلى الوضع المستقبلي للمؤسسة.

## 3. أصناف الاستثمار

هناك العديد من التصنيفات التي اقترحت من طرف الكتاب، إذ أنه لا يمكن الاستغناء عنها في الممارسات المالية باعتبارها تسمح باستعمال إجراءات مختلفة أقل أو أكثر بساطة وذلك حسب فئة الاستثمار. في هذا الجزء من الدراسة سيتمّ التعرض إلى الأصناف الأكثر تداولاً منها:<sup>3</sup>

1- G Vingent, Gestion de la production et des flux, Edition Economica, Paris , 3 ème édition, 2003, P :144.

2- طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص:15.

3- Conso Pierre, La Gestion Financière de l'Entreprise, Dunod, Paris, 1974, Tome2, P:15.

### 1.3. أصناف الاستثمار حسب طبيعة الاستثمار

يصنّف الاستثمار حسب طبيعته إلى نوعين من الاستثمارات كما يلي:

#### 1.1.3. استثمارات حقيقية

هو الاستثمار في الأصول الحقيقية أو الاقتصادية والذي يترتب عنه إحداث منافع اقتصادية إضافية تزيد من ثروة المستثمر، ومن ثمّ، ثروة المجتمع وذلك بما تحدّثه من قيمة مضافة. حيث إنّ الأصل الحقيقي هو الذي له قيمة اقتصادية في حد ذاته كالعقار والسلع والذهب وغيرها.

يصاحب الاستثمار في الأصول الحقيقية عدة مشاكل، أهمها اختلاف درجة المخاطرة. لأن هذه الأصول تكون في الغالب غير متجانسة مما يزيد من صعوبة عملية تقييمها وكذا عدم توفر سوق ثانوية فعالة لتداول هذه الأصول، حيث يكون الاستثمار فيها في معظم الأحيان منخفض السيولة. كما يترتب على المستثمر في الأصول الحقيقية نفقات غير مباشرة مرتفعة نسبياً، فبالإضافة إلى تكاليف الصفقات المالية توجد نفقات النقل والتخزين والصيانة وغيرها.

#### 2.1.3. استثمارات مالية

تتجسد الاستثمارات المالية في الاستثمار في الأوراق المالية، حيث يترتب عن عملية الاستثمار فيها حيازة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي يتخذ شكل سهم أو سند أو شهادة إيداع.

### 2.3. أصناف الاستثمار حسب مدة الاستثمار

يأخذ الاستثمار شكلين باعتبار معيار مدة الاستثمار، تتمثل فيما يلي:

#### 1.2.3. استثمارات طويلة الأجل

تشمل الأصول والمشاريع الاقتصادية التي تؤسس أو تقتنى بقصد الاحتفاظ بها وتشغيلها لمدة طويلة.

#### 2.2.3. استثمارات قصيرة الأجل

تشمل كلا من الودائع الزمنية والأوراق المالية، والتسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل التي تتمثل في تمويل رأس المال العامل وتمويل التجارة الداخلية والخارجية.

تختلف منهجية تقييم وتحليل الاستثمارات قصيرة الأجل عن نظيرتها طويلة الأجل لعدة أسباب، أهمها أن الاستثمارات قصيرة الأجل أقل خطورة من الاستثمارات طويلة الأجل بالنظر إلى عامل الزمن الذي يكون

محفوظا بمخاطر عدم التأكد، كما يتمتع هذا النوع من الاستثمارات بقابلية التحويل إلى نقد بشكل أسرع من الاستثمارات طويلة الأجل، إضافة إلى تمتعها بضمانات ذاتية.

### 3.3. أصناف الاستثمار حسب الهدف

يتفرع الاستثمار حسب الهدف المرجو إلى فرعين كما يلي:

#### 1.3.3. استثمارات التطوير

الغاية منها هو تطوير المؤسسة وذلك بالرفع من طاقتها الإنتاجية باستخدام وسائل إنتاج حديثة، وينقسم إلى نوعين، استثمار طاقة الذي يساعد على رفع الطاقة الإنتاجية للمؤسسة، واستثمار استراتيجي الذي يهدف إلى وضع خطط مستقبلية للمؤسسة لتوسيع حصتها في السوق.

#### 2.3.3. استثمارات الحماية

الغرض منها حماية نشاطات المؤسسة وخاصة الرئيسية منها من خطر التوقف.

### 4. مراحل اتخاذ القرار الاستثماري

قد تزيد أو تنقص مراحل اتخاذ القرار تبعا لنوعية القرار المراد اتخاذه، حيث توجد أنواع من القرارات يمكن اتخاذها بسرعة كبيرة، وأخرى تستوجب التريث والدراسة، وذلك تقاديا لحدوث نتائج عكسية لم ترع فيها الاستراتيجية الكفيلة بالانجاز للأهداف المرجوة منها.

وبالرغم من تعدد الآراء حول مراحل اتخاذ قرار الاستثمار إلا أنه يمكن أن يمر هذا الأخير بالمرحل  
المالية:<sup>1</sup>

#### 1.4. التعريف بالمشكلة واكتشاف طبيعتها

تتمثل الخطوة الأولى في عملية اتخاذ القرار الاستثماري في تحديد المشكلة والتعرف على طبيعتها وتحليلها وتصنيفها عن طريق تجميع البيانات والمعلومات المتعلقة بها، حيث يجب أن تكون طبيعة المشكلة محددة بدقة من حيث المكان والزمان، وأن تكون واضحة من حيث ركائزها وأسسها. فوضوح المشكلة يعني فهمها، وهي مرحلة لا بد منها، ويجب أن يصرف فيها المجهود الكافي الذي يمكن من تكوين الأبعاد الحقيقية للمشكلة.

1- سمية لزغم، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة ميدانية، مذكرة ماستر في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص ص: 35-36.

#### 2.4. البحث عن البدائل

ويقصد بالبدائل تلك الحلول التي تساعد على التقليل في الانحراف بين ما يحدث فعلا وما يتم توقعه. فبعد أن يتم حصر المشكلة بكيفية سليمة، يصبح بالإمكان معرفة بدائل الحلول المختلفة مع مراعاة الموارد المادية والبشرية المتاحة لمتخذ القرار.

#### 4.2. مقارنة البدائل

ترتبط عملية البحث عن البدائل غالبا بعملية تقويم كل بديل من البدائل المتاحة لتحديد أنسبها وتتطلب هذه المرحلة التنبؤ بحوادث المستقبل ووضع معايير محددة تقوم على أساسها نتائج كل بديل. حيث إن، اختيار أي حل من مجموعة الحلول إنما يتم وفق معيارين هما:

- الفعالية وتتجسد في اختيار الحل الذي يكون فعالا في الحد من المشكلة أو القضاء على مسبباتها وهو الأساس المعتمد في المفاضلة بين الحلول.
- التكلفة التي تعتبر قيما يمثل معيارا أساسيا في اختيار نوع الحلول وكذا الحل الأقل تكلفة.

#### 4.4. اختيار البديل المناسب

تعد هذه المرحلة من أصعب المراحل بالنسبة لمتخذ القرار، وحتى يتم اختيار البديل المناسب يجب الأخذ بعين الاعتبار العناصر الموائية:

- اختيار البديل الذي يضمن استغلال عناصر الإنتاج المادية والبشرية المتاحة.
- أن يكون البديل المختار يضمن تحقيق السرعة المطلوبة.
- اختيار البديل الذي يتوافق مع الإمكانيات والموارد المادية والبشرية المتاحة.
- اختيار البديل الذي ينسجم مع أهداف المؤسسة وسياستها.

#### 5.4. تطبيق وتنفيذ البديل الذي تم اختياره

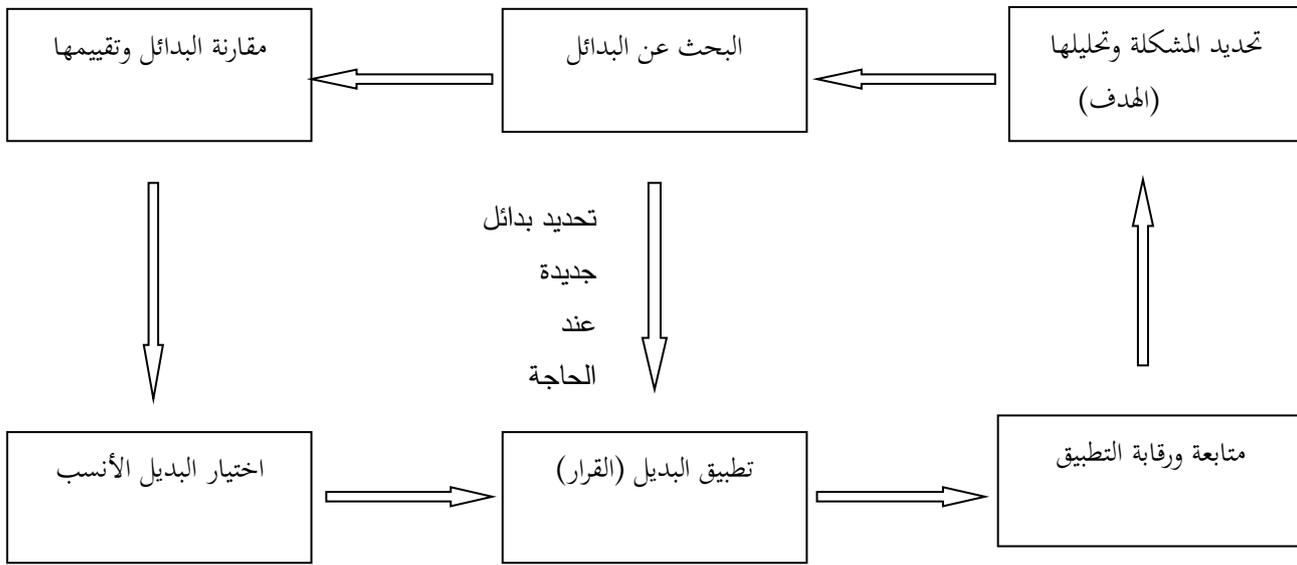
يتطلب البديل الذي تم اختياره لحل المشكلة التنفيذ والمتابعة والرقابة للتأكد من سلامة التنفيذ وصحة القرار. وأثناء عملية التنفيذ، قد تظهر بعض الصعوبات أو الموارد المتاحة غير المستعملة التي تكون غير معروفة لحظة اتخاذ القرار.

#### 6.4. متابعة التطبيق ورقابته

لا تنتهي عملية اتخاذ القرار بنقلها إلى الجهة المسؤولة عن التنفيذ، بل لا بد من التأكد من فعاليتها عن طريق المتابعة المستمرة لتنفيذها حتى يتأكد متخذ القرار من سلامة القرارات وقدرتها على تحقيق

الأهداف. وبما أن القرارات تتخذ في ظروف معينة وتحت تأثير عوامل ومتغيرات مختلفة، لا بد من النظر إلى جميع المؤثرات الداخلية والخارجية التي تؤثر في تنفيذ القرار حتى تتم المتابعة على أساس موضوعي. ينتج عن هذه المتابعة إعادة النظر في الأهداف المسطرة أو المشكلة القائمة وتعديلها على ضوء تلك المتغيرات. وهذا يستلزم تكرار القيام بجميع الخطوات اللازمة لعملية اتخاذ القرارات من جديد. ويمكن توضيح مراحل اتخاذ القرار الاستثماري من خلال الشكل أدناه :

الشكل رقم 01: مراحل اتخاذ القرار الاستثماري



المصدر : E.F.HARRISON, The managerial making process, End edition, Houghton mifflin company, 19881, p:25.

حسب الشكل أعلاه، أول مرحلة في اتخاذ القرار الاستثماري هي تحديد المشكلة وتحليلها أي تحديد الهدف، ل يتم بعد ذلك البحث عن البدائل الممكنة للمشكلة المراد حلها. وبعد تقييم ومقارنة البدائل يتم اختيار الأنسب منها والذي يتم تطبيقه. وحتى يؤدي القرار نتائجها الموجودة يجب متابعة ورقابة عملية تطبيقه. وبالرغم من تعدد الآراء المتعلقة بمراحل اتخاذ القرار الاستثماري إلا أن هذه القرارات وإن اختلفت باختلاف نوع الحالة أو الهدف المراد تحقيقه تتميز جميعها بوجود عناصر مشتركة بينها وهي :

- تأثيرها بعوامل ومتغيرات داخلية وخارجية.
- مرورها بخطوات رئيسية معروفة.
- تأثيرها بشخصية متخذ القرار.
- تأثيرها بظروف عدم التأكد والمخاطرة.

## المطلب الثاني: محددات وأساليب اتخاذ قرار الاستثمار

على الرغم مما يعود به الاستثمار من فوائد، إلا أن هناك بعض المحددات التي تقف عائقاً أحياناً أمام المؤسسات لدى اتخاذ هذا القرار. كما يمكن أن تواجه هذه المؤسسات عدة بدائل استثمارية، وهو ما يجعلها تقوم بالمفاضلة بينها. هذه الأخيرة لن تتم إلا بعد تقييم كل مشروع على حدى، وذلك باستعمال معيار أو عدة معايير للتقييم، والتي تختلف حسب الحالة، حيث توجد حالة التأكد التام، المخاطرة وحالة عدم التأكد.

### 1. محددات الاستثمار

يوجد عدة عوامل متحركة في الاستثمار يمكن اختصارها فيما يلي:<sup>1</sup>

#### 1.1. سعر الفائدة

ينجم عن رغبة المؤسسة في الاستثمار احتياجات عديدة من المشتريات الرأسمالية ما يفرض عليها اللجوء إلى المؤسسات المالية من أجل تلبيتها، وبما أن سعر الفائدة هو تكلفة رأس المال المستثمر فإن ارتفاعه يؤدي إلى انخفاض حجم الاقتراض المالي ومن ثمّ، انخفاض معدل الاستثمار. من هنا، تتضح العلاقة العكسية بين معدل الفائدة وحجم الاقتراض، ومنه الاستثمار.

#### 2.1. الكفاية الحدية لرأس المال

يقصد بالكفاية الحدية لرأس المال، الإنتاجية الحدية لرأس المال أو العائد المتوقع من استثمار حجم معين من الأموال. حيث إنّ، العلاقة الإنتاجية لرأس المال والأموال المستثمرة هي علاقة طردية، لأنه عند ارتفاع الإنتاجية يعني ارتفاع المداخل، ومن ثمّ، التشجيع على الاستثمار ومنه زيادة الأموال المستثمرة، أما عند انخفاض الإنتاجية الحدية فذلك يعني انخفاض المداخل المتوقعة من ذلك الاستثمار، ومنه انخفاض الأموال المستثمرة.

#### 3.1. التقدم العلمي والتكنولوجي

يؤدي التقدم العلمي والتكنولوجي إلى ظهور نوع جديد من الآلات ذات طاقة إنتاجية عالية، ما يدفع المنتج أو المستثمر إلى العمل على إحلال الآلات القديمة بالحديثة، وذلك في ظل المنافسة السائدة في السوق.

1- محمد براق وحزمة غربي، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2015، ص ص: 76-78.

#### 4.1. الضرائب

يخضع قطاع الأعمال إلى ضرائب تفرضها الدولة والتي تؤثر بشكل مباشر وغير مباشر على الاستثمار، فالضرائب التي تُفرض على الأرباح تؤدي إلى انخفاضها، ويؤدي توقع المستثمرين ارتفاعها في المستقبل إلى تقليل الإنفاق الاستثماري، بينما يؤدي التوقع بتخفيضها إلى زيادة الإنفاق الاستثماري في المستقبل. أما الضرائب التي تفرض على دخول الأفراد تؤدي إلى تقليل الطلب الاستهلاكي، ومن ثم يؤثر ذلك على الإيرادات السنوية للمؤسسات، فإذا توقعت المؤسسة زيادة هذا النوع من الضرائب، فإنها تقلل من الاستثمار والعكس صحيح.

#### 5.1. درجة المخاطرة

تعتبر العلاقة بين درجة المخاطرة والاستثمار علاقة عكسية، بحيث كلما زادت درجة المخاطرة انخفضت كمية الاستثمار. أما عندما يكون هناك العكس يزيد حجم الاستثمار. كما يمكن أن تكون علاقة طردية بينهما من جهة أخرى، وعليه، لا بد من توفير الحد الأدنى من الضمانات في إطار القوانين المشجعة للاستثمار، خاصة في الدول النامية. وقد ترتبط هذه المخاطر بمدى توفر الاستقرار السياسي والاقتصادي في الدولة، لأن ذلك يؤدي إلى انخفاض درجة المخاطرة ومن ثم التشجيع على الاستثمار.

#### 2. أساليب اتخاذ قرار الاستثمار

يعتمد المعنى باتخاذ قرار الاستثمار في المؤسسة على عدة معايير، يتم التعرف على معظمها في التقديم الموالي:

#### 1.2. معيار فترة الاسترداد

هو تلك الفترة التي تسترد فيها تكاليف رأس المال المستثمر وهذا على أساس عائدات المشروع. وتعد فترة الاسترداد من أبسط معايير التقييم وأكثرها استخداماً، فهي تعطي تقييماً حديسياً للمخاطرة بحيث كلما كانت فترة الاسترداد طويلة كلما كانت المخاطرة كبيرة، والعكس صحيح. ويتم المفاضلة بين المشاريع بالاعتماد على هذه الطريقة من خلال اختيار المشروع الذي يتميز بأقصر فترة استرداد. يمكن حساب فترة الاسترداد كما يلي:

$$DR = \frac{Inv_0}{RN}$$

حيث يمثل: DR فترة الاسترداد؛ ويمثل  $Inv_0$  تكلفة الاستثمار أو الاستثمار الأولي، أما RN فهي تمثل العوائد الصافية للمشروع.

جاء معيار فترة الاسترداد المستحدثة كامتداد لفترة الاسترداد، إلا أنه يمتاز بكونه يأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود عكس طريقة فترة الاسترداد. ومنه، فهو الفترة التي تتساوى فيها تكلفة المشروع مع التدفقات النقدية المستحدثة.

يمكن حساب فترة الاسترداد المستحدثة بواسطة استحداث جميع التدفقات النقدية بمعدل الاستحداث  $k$ ، حيث يحسب التدفق النقدي الصافي المستحدث  $cf_n^a$  للسنة  $n$  بالصيغة :

$$cf_n^a = \frac{cf_n}{(1+k)^n}$$

## 2.2. معيار مؤشر الربحية

يعبر هذا المعيار عن مردودية كل وحدة نقدية مستثمرة في المشروع. ومن أجل قبول المشروع يجب أن تفوق مردودية الوحدة النقدية الواحد (01)، ويتم المقارنة بين المشاريع المقترحة من خلال اختيار المشروع الذي له أكبر مؤشر للربحية.

فإذا كان مشروع ما مدة حياته  $n$ ، تكلفته الأولية  $I_0$ ، يعطي تدفقات نقدية سنوية  $Cf_t$ ، فإن مردودية الوحدة النقدية لهذا المشروع  $r$  تعطى رياضياً كما يلي:

$$r = \frac{\sum_{t=1}^N Cf_t}{I_0}$$

## 3.2. طريقة معدل العائد المحاسبي (TRC = Taux de Rendement Comptable)

تعتمد هذه الطريقة على الربح المحاسبي، وهو عبارة عن النسبة بين كل من متوسط صافي الربح ورأس المال المستثمر. في حالة المشاريع الوحيدة، يتم اتخاذ القرار عن طريق مقارنة متوسط العائد المحاسبي مع الحد الأدنى لمتوسط معدل العائد المقبول لدى المؤسسة، فيتم قبول المشاريع التي لها متوسط عائد أكبر من معدل العائد الأدنى والأخرى ترفض. أما في حالة التفاضل بين المشاريع، يتم اختيار المشروع ذو العائد المحاسبي الأكبر.

يقاس معدل العائد المحاسبي للمشروع الاستثماري كما يلي:

$$TRC = \frac{BNM}{MI}$$

حيث يمثل: BNM متوسط صافي الربح؛ أما MI فهو متوسط الاستثمار.

#### 4.2. معيار القيمة الحالية الصافية (VAN = Valeur Actuelle Nette)

تعتبر من أهم معايير التقييم والمفاضلة بين المشاريع التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود، فهي مرتبطة ارتباطاً مباشراً بمعدل الاستحداث. ويعبر هذا المعيار عن الفرق بين القيم الحالية للتدفقات النقدية الناجمة عن الاستثمار مع تكلفة الاستثمار.

حسب القيمة الحالية الصافية، فإنّ المشروع يُقبل إذا فقط إذا كانت هذه القيمة أكبر تماماً من الصفر، مما يعني أن التدفقات النقدية الصافية المستحدثة قد غطت تكاليف المشروع تماماً وأعطت فائضاً مالياً يتمثل في ربح أو فائض خزينة قدره القيمة الحالية الصافية الحالية. أما فيما يخص المفاضلة بين عدة مشاريع، فإنّه يتم اختيار المشاريع التي تحقق أكبر قيمة حالية صافية.

تعطى الصيغة الرياضية للقيمة الحالية الصافية كما يلي:

$$VAN = \sum_{t=1}^N Cf_t(1+k)^{-t} + VF(1+k)^{-N} - \sum_{t=0}^N I_t(1+k)^{-t}$$

حيث يمثل:  $k$  معدل الاستحداث؛ و  $Cf_t$  التدفقات النقدية الصافية في الزمن  $t$ ، باعتبار أن مدة حياة المشروع هي  $n$ .

ويمثل  $\sum_{t=1}^N Cf_t(1+k)^{-t}$  القيمة الحالية للتدفقات النقدية؛ أما  $VF$  فهي القيمة المتبقية للمشروع في نهاية مدة حياته، وتمثل  $I_t$  تكلفة المشروع في الزمن  $t$  بافتراض أن تكلفة المشروع موزعة حسب السنوات.

#### 5.2. معدل العائد الداخلي TRI = Taux de rendement interne

وهو معدل الاستحداث الذي يجعل صافي القيمة الحالية تساوي الصفر، أي المعدل الذي يجعل القيمة للتدفقات النقدية المستحدثة مساوية للتكلفة الأولية للمشروع. يتم قبول المشروع الاستثماري إذا كان معدل العائد الداخلي أكبر من معدل تكلفة الأموال، أما إذا تمت المفاضلة بين عدة مشاريع فإنه سيتم اختيار المشروع ذو أعلى عائد داخلي.

يتم حساب معدل العائد الداخلي كما يلي:

$$VAN = 0 \Leftrightarrow \sum_{t=1}^N \frac{Cf_t}{(1+TRI)^t} + \frac{VF}{(1+TRI)^N} - \sum_{t=0}^N \frac{I_t}{(1+TRI)^t} = 0$$

$$\sum_{t=1}^N \frac{Cf_t}{(1+TRI)^t} + \frac{VF}{(1+TRI)^N} = \sum_{t=0}^N \frac{I_t}{(1+TRI)^t}$$

حيث تمثل:  $N$  مدة حياة المشروع؛  $I_t$  تكلفته، أما  $VF$  فهي القيمة المتبقية للمشروع عند نهاية مدة حياته، وتمثل  $Cf_t$  التدفقات النقدية الصافية السنوية حيث  $t \in \{1, N\}$ .

## 6.2. مؤشر الربحية $IP = \text{Indice de profitabilité}$

يعبر مؤشر الربحية عن مردودية كل وحدة نقدية مستثمرة، و يقاس بواسطة قسمة صافي التدفقات النقدية المستحدثة على تكلفة الاستثمار. يتم قبول المشروع إذا كان مؤشر الربحية أكبر من الواحد، أما إذا تمت المفاضلة بين عدة مشاريع فيجب أن تكون ذات مؤشر ربحية أكبر من الواحد و يتم اختيار المشروع الذي له أكبر مؤشر ربحية. ويتم حسابه كما يلي:

$$IP = \frac{\sum_{t=1}^N Cf_t(1+k)^{-t} + VF(1+k)^{-N}}{\sum_{t=0}^N I_t(1+k)^t}$$

$$IP = \frac{1}{\sum_{t=0}^N I_t(1+k)^t} + 1$$

حيث تمثل:  $N$  مدة حياة المشروع؛ أما  $Cf_t$  فهي التدفقات النقدية في الفترة  $t$ ، حيث  $t \in \{1, N\}$ .

وتمثل:  $K$  معدل الاستحداث؛ أما  $I_t$  فهي تكلفة المشروع في الفترة  $t$  حيث  $t \in \{0, N\}$  و  $VF$  هي القيمة المتبقية للمشروع عند نهاية مدة حياته.

## 7.2. محدودية رأس المال

باعتبار فرضية الندرة النسبية للأموال اللازمة للتمويل، والتي لم يؤخذ بها في معايير تقييم واختيار المشاريع، فإنه ينبغي على المؤسسة في هذه الحالة تخطيط استثمارات بطريقتين تؤدي إلى الاستغلال الأمثل لمواردها، ويكون ذلك بتعظيم مجموع القيم الحالية الصافية للمشاريع في ظل محدودية رأس المال. ونعتبر المؤسسة أمام محدودية رأس المال عندما يكون:  $\sum_{j=1}^N I_j > I_0$ ، حيث تمثل:  $I_0$  رأس المال المتاح. ويمكن صياغة مشكلة اختيار المشاريع بالنسبة للمؤسسة بافتراض قابلية التجزئة والتعدد للمشاريع بالبرنامج الخطي الآتي:

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{Max} Z = a_1 VAN_1 + a_2 VAN_2 + \dots + a_N VAN_N \\ \text{s/c} : a_1 I_1 + a_2 I_2 + \dots + a_N I_N \leq I_0 \end{array} \right.$$

حيث تمثل:  $N$  عدد المشاريع؛ أما  $VAN_j$  فتمثل القيمة الحالية الصافية لكل مشروع، أما  $I_j$  فهو رأس المال المستثمر في كل مشروع.

إذا كانت المشاريع غير قابلة للتعدد وقابلة للتجزئة، فإنه يجب إضافة القيد  $a_j \leq 1$ ، أما إذا كانت المشاريع غير قابلة للتعدد وغير قابلة للتجزئة فإنه يجب إضافة القيد  $a_j \in N$ .

### المبحث الثالث: الأسس النظرية لقرار التمويل

يجب على المؤسسات أن تضمن الحصول على مصادر تمويل لازمة من أجل نشاطها وتطورها، وخاصة ضمان أفضل ربحية لهذه المصادر. اختيار مصادر التمويل هو قرار مترتب عن السياسة التمويلية المسطرة من قبل المؤسسة من أجل انجاز مشاريع استثمارية وكذا تمويل دورتها الاستغلالية، كل ذلك باعتبار تكلفة المصدر المختار ومحددات أخرى له. يسمح هذا المبحث بمعرفة الأسس النظرية المتعلقة بقرار التمويل حيث تمّ تقسيمه إلى مطلبين على النحو الآتي:

- ماهية قرار التمويل؛
- تكلفة وهيكل رأس المال.

#### المطلب الأول: ماهية قرار التمويل

يعتبر قرار التمويل من أهم القرارات الاستراتيجية في المؤسسة، كغيره من القرارات المالية الأخرى (قرار الاستثمار)، أو بالأحرى أهمها، لأنه على أساسه تتخذ باقي القرارات المالية.

##### 1. مفهوم قرار التمويل

هو ذلك القرار الخاص بالحصول على الأموال اللازمة للاستثمارات وإدارة وتمويل العمليات الدورية اليومية. وبالطبع، ينتج عن كل مصدر من مصادر التمويل المقررة المتحصل عليها التزام على الشركة بقيود مختلفة، كسداد الأقساط مع الفوائد في الأجل المحددة بالنسبة للقرض البنكي. لذلك عند اتخاذ قرار الحصول على الأموال على المسير أن يحدد المدة التي سيحتاج إليها للتمويل وقدرة الشركة على الوفاء بالالتزامات خلال جداول ثابتة، ثم رغبة أصحاب الشركة في الحفاظ على حقوقهم أو رغبتهم في أن يتدخل أحد الأطراف في الرقابة أو الإدارة.

##### 2. مضمون قرار التمويل

يغطي قرار التمويل ثلاثة أنواع رئيسية من القرارات تتمثل فيما يلي:<sup>1</sup>

- اختيار الهيكل المالي يعني التوزيع بين الأموال المقدمة من طرف المساهمين والديون المالية.
- سياسة توزيع الأرباح أي الاختيار بين إعادة استثمار النتيجة (احتجاز الأرباح)، وبين توزيع الأرباح على المساهمين.

1- Gérard Charreaux, *Finance d'entreprise*, édition ems, Caen, France, 2<sup>ème</sup> édition, 2000, p26.

– الاختيار الأمثل بين التمويل الداخلي (التمويل الذاتي)، والتمويل الخارجي (الأموال المقدمة من طرف المساهمين أو الاستدانة المالية).

حيث، تسعى المؤسسة من خلال اتخاذ هذا القرار إلى تعظيم ثروة المالكين عن طريق تعظيم قيمة المؤسسة.<sup>1</sup>

### 3. مصادر التمويل

قد تتحدد وتتعدد طرق التمويل وذلك تبعاً للتغيرات والأوضاع السائدة التي يعرفها الاقتصاد والمجتمع. فالمؤسسة قد تجد أمامها عدة بدائل لتمويل نشاطاتها سواء التشغيلية أو الاستثمارية أو غيرها، وذلك بالاعتماد على مصادرها الداخلية يعني التمويل الذاتي أو مصادرها الخارجية أي اللجوء إلى الاقتراض بكل أنواعه.

#### 3.1. مصادر التمويل الخاصة

يمكن القول بأن الهيكل المالي للمؤسسات بشكل عام يتضمن حقوق الملكية (الأموال الخاصة)، وتنشأ هذه الحقوق بشكل أساسي من المبالغ التي يقدمها المالكون لشراء الأصول المطلوبة للبدء بنشاط المؤسسة، وأهم هذه المصادر الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة.

##### 3.1.1. الأسهم العادية

يتكون رأس مال المؤسسات المساهمة من عدد من الأسهم، والسهم عبارة عن صك يؤكد لحامله ملكية حصة معينة في رأس مال المؤسسة تعادل المبلغ الذي دفعه. تعتبر الأسهم العادية وسيلة من وسائل التمويل طويل الأجل التي يمكن اللجوء إليها خلال حياة المؤسسة، وذلك بطرح أسهم جديدة للاكتتاب. وعند تداول هذه الأسهم في البورصة، قد تباع وتشتري بقيمة مخالفة عن القيمة الاسمية أو الدفترية أي بقيمة أخرى تعرف باسم القيمة السوقية، وهي القيمة الحقيقية للأسهم لأنها تتغير تبعاً لمعدلات الأرباح التي تحققها المؤسسة وظروف العرض والطلب ونمط تداول الأوراق المالية في البورصة. كل ذلك يعكس درجة وعي المستثمر وكمية المعلومات المتاحة عن المؤسسة وهذا يؤثر في قرار تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية.<sup>2</sup>

1- سفيان خليل المناصير، القرارات المالية و أثرها في تحديد القرار الاستراتيجي، دار جليس الزمان، الطبعة الأولى، 2010، ص40.

2- محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار حامد، عمان، الأردن: 2008، ص: 218.

### 2.1.3. الأسهم الممتازة

وهي تصنف ضمن بنود حقوق الملكية للمؤسسة إلا أنها تختلف عن الأسهم العادية، إذ يكون لها الأولوية على الأسهم العادية في الحصول على توزيعات الأرباح، كما لها الأولوية في السداد في حالة التصفية على أن يتم السداد بالقيمة الاسمية للأسهم فقط. وفي حالة تحقيق أرباح في المؤسسة، لا يكون من الضروري توزيع الأرباح لحملة الأسهم الممتازة. إلا أنه، قد ينصُّ على أن يكون من حق حملة الأسهم الممتازة الحصول على توزيعات مجمعة تغطي الأرباح التي كانت مستحقة لهم في السنة السابقة لم تقم المؤسسة بتوزيعها. ولا يمكن لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت في مجلس الإدارة.

وهنا يثار سؤال حول ما إذا كانت هذه الأسهم الممتازة جزء من حقوق الملكية أم أنها جزء من الديون؟ يمكن القول أنه، رغم أن الأسهم الممتازة لها طبيعة الديون من حيث ثبات الأرباح الموزعة لها والالتزام بسداد قيمتها الاسمية عند التصفية، إلا أنها لا تعد ديون على المؤسسة ولا يترتب على عدم سداد أرباحها إفلاس للمؤسسة، كما أن توزيعات الأرباح الخاصة بها لا تخصم من الوعاء الضريبي.

### 3.1.3. الأرباح المحتجزة

تعتبر الأرباح المحتجزة مصدرا داخليا هاما يستخدم لتمويل الاحتياجات المالية طويلة الأجل للمؤسسة. وتمثل الأرباح المحتجزة ذلك الجزء من الأرباح الذي يتم الاحتفاظ به داخل المؤسسة لغرض إعادة استثماره. إذ، تعتبر الأرباح المحتجزة من أهم مصادر تمويل عمليات النمو والتوسع. كما تستخدم الأرباح المحتجزة من طرف المؤسسات التي تعاني من المشاكل المالية كتلك التي ترغب في تخفيض ديونها أو المؤسسات التي تواجه ظروف اقتصادية متقلبة، وفي مثل هذه الظروف يتمُّ احتجاز الأرباح لتوفير متطلبات السيولة.

### 2.3. مصادر التمويل بالاستدانة

تكون هذه المصادر من خارج المؤسسة وغير متعلقة بمالكيها، وتتمثل في:

#### 1.2.3. الائتمان التجاري

يعرف الائتمان التجاري على أنه سماح المؤسسة لزمائنها بتسديد قيمة السلع أو الخدمات التي تنتجها بعد مدة زمنية يتم اتفاق عليها بين الطرفين تلي استلامهم للسلع أو استفادتهم من الخدمات. يتمثل الائتمان التجاري في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتاجر فيها المؤسسة، أو تستخدمها في العملية الصناعية.<sup>1</sup>

يتفرع في الائتمان التجاري إلى نوعين رئيسيين هما، الحساب المفتوح أو الجاري وأوراق الدفع أو الكمبيالة. فالمؤسسة التي تشتري بالائتمان التجاري لديها خياران، إما أن تشتري على الحساب المفتوح، وفي هذه الحالة لا تقوم بتوقيع أي مستند رسمي لإثبات مديونيتها، إنما يتم الاعتماد على فاتورة البيع لضمان

1- محمد براق وحمزة غربي، مرجع سبق ذكره، 2015، ص:17.

الحصول على قيمة الائتمان. أو أن تحرر بقيمة هذه البضاعة ورقة تجارية وهي أوراق الدفع أو الكمبيالة، والتي تمثل تعهدا من المشتري بسداد الدين في التاريخ المحدد ومنه يكون إثبات المديونية في هذه الحالة أسهل.

### 2.2.3. القروض البنكية

يعرف القرض على أنه الثقة التي يوليها البنك لشخص ما سواء أكان طبيعيا أم معنويا، بأن يمنحه مبلغا من المال لاستخدامه في غرض محدد، خلال فترة زمنية متفق عليها وبشروط معينة لقاء عائد مادي متفق عليه، وبضمانات تمكن البنك من استرداد قرضه في حال توقف العميل عن السداد. ويمكن تقسيم القروض البنكية حسب المدة إلى:

— القروض البنكية قصيرة الأجل وهي تلك الخدمات المقدمة للعملاء التي يتم بمقتضاها تزويد الأفراد والمؤسسات في المجتمع بالأموال اللازمة على أن يتعهد المدين بسداد تلك الأموال وفوائدها والعمولات المستحقة عليها والمصاريف دفعة واحدة أو على أقساط في تواريخ محددة. وفي أغلب الأحيان، فإن فائدة القروض البنكية قصيرة الأجل تدفع في نهاية مدة الاستحقاق مع مبلغ القرض.<sup>1</sup>

— القروض البنكية متوسطة الأجل وهي تلك القروض التي تتراوح مدتها بين سنة واحدة وسبع سنوات، رغم الطول النسبي للأجل مثل هذه القروض إلا أنها لا تعد مصدرا للتمويل الدائم التي تحصل عليه المؤسسة، وتوجه هذه القروض لتمويل الاستثمارات التي لا تتجاوز مدتها السبع سنوات مثل الآلات والمعدات وتجهيزات الإنتاج بصفة عامة.<sup>2</sup>

— القروض البنكية طويلة الأجل وهي القروض التي تزيد آجالها عن خمس سنوات وقد تصل إلى عشر أو عشرين سنة، تمنح لتمويل الأنشطة والعمليات ذات الطبيعة الرأس مالية، أو إقامة مشاريع جديدة، تقدم مثل هذه القروض عادة من البنوك المتخصصة مثل البنوك العقارية.<sup>3</sup>

### 3.2.3. الاستئجار

يعرف الاستئجار على أنه عملية يقوم بموجبها البنك أو أي مؤسسة مالية أو مؤسسة تأجير مؤهلة قانونا لذلك، بوضع آلات أو معدات أو أصول مادية أخرى بحوزة مؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها، ويتم التسديد على أقساط متفق عليها تسمى ثمن الإيجار.<sup>4</sup>

1- محمد براق وحمزة غربي، مرجع سبق ذكره، 2015، ص ص: 20-21.

2- سعد عبد الحميد مطاوع، الإدارة المالية: مدخل حديث، بدون ذكر دار النشر ولا سنة النشر، ص: 353.

3- نفس المرجع أعلاه، ص: 46.

4- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص: 76.

يسمح الاستئجار للمؤسسة بتوفير النقدية واكتساب إدارة المؤسسة درجة عالية من المرونة وتقادي التعرض لمخاطر تقادم الأصول. كما يمنح المؤسسة إمكانية تحقيق اقتصاد ضريبي هام وهذا راجع لطرح القيمة الإجمالية من الربح قبل احتساب الضرائب. إلا أنه يحرمها من الحصول على قيمة الخردة في نهاية العمر الإنتاجي للأصل مع صعوبة القيام بإجراء أي نوع من التحسينات على الأصل المستأجر دون الحصول على موافقة المؤجر وعدم التمتع بإمكانية تخفيض الضرائب التي تدفعها المؤسسة المستأجرة، وذلك بسبب عدم قيامها بطرح الإهلاك الخاص بالأصل الذي كان من الممكن شراؤه وامتلاكه بدلا من تأجيره.

### 4.2.3. السندات

هي عبارة عن صكوك تصدرها المؤسسة، وهي تمثل بذلك عقدا أو اتفاقا بين المؤسسة المقترضة والأعوان المقرضين، وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا معيناً للطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة فهو بذلك عبارة عن وثيقة تثبت الاقتراض لقاء فوائد تدفع سنويا.

السندات تمثل أوراقا مالية قابلة للتداول تسمح بالتحديد الواضح لتكلفة التمويل، حيث إنّ الفائدة التي يحصل عليها صاحب السند أقل منها عند التمويل عن طريق الأسهم العادية والأسهم الممتازة في هذا المجال. تمكن السندات المؤسسة من استعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في الإدارة وتوفير لها المرونة في الإدارة من خلال اشتراط حقها في استدعاء السندات للوفاء.

## المطلب الثاني: تكلفة وهيكل رأس المال

يؤثر قرار التمويل على ما يعرف في الأدبيات المالية بالهيكل المالي، والذي عرف قسطا كبيرا من الدراسة ضمن النظرية المالية إلى جانب نظرية الاستثمار، ذلك باعتبار أن مالية المؤسسة بشقيها النظري والميداني، تبحث في كيفية تدبير مصادر التمويل واستخداماتها (الاستثمار) بالدرجة الأولى. ونظرا لأهمية الهيكل المالي، فقد حظي بنظرية قائمة ومرتبطة به تحاول دراسته وتفسيره.

### 1. تكلفة رأس المال

يعتبر موضوع تكلفة رأس المال من أهم المواضيع الهامة والرئيسية في مجال الإدارة المالية في المؤسسة، والذي يجب على المؤسسة تحديده بدقة أخذا بعين الاعتبار كل الظروف المؤثرة على هذه التكلفة.

#### 1.1. مفهوم تكلفة رأس المال

تعرف تكلفة رأس المال نظريا بأنها معدل العائد الأدنى الذي يجب أن يتحقق في مشاريع المؤسسة والعائد الأدنى الذي يطلبه المستثمرون. أما رياضيا، فتكلفة رأس المال تعبر عن المتوسط الحسابي المرجح

للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة، وبذلك فهي تعبر عن مصادر التمويل. وهو المعدل الذي بواسطته يتم حساب صافي القيمة الحالية، وعند استخدام معدل العائد الداخلي، فإنه يتم مقارنة هذا المعدل مع تكلفة رأس المال حتى يصبح بالإمكان اتخاذ قرار الاستثمار أو عدم الاستثمار في المشروع.<sup>1</sup>

بما أن تكلفة رأس المال تمثل المتوسط الحسابي المرجح لتكاليف مصادر التمويل، فإنه يجب تحديد تكلفة كل عنصر من عناصر الهيكل المالية للمؤسسة، ثم حساب تكلفة رأس المال. كما تمثل تكلفة كل عنصر من عناصر التمويل الأساس للكثير من القرارات التي تعتمد عليها الإدارة المالية في المؤسسة.

## 2.1. تكلفة مصادر التمويل

لكل مصدر من مصادر التمويل المختلفة تكلفة خاصة به، وعلى المؤسسة تحديد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل التي اعتمدت عليها بغية الوصول أي تكلفة رأس المال.

### 1.2.1. تكلفة التمويل بالأموال الخاصة

وتمثل مجموع تكلفة الأسهم الممتازة، تكلفة الأسهم العادية وتكلفة الأرباح المحتجزة.

#### 1.1.2.1. تكلفة الأسهم العادية

هو العائد الذي يطلبه حملة الأسهم لقاء امتلاكهم له، وتمثل تكلفة التمويل بالأسهم العادية رياضياً بمعدل الخصم الذي يستخدمه المستثمرون لحساب القيمة الحالية لتوزيع أرباح السهم الدورية المتوقع توزيعها في المستقبل من قبل المؤسسة.

يمكن حساب تكلفة التمويل بالأسهم العادية بعدة طرق، نذكر من أهمها طريقة تقييم أرباح السهم وطريقة تسعير الأصول الرأسمالية.

#### – طريقة تقييم أرباح السهم

يسمى نموذج تقييم أرباح السهم في حالة نمو الأرباح التي ستوزعها المؤسسة في السنوات القادمة بنسب ثابتة بنموذج قوردن (1962) Gordon ، وهو ما يتطلب من المساهمين توقع الأرباح التي ستوزعها المؤسسة في السنة الأولى فقط. ففي ضوء هذا النموذج، فإن تكلفة التمويل الممثلة تتكون من جزئين، أو لهما هو ربح السهم مقسوم على القيمة السوقية للسهم، أما الجزء الثاني فهو معدل النمو المتوقع لأرباح السهم الناتجة عن استثمار الأموال المملوكة.

ويمكن صياغة هذا النموذج كما يلي :

1- محمد براق وحمزة غربي، مرجع سبق ذكره، 2015، ص: 50.

$$k_c = \frac{D_0}{p_0} + g$$

حيث تمثل:  $k_c$  تكلفة التمويل بالأسهم العادية،  $k_c$ : قيمة توزيع أرباح السهم في الفترة الأولى،  $p_0$ : السعر الحالي للسهم،  $g$ : معدل النمو المتوقع لربح السهم.

#### – طريقة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يحتل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي جاء به شارب (1964) sharepe مكانة كبيرة في حساب تكلفة التمويل بالأسهم العادية، حيث يوازن نموذج تسعير الأصول المالية بين معدل العائد المطلوب من السهم العادي (تكلفته) وبين مخاطرته، فهو يفترض بأن المساهم يملك محفظة مالية متنوعة. كما أن، العوائد على الأصول لا تتحرك بنفس الاتجاه ولا بنفس الوقت ولا بنفس المقدار. وكذلك نتيجة هذا التنوع، تصبح المخاطرة الوحيدة المتبقية هي المخاطرة المرتبطة بالتغيرات في السوق بشكل عام. يعطى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية كما يلي :

$$E(R_i) = R_f + (E(R_m) - R_f) \cdot [\text{cov}(R_m, R_f) / \text{var}(R_m)]$$

حيث تمثل  $E(R_i)$  عائد السهم للمؤسسة  $i$ ،  $R_m$  عائد للمحفظة التي تضم جميع المؤسسات أو عائد السوق،  $R_f$  معدل العائد للأصل بدون مخاطرة؛  $E$ ،  $\text{Cov}$  و  $\text{Var}$  تمثل التوقع، التباين والتباين المشترك على الترتيب.

#### 2.1.2.1. تكلفة الأسهم الممتازة

تمثل تكلفة الأسهم الممتازة معدل العائد الذي يرغب حاملو هذه الأسهم التي أصدرتها المؤسسة في الحصول عليه. ونظرا لأن الأسهم الممتازة تعتبر من الاستثمارات الأبدية التي ليس لها تاريخ استحقاق، ويحصل حاملها على نسبة ثابتة من الأرباح<sup>1</sup>. كما تمثل تكلفة الأسهم الممتازة نسبة الأرباح الدورية المدفوعة لحاملها إلى صافي المبلغ الذي تحصل عليه المؤسسة من بيع هذه الأسهم.

ويتم حساب تكلفة هذا المصدر من مصادر التمويل طويلة الأجل بالعلاقة الموالية:

$$k_p = \frac{D}{P_0 - C}$$

حيث تمثل:  $k_p$  تكلفة الأسهم الممتازة،  $P_0$ : القيمة السوقية للأسهم الممتازة،  $D$ : قيمة أرباح السهم الممتاز الثابتة؛  $C$ : تكاليف الإصدار.

### 3.1.2.1. تكلفة الأرباح المحتجزة

إنّ تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة تعد تكلفة ضمنية تساوي التمويل بالملكية (الأسهم العادية) لأن الأرباح المحتجزة هي جزء من الأرباح المتاحة للتوزيع على المساهمين. ومن ثمّ، هي حق من حقوق المساهمين حيث أن البديل عن احتجاز الأرباح دفع قيمتها نقداً للمساهمين من الناحية العملية. ويمكن احتساب تكلفة التمويل بالأموال المحتجزة بالمعادلة الموالية :

$$k_R = k_C$$

حيث يمثل:  $k_C$ : تكلفة الأرباح المحتجزة و  $k_C$  فهو يمثل تكلفة الأسهم العادية.

### 2.2.1. تكلفة التمويل بالاستدانة

يعتبر كل من نوعية الدين ومعدلات فائدة السندات المقررين الرئيسيين لتكلفة الدين، وهما يتأثران بعوامل مختلفة كالحجم، قطاع النشاط، الرافعة المالية، التدفق النقدي، الربحية وعدد من العوامل النوعية الأخرى.<sup>1</sup> تعطي القروض إعفاءات ضريبية، مما يعني أن تكلفة القروض بعد الضريبة أقل من تكلفتها قبلها، حيث تتمثل تكلفة التمويل بالديون في المؤسسة في تكلفة الاقتراض بعد خصم الضرائب. وبما أن القروض من الأعباء التي تتضمنها قائمة الدخل، فإن المؤسسة تحقق من ورائها اقتصاداً ضريبياً يتمثل في مقدار الفائدة مضروباً في معدل الضريبة. ومنه، يمكن صياغة تكلفة الديون رياضياً كما يلي:

$$k_d = r - (r \times \tau)$$

حيث تمثل:  $r$  معدل الفائدة على الدين، و  $\tau$ : معدل الضريبة على الأرباح.

### 3.1. التكلفة المرجحة لرأس المال

بعد حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل طويلة الأجل، وحيث أن مصادر هيكل رأس المال في المؤسسة غير متساوية كما أن تكلفة كل مصدر مختلفة عن الأخرى، فلا يمكن استعمال المتوسط الحسابي البسيط لتقدير هذه التكلفة.

يجب القيام بحساب التكلفة الإجمالية للتمويل لحساب تكلفة رأس المال لأي مؤسسة، والتي هي عبارة عن متوسط التكلفة المرجحة للأموال والمقصود بكلمة المرجحة هو النسبة لكل عنصر من عناصر هيكل رأس المال، ومن ثمّ يكون لكل مصدر من مصادر التمويل وزن معين مقابل مصادر التمويل الأخرى.

يمكن صياغة تكلفة رأس المال كما يلي:

$$k = \frac{B}{E + D} k_d(1 - \tau) + \frac{E_p}{E + D} k_p + \frac{E_c}{E + D} k_c + \frac{E_r}{E + D} k_r$$

حيث:  $k$ : تمثل تكلفة رأس المال،  $E_p$ : الأسهم الممتازة،  $E_c$ : الأسهم العادية،  $E_r$ : الأرباح المحتجزة،  $E$ : الأموال الذاتية، حيث  $E = E_p + E_c + E_r$ ،  $D$ : مقدار الديون.

## 2. هيكل رأس المال

إنّ تحديد هيكل رأس المال للمؤسسة من أهم المواضيع التي حظيت باهتمام متزايد من قبل الدارسين في مجال الادارة المالية. سيتمّ التعرف على أهم الأسس النظرية لهيكل رأس المال.

### 1.2. مفهوم هيكل رأس المال

الهيكل المالي لأي شركة هو خليط من الديون، وحقوق الملكية الداخلية وحق الملكية الجديدة، ولكن يواجه المدير المالي مشكلة الاختيار بين الأموال المملوكة والأموال المقترضة للوصول إلى المزيج الأمثل للهيكل المالي.<sup>1</sup> ويقصد بحقوق الملكية، استثمارات أصحاب الشركة داخلها.

### 2.2. هيكل التمويل

تمّ طرح النقاش القائم حول الاختيار الأمثل لهيكل تمويل المؤسسة في النظرية المالية بهدف البحث عن أحسن توليفة بين موارد التمويل الداخلية والخارجية والتي تسمح بتعظيم قيمة المؤسسة. سيتمّ التعرض في هذه الفقرة إلى ذكر بعض النظريات التي عالجت موضوع هيكل التمويل والتي تساعد فيما يلي على ربط العلاقة بين هذا الأخير ومحور الدراسة ألا وهو إنشاء القيمة داخل المؤسسة.

#### 1.2.2. النظرية التقليدية

يرى الكلاسيكيون أنه يوجد هيكل تمويل أمثل للمؤسسة، لأن تكلفة الأموال الخاصة أعلى من تكلفة الاقتراض، إذ أن المخاطرة المتأتية من التمويل الذاتي أعلى من المخاطرة الناتجة عن الاستدانة، ومن جهة أخرى تكلفة الاقتراض، والتي تدرج ضمن المصاريف المالية، لها خاصية الاقتصاد في الضريبة، ويبرز ذلك في تخفيض الوعاء الضريبي لحساب الضريبة على الأرباح، بينما عوائد رأس المال الناجمة عن التمويل

1- أسامة عبد الخالق الأنصاري، الإدارة المالية، كتب عربية للنشر والتوزيع الالكتروني، مصر، ص: 374.

الذاتي لا تتميز بتلك الخاصية لكونها تأتي بعد حساب النتيجة، ومن ثم فإن الديون تعمل على تخفيض تكلفة رأس المال.

فبإمكان المؤسسات من خلال هذه النظرية الوصول إلى مزيج أمثل لعناصر الهيكل التمويلي وذلك من خلال استخدام الاقتراض بشكل معقول لزيادة القيمة السوقية للمؤسسة. ولم توضح هذه النظرية كمية الاقتراض المعقولة، وإنما دعت المؤسسات إلى المحافظة على التوازن بين درجة المخاطرة المرتبطة بزيادة حجم الديون وبين الانتفاع من مزاياها، وذلك لأن الخطر التمويلي سيزداد إلى درجة تهدد وجود المؤسسة ومستقبلها في حالة زيادة الديون عن الحد المعقول. وقد مثلت هذه النظرية بدايات تكوين ما أصبح يعرف لاحقاً بمفهوم الرفع المالي، ولم تكن لهذه النظرية أبعاد تطبيقية تذكر.

وقد بُنيت النظرية التقليدية على أساس مجموعة من الفرضيات أهمها:

- توزيع الأرباح داخل المؤسسة يكون قبل الضريبة.
- خطر الاستغلال الذي تتحمله المؤسسة ثابت حتى في حالة القيام باستثمارات جديدة.
- توقعات العوائد من طرف المساهمين معروفة ومتجانسة.
- في حالة تغير نسبة (الأموال المقترضة / الأموال الخاصة)، فإن مورد التمويل الجديد يتم اللجوء إليه من أجل التقليل من المصدر الآخر.
- المؤسسة تعمل في محيط تنعدم فيه الضرائب ولا توجد تكاليف المعاملات.

## 2.2.2. نظرية مودقلياني وميلر (1958) Modigliani et Miller

تشكل أبحاث مودقلياني وميلر نقطة البداية لعدة مناقشات مستفيضة في هذه المسألة. فقد أثبت هذان الباحثان في أعمالهم أنه وفي ظل وجود أسواق ذات كفاءة وتحت بعض الفرضيات، جميع أنماط التمويل متكافئة. تتعلق قيمة المؤسسة فقط بتدفقات الخزينة التي تنتجها وليس بالطريقة التي يتم فيها توزيع هذه التدفقات بين القروض أو الأموال الخاصة، ومنه فإن هيكل التمويل بدون أهمية<sup>1</sup>. عرفت هذه النظرية بأطروحة الحياد. وقد انتقدت هذه النظرية بشدة لأنه وفي الواقع لا يمكن تطبيق مبادئ حيادية الهيكل التمويلي للمؤسسة.

ألغى مودقلياني وميلر فرضية غياب الضرائب على الأرباح وذلك رداً على هذه الانتقادات، الأمر الذي سمح بتسليط الضوء على تأثير العديد من العوامل المحددة على هيكل تمويل المؤسسات. بالفعل، فإن أخذ الجباية بعين الاعتبار، وخاصة خصم الأعباء المالية من النتيجة الخاضعة للضريبة، قد دفعت بهذين الباحثان إلى إدراك أن قيمة المؤسسة المدينة أعلى دائماً من المؤسسة التي لا تستدين. ومنه، لدى كل

1- B.Biais, P.Hillion et J-F.Malecot: La structure financière des entreprises: une investigation sur données françaises, revue économie et prévision, n°120, Avril 1995.

المؤسسات مصلحة في تعظيم القروض بالشكل الذي تستفيد به بشكل كامل من الميزة الضريبية والمترتبة عن استقطاع أعباء الديون.

### 3.2.2. نظرية الوكالة

قام كل من جونسن ومكلن (1985) Jensen et Micklinge بإدماج مفهوم تعدد الأهداف ضمن التصور الأكاديمي لنظرية المشروع. فللملاك هدف معين (تعظيم القيمة) وللمسيرين أهداف عديدة. كما أنه للدائنين (الجهات المانحة للقروض) هدف آخر، وتؤدي تعددية هذه الأهداف إلى نشأة ما يدعى بصراع الوكالة حيث يؤدي هذا الصراع إلى عدم التوافق من حيث اختيار الهيكل المالي. و جوهر النظرية هو طرح إشكالية وجود أهداف ذاتية خاصة بالمسيرين تؤدي بهم إلى انتهاج سلوك مخالف عن سلوكهم حالة كونهم ملاكا.

تهدف نظرية الوكالة إلى تقديم خصائص التعاقد الأمثل الذي يمكن أن تكون بين الموكل والوكيل، معتمدة في ذلك على المبدأ النيوكلاسيكي الذي يستند إلى فرضية تضارب المصالح بحيث يهدف كل عون اقتصادي إلى تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة. وتقتصر هذه النظرية أسلوبا لتسيير صراع الوكالة بشكل أمثل، خصوصا فيما يتعلق بالقرارات المالية المناسبة. كما تحاول هذه النظرية تفسير سلوك المتعاملين المعنيين بتمويل المؤسسة، ومحاولة ملاحظة تأثير سلوكهم على تحديد هيكل التمويل وذلك استنادا إلى فرضيتين<sup>1</sup>:

- ليس بالضرورة أن تكون أهداف المسيرين والملاك متطابقة.
- عدم تساوي المتعاملين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها. يفترض أن يلتزم المسير بإدارة العمليات والتسيير لفائدة الموكل (المالك)، إلا أنه في الواقع يسعى المسير إلى تعظيم ثروته الخاصة. وهذا يؤدي إلى ظهور تكاليف الوكالة والتي يمكن تصنيفها إلى :<sup>2</sup>
- تكاليف المراقبة وهي ناتجة عن تتبع الموكل ورصده للمسير إن كان يسير وفقا لمصلحته، بمعنى التحقق من أن التسيير منسجم مع أهداف الملاك.
- تكاليف التبرير وهي مجسدة في النفقات التي يتحملها المسير ليبرهن للموكل من خلال سلوكه بأن التسيير يخدم مصلحته.
- التكاليف الباقية إذ تظهر هذه التكاليف عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لنشاط المؤسسة.

حسب نظرية الوكالة، فإن الهيكل المالي الأمثل ينتج عن تحكيم مرضي (منزلة متوسطة) بين أنماط التمويل المختلفة التي تسمح بحل إشكالية تضارب المصالح بين الأطراف المهتمين بمستقبل وحياة المؤسسة،

1- يوسف قريشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه في العلوم

الاقتصادية، تخصص علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005، ص: 161.

2- Samira Rifki, Abdessadeq Sadq, Un essai de synthèse des débats théoriques a propos de la structure financière des entreprises, In revue de financier, N°31, 2001, P16.

وذلك باعتبار الاستدانة والأموال الخاصة تحد من بعض الصراعات وفي ذات الوقت تثير أخرى، بحيث يسمح هذا الهيكل الأمثل بتعظيم القيمة الإجمالية للمؤسسة.<sup>1</sup>

تميز هذه النظرية بين ثلاثة أصناف لتكلفة الاستدانة:

– يمكن أن يتخلى المساهمون عن مشاريع ذات قيم حالية موجبة إذا كان سالباً مع القيمة الحالية للمبالغ التي سوف تسدد.

– يمكن أن تكون الاستدانة عاملاً محرضاً للمساهمين على اعتماد مشاريع بدرجة من المخاطرة.

– التكاليف التي يتحملها المساهمون بسبب البحث عن طبيعة الاستدانة المنتهجة من قبل المسيرين.

وهكذا، فإن نظرية الوكالة ترى بأنه لتعظيم قيمة المؤسسة وحل إشكالية تضارب المصالح، لابد من الحصول على هيكل مالي أمثل يأخذ بعين الاعتبار الامتيازات والتكاليف الناتجة عن الاستدانة وعن الأموال الخاصة.

تستند أمثلية الهيكل المالي حسب هذه النظرية إلى ثلاثة متغيرات:<sup>2</sup>

– الهدف يتمثل في تعظيم القيمة الإجمالية للمؤسسة.

– الإمكانيات المستعملة تتلخص في تدنية صراع تضارب المصالح، وتدنية التكاليف بالاستدانة بطريقة مثلى.

– القيود تظهر في ضرورة الأخذ في الحسبان تكاليف الوكالة للأموال الخاصة والديون.

ويمكن لهذه التكاليف أن تتدنى إذا ما قمنا بإنشاء نظام مراقبة فعال. وتتحقق هذه المراقبة من خلال تمويل مناسب كالتمويل بالسندات والذي يحث المسيرين على مراقبة سلوكياتهم باعتبار الالتزامات التعاقدية المفروضة من طرف الشركاء الموصين.<sup>3</sup>

#### 4.2.2. أثر الضريبة الشخصية على الهيكلة المالية

أدخل ميلر (1977) Miller في تحليل الهيكلة المالية الضريبة الشخصية التي يتحملها المساهمون على دخولهم من تلك الأسهم وكذلك التي يتحملها المقترضون على سنداتهم، كما أشار إلى الحالة الوحيدة التي يتحقق بها الاقتصاد الضريبي، وهي عندما لا يخضع الدخل الشخصي لحملة الأسهم للضريبة على مداخيلهم من تلك الأسهم.

1- عبد الوهاب دادن، الجدول القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 7، 2009-

2010، ص: 318.

2- نفس المرجع أعلاه، ص: 318.

3- St-Pierre, la gestion financière des PME Théories et pratiques, PUQ, Québec, 2007, P90.

أشار ميلر Miller إلى أن الاقتصاد الضريبي يتلاشى أو يصبح سالباً إذا كان معدل الضريبة على الدخل الشخصي لحملة الأسهم أقل من معدل الضريبة على الدخل الشخصي لحملة السندات، وهذا نتيجة زيادة صافي دخل حملة السندات تعويضاً لارتفاع الضريبة على دخولهم خوفاً من أن لا تجد المؤسسة من يقرضها. ومن أجل تحقيق التوازن (انعدام الاقتصاد الضريبي) فإنه من المتوقع أن تستمر المؤسسة في زيادة نسبة الاقتراض ومن ثمّ ثبات قيمة المؤسسة.<sup>1</sup>

والجدير بالذكر أن دراسة ميلر تقوم على افتراض أن معدل الضريبة الشخصية على دخل المساهمين يمكن أن يساوي الصفر، وهو ما أكده شكولز وميلر (Scholes & Miller (1978)، حيث أوضح أن المساهمين قادرين عملياً على تأجيل بيع الأسهم واثم تأجيل الحصول على الأرباح وعدم دفع الضريبة.

ناقش ليتزنباغر وفان هورن (Litzenberger & Van Horn (1978) في مقالة لهما تأثير الضرائب المتعلقة بالمؤسسات وتكلفة الإفلاس على السوق المالية حيث أكد أن أي تغيير في الضرائب (ارتفاعها) قد تجعل الأسهم في أسوأ حال، خاصة إذا كان سعرها السوقي أقل من سعرها الاسمي، وكذا تأثير تعديل الضرائب الشخصية على المستثمرين، حيث أن حملة الأسهم العادية لا يجمعون على زيادة الديون في الهيكلية المالية تحت تأثير الضرائب، فهم يفضلون الحفاظ على الهيكلية المالية الحالية ( للحفاظ على تكلفة الإفلاس)، لأن اللجوء إلى الديون يعني نقص العائد المتاح للمساهمين. ومن ثمّ، بفضل وجود الضرائب الشخصية فإنه سيتم فقدان قيمة من العائد الذي كان من المفروض الحصول عليه.<sup>2</sup>

### 5.2.2. نظرية الالتقاط التدريجي

يعالج نموذج مايرز (Myers (1984) الرهانات التي تستخدمها المؤسسة في المدى البعيد، تحت فرضية أن الهدف الأساسي الذي يسعى المسيريون إلى تحقيقه هو تعظيم أرباح المؤسسة، وذلك كما يلي:

- عند اختيار المؤسسة للتمويل الذاتي، فإنها تحدد مستوى معين من توزيعات الأرباح وذلك حسب الفرص الاستثمارية الممكنة.
- عند الاعتماد على التمويل الخارجي، فإن الأولوية تكون مع القروض، ثم الأموال شبه الخاصة تقع بين الأموال الخاصة والقروض، ثم أخيراً الأسهم.

سبب ذلك، أن اللجوء إلى التمويل الذاتي يجنب المؤسسة تكاليف إصدار الأسهم وتكاليف الوكالة، وحرية التصرف في أي استثمار، وعند عدم كفاية التمويل الذاتي فإن المؤسسة تلجأ إلى القروض، لأن المسيرين على علم بقيمة السهم فهم على علم بالمعلومات المتوفرة في السوق المالي، وإن تم إصدار أسهم

1- محمد براق وحزمة غربي، مرجع سبق ذكره، 2015، ص: 178.

2- نفس المرجع أعلاه، ص: 179-180.

جديدة فتكون قيمتها أعلى من القيمة الفعلية ومن ثمّ انتقال الثروة إلى المساهمين الجدد وعليه فإن إصدار الأسهم يعتبر مؤشرا سلبيا عن وضعية المؤسسة المالية.

ومن ثمّ، يترتب على المؤسسة حجز الأرباح وتأجيل توزيعها قصد إعادة استثمارها من جديد ما يحقق للمؤسسة الوقت حول قرار رفع رأس المال، الذي يترتب عليه إلزامها بدفع الأرباح للمساهمين الجدد.

وعليه ونظرا للأسباب سابقة الذكر تكون قرارات الهيكل المالي حساب الأولوية كما يلي:

- تمويل الذاتي.
- اللجوء إلى الاقتراض.
- قرار رفع رأس المال.

## 6.2.2. نظرية الإشارة

يعود الفضل في ظهور هذه النظرية إلى الكاتب روس (1997) Ross. حيث تقوم على قاعدة أساسية وهي عدم التماثل المعلوماتي الذي تتصف به الأسواق. الواقع أن المعلومات التي تبثها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكان المديرين في المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات (signaux) خاصة وفعالة، تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من الأداء. وتتمثل خصوصيتها في صعوبة تقليدها من طرف المؤسسات الضعيفة.

تستند نظرية الإشارة إلى فكرتين هما:

- نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات، حيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما إخفاء معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين؛
- حتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فإنها سوف لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة.<sup>1</sup>

تقترح هذه النظرية نمودجا لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسة من خلال هيكلها المالي. فيميز بين كل المؤسسات المتواجدة في السوق ويصنفونها إلى نوعين A وB، المؤسسات من نوع A أحسن أداء من المؤسسات من نوع B ومن أجل تصنيف مؤسسة في أحد الصنفين، يحدد المستثمرون في السوق مستوى حرجا للاستدانة D\* حيث ترى هذه النظرية أن المؤسسات من النوع الجيد (الصنف A) لها قدرة على الاستدانة أعلى من D\* والعكس بالعكس.

إن التباين في المعلومات بين المسيرين والمستثمرين الخارجيين له أثر مهم في تحديد التركيبة المثلى للهيكل المالية للمؤسسة، حيث إنه من المعروف أن المؤسسة تلجأ إلى التمويل بالديون عندما تتوقع ظروفًا مستقبلية مشجعة، وذلك رغبة منها في عدم وجود من يشاركها النمو المحتمل. أما عندما تتوقع المؤسسة ظروفًا سيئة، فإنها تفضل اللجوء إلى التمويل عن طريق إصدار أسهم جديدة.

غير أن ذلك، لا يعني أن كل إصدار جديد للأسهم العادية يعني وجود توقع عن الظروف السيئة، فالمؤسسة ترغب في كثير من الأحيان المحافظة على طاقتها الافتراضية. فالهيكل المالية للمؤسسة ترتبط بالإشارات الصادرة عنها والتي يمكن أن تحمل توقعات عن الظروف المستقبلية التي قد تواجهها، كما يمكن لبعض المؤسسات أن تتخذ إجراءات مكلفة كثيرًا مقارنة بالمؤسسات الأخرى من أجل إعطاء إشارات جيدة للمؤسسة.<sup>1</sup>

كما أن الإشارة ليست مجرد سر أو تصريح مضلل، كما يعتقد الكثير، ولكنها قرار مالي حقيقي وواقعي، يؤدي إلى حدوث انعكاسات سلبية على مسيبيها في حالة ظهور واكتشاف عدم صحتها.

## خلاصة الفصل الأول

تتخذ على مستوى المؤسسة العديد من القرارات التي تجسد الفعل التسييري لها، وتتعدد التصنيفات التي أوردتها الفكر التنظيمي والتسييري بشأن القرار داخل المؤسسة، إذ يندرج ضمن تلك التصنيفات، التصنيف المرتكز على أهمية القرار الذي يستعمل كثيرا في مجال التسيير الاستراتيجي، حيث يقسم القرارات إلى قرارات تشغيلية، تكتيكية واستراتيجية، كما يوجد تصنيف آخر يركز على وظائف المؤسسة. وبين هذين التصنيفين وباعتبار أن مجال دراستنا يستهدف القرارات المالية، يفترض أن هذه الأخيرة تتبعهما باعتبارها تابعة للوظيفة المالية حسب طبيعتها، وتعتبر قرارات ذات أهمية بالغة إذ يتم اتخاذها على مستوى الإدارة العليا لما لها من تبعات خطيرة على حياة المؤسسة مما يجعلها تتصف بالبعد الاستراتيجي.

وتنقسم القرارات المالية حسب ما جاءت بهذه النظرية المالية وحسب ما هو متعارف عليه في أوساط القائمين على المؤسسات إلى صنفين أساسيين يعكسان الوظيفة المالية بالمؤسسة والتي تهتم بجلب الموارد المالية؛ ومن ثم تبحث في القرارات المرتبطة بالتمويل من جهة، ثم تبحث عن الآليات الممكنة من استخدامها بشكل يتميز بالكفاءة، مما يجعلنا أمام القرارات الاستثمارية، من جهة أخرى. وضمن هذين القرارين، تصنف قرارات الهيكل المالي وقرارات توزيع الأرباح ضمن قرارات التمويل.

# الفصل الثاني:

أثر قرارات الاستثمار

والتمويل على إنشاء

القيمة

## الفصل الثاني: أثر قرارات الاستثمار والتمويل على إنشاء القيمة

يدرك الباحثون في مجال مالية المؤسسة، أن الفكر المالي الحديث يركز على نظرية القيمة، حيث يشار في سياقها إلى أن هدف المؤسسة المعاصر هو إنشاء القيمة. نظرا لما له من انعكاس وفائدة على جميع الأطراف المعنية بها (الملاك الحاليون والمتوقعون، الدائنون، العاملون، المجتمع،...). لذلك تسعى إدارة المؤسسة إلى توجيه مجمل قراراتها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر نحو خدمة هذا الهدف الاستراتيجي (تعظيم القيمة) كونه هو الذي يعمل على الحفاظ على بقاء واستمرار المؤسسة، خاصة في ظل اقتصاد الحر المتميز بالانفتاح والمنافسة. فمن بين القرارات المتخذة على مستوى المؤسسة هناك قرارات استراتيجية ترتبط بإنشاء القيمة وهي تلك القرارات المتعلقة بالاستثمار والتمويل.

يحتاج المسيرون إلى التعامل بطريقة فعالة مع القرارات الاستثمارية والمالية، فهي تشكل رافعات لإنشاء القيمة. بالفعل، بعد تجميع الموارد المالية اللازمة للاستثمار وتخصيصها من أجل المشاريع الأعلى مردودية والأكثر تنافسية فإنه على المؤسسة أن تكون قادرة على إنشاء القيمة.

على ضوء ما سبق، سيتم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كما يلي:

- الأسس النظرية لإنشاء القيمة.
- أثر قرار الاستثمار على إنشاء القيمة.
- أثر قرار التمويل على إنشاء القيمة.

## المبحث الأول: الأسس النظرية لإنشاء القيمة

يحتل موضوع إنشاء القيمة مكانة هامة في مراكز القيادة والتسيير داخل المؤسسات، فالتسيير بالقيمة أصبح ميزة مرتبطة بالمؤسسات الكبرى كمحاولة منها للانتقال بالوظيفة المالية من النشاط المحاسبي نحو النشاط الاقتصادي الذي يؤدي إلى إنشاء القيمة، حيث أضحت المؤسسات تأخذ كمؤشر نمطي في التقييم وكمقياس شامل يساهم في اتخاذ القرارات الاستراتيجية الشاملة والدائمة.

للتعرف أكثر على مفهوم إنشاء القيمة سيتم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين كما يلي:

- ماهية إنشاء القيمة.

- معايير قياس إنشاء القيمة.

### المطلب الأول: ماهية إنشاء القيمة

يعدّ موضوع إنشاء القيمة المحور الأساسي في مناقشات المسيرين والمهتمين من دارسين ومحللين ماليين أمثال فيليكس بوقليولو Félix Bogliolo ومارك ليكوير Marc L'ecuyer ودينيس دوبوا Denis Dubois وغيرهم، ذلك لأنه يخدم ويعالج المعضلات المتعلقة باتخاذ القرارات الحساسة مثل الامتناع عن عملية الاستثمار، التوقف عن النشاط وانخفاض الفاعلية.

#### 1. مفهوم إنشاء القيمة

تركز النظرية المالية على هدف تعظيم قيمة المؤسسة، أي قيمة الأموال المستثمرة من طرف المساهمين أو الممولين. إن العمل على تحقيق هذا الهدف هو الذي يمثل المرجع الإداري فيما يخص جدوى المؤسسة. ومنه، طبقا لما تنص عليه نظرية الوكالة، فإن مفهوم إنشاء القيمة يرتكز على المقاربة التعاقدية التي من خلالها، يوكل الملاك أو المساهمون المسيرين من أجل تسيير أموالهم المستثمرة، حيث يصبح الهدف الأول للمسير هو إنشاء القيمة ما يعني تعظيم ثروة الملاك على المدى القريب وكذا البعيد. يتحقق هذا الهدف بمجرد أن تحقق استثمارات المؤسسة مردودية أعلى من المعدل المفروض من طرف أصحاب الأموال، دائنين كانوا أو مساهمين.

كما يحدث إنشاء للقيمة في الحالة التي تكون فيها مردودية الأصول الاقتصادية (مردودية الأموال المستثمرة) أعلى من تكلفة التمويل، يعني أعلى من تكلفة الاستدانة والأموال الخاصة.

ومنه، القيمة التساهمية ليست سوى العائد الذي يتلقاه المساهمون، أي فائض القيمة عن تكلفة الفرصة التي يفرضونها. أو بعبارة ثانية الفائض عن تكلفة الأموال الخاصة. الدائنون الماليون من جهتهم يؤجرون بتكلفة الفرصة (تكلفة الاستدانة الخطرة حسب ظهوره في سوق الاستدانة).

من هذا المنطلق، يمكن القول عن مشروع أو عن مؤسسة أنها تنشئ قيمة، عندما يكون استغلال الموارد الموضوعة تحت تصرفها يسمح بتحقيق زيادة في الثروة والتي بدورها ترفع من القيمة الابتدائية. حيث يكون الاستثمار مربحا إذا كان يحقق تدفقات للخزينة الاقتصادية تفوق تكلفة الأموال المستثمرة، باعتبار أن هذه التدفقات التي ترجع للمساهمين تكون أعلى مما يطلبونه تعويضا عن الخطر المحتمل.

## 2. أهداف إنشاء القيمة

يرتكز مفهوم إنشاء القيمة على مدخل تعاقدى. فتوكيل المسيرين من طرف المساهمين يكون بهدف تسيير أموالهم بالاستثمار والاحتفاظ بجزء منها في المؤسسة. إذ أن الهدف الأساسي المنشود الذي يسعى المسيريون إلى تحقيقه هو إنشاء القيمة للمساهم، أي تعظيم الثروة في الأجل الطويل.

يكمن الهدف من سياسة إنشاء القيمة بالدرجة الأولى، في تعظيم قيمة الأسهم المشكلة لرأس مال المؤسسة المسعرة، أي تعظيم قيمة الصكوك التي يملكها المساهمون. بالإضافة إلى أن سياسة توزيع الأرباح تشكل عنصرا إيجابيا للمساهمين. وبتابع أساليب التنبؤ، تمكنت المؤسسات اليوم من تحديد مستوى مستقر للأرباح في الأجل المتوسط، لتتمكن بعدها من النظر إلى المدى البعيد، هذا ما ساعدها على رسم استراتيجيات البقاء لمواجهة ما يصادفها من مشكلات. فتوليد أو تحقيق تدفقات نقدية كافية لضمان حد أدنى من الأرباح لتوزيعها على المساهمين، يمثل في الواقع، المستوى الأدنى للعائد المطلوب في السوق على الأموال الخاصة كما يسمح بتحقيق هدف المؤسسة التي تتبنى مسار إنشاء القيمة. وفي حالة إذا ما لم تحقق تدفقات نقدية كافية، فعليها إعادة تشكيل محفظة نشاطاتها والنظر بأفق أكبر كما لو قامت بالاستثمار في مشروع مربح.

## 3. مصدر إنشاء القيمة

يتمحور مفهوم إنشاء القيمة حول المساهم، غير أن صياغته جاءت انطلاقا من النواة الاستراتيجية للتنظيم المعقد للمؤسسة. فالإنشاء الحقيقي للقيمة يجد مصدره في النشاط الاقتصادي الخاص بالمؤسسة. بالفعل، المحدد الوحيد لألية إنشاء القيمة هو العائد الاقتصادي الناتج عن الاستراتيجية الجيدة المتخذة من طرف المؤسسة.

المردودية الحقيقية لمشروع هي تلك التي لا يمكن التعبير عنها إلا من خلال العائد الاقتصادي، أي الوضعية التي تسمح بالحصول على معدل عائد استثمار أعلى من معدل المردودية المفروض باعتبار الخطر المتحمل، حيث أن العائد الذي يمكن أن تحققه المؤسسة ينتج في الأساس من خلال الميزة الاستراتيجية التي تملكها.

يتلخص الإسهام الذي جاء به رابابور Rappaport، في أنه قدّم تعريفاً جديداً لمسعى استراتيجي نلاحظ من خلاله أن مقاربتنا للقيمة للمساهم والميزة الاستراتيجية غير مرتبطتان ولكن متكاملتان، فالميزة الاستراتيجية الناتجة عن إنتاجية رأس المال والعمل هي مصدر إنشاء القيمة.

يمكن تلخيص عوامل إنشاء القيمة في الجدول الموالي:

الشكل رقم (2): عوامل إنشاء القيمة

دخل المساهمين (أرباح - قيمة زائدة) (Dividendes - plus - values)				هدف المؤسسة
↑				
إنشاء القيمة للملاك أو المساهمين				
↑				
الديون	معامل الاستحداث	التدفقات النقدية التشغيلية		مكونات القيمة
↑	↑	↑	↑	
تكلفة رأس المال	الاستثمارات الاحتياج لرأس المال العامل BFR التثبيتات	فترة نمو القيمة	ارتفاع المبيعات هامش ضريبية الأرباح	عوامل إنشاء القيمة
↑	↑	↑	↑	
قرارات التمويل	قرارات الاستثمار	قرارات التشغيلية		القرارات الإدارية
↑				
تأسيس الاستراتيجية				

المصدر: Olivier THOMAS, *Création de Valeur actionnariale et Communication Financière*, DESS Ingénierie Financière, Université de Bretagne Occidentale, 2004.

يمكن أن تتولد الميزة الاستراتيجية للمؤسسة من خلال تقليل تكاليف الإنتاج (تقليل الأعباء، الإنتاجية...)، تعظيم المبيعات (الابتكار، الاستحواذ على حصص سوقية، العالمية...) أو عن وضعية مناسبة في سلسلة القيمة أو عن دوران فعال للأصول أو عن استراتيجية مالية فعالة.

ومنه، فإن الاستراتيجية المتخذة من طرف المسيرين عن طريق إنشاء عيوب في أسواق المنتجات أو عوامل الإنتاج أو حواجز الدخول للسوق، تسمح للمؤسسة بالحصول على عائد اقتصادي. غير أن نظرية السوق في حالة التوازن توضح أنه من الصعب إنشاء القيمة بشكل دائم<sup>1</sup>، أي بعبارة أخرى ضمان استمرارية هذا العائد الاقتصادي. ومنه، تقترب معدلات المردودية المحققة في فترة متوسطة، من معدلات المردودية المفروضة عند الأخذ بعين الاعتبار التطور التكنولوجي واختلال التنظيم، اللذان يضعفان حواجز الدخول إلى السوق ويقللان العوائد الاقتصادية التي يجب الحفاظ على مستواها وقوتها من طرف المسيرين. حيث إن، هذا العائد الاقتصادي يمثل مصدرا أساسيا لإنشاء القيمة.

### المطلب الثاني: معايير قياس إنشاء القيمة

تتعدد وتتوغل معايير قياس إنشاء القيمة، منها معايير داخلية تعنى بإدارة المؤسسة ومعايير خارجية تتعلق بالسوق المالية.

#### 1. المعايير الداخلية

سيتم التعرض لعدة معايير قياس القيمة الداخلية والمتمثلة في؛ مؤشر العائد على الاستثمار، مؤشر العائد على الأموال الخاصة، ومعايير القيمة الاقتصادية المضافة.

#### 1.1. مؤشر العائد على الاستثمار ROI: Return On Investment

يقدم هذا المؤشر في شكل نسبة محاسبية، باعتبار أنه يتم الحصول على مكوناته من الكشوف المحاسبية، ليتم تشكيل علاقة بين الأموال المستثمرة والنتيجة المصاحبة لها، بحيث يمكن من خلالها معرفة معدل العائد الناجم عن تلك الأموال المستثمرة، ويعطى بالعلاقة الموالية:

$$ROI = RN / CAPITAL$$

حيث تمثل RN: النتيجة الصافية، RN: النتيجة الصافية و CAPITAL: رأس المال.

يسمح هذا المؤشر بتقديم معلومات هامة حول مردودية الاستثمارات الموجودة بالمؤسسة والمتمثلة في البحث عن نقاط القوة والضعف لها، ليتم على إثرها اتخاذ قرارات صائبة تشغيلية كانت أو إستراتيجية. كما يستعمل كأحد أساليب اختيار الاستثمارات عندما تريد المؤسسة اقتناء استثمارات جديدة، حيث يتم تقدير النتيجة التي يمكن أن يقدمها هذا الاستثمار الجديد.<sup>2</sup>

1-Vernimmen, Dalloz , *Valeur et Finance d'Entreprise* , 4ème édition, 2000, Cf. chapitre 32.

2- هوارى سويسى، دراسة تحليلية لمؤشر قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، في مجلة الباحث، العدد7، جامعة ورقلة، 2009-2010.

### 2.1. مؤشر العائد على الأموال الخاصة<sup>1</sup> ROE: Return On Equity

وهي نسبة تقيس عائد الأموال الخاصة المستخدمة على مستوى المؤسسة، بحيث تربط بين النتيجة الصافية للاستغلال ومبلغ الأموال الخاصة، وتصاغ عبارتها على النحو الآتي:

$$ROE = RN / CP$$

$$ROE = (RN / AT) * (AT / CP)$$

$$ROE = ROA * LF$$

حيث تمثل: RN: النتيجة الصافية، AT: الموجودات، CP: الأموال الخاصة، LF: معامل الرفع المالي، ROA: العائد على الأصول.

يسمح هذا المعيار بقياس مردودية الأموال الخاصة للمستثمرين والمساهمين ومقارنة العائد المنتظر مع الأخطار الممكنة. كما يعطي للمستثمرين ولمسيرى المؤسسة والبنك على الخصوص معلومات حول قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح للمساهمين. تجمع هذه النسبة بين نسبة العائد على الموجودات ونسبة الرفع المالي، بحيث تسمح الأولى بقياس كفاءة المؤسسة وتبين الثانية حجم أموال الغير بالنسبة إلى الأموال الخاصة. للإشارة، فعائد الموجودات في البنك أقل بكثير من مثيله في باقي المؤسسات، لذلك فالبنك مرغم على استخدام الرفع المالي لتحقيق عائد معقول.

### 3.1. القيمة الاقتصادية المضافة EVA: Economic Value Added

يعود الفضل في تأسيس هذا المعيار إلى جول ستارن وبنات ستيوارت Joel Stern & G.Bennett Stewart باستنادهما على النموذج الاقتصادي لقيمة المؤسسة المقدم من طرف موديجلياني وميلر Modigliani & Miller، حيث أكد كابي وهيرجواين (2001) J.Caby & G. Hirigoyen، بأن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة يسجل كامتداد لأعمال موديجلياني وميلر (1961، 1966).

تعتبر هذه القيمة عن القيمة الاقتصادية المضافة المحققة من طرف المؤسسة خلال نشاطها. فالقيمة الاقتصادية المضافة ما هي إلا النتيجة الاقتصادية المتبقية بعد استرجاع الأموال المستعملة خلال النشاط أي تكلفة رأس المال المستثمر (Albouy, 1999).

1- السعيد بريكة وسمير مسعي، تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA، على الموقع <http://iefpedia.com/arab/wp-content>

يتمثل المعنى الرئيسي للقيمة الاقتصادية المضافة في أنه لا يكفي أن تحقق المؤسسة نتيجة صافية موجبة أو ربحاً معيناً عن كل سهم. وإنما يجب عليها تحقيق أرباح تكفيها لتغطية تكاليف الاستدانة وتكلفة الفرصة البديلة لرأس المال قبل التفكير في إنشاء القيمة (Shaked, Michel et Leory, 1998).<sup>1</sup>

يمكن حساب القيمة المضافة بإتباع إحدى الطرق الثلاثة:

### 1.3.1. إنشاء القيمة بمقارنة مردودية الأموال المستثمرة مع التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال<sup>2</sup>

تحدد القيمة المنشأة من طرف المؤسسة في الوقت  $t$  كما يلي:

$$EVA = (ROIC - WACC) * CI$$

حيث تمثل: ROIC : مردودية رؤوس الأموال المستثمرة، WACC: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال و CI: مبلغ رأس المال المستثمر.

ومنه يمكن القول أن الحصول على قيمة اقتصادية مضافة موجبة يعني أن مردودية الاستغلال فاقت تكلفة الأموال المستعملة، ومنه، المؤسسة قد أنشأت بذلك قيمة والعكس بالعكس.

### - تحديد مردودية رأس المال ROIC: Return On Invested Capital

توجد ثلاث طرق لقياس مردودية رأس المال، غير أن طريقة واحدة فقط يمكن أن تقيم مردودية مجمل رأس المال المستثمر وهي ليست حساسة للتغير في هيكل رأس المال. حيث أن، تعويض الأموال الخاصة بالديون يخفض تكلفة رأس المال ولكن لا يغير من مردودية رأس المال عند استعمال هذه الطريقة، ويمكن حسابها حسب الصيغة الموالية<sup>3</sup>:

$$ROIC = RONI / (FP+D)$$

حيث تمثل: RONI: النتيجة التشغيلية الصافية من الضرائب، FP: الأموال الخاصة و D: الديون.

مع العلم أنه بإضافة الأموال الخاصة إلى الديون نحصل على:

$$ROIC = NOPAT / CI$$

$$NOPAT = EBIT * (1 - \text{taux})$$

1- Inès Zekri, L'impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise mesurée par la valeur économique ajoutée (EVA), Comptabilité et Connaissances, 2005, France, p:5-6. [www.halshs.archives-ouvertes.fr](http://www.halshs.archives-ouvertes.fr).

2- Grégory Denglos, La création de valeur : Modèles, Mesure, Diagnostic, Dunod, Paris, 2003, p :67.

3- Idem, pp: 67-74.

حيث يمثل NOPAT: الربح التشغيلي الصافي من الضريبة والمعدل وتمثل EBIT(Bénéfice opérationnel diminué de l'impôt ajusté): الربح التشغيلي.

### 2.3.1. إنشاء القيمة بمقارنة الربح التشغيلي الصافي من الضريبة والتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس

#### المال La rémunération des Capitaux Investis

بالانطلاق من التركيب الموالي:

$$EVA_t = \{[(EBIT_t * (1 - \text{taux})) / (A_{int,t-1} + \Delta BFR)] - WACC_t\} * (A_{int,t-1} + \Delta BFR)$$

$$EVA_t = EBIT_t * (1 - \text{taux}) - WACC_t * C_{it,t-1}$$

نحصل على العبارة الموالية:

$$EVA_t = NOPAT_t - WACC * C_{it,t-1}$$

### 3.3.1. القيمة الاقتصادية المضافة باستعمال الهامش الخام للتمويل الذاتي MBA:

#### Marge Brute d'Autofinancement

هناك طريقة ثالثة لحساب القيمة الاقتصادية المضافة، تتخذ الهامش الخام للتمويل الذاتي كنقطة انطلاق. يمكن أن نعرف الهامش الخام للتمويل الذاتي MBA كما يلي:

$$MBA = EBIT * (1 - \text{taux}) + DA_t - IB_t - \Delta BFR$$

هذا باعتبار: DA<sub>t</sub>: المؤونات الصافية الخاصة بالاهتلاكات التشغيلية، IB<sub>t</sub>: الاستثمار الإضافي الخام و Δ BFR: التغير في احتياج رأس المال العامل.

يعبر الهامش الخام للتمويل الذاتي عن التدفقات النقدية الحرة، حيث أنه لا يأخذ بعين الاعتبار التدفقات النقدية ذات الأصل المالي مثل تكاليف الفوائد أو الأرباح.

$$C_{it} = C_{it,t-1} + IB_t - \Delta BFR \quad \text{بما أن:}$$

$$DA_t - IB_t - \Delta BFR = - (C_{it} - C_{it,t-1}) \quad \text{فإن:}$$

$$MBA_t = EBIT_t * (1 - \text{taux}) - (C_{it} - C_{it,t-1}) = NOPAT_t - (C_{it} - C_{it,t-1}) \quad \text{ومنه:}$$

بتعويض MBA<sub>t</sub> ب: NOPAT<sub>t</sub> - (C<sub>it</sub> - C<sub>it,t-1</sub>) في عبارة القيمة الاقتصادية المضافة EVA

$$EVA_t = MBA_t + (C_{it} - C_{it,t-1}) - WACC_t * C_{it,t-1} \quad \text{يتم الحصول على:}$$

$$EVAt = MBAt + CIt - (1+WACt) * CIt-1 \quad \text{فتكون بذلك:}$$

تعتمد مكونات المعادلة التي تحسب القيمة الاقتصادية المضافة على المخرجات المحاسبية بالرغم من أنها تبتعد عن التقييم الاقتصادي (الحقيقي) لتلك المخرجات. ويهدف تقريب القيم المحاسبية المعتمدة على المبادئ المحاسبية إلى الواقع الاقتصادي، ينصح مبتكرو القيمة الاقتصادية المضافة استعمال المكونات بقيمتها المحاسبية، ولتقليل الانحراف بين القيم المحاسبية والاقتصادية يقترح المحللون مجموعة من التعديلات على المعلومات المحاسبية.

## 2. المعايير الخارجية

سيتم التعرض لعدد من المعايير التي تقيس إنشاء القيمة السوقية والتي تتمثل في نموذج التدفقات النقدية المحققة من الاستثمار، العائد الكلي للمساهم، نموذج مؤشر القيمة والقيمة السوقية المضافة.

### 1.2. نموذج التدفقات النقدية المحققة من الاستثمار CFROI: Cash Flow Return On Investement

يعرف نموذج التدفقات النقدية المحققة من الاستثمار بنموذج كوبلاند Koller، كولر Murin سنة (1990) باعتبار أنه قد طور من طرفهم لصالح مكتب ماكينسي McKinsey.

وهو معدل عائد كل الاستثمارات المحققة من طرف المؤسسة، حيث يمثل النسبة بين التدفقات النقدية التشغيلية (CFE: Les Cash Flows d'Exploitation) المستحقة باستعمال التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (CMPC: Coût moyen pondéré du capital Economique Brut) ومجموع الأصول الاقتصادية الخامة (AEB: Actif Economique Brut) المستعملة في المشروع الصناعي. يعطى هذا النموذج بالعلاقة التالية:

$$CFROI = \frac{\sum_{t=1}^n CF_{Et} * (1+CMPC)^{-1}}{AEB}$$

### 2.2. العائد الكلي للمساهم TSR: Total Shareholder Return

يهدف هذا المؤشر إلى إعطاء صورة عن الأداء التاريخي والحالي، باعتبار أن القيمة السوقية ليست دائماً ذات مدلول جيد، خاصة في وقت الأزمات أين تكون الأسعار جد متذبذبة وتكلفة التمويل مرتفعة، وذلك بسبب زيادة المخاطر.

يبين عائد المساهم الكلي TSR أو كما يطلق عليه المردودية الكلية للمساهم رابابور Rappaport (1986) كل ما يمكن أن يحققه سند تم شراؤه كزيادة في القيمة وفي الأرباح عند بداية السنة الحسابية له. يعبر عن هذا المعيار بالنسبة بين سعر السند المعدل بالأرباح في نهاية الفترة وسعره في بداية الفترة.

$$TSR = \frac{V_t - V_0 + DPA_t}{V_0}$$

حيث تمثل:  $V_0$ : سعر السند في بداية الفترة،  $V_t$ : سعر السند في نهاية الفترة و  $DPA_t$ : الأرباح المتراكمة بين بداية ونهاية الفترة.

### 3.2. نموذج مؤشر القيمة أو مؤشر الرافعة المالية $Iv$ : indice de levier de valeur<sup>1</sup>

من خلال هذا النموذج نستطيع القول أن المؤسسة تنشئ قيمة إضافية إذا كانت مردودية الأموال الخاصة ( $r_\phi$ ) أعلى من متطلبات المساهمين، أي أعلى من توقعاتهم فيما يخص مردودية الأموال التي استثمروها ( $E(r_\phi)$ ). هذا ما يمكن أن يعبر عنه بالعلاقة الموالية:

$$Iv = \frac{r_\phi}{E(r_\phi)}$$

حيث يمثل:  $Iv$  (indice de levier de valeur): مؤشر الرافعة المالية،  $r_\phi$ : مردودية الأموال الخاصة أو معيار مردودية الأموال الخاصة ROE والتي تحسب بقسمة النتيجة الصافية على الأموال الخاصة، ويمثل  $E(r_\phi)$  توقع مردودية الأموال الخاصة أي تكلفة رأس المال.

ومنه تكتب العبارة السابقة بالشكل الموالي:

$$Iv = \frac{\text{معيار مردودية الأموال الخاصة ROE}}{\text{تكلفة رأس المال}}$$

### 4.2. القيمة السوقية المضافة MVA: Market Value Added

إن الهدف الرئيسي من استعمال مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة هو تحفيز كل الفاعلين بالمؤسسة لاتخاذ قرارات من شأنها أن تؤثر على وجهة نظر تقييم السوق المالية. وذلك بتوجيه الحكم على الأداء الداخلي للمؤسسة، من خلال تأثيره على القيمة السوقية للمؤسسة، فهذا التقييم من شأنه أن يحدث ربطا وتوافقا بين القيمة السوقية للمؤسسة وقيمتها المحاسبية، ويظهر ذلك من خلال استعمال القيمة السوقية المضافة التي تمثل الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة والقيمة الإجمالية للأموال المستثمرة<sup>2</sup>.

$$MVA = VM - CI$$

1- Grégory Denglos, Op-cit, 2003, p: 19.

2 - هواري سويبي، مرجع سبق ذكره، 2007/2008، ص: 245.

حيث تمثل: MVA: القيمة السوقية المضافة، VM: القيمة السوقية للمؤسسة و CI: الأموال المستثمرة.

وتحسب القيمة السوقية للمؤسسة كما يلي:

$$VM = VM(CI) + VM(D)$$

حيث تمثل: VM(CI): القيمة السوقية لرأس المال و VM(D): القيمة السوقية للديون.

إذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة EVA تحسب لكل سنة، فإن القيمة السوقية المضافة MVA تحسب لمجموعة من السنوات؛ حيث يمكن أن نعتبر أن القيمة السوقية المضافة هي القيمة الحالية لمجموع القيم الاقتصادية المضافة المستقبلية أي<sup>1</sup>:

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

حيث يمثل: WACC: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

تستعمل القيمة الاقتصادية المضافة لغرض قياس الأداء الداخلي للمؤسسة، في حين تقيس القيمة السوقية المضافة الأداء من وجهة نظر خارجية. وعليه، يصعب استعمالها كأداة تسيير داخلية.

يعني الحصول على قيمة سوقية إضافية موجبة، أن السوق يتوقع من إدارة المؤسسة أن تنشئ ثروة تفوق تكلفة رأس المال المتحتملة. والعكس صحيح. وبما أن القيمة السوقية المضافة هي القيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة باستعمال التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال، فإن تحقيق تدفقات القيم الاقتصادية المضافة الموجبة والمتزايدة هو الضمان الأفضل للرفع من القيمة السوقية المضافة. لأن القيمة السوقية المضافة لا ترتفع في الحالة التي يحقق فيها رأس المال المستثمر معدل مردودية مساو لتكلفته، ومنه فإن القيمة الكلية ومجموع رؤوس الأموال تزداد بنفس نسبة زيادة رأس المال المستثمر أما القيمة السوقية المضافة تبقى ثابتة.

على عكس ما يحدث في نموذج عائد المساهم الكلي TSR، فإن توزيع الأرباح لا يمكن أن يؤثر على القيمة السوقية المضافة MVA لأن القيمة السوقية والقيمة المحاسبية للأموال الخاصة تتغيران بنفس

1- J.Caby et G.Hirigoyen, *La Création de Valeur de l'Entreprise*, Economica, Paris, 2<sup>ème</sup> édition, 2001, p : 23.

المقدار. بالفعل، فإن إنشاء القيمة للمستثمر أو المساهم لا تتأثر إلا في حالة تغير الربح بفعل التغير في النتيجة التشغيلية أو تغيير سياسة الاستثمار في المؤسسة.<sup>1</sup>

## المبحث الثاني: أثر قرار الاستثمار على إنشاء القيمة

تواجه كافة المؤسسات في عصرنا الراهن تحديات كبيرة نتيجة لتواجدها في بيئة تتصف على نحو متزايد بعدم اليقين، إذ من الصعب أو من المستحيل توقع تطور عناصرها خاصة المتعلقة بالمنافسة. في مثل هذا السياق، يرتبط نجاح المؤسسة بإستراتيجية تسمح بتعظيم مردوديتها ومنه بإنشاء القيمة. إذ يعد الاستثمار الأداة الرئيسية التي تتمركز حولها هذه الأخيرة. بالفعل، فالاستثمار يعني التركيز على الإنفاق الآني لمبلغ معين من الأموال أملا في الحصول لاحقا وخلال عدة سنوات على مبالغ مالية أكثر أهمية والتي تسمح أيضا برفع قيمة المؤسسة ومنه ذمة الملاك.<sup>2</sup> لهذا فإنه من الضروري أن يتماشى الاستثمار مع الاستراتيجية العامة للمؤسسة من جهة وأن يكون منشئا للقيمة من جهة أخرى.

وعلى ضوء ما سبق تم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين:

- الاستثمار المسجل ضمن الاستراتيجية العامة للمؤسسة مصدر لإنشاء القيمة؛
- تقييم الاستثمارات وسيلة لإنشاء القيمة.

### المطلب الأول: الاستثمار المسجل ضمن الإستراتيجية العامة للمؤسسة مصدر لإنشاء القيمة

تتواجد سياسة الاستثمار في مركز عملية إنشاء أو هدم القيمة، ومن أجل نجاح مثل هذه السياسة، من الضروري إدراجها ضمن استراتيجية المؤسسة. بالفعل، مقابل عدد المنافسين الهائل الذي تتميز به الأسواق، على المؤسسة أن لا تخضع للقيود التي تفرضها عليها الظروف بل أن تؤثر عليها بمواكبة تطور ونمو أوضاع بيئتها، وهذا بالتغيير في استراتيجيتها لتتماشى وهذه الظروف. لذلك بقدر ما تأخذ المؤسسة بعين الاعتبار المنافسة، تفضيلات الزبائن والأوضاع الاقتصادية العالمية؛ بقدر ما تتجح في أرباح استثماراتها. ومنه يتطلب ويرتبط إنشاء القيمة بالقرارات الاستراتيجية التي من شأنها تحقيق مزايا تنافسية حقيقية ومستمرة. بالإضافة إلى أن أخذ أولويات المستثمرين بعين الاعتبار هو جزء لا يتجزأ من الاستراتيجية.<sup>3</sup>

1 Grégory Denglos, Op-cit, 2003, p: 25.

2-Jean-Guy Degos, Stéphane Griffiths, Gestion financière de l'analyse à la stratégie, édition d'organisation, Paris, 2011, p: 215.

3- Emmanuelle Reynaud, "La création de valeur en stratégie", Revue Française de gestion, Volume 35, n°196/2009, p: 110.

## 1. الاستراتيجية العامة للمؤسسة متوجهة نحو إنشاء القيمة

يمثل إعداد استراتيجية مضبوطة ومتطابقة مع الأهداف الرئيسية للمؤسسة أحد روافع إنشاء القيمة. كما تمثل عملية حاسمة من بين العمليات الأساسية لإنشاء القيمة ( تخصيص الموارد والتخطيط، إدارة الأداء، جودة الحوكمة: المكافأة حسب القيمة والتواصل حولها )<sup>1</sup>

تسطر الاستراتيجية وسائل الوصول إلى تعظيم القيمة مثل التعريف الواضح لأهداف وغايات المؤسسة، نشاط المؤسسة الرئيسي والوسائل وكذا مختلف التقنيات التي تمكن من تحقيق الأهداف المسطرة. لذا فمن المهم أن تدمج المؤسسة هدف إنشاء القيمة ضمن صياغة وعملية الإعداد لاستراتيجيتها. الأمر الذي يسمح بتحديد مختلف الأولويات والصعوبات الحقيقية للمؤسسة من جهة، وبالتأكد من تخصيص الموارد لمختلف المجالات المنشئة للقيمة من جهة أخرى. بمعنى آخر، سيتم تخصيص الموارد بطريقة تتماشى وهدف إنشاء القيمة.

من أجل أن تتجح كل مؤسسة في استراتيجيتها، عليها أولاً تحديد العوامل المفتاحية لنجاحها مع الأخذ بعين الاعتبار لمختلف القيود الناتجة عن العوامل الداخلية والخارجية. يتعلق الأمر بدراسة نقاط قوى وضعف وظائفها (المالية، التسويق، الإنتاج...إلخ) كل على حدى، وبالفرص والتهديدات الآتية من بيئتها الخارجية.

تتطلب الاستراتيجية التي تتجاوب مع هدف إنشاء القيمة أن تتوفر المؤسسة على إمكانيات أساسية تضمن ميزة تنافسية حاسمة ومستمرة. يمكن لهذه الإمكانيات أن تركز على مجموعة من العوامل مثل المهارات المهنية، تقنيات الإنتاج والبيع، والتي تسمح بمواجهة المنافسة عن طريق عرض منتجات ذات نوعية رفيعة، غير قابلة للتعويض وتستجيب لرغبات الزبائن.

تصدر المؤسسات التي تمتاز بالقدرة في التجديد وإمكانيات مهمة منتجات تضمن وفاء الزبائن وتحسين صورتها وإنشاء القيمة. وبفضل هذه الإمكانيات تستطيع المؤسسة إبراز ميزات من أجل إنشاء القيمة. قد يتعلق الأمر بميزة مرتبطة بالتنوع في المنتجات مقارنة مع تلك المصنعة من طرف المنافسين، بإنتاج ذو تكلفة أقل أو بتتبع تطور احتياجات الزبائن. ومنه نجاح إستراتيجية المؤسسة مرتبط بإمكانيات قاعدية من الواجب تطويرها وكذا إظهارها في منتجاتها من أجل تحسين نظرة الزبائن ومنه نظرة السوق. هذا يعني أن إنشاء القيمة مرتبط بوضع استراتيجية للقيمة، والتي تتطلب تحليل استراتيجي لمحفظه نشاطات المؤسسة وعناصر محيطها، لأنه لا جدوى من التفوق في مجال لا يتميز بالطلب لاسيما أن تعارض

1 -M. Ckinsey et Company, Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, *La stratégie de la valeur*, édition d'organisation, Paris, 2003, p: 94.

الإستراتيجية مع أوضاع السوق وخاصة مع تطلعات الزبائن لا يؤدي إلا لخسارة الوقت ولرأس مال المؤسسة. ومنه لإنشاء القيمة، من الضروري توجيه استراتيجية المؤسسة نحو هذا الهدف.

يرتبط إنشاء القيمة بتبني استراتيجية مناسبة. لهذا يخضع قرار الاستثمار إلى هدف تعظيم رضا المساهمين والذي يمثل تحت فرضية النفور من الخطر بدالة متزايدة للمردودية ومتناقصة للخطر.<sup>1</sup> ينشئ المستثمر قيمة إذا وفقط إذا ما حقق دخلا أكبر من رأس المال المستثمر. لهذا يجب على المؤسسة السهر على زيادة استثماراتها بالأخذ بعين الاعتبار عامل الخطر الذي يمثل معرفته أصل إنشاء القيمة. للوصول إلى أهداف استراتيجية القيمة، على جميع الاستثمارات المنجزة من طرف المؤسسة أن تكون مربحة. وفي حالة العكس، أين تدخل المؤسسة في مشاريع واستثمارات لا تضمن فيها حتى استرجاع إنفاقها الابتدائي يكون الاستثمار مهدما للقيمة.

## 2. الاستثمار محرك للاستراتيجية ولإنشاء القيمة

يمثل الاستثمار وسيلة عمل في إطار الاستراتيجية، لأن هذه الأخيرة لن تدخل حيز التنفيذ إلا بالشرع في استثمارات. لهذا من الضروري أن تتوافق هذه الأخيرة مع استراتيجية المؤسسة لإنجاحها خاصة إذا ما تعلق الأمر باستراتيجية القيمة.

يمثل التحليل الاستراتيجي المبني على نقاط قوة وضعف المؤسسة وعلى التحليل التنافسي، أولوية كل عمل استراتيجي. فعلى المؤسسة أولا تحديد نشاطاتها أو محفظة نشاطاتها بالنسبة لعاملين رئيسيين هما: حصة السوق ومعدل النمو. يتعلق الأمر بمصفوفة تخصيص الموارد لمجموعة بوسطن للإستشارات Boston Consulting Group (BCG)، والتي تحتل حسبها وحدات الأعمال وضعيات مختلفة في السوق. فهناك وحدات ذات نمو منخفض لكن تمتلك فيها المؤسسة حصة كبيرة في السوق؛ وحدات ذات نمو مرتفع كما تحتل فيها المؤسسة وضعية قيادية؛ وحدات ذات نمو مرتفع ولكن مع حصة ضعيفة في السوق ووحدات ضعيفة بالنسبة لكل من معدل النمو وحصة السوق التي تشغلها المؤسسة. انطلاقا من ذلك تحدد المؤسسة خياراتها الاستراتيجية، فإما أن تختار تطوير إحدى الوحدات أو على العكس الانسحاب أو تصفية البعض الآخر. هنا يلعب الاستثمار دورا حاسما فهو يشكل أسلوب عمل للخيارات الاستراتيجية. لهذا ينبغي أن يتواجد رابط قوي بين الخيارات الإستراتيجية والاستثمار.

من أجل نجاح استراتيجية القيمة، ينبغي على المؤسسة أن تقوم بعمليات استثمارية منسقة للقيمة. وذلك بربط كل من خياراتها الاستثمارية بتحليلها الاستراتيجي، أي مع النشاطات المنشئة للقيمة. بالفعل، على كل مؤسسة تسعى لإنشاء القيمة أن تضع مخطط القيمة (Cartographie de valeur)<sup>2</sup> والذي يعتبر ضروريا

1- Inass El Farissi, Rachid M'Rabet, *Décision financière de long terme*, Economica, Paris, 2011, p: 145.

2- M.CKinsey et Company, Tom Kopeland, Tim Koller, Jack Murrin, Op-cit, p: 102.

من أجل تحديد وإنجاح مختلف خيارات الاستثمار. تم تصميم هذا المخطط كأداة تتفح للاستثمار في الاتجاه السليم، أي في مشاريع مربحة لا تؤدي إلى خسارة الموارد الموجهة لها سواء كانت مادية أو غيرها.

يكمن دور مخطط القيمة في ترتيب محفظة نشاطات المؤسسة حسب مساهمتها في إنشاء القيمة. حيث يتم تمثيل الأنشطة المنشئة والغير المنشئة للقيمة في بيان محور فواصله رأس المال المستثمر ومحور تراتبيه القيمة المنشأة. إن الهدف من هذا الترتيب هو مقارنة العائد أو حتى القيمة المحققة على مستوى رأس المال الموظف أو الموارد المستعملة. ومن ثم يمكن لنشاطات المؤسسة أن تنقسم إلى عدة نشاطات قيمتها المنشأة أكبر، تساوي أو أقل من الموارد المستعملة. انطلاقاً من ذلك تربط المؤسسة خياراتها الاستراتيجية مع التحليل الاستراتيجي عن طريق مخطط القيمة، وهذا بالانخراط في نشاطات عالية القيمة ومن ثم تطويرها مع الأخذ بالحسبان موقعها الاستراتيجي.

إن هذه الخطوة مهمة من أجل كل تحليل للقيمة وللاستثمار، بالقدر الذي تمكن به من تحديد مختلف مراحل تطور السوق، فعلى سبيل المثال لا يستحق العناء أن تستثمر في مجالات وصلت إلى مرحلة النضج متى تكون السوق مشبعة. بل بالعكس قد يؤدي كل استثمار في هذه المرحلة إلى تهديم القيمة. هذا يعني أن القيمة قد تنشأ أو تهدم في كل مرحلة من دورة حياة المنتجات ومن تطور السوق. لذا من المهم أن تضمن المؤسسات القيمة في كل مرحلة من هذه المراحل.

بالإضافة إلى أنه ينبغي على المؤسسة تحديد الوظائف المفتاحية التي تسمح بإنشاء القيمة وكذا العملية الواجب إتباعها لتحصيل هذه القيمة. يتعلق الأمر بسلسلة القيمة التي وبمجرد إنشائها تتمكن المؤسسة من تطوير استراتيجيات واتخاذ قرارات تتسجم مع هدف إنشاء القيمة. يجب أن يتأكد المحللون من الآثار المالية لكل إستراتيجية معتمدة.

لا يقتصر إنشاء القيمة عن طريق الاستثمار على مجرد الربط بين قرار الاستثمار والتحليل الاستراتيجي. وإنما يرتبط أيضاً بالتقييم الجيد الذي يسمح بالكشف عن النشاطات المربحة.

من الواجب أن تتوفر المؤسسة على الوسائل التي تضمن أحسن تقييم لمشاريعها. بعبارة أخرى، يكون الاستثمار منشئاً للقيمة إذا ما تم الإعداد له ضمن إطارين؛ أولهما استراتيجي يأخذ بعين الاعتبار تطور محفظة نشاط المؤسسة على مستوى السوق والثاني مالي مبني على تقييم الطاقة الربحية للمشاريع. هذان العاملين؛ المالي والاستراتيجي، يمثلان العوامل المفتاحية لنجاح السياسة الاستثمارية. بالفعل، يتوقف معدل عائد الاستثمارات على خصائص المحيط الذي تتطور فيه المؤسسة مثل المنافسة وخيارات المستهلكين، كما يتوقف كذلك على سياسة التسيير وحتى سياسة تطوير المشاريع. هذا ما يفسر الحاجة إلى تشخيص مسبق لنشاطات المؤسسة عن طريق إعداد تشخيص استراتيجي للقيمة وتحليل كل من سوق السلع والخدمات والسوق المالية، كل هذا بغية التمييز بين النشاطات المنشئة للقيمة وتلك المهتمة لها.

من المؤكد أنه يجب على الدراسة الاستراتيجية أن تتبع بمرحلة تعمل على وضع أدوات تساعد في التأقلم والإجابة عن هدف إنشاء القيمة. قد يتعلق الأمر بأدوات مرتبطة بالتكوين وبالتواصل، بالوكالة، بالعملية القرارية وبلوحة قيادة القيمة. تستعمل هذه الأدوات عند إعداد المخططات، الميزانيات وعند تقييم الاستثمارات.

لا يتوقف تحليل إنشاء القيمة عن طريق الاستثمار على الدراسة ضمن إطار استراتيجي، وإنما يتعلق أيضا بدراسة مالية تهدف إلى توضيح أو شرح الآثار المالية الناجمة عن القرارات الاستثمارية. إذ يعد اللجوء إلى التقييم الأداة الرئيسية لتحليل هذه القرارات ضمن الإطار المالي.

### المطلب الثاني: تقييم الاستثمارات وسيلة لإنشاء القيمة

يتعلق تقدير الاستثمارات بغية تحسين المردودية المستقبلية للمؤسسة بحسابات الربحية. تعمل هذه الأخيرة على تقييم الأداء المالي المنتظر من الاستثمار وعلى إعداد معايير كمية لهذا الغرض والتي تكون قادرة على توفير إجابة مثلى للسؤال عن ضرورة الاستثمار.<sup>1</sup>

على كل مؤسسة تسعى لإنجاح إستراتيجيتها أن ترتبط قراراتها الاستراتيجية بالمالية، والتي تشرح وتوضح الآثار المالية لهذه القرارات. بالفعل، فإن تبني مشروع استثماري لا ينبغي أن يتحقق إلا إذا تم التأكد من عائده المستقبلي لأن سياسة الاستثمار تلعب دورا أساسيا في نمو المؤسسة كما تؤثر على الوظائف المساهمة في تطويرها مثل وظيفة الشراء، الإنتاج والوظيفة المالية. كل هذه الأسباب جعلت المحللين يركزون على تقييم الاستثمارات ويعتبرونه أداة تساعد على اتخاذ القرار الاستراتيجي، لتكون منسجمة مع هدف المساهمين.

بالإضافة إلى أن تقييم الاستثمار يعد من المراحل الثلاث الرئيسية التي تمر بها إدارة المشاريع الاستثمارية (مرحلة تجميع الاقتراحات، مرحلة التقييم ومرحلة المراقبة). وهي تحتاج إلى معايير مالية مختلفة باختلاف هدف المؤسسة الاستراتيجية. تمكن هذه المعايير من تقييم أثر القرارات الاستثمارية على ربحية المؤسسة، وهذا بتحويل المشروع الذي تتصوره ونتائجه المالية إلى لغة الأرقام. بالفعل، فإن انجاز مشروع استثماري، يعني الإنفاق بأمل تحصيل الثراء وتحقيق أرباح مستقبلية. يتعلق الأمر أولا بالإنفاق الابتدائي اللازم لتنفيذ المشروع والذي يمثل تكلفة الاستثمار عند اللحظة صفر، وثانيا بالتشغيل ويخص التدفقات المالية التي تمثل مدخلات محتملة للأموال. إن المقارنة بين هاذين التدفقين الأساسيين (الإنفاقات والتحصيلات) يسمح بالحكم على النتائج المالية للمشروع.

1- Michel Levaseur, Aimable Quintart, *Finance, Economica*, Paris, 1998, p: 393.

في إطار سياسة الاستثمار، يتعلق إنشاء القيمة بالمشاريع الاستثمارية التي تغطي فيها التدفقات المالية المستقبلية تكلفة الاستثمار، أي المشاريع الاستثمارية القادرة على استرجاع الإنفاق الابتدائي من جهة وعلى إرضاء الشركاء الموصين من جهة أخرى، سواء تعلق الأمر بالمساهمين أو بمقرضي الأموال. بالفعل، من أجل أن تستمر المؤسسة، عليها تلبية كل من متطلباتها الربحية، المعلوماتية وتلك المتعلقة بالمرونة. إذ من المؤكد أن مثل هذه الاعتبارات تحتاج إلى معايير مالية قادرة على تمييز المشاريع الاستثمارية المربحة عن غيرها.

### 1. إسهام المعايير المالية لخير الاستثمار في إنشاء القيمة

تسمح العديد من المعايير المالية بالحكم على المردودية المستقبلية للمشاريع وبتقديرها قبل أن يتم انجازها. إذ يتم هذا التقدير بناء على التدفقات المتوقعة والتي تتعلق إما بالاستثمار أو بالاستغلال. يغطي النوع الأول من التدفقات جميع استخدامات الأموال المرتبطة بانجاز المشروع الاستثماري. فنجد ثلاث مكونات للتدفقات الاستثمارية كالإنفاق الابتدائي، احتياجات رأس المال العامل والقيمة المتبقية من الاستثمار. بالفعل، تمثل جميع المشتريات اللازمة للاستثمار مثل المعدات، الآلات، السيارات والتكنولوجيات الاستثمار الأولى. أما احتياج رأس المال العامل فهو يمثل كل تغير أو ارتفاع في مستوى النشاط المرتبط بالاستثمار المنجز. يؤدي هذا الارتفاع في مستوى النشاط أو في رقم الأعمال إلى ارتفاع في المخزون، في وفاء الزبائن وفي قروض الموردين.

يعبر احتياج رأس المال العامل الموجب عن الاستخدام الفعلي للأموال التي يجب توفيرها. ومن المسلم به عموماً، أن أي ارتفاع في رقم الأعمال سيتبع بارتفاع نسبي لاحتياج رأس المال، باستثناء تأثير خاص لمشروع ما على احتياج رأس المال العامل. وذلك عندما يتبع الاستثمار بتقليص في المخزون نتيجة نضام جديد للإنتاج. يمثل تدفق القيمة المتبقية القيمة بعد الإهلاك أو قيمة بعض السلع في نهاية حياة المشروع. حيث يمكن لهذه السلع أن تباع أو يحتفظ بها من أجل مشاريع أخرى ولكن في هذه الحالة يجب أن توضع قيمتها المتبقية في حساب الدائن للمشروع الأول.

يغطي النوع الثاني جميع التدفقات الرأسمالية الصافية والناجمة عن استغلال المشروع. يمكن أن يتعلق الأمر برقم الأعمال، بأعباء الاستغلال المرتبطة بتكاليف العمال، بالمواد والمستلزمات، بالخدمات الخارجية... إلخ. ويتم استبعاد من بين هذه الأعباء، الأعباء المالية التي تدخل في حساب تكلفة رأس المال.

إن تدفقات الاستثمار وتدفقات التشغيل المتوقعتين في مشروع ما جد مهمة بالنسبة لكل تقييم للعائد على الاستثمار، ومنه لمساهمته في تعظيم الثروة.

## 1.1. إسهام القيمة الصافية الحالية في إنشاء القيمة

يتطلب هذا المعيار تحديد كل من تدفقات الاستثمار، التشغيل وتكلفة رأس المال. تعبر هذه الأخيرة، عن تكلفة الأموال التي أتى بها المساهمون أو الدائنون الماليون. وتعرف على أنها المعدل الإجمالي للمردود الذي تعد به المؤسسة مستثمرا ما لإقناعه باستثمار أمواله.<sup>1</sup> بعد تحديد التدفقات، يهدف مستخدمو معيار القيمة الصافية الحالية إلى؛ مقارنة تدفق الاستثمار المعبر عن الإنفاق الأولي أو تكلفة المشروع مع تدفقات الأموال المستقبلية والمستحدثة مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال كمعدل للاستحداث. يمثل هذا الأخير معدل العائد الذي يجب أن ينتج عن الأصول لضمان تعويض رؤوس الأموال والديون وذلك حسب تطلعات أصحابها وإلى حصة كل منها في التمويل<sup>2</sup>. بالفعل تقدم القيمة الحالية الصافية لمشروع ما معلومات عن مردوديته، وذلك باستحداث تدفقاته النقدية المستقبلية بتكلفة رأس المال ومقارنتها مع تكلفة الاستثمار.

يمكن مصادفة ثلاثة حالات مختلفة في هذا المعيار. الأولى، عندما تغطي التدفقات النقدية المستحدثة على نحو واسع التكلفة الأولية، في هذه الحالة تكون القيمة الحالية الصافية موجبة، الأمر الذي يحث المؤسسة على انجاز المشروع ما دام يعظم من ثروة المساهمين. تحدث الحالة الثانية عندما تفوق تكلفة الاستثمار تدفقات السيولة المحتملة، في هذه الحالة تكون القيمة الحالية الصافية سالبة، مما يؤدي إلى التخلي عن المشروع لأنه لا يؤدي إلى إنشاء القيمة. أما الحالة الثالثة، فتحدث عندما تكون القيمة الحالية الصافية معدومة، إذ يشير ذلك إلى أن المشروع لا يحقق للمؤسسة المعنية أية خسائر ولا أرباح. وبذلك يمكن القول بأنه لا معنى للقيمة الحالية الصافية إلا إذا عبر معدل الاستحداث عن التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال، أي معدل العائد المتوسط المفروض من طرف المساهمين والمقرضين. يتعلق الأمر بتكلفة الأموال الخاصة بتكلفة الديون.

من المهم الإشارة إلى أنه عندما تكون القيمة الحالية الصافية موجبة يكون المشروع الاستثماري المتصور منشأ للقيمة. والذي يسمح ليس فقط باسترجاع الأموال المستثمرة، وإنما أيضا بتعويض الأشخاص الذين ساهموا بأموالهم في تمويل المشروع.<sup>3</sup> بعبارة أخرى، تعود هذه القيمة المنشأة على المساهمين ما دام تعويض المقرضين مستقل عن نشاط المؤسسة (جيد أو ضعيف). وفي حالة هدم للقيمة، فإن هؤلاء المقرضين محميون باتفاقية على عكس المساهمين الذين يتأثرون مباشرة بالخسارة ومنه بهدم القيمة.

يتطلب تطبيق معيار القيمة الحالية الصافية أن تهيئ المؤسسة موارد مالية لازمة وكافية لانجاز المشروع. في حالة العكس، متى تكون موارد المؤسسة المالية محدودة، وبمعنى آخر عندما تتميز المؤسسة بترشيد رأس المال، يبحث المسيريون عن تعظيم القيمة للوحدة النقدية المستثمرة، عن طريق اختيار المشاريع

1 -Ciaran Walsh: *Les ratios clés du management*, Pearson Education France, Paris,2005, p: 278.

2 -Laurent Batch, *Finance et stratégie*, Economica, Paris, 1999, p: 290.

3- Michel Levaseur, *Aimable Quintart*, Op-Cit, 1998, p: 394.

الاستثمارية التي يكون فيها معدل القيمة الحالية الصافية أكثر أهمية بالنسبة إلى تكلفة الاستثمار. يفيد هذا المعدل في الاطلاع على القيمة المنشأة للوحدة النقدية. وغالبا ما يميز ترشيد رأس المال المؤسسات التي تعاني من صعوبة في رفع رؤوس أموالها ومنه تلك الغير مسعرة. في مثل هذه الشروط، لا يقتصر اختيار الاستثمار على أساس معيار القيمة الحالية الصافية فقط وإنما أيضا على نسبة القيمة الحالية الصافية من الأموال المستثمرة. وباحتساب محدودية ميزانية الاستثمار، تسعى المؤسسات إلى تحقيق أكبر عدد من المشاريع المربحة تحت قيد هذه الميزانية.

من المهم التذكير بأنه كلما كان معدل الاستحداث أكبر كلما نقصت القيمة الحالية الصافية لأن هذا المعدل يمثل تكلفة رأس المال (تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون). ومعدل الاستحداث معدل نابع عن السوق باعتبار تطورها وظروفها. ومنه هو معدل حقيقي وتحديده جد ضروري لتقييم الاستثمارات عن طريق معيار القيمة الحالية الصافية (VAN).

يعرف معدل الاستحداث بتكلفة الفرصة البديلة لرأس المال لأنه يمثل أحسن مردود يستطيع تحقيقه المستثمرون وخاصة المساهمون عن استثمار أموالهم في الأسواق المالية وبخطر قابل للمقارنة. من المؤكد، أنه من أجل أن تنشئ المؤسسة قيمة، يجب أن يفوق المردود المحقق هذه التكلفة. وفي حالة العكس، لا تنشئ المؤسسة قيمة ويفضل المستثمرون استثمار أموالهم في الأسواق المالية (البنوك، وسطاء ماليون آخرون، البورصة، ...أخ) على أن يستثمروا في مشاريع مهدمة للقيمة.

إن استخدام معيار القيمة الحالية الصافية جد مفيد بما أنه يسمح مباشرة باستنتاج أثر القرارات المالية على ربحية المؤسسات، وهذا بفضل التدفقات النقدية التقديرية المستحدثة بتكلفة الفرصة البديلة والتي تستعمل من أجل مقارنة أفضل مع تكلفة رأس المال (الإنفاق الابتدائي).

## 2.1. معايير أخرى لتقدير وتقييم الاستثمارات

على غرار القيمة الحالية، تلعب عدة معايير أهمية كبيرة في تقييم المشاريع من أجل تعظيم ثروة المؤسسة. يتعلق الأمر بمعدل العائد الداخلي وبمعدل الاسترجاع. معدل العائد الداخلي (TRI) هو المعدل الذي من أجله تكون القيمة الحالية الصافية معدومة. فهو لديه خاصية إلغاء القيمة الحالية الصافية وذلك بإنشاء مساواة تامة بين الأموال المستثمرة وقيمة تدفقات الدخل<sup>1</sup>. من أجل أن يكون المشروع مربحا، يجب أن يفوق معدل العائد الداخلي تكلفة رأس المال أو معدل الاستحداث الذي يمثل النسبة التي يفرضها الشركاء الموصون على أموالهم المقرضة.

يأخذ معيار فترة الاسترداد بعين الاعتبار عامل الزمن والذي يسمح للمؤسسة باسترجاع إنفاقها الابتدائي (تكلفة الاستثمار الابتدائي) في أقرب الآجال. لذلك ينظر إليه المحللون على أنه المدة اللازمة

1- Michel Levaseur, Aimable Quintart, Op-Cit, 1998, p: 394.

لاسترجاع مقدار رأس المال المستثمر في البداية ولكن كميّار يتعارض مع هدف تعظيم القيمة لأنه لا يسمح للمؤسسة من الاستفادة من تدفقات الأموال التي تتحقق بعد فترة أو تاريخ الاسترداد. حسب المحللين، فإن هذا المعيار يميل أكثر إلى الإدارة قصيرة الأجل المخالفة لهدف تعظيم القيمة. أي يعنى بالمؤسسات التي تهدف إلى تحقيق السيولة. ومنه فإن أحسن المعايير هي تلك التي تستجيب لأهداف المؤسسة، وعلى وجه الخصوص تلك المرتبطة بتعظيم القيمة التساهمية. يتعلق الأمر بالمعايير المبنية على استحداث تدفقات الأموال؛ مثل معيار القيمة الحالية الصافية الذي يأتي في المركز الأول ومعدل العائد الداخلي كمركز ثان.

يسمح التقييم باختيار أحسن المشاريع الاستثمارية القادرة على تعظيم المردودية المرتقبة من طرف المؤسسة. كما يبقى أسلوب ودراسة تسبق كل استثمار اعبر أنه مصدر للقيمة في إطار القرارات المالية.

## 2. عوامل أخرى تعظم قيمة المشاريع

توجد عوامل غير مرتبطة مباشرة بالمشاريع الاستثمارية، ولكن لديها أثر معتبر على المعايير المالية لتقييم المشاريع وكذا على الربحية. يتعلق الأمر بطرق اهتلاك المشاريع وبتكاليفها الغير مباشرة<sup>1</sup>. ففيما يتعلق بطريقة اهتلاك المشاريع، رأى المحللون من خلال أبحاثهم المتعددة أن الإهلاك بحد ذاته يمكن من تحقيق اقتصاد ضريبي على الإهلاك وهامش بعد الضريبة، خاصة بالنسبة لطريقة الإهلاك المتناقص.

فيما يخص التكاليف الغير مباشرة، فهي تمثل التكاليف التي لا ترتبط بشكل مباشر بالمشاريع الاستثمارية مثل النفقات العامة ونفقات البحث والتطوير. بالتالي خلال تقييم المؤسسة لمردودية مشاريعها، لا يجب أن تقتصر على التكاليف والمداخيل المرتبطة مباشرة بالمشروع، وإنما عليها أيضا حساب جميع التكاليف والمداخيل الغير مباشرة وذلك بإدراجها في المشاريع. وعندما يتعلق الأمر بالتكاليف التي سبق والتزمت بها المؤسسة، فإنه لا يشترط عليها حسابها لأن ما يهم هو المستقبل. يجب إدراج التكاليف الغير مباشرة مثل نفقات البحث والتطوير، النفقات الإدارية في المشاريع،<sup>2</sup> وهذا بإضافتها إلى تكلفة الاستثمار أو بخصمها من مداخيل المشروع.

ومن هنا نقول أن المؤسسة يجب أن تخصص حصة (حسب النسبة المئوية) من رقم الأعمال أو من أرباح المشاريع من أجل التكاليف الغير مباشرة المنسوبة لها، على سبيل المثال، من أجل البحث والتطوير. الأمر الذي يجنب المؤسسة الوقوع في الخطأ وتضخيم التقييم من جهة، ومن جهة أخرى، تمكنها من الحصول على مردودية إجمالية تتغير بنفس نسبة مردودية المشاريع المنجزة. في حالة العكس، لا تعكس مردودية المشاريع المردودية الإجمالية مثل ما هو الأمر في بعض المؤسسات التي تقع في حالات أين تكون فيها المشاريع الاستثمارية ذات مردودية عالية مقارنة بالمردودية الإجمالية التي تبقى غير كافية. ومنه فإن

1- Michel Albouy, *Décisions financières et création de valeur*, Economica, Paris, 2<sup>ème</sup> édition, 2003, p: 89.

2 - Michel Albouy, *Op-Cit*, 2003, p: 91.

إدراج التكاليف الغير مباشرة في المشاريع يجنب الوقوع في مثل هذه الحالات. ومن المهم الإشارة إلى أنه من أجل النجاح في إنشاء القيمة، يجب الربط بين الإستراتيجية والمالية.

### المبحث الثالث: أثر قرار التمويل على إنشاء القيمة

كما تبين سابقا، توجد علاقة قوية بين قرار الاستثمار وإنشاء القيمة. ومع ذلك، فإن إنشاء القيمة لا يتوقف عند هذا العامل وإنما يمس أيضا السياسة المالية للمؤسسة. حيث إن هذه الأخيرة لا تعتبر عنصرا مهما فقط من خلال دورها في تمويل الاستثمارات، بل أيضا في التحكم بين مصادر التمويل. ومنه، فخيار هيكل التمويل يسمح بإنشاء القيمة باعتبار أنه يساعد المؤسسة على التكيف الجيد مع تغيرات الوسط الذي تنشط فيه، وكذا على التجاوب مع كل الحالات سواء على المستوى الداخلي أو الخارجي، في ظل عدم الغفلة عن أهداف المؤسسة مهما كانت الظروف التي تواجهها. وقد اعتبر المحللون الاقتصاديون، أن إنشاء القيمة تجد مصدرها من جهة في خلق المؤسسة لميزة تنافسية ودائمة على أفق معين، على سبيل المثال الروافع الاستراتيجية والمالية. ومن جهة أخرى، في الهيكل المالي الذي يمثل عنصرا مهما في تعظيم قيمة المؤسسة.

من أجل التعمق أكثر في هذا الموضوع، تم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين:

- أثر هيكل التمويل على إنشاء القيمة؛

- تكلفة رأس المال وإنشاء القيمة.

#### المطلب الأول: أثر هيكل التمويل على إنشاء القيمة

سوف يتم التعرض في هذا المطلب إلى أهم النظريات المفسرة للعلاقة القائمة بين هيكل تمويل المؤسسة وقيمتها.

##### 1. المقاربات الكلاسيكية

سيتم التعرض لكل من النظرية التقليدية ونظرية موديقلياني وميلر Modigliani & Miller ضمن المقاربات التقليدية.

##### 1.1. النظرية التقليدية

حسب مؤيدي النظرية التقليدية، فإنه يوجد بالفعل هيكل مالي أمثل، أين تكون التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال في مستواها الأدنى مما يجعل قيمة الأصل الاقتصادي تكون عالية. حيث يكون التوجه نحو الاستدانة أقل خطورة لأنها تعتبر أقل تكلفة من الأموال الخاصة). كل زيادة معتبرة من المديونية تسمح بخفض تكلفة رأس المال، حيث يرجع هذا الانخفاض إلى استبدال مصدر مكلف هو الأموال الخاصة بمصدر أقل تكلفة هو الاستدانة.

تؤدي الزيادة المستمرة لحجم الاستدانة في تركيبة رأس المال إلى ارتفاع مستوى خطورة المؤسسة بالنسبة للمستثمر. مما يجعل هذا الأخير، يفرض تلقائياً معدل مردودية أعلى ما يؤدي إلى إلغاء جزء من الانخفاض الذي حصل لتكلفة رأس المال الناتج عن الاستدانة إلى غاية الإلغاء الكلي للأثر الإيجابي لهذا المصدر. عند هذا المستوى من الرافعة المالية (النسبة بين الديون والأموال الخاصة) نجد هيكله مالية مثلى تساهم في التقليل من التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال وتعظم قيمة المؤسسة. لكن استمرار المؤسسة في الاستدانة فوق هذا المستوى يجعلها أكثر خطورة والربح في التكاليف الناتج عن الاستدانة لن يسمح بتغطية الزيادة في معدل المردودية المفروض من قبل المستثمرين.

### 2.1.1. نظرية موديقلياني وميلر Modigliani & Miller

قدم موديقلياني وميلر Modigliani & Miller نظرية الهيكل المالي بشكل أكثر تطوراً عن ما سبق، إذ قدما طرحين أساسيين متتابعين، أولهما محاولة دراسة الهيكل المالي في ظل عدم وجود الضرائب (موديقلياني وميلر 1958)، أما الثاني والذي جاء في مرحلة لاحقة، فقد حاول فيه دراسة الهيكل المالي في ظل وجود ضرائب على أرباح المؤسسات<sup>1</sup>.

يعتبر الطرح الأول بداية التفكير الجديد بشأن الهيكل المالي والذي بموجبه، حقق هاذين الباحثان سبقاً وفجراً ثورية في مجال مالية المؤسسة، لذا سيتم إعطاء مساحة أكثر لذلك، ليبقى الطرح الثاني سوى إعادة إدراج عنصر جديد وواقعي سيؤثر بالتأكيد على نتائج التحليل الأول.

### 1.2.1.1. نظرية موديقلياني وميلر في غياب الضريبة (Modigliani & Miller 1958)

قدم هذان الباحثان تحليلاً منطقياً ومبرراً قصد إثبات عدم تأثر تكلفة رأس المال بتغيير حجم الاستدانة في الهيكل المالي، ومن ثم عدم تأثر قيمة المؤسسة بذلك.

ولغرض القيام بدراستهما، انطلق الباحثان من مجموعة الافتراضات العامة السابق الإشارة لها، بالإضافة إلى افتراضات خاصة بتحليلاتهما، والمتمثلة في ما يلي:<sup>2</sup>

- تواجد سوق مالية ذو كفاءة تامة، بحيث يتمكن المستثمر من شراء وبيع ما يحتاجه من أوراق مالية بصرف النظر عن الكمية التي يرغب في شرائها، وكذلك توفر المعلومات والبيانات الخاصة بالشركات بدون أي تكلفة، بالإضافة إلى إمكانية قيام المستثمر بالاقتراض في ضوء نفس الشروط التي يمكن للشركة الاقتراض بموجبها.

- تمتع المستثمر بصفة الرشادة.

1- S.Rafiki et A.Sadq, Un essai de synthèse des débats théoriques à propos de la structure financière de l'entreprise, la revue de financier N° 131, 1997.

2- F.Modigliani and M.Miller, The cost of capital corporation finance and the theory of investment, In American Economic Review (June 1958).

- إمكانية تصنيف الشركات إلى مجموعات أو شرائح خطر متجانسة تبعا لدرجة المخاطر التي يخضع إليها النشاط، بحيث تتعرض كل شركة داخل أي مجموعة لنفس درجة المخاطرة الخاصة بالشركات الأخرى داخل نفس المجموعة، مع إمكانية تصنيف الشركة داخل المجموعة الملائمة لها.

خلصت الدراسة إلى نتيجة أساسية مفادها عدم وجود أي تأثير يذكر لقرار الاستدانة على قيمة المؤسسة، وذلك في ظل عدم وجود ضريبة تفرض على أرباح تلك المؤسسة. وطالما أن قيمة المؤسسة تتمثل في مجموع القيم السوقية لاستثماراتها المختلفة، والتي تتحدد بدورها في ضوء كل من العائد المتوقع الحصول عليه من تلك الاستثمارات، والمخاطر المرتبطة بذلك العائد، ومن ثم فلا ينبغي أن تختلف تلك القيمة الكلية المحددة لهذه المؤسسة عن مجموع القيم السوقية لاستثماراتها، وذلك بصرف النظر عن هيكلها التمويلي. إذ مهما كان الخليط الذي يتكون منه الهيكل التمويلي، فإن قيمة المؤسسة لا ينبغي أن تقل أو تزيد عن القيمة السوقية لاستثماراتها، سواء ذهبت أرباح تلك الاستثمارات إلى ملاك المؤسسة (حالة تمويل الاستثمارات بالأموال الخاصة) أو شاركهم فيها المقرضون من خلال ما يحصلون عليه من فوائد (حالة التمويل الجزئي للاستثمارات بأموال مقترضة).

ومنه، فإن قيمة المؤسسة تتأثر بالقرارات الاستثمارية لإدارتها، وليس لقراراتها التمويلية، مما يجعل إمكانية رفع قيمة المؤسسة ترتبط بسياساتها الاستثمارية والقرارات المرتبطة بها، والتي تمثل الجانب القديم في النظرية المالية. أما عن القرارات التمويلية من حيث الاختيار بين الاستدانة والأموال الخاصة سوف لن تؤثر على قيمة المؤسسة ويبقى الأهم والمهم هو تمويل برنامج الاستثمارات بغض النظر عن طبيعة مصادره. إلا أن هذا الاستنتاج يكون صحيحا حسب نتائج الدراسة، في حالة عدم وجود ضرائب متعلقة بأرباح المؤسسات. وعلى ضوء ما سبق، فقد خلصت الدراسة إلى أنه في حالة تماثل مؤسستين في حجم الدخل المحقق من انتمائهما لنفس شريحة الخطر، واختلافهما في الهيكل التمويلي الخاص بهما فقط، فلا بد أن تتساوى قيمتهما.

ولكي يوضح موديقلياني وميلر فكرتهما استخدمتا فكرة الموازنة أو المراجعة بين المؤسسات التي تعتمد بالكامل على الأموال الخاصة في تمويل استثماراتها من جهة، وبين المؤسسات التي تعتمد في ذلك على خليط من القروض والأموال الخاصة من جهة أخرى، إذ افترضا وجود مؤسستين متماثلتين في جميع الجوانب، بما في ذلك انتمائهما لنفس شريحة الخطر، في ما عدا تشكيلة هيكلهما المالي، إذ تتميز الأولى بتمويلها الكامل بالأموال الخاصة، بينما تعتمد الأخرى على مزيج من الأموال الخاصة والديون في هيكلها المالي. ويهدف هذا الإجراء في جعل جميع الخصائص متشابهة من حيث حجم الاستثمارات ودرجة التعرض للمخاطر... إلخ. لدراسة وتحليل مدى تأثير اختلاف تشكيلة هيكلهما المالي على قيمتهما.

فبالنظر لانخفاض تكلفة رأس مال المؤسسة المعتمدة على مزيج تمويلي في هيكلها المالي، تكون قيمتها مرتفعة بالمقارنة مع المؤسسة الأخرى. مما يدفع ببعض المستثمرين الماليين في المؤسسة الثانية ببيع أسهمهم أو جزء منها قصد شراء نفس عدد الأسهم في المؤسسة الأولى، مع حصولهم على فرق بين القيمتين

في شكل نقود سائلة. أو شراءهم عدد من أسهم المؤسسة الأولى يفوق عدد الأسهم السابق امتلاكها في المؤسسة الثانية.

ينتج عن ذلك بأن يحقق هؤلاء المستثمرون نفس مقدار العائد السابق المحتمل تحقيقه، ولكن بقدر منخفض من الاستثمار، ودون زيادة في حجم المخاطرة (الناجمة عن زيادة الاستثمار) الممكن التعرض لها، وهذا في حالة شرائهم لعدد أكبر من الأسهم التي كانوا يمتلكونها (نفس حجم الاستثمار السابق). غير أن هذه المزايا التي سيتمتع بها مستثمرو المؤسسة الثانية ستدفعهم جميعا لبيع أسهمهم، مما يجعل من العرض يتفوق على الطلب، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمتها السوقية، وفي نفس الوقت فمحصلة هذا البيع ستوجه لشراء أسهم المؤسسة المعتمدة على الأموال الخاصة فقط في هيكلها المالي (الأولى)، مما يدفع بقيمتها السوقية نحو الارتفاع، ويبقى هذا الأمر على هذه الصورة إلى الحد الذي تتساوى فيه قيمتا المؤسستين. ليتحقق مفهوم المراجعة الذي يحقق التوازن بين القيم السوقية للمؤسسات المتماثلة، بغض النظر عن تبيان هيكلها المالية.

### 2.2.1.1 نظرية موديقلياني وميلر في وجود الضرائب Modigliani & Miller 1963

تدرج نتائج ما سبق في ظل غياب الضرائب التي تمثل الأطروحة الأولى لمدخل موديقلياني وميلر في مجال الهيكل المالي، وفي ما سيأتي سيتم التطرق لأطروحتهما الثانية التي تعتبر امتدادا وتطويرا للأولى. وقد جاء هذا الإسهام في مقالهما (موديقلياني وميلر، 1963)، إذ حاولا فيه تبيان أثر إدراج الضرائب على أرباح المؤسسات على فكرتهما السابقة المبنية على مفهوم المراجعة.

فانطلاقا من أن الضرائب ينتج عنها ما يعرف بأثر الاقتصاد الضريبي، الذي يعني تقليص الضريبة على أرباح المؤسسة، بالنظر لاحتسابها ضمن الأعباء التي تمثل الوعاء الضريبي، سيؤدي ذلك بأن تكون قيمة المؤسسة التي يكون هيكلها المالي في شكل مزيج بين الأموال الخاصة والديون أعلى من نظيرتها/نظيراتها المماثلة لها تماما (شريحة الخطر، نفس الحجم،...) في ما عدا اعتمادها في هيكلها المالي على الأموال الخاصة فقط، إذ يتمثل الفرق بين قيمتها في القيمة الناتجة عن الاقتصاد الضريبي وتلك الناتجة عن الاعتماد على الاستدانة في الهيكل المالي، والتي تساوي القيمة الحالية لمقدار ذلك الاقتصاد.

وعليه، وبناء على فكرة المراجعة فإنه ليس من المتوقع أن يتغير الفرق بين قيمة المؤسستين عن القيمة الحالية لذلك الاقتصاد، ذلك أنه في حالة تغير ذلك الفرق عن تلك القيمة، فإن عملية المراجعة سوف تتكفل بإعادة التوازن بين قيمتي المؤسستين.

وعموماً، تزداد قيمة المؤسسة في ظل شريحة مخاطر معينة، كل ما زاد اعتمادها في هيكلها المالي على الديون<sup>1</sup>، ليصبح الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة هو ذلك المعتمد بشكل مطلق على الديون، باعتبارها تحقق أدنى تكلفة رأس مال ممكنة، والتي تؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى<sup>2</sup>.

ويمكن حساب قيمة المؤسسة التي يتضمن هيكلها المالي على مزيج بين القروض والأموال الخاصة وفق المعادلة الموالية:

$$V_L = V_U + \tau * D$$

حيث أن  $V_L$ : تمثل قيمة المؤسسة التي يتضمن هيكلها المالي ديوناً إلى جانب الأموال الخاصة،  $V_U$ : تمثل قيمة المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من الأموال الخاصة فقط،  $D_L$ : تمثل قيمة الأموال المقترضة،  $\tau$ : تمثل معدل الضريبة على أرباح المؤسسات والقيمة  $TS$  هي القيمة الحالية للاقتصاد الضريبي، والتي تحسب أيضاً وفق المعادلة الموالية:

$$TS = \frac{\tau * D * k_d}{k_d}$$

حيث يمثل بسط هذه المعادلة الاقتصاد الضريبي السنوي المتوقع وهي تساوي قيمة الفوائد  $D * k_d$  مضروبة في معدل الضريبة  $\tau$ . أما مقام المعادلة فيمثل سعر الفائدة على القروض، والذي يستعمل كمعدل استحداث يتم وقفه استحداث الاقتصاد الضريبي السنوي المتوقع، حيث أنه تم اعتبارها توقعات سنوية متساوية تحدث إلى ما لا نهاية، وهذا ما يوافق الافتراض الذي يعتبر أن السندات من النوع الدائم الذي ليس له تاريخ استحقاق شأنها شأن الأسهم. وقد تم استخدام  $k_d$  كمعدل استحداث والذي يساوي في نفس الوقت سعر الفائدة على القروض، كنتيجة للافتراض القائل بعدم وجود تكلفة للإفلاس، مما يجعل من ثبات معدل المردودية المطلوب على الاستثمار في تلك القروض (معدل الاستحداث) والمساوي لسعر الفائدة على القرض.

### 3.2.1.1. الهيكل المالي في ظل وجود تكلفة الإفلاس والوكالة

يلاحظ من التحاليل السابقة المقدمة بشأن الهيكل المالي، خاصة النظرية الحديثة منها، أنه بالرغم من المزايا التي يمكن أن تحدث بسبب اللجوء للاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة، الناجمة عن الاقتصاد الضريبي المحقق، والذي ينعكس بشكل إيجابي على رفع قيمة المؤسسة، إلا أن استعمال الاستدانة في تمويل المؤسسة ستصاحبها بعض التكاليف التي لها أثر سلبي على قيمة المؤسسة، الأمر الذي يستدعي أخذها

1- S.Rafiki, A.Sadq, Op-cit,1997.

2- هواري سويسي، مرجع سبق ذكره، ص: 205.

بعين الاعتبار عند تحليل الهيكل المالي، بالنظر لقربها لواقع المؤسسات. وتعتبر تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة الجانب السلبي في الاعتماد على الديون في التمويل.

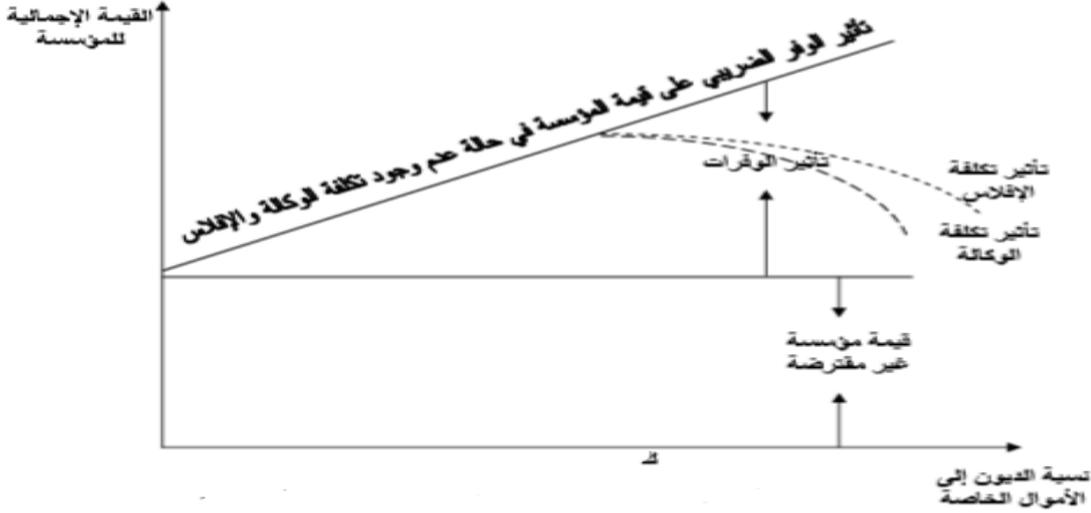
تنتج تكلفة الإفلاس عن احتمال تعرض المؤسسة لخطر الإفلاس الذي يعني عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها تجاه الأطراف الممولة لها. فإذا تعرضت المؤسسة للإفلاس فإنه ينتج عنه تكاليف قانونية، إدارية وكذلك تكاليف فرص ناجمة عن فقدان الثقة من طرف المساهمين. وتزيد درجة هذا الخطر كلما زاد ثقل الديون في حجم الهيكل المالي، الأمر الذي يجعل من ممولي المؤسسة (سواء كانوا دائنين أو مساهمين) يقدمون على المطالبة بمعدل مردودية عال يترجم زيادة المخاطر، مما يعكس أثرا طرديا على تكلفة رأس المال، ومن ثم انعكاس سلبي على قيمة المؤسسة.<sup>1</sup>

كما نجد أن اعتماد المؤسسة على الديون في هيكلها المالي، يعد من المصادر التي يتولد عنها جزء من المشاكل الخاصة بتكلفة الوكالة والمرتبطة بين المساهمين (وكيل) والدائنين (أصيل)، على اعتبار ظهور تعارض محتمل بين مصالح المساهمين من جهة، والدائنين من جهة أخرى، حيث قد تتصرف الإدارة باعتبارها وكيلا على المساهمين تبعا لمصلحة مساهمي المؤسسة على حساب مصالح الدائنين. لذلك يلجأ الدائنون إلى متابعة الأمور التي تجري داخل المؤسسة بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم، الأمر الذي قد يترتب عليه تحملهم تكاليف مقابل هذه المهمة، والتي تدفع بهم إلى الرفع من معدل المردودية المطلوب، مما ينعكس أثره على ارتفاع تكلفة رأس المال، ومن ثم انخفاض قيمة المؤسسة.

ويمكن تبيان العلاقة بين قيمة المؤسسة والاستدانة في ظل وجود تكلفة الإفلاس والوكالة في الشكل

الموالي:

الشكل رقم(3): العلاقة بين قيمة المؤسسة وحجم الاستدانة في الهيكل المالي في ظل وجود الضرائب ووجود تكلفة الإفلاس والوكالة



المصدر: إبراهيم الدسوقي عبد المنعم، مرجع سبق ذكره، ص: 128.

في الواقع العملي، خاصة مع وجود ضرائب على أرباح المؤسسات، بالإضافة لتكاليف الإفلاس والوكالة، يصبح تأثير الهيكل المالي على تكلفة رأس المال ومن ثم على قيمة المؤسسة ممكناً.

## 2.1 المقاربات الحديثة

إن المداخلات الأساسية التي تحدثت عن محددات الهيكل المالي كانت تهدف أساساً، حسب رأي كل من هاريس Haris ورافيف Raviv (1991)، إلى :

- فض النزاع بين مختلف مجموعات المستثمرين المالكين لأصول مالية مختلفة الطبيعة والمجموعات الفاعلة (المسيرين، الدائنين...) حسب نظرية الوكالة لجانسون وميكلينغ (1976) Jensen & Meckling.
- المشاكل المترتبة عن عدم كشف المعلومات للسوق المالية حسب نظرية عدم تماثل المعلومات ونظرية الإشارة لروس (1977) Ross.

لهذا سيتم التعرض لكل من هاتين النظريتين ألا وهي نظرية الوكالة ونظرية الإشارة.

### 1.2.1 نظرية الوكالة

اهتمت نظرية الوكالة لأصحابها جانسن وميكلينغ (1976) Jensen & Meckling ببيان وجود علاقة إحصائية بين قيمة المؤسسة ودرجة الاستدانة. فقد اقترحت هذه النظرية تقديماً جديداً للهيكل المالي، حيث اعتبرت أن الهدف ليس فقط تحديد قيم كل من الديون والأموال الخاصة وإنما تحديد حصص الأموال

الخاصة المملوكة من طرف المسيرين المساهمين والمسيرين غير المساهمين. حاول جانسن Jensen سنة 1986 أن يبين أن مهمة توزيع التدفقات الحرة هي أساس إشكالية علاقة الوكالة وكذا إنشاء القيمة. أكد جانسن Jensen من خلال نظريته، على وجود مصدر للنزاع القائم بين المساهمين والمسيرين مرتبط بتحقق تدفقات حرة عالية القيمة داخل مؤسسات تتميز بفرص نمو ضئيلة. فالخطر هو خطر التسيير غير الفعال لهذا المصدر والذي يأخذ حصريا شكل إفراط في الاستثمار يؤدي إلى هدم القيمة (شليفر وفيشني Shlifer & Vishny 1997).

يدفع التدفق الزائد المسيرين لرفع حجم مؤسستهم أعلى من الحجم الأمثل لعدة أسباب منها، أن هذه الطريقة تسمح لهم بزيادة الموارد تحت رقابتهم ومنه، الرفع من قوة سلطتهم (مويلر Mueller 1996، شارو Charreaux 1997، باكرو Paquerot 1997). من جهة أخرى، تمكنهم من رفع مستوى مداخيلهم الشخصية باعتبار أن هذه الزيادة متعلقة بأرقام أعمال المؤسسة وكذا بنموها (مورفي Murphy 1985، شميت وفولر Schmidt & Fowler 1990، لامبرت وآخرون Lambert & al 1991). هناك العديد من العمليات التي من الممكن أن تقلل من قيمة المؤسسة رغم أن الهدف هو تعظيم القيمة. ما يؤدي بالعكس إلى توزيع أرباح تقديرية للمساهمين. تجاه مثل هذه المخاطرة، يحدد جانسن Jensen الدور الهام للاستدانة والمتمثل في خفض التدفق الزائد لأنها تلزم المسيرين بتوجيه هذه الزيادة في التدفق لتغطية تكاليف هذه الديون، ما يقلل من فرصة استثمارهم لهذه الأموال في مشاريع تهدم القيمة.

في ظل وجود تكاليف إفلاس متعلقة بارتفاع حجم الاستدانة، يشير جانسن Jensen إلى وجود نسبة استدانة مثلى تمكن من تعظيم قيمة المؤسسة في نقطة تعادل بين التكلفة الحدية والربح الحدي الناتجان عن الاستدانة. مع ذلك، تحاول نظرية الوكالة أن تبين أن الاستدانة تنتج تكاليف وكالة قسمها جانسن وميكليغ Jensen & Meckling إلى ثلاثة أصاف كالتالي<sup>1</sup>:

- التكاليف الناتجة عن ضياع الفرصة أي فرصة إنشاء القيمة أو الثروة بسبب تأثير الاستدانة على السياسة الاستثمارية للمؤسسة (ماير Myers 1977).
- مصاريف الرقابة التي يلتزم بها الدائنون و/ أو مصاريف السندات التي تلتزم بها المؤسسة (مسيرين ومساهمين) من أجل تخطي أو تقليل خسائر القيمة بفضل العقود؛ وأيضا مصاريف رقابة المساهمين للمسيرين الموكلين من أجل ضمان التسيير الجيد.
- تكاليف التبرئة « dédouanement » التي يلتزم بها المسيرون ويتحملها المساهمون بهدف ضمان جودة التسيير من طرف المسيرين (التقارير السنوية...).
- تكاليف الإفلاس وإعادة التنظيم.

1- محمد براق وحمزة غربي، مرجع سبق ذكره، 2015، ص: 176.

## 2.2.1. نظرية الإشارة

تقوم نظرية الإشارة على فرضية تنص على أن مسيري المؤسسة يحوزون على أفضل المعلومات عن الوضعية الحالية للمؤسسة مقارنة بأصحاب رأس المال أو المستثمرين. يمكن القول أن المسيرين هم الأجدر بتوقع التدفقات المستقبلية للمؤسسة باعتبار أنهم أدري بحالة الطبيعة التي تتواجد بها المؤسسة<sup>1</sup>.

في المالية، كان تأسيس نظريات الإشارة في بادئ الأمر على يد كل من ليلاند وبيل Leland & Pyle (1976) وستيفن روس Stephen Ross (1977).

حسب وجهة نظر ليلاند وبيل Leland & Pyle (1976) فإن قيمة المؤسسة ترتبط ايجابيا بحصة المساهم المسير من رأس المال وبالتالي فقيمة المؤسسة علاقة إحصائية مع هيكل رأس المال الخاص بها. يؤثر كل تغير في حصة المسير من رأس المال على تصورات المستثمرين فيما يخص تدفقات السيولة داخل المؤسسة. في هذه الحالة تنشأ سياسة مالية جديدة وتتغير قيمة المؤسسة أيضا.

يؤكد روس Ross (1977) على أن هيكل تمويل المؤسسة هو إشارة معلنة من طرف الطاقم المسير بهدف تمييز نوع مؤسستهم. يضيف أيضا، أن هيكل التمويل ليس هو الذي يمثل الإشارة بحد ذاته وإنما هو كل تغيير يطرأ عليه وعلى السياسة المالية للمؤسسة والذي يؤدي إلى تغير تقبل المستثمرين للمؤسسة كما يمثل أيضا إشارة للسوق.

ساهم كل من مايرز وماجلوف Myers & Majluf (1984) في تعزيز ركائز هذه النظرية من خلال التوضيح بأن كل إصدار للأسهم النقدية من أجل تمويل مشروع استثماري هو إشارة للسوق على معلومة غير مُرضية.

كل إشارة ايجابية أصدرت من طرف مسيري المؤسسة، تسمح بإنشاء القيمة لأنها تشير إلى أن التدفقات المستقبلية ستكون أفضل من المتوقع أو على أن الخطورة ستكون أقل. غير أن هذه الإشارة لا تكون جدية بالتصديق إن لم تكن مصحوبة بإقرار على عدم إصدار إشارات خاطئة من طرف طاقم المسيرين.

1- P.Vernimmen , *Finance d'entreprise* , DALLOZ, Paris, 8<sup>ème</sup> Edition, 2010, p: 803.

## المطلب الثاني: تكلفة رأس المال وإنشاء القيمة

سيتم في هذا المطلب شرح تأثير تكلفة رأس المال على إنشاء القيمة.<sup>1</sup>

## 1. تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون وأثرهما على إنشاء القيمة

تسمح تكلفة رأس المال بإلقاء الضوء على تنوع مصادر التمويل المستعملة من طرف المؤسسة. حيث يمكن تمييز نوعين من المصادر، مصادر داخلية ومصادر خارجية. تتمثل المصادر الداخلية في التمويل الذاتي الذي يشمل كل من الاحتياطات والأرباح غير الموزعة وكذا مؤونات الإهلاك. أما المصادر الخارجية فهي عبارة عن الزيادة في رأس المال الناتجة عن الاستدانة. ومنه، فإن تكلفة رأس المال تتضمن أساسا تكلفة هذين المصدرين أي تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون.

من المهم الإشارة إلى أن هذين المصدرين لا يمكن الفصل بينهما إذ أن كلاهما يتأثران ببعض. بالفعل، ففي حالة لجوء المؤسسة إلى الاستدانة فإنها لا تتحمل التكلفة الناتجة عنها فقط وإنما تكلفة الأموال الخاصة أيضا. بالإضافة إلى ما تم ذكره، فإن مستوى الاستدانة يتحدد بحجم الأموال الخاصة وهذا يرجع إلى أن المؤسسة تتحمل تكلفتين أساسيتين في حالة الاستدانة. من جهة، تكلفة متمثلة في معدل الفوائد المفروضة من طرف الدائنين، ومن جهة أخرى تكلفة ضمنية مرتبطة بكمية الأموال الخاصة التي يجب على المؤسسة امتلاكها للتمكن من الحصول على القرض باعتبار أن الأموال الخاصة تغطي كل المخاطر.

رغم أن التمويل بالأموال الخاصة يحمل المؤسسة تكلفة مرتفعة إلا أنه يمنحها ميزة ضمنية متعلقة بالرفع من قدرتها على الاستدانة، وهذا من خلال تمكين المؤسسة من الحصول على قروض أخرى بتكلفة أعلى نسبيا باعتبار أنها تغطي كل المخاطر. ومنه، يمكن التأكيد على أن كل تغيير في تكلفة الاستدانة (معدل الفائدة) يغير من حجم الخطورة التي تتحملها المؤسسة ومنه المستثمرين. بعبارة أخرى يؤثر على تكلفة الأموال الخاصة.

ينجر عن التمويل بالديون، كما سبق ذكره، تكاليف ثابتة عبارة عن فوائد تغطيها النتائج المتوقع تحقيقها. وبافتراض أن النتائج المحققة أقل من التكاليف الثابتة المترتبة عن الاستدانة، فإن هذه الأخيرة ستستنفذ النتيجة التي كان من المفترض توزيعها على المستثمرين. من هذا المنطلق، يصبح من الواجب على المؤسسة إعطاء أهمية أكبر للمردودية الاقتصادية وهذا عن طريق اتخاذ سياسة استثمار ناجعة باعتبار أن تطور أي مؤسسة هو مرتبط بسياساتها الاستثمارية وبكيفية استغلالها للموارد المالية المتاحة أمامها. فعلا،

1- Assous Nassima, *L'impact des décisions financiers sur la création de valeur au sein des entreprises publiques algériennes cotées à la bourse d'Alger: Cas de SAIDAL et L'E.G.H- AURASSI*, Thèse de doctorat en sciences économiques, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2015, p: 91-95.

فالساسة الاستثمارية التي تؤدي إلى تحقيق مردودية أعلى من تكلفة رأس المال تعظم قيمة المؤسسة وتنشئ ثروة للمساهمين أو المستثمرين أما إذا كان العكس فإن المؤسسة تهدم القيمة.

ومنه، تعتبر الاستدانة المصدر المفضل للمؤسسات لتمويل استثماراتها. حيث، وبالوقوف عند رغبة المؤسسة في إنشاء القيمة يصبح من المفترض عليها تحديد خيارات هيكلية التمويل بالتركيز على المزايا التي تنجم عن هذا المصدر أي الاستدانة. وأخيراً، يمكن القول أن دراسة أثر تكلفة مصادر التمويل على إنشاء القيمة أو على قيمة المؤسسة ترجع إلى دراسة أثر تكلفة رأس المال ككل على إنشاء القيمة.

## 2. تكلفة رأس المال عنصر مهم لإنشاء القيمة

تقترح آلية إنشاء القيمة أن رأس المال له تكلفة من وجهة نظر التسيير المالي. فالاستعمال الفعال للموارد ما هو إلا تحقيق المؤسسة للاستثمارات التي تفوق مردوديتها المتوقعة أو تساوي تكلفة رأس المال. حيث أن احترام هذه القاعدة يمنح المؤسسة، على المستوى المالي، إمكانية ضمان تعويض المخاطر الناتجة عن خيارات المسيرين ولا تؤثر سلباً على قيمة المؤسسة. هذه الرشادة الاقتصادية الممثلة بتكلفة رأس المال تشكل رابطاً بين قرارات الاستثمار وقرارات التمويل.

يمكن تعريف تكلفة رأس المال على أنها التكلفة الكلية للمؤسسة. حيث يمثل معدل المردودية الأدنى الذي يجب تحقيقه من خلال استثمارات المؤسسة لضمان إمكانية تغطية المردودية المطلوبة من طرف الممولين ( مساهمين ودائنين). تتجزأ تكلفة رأس المال إلى تكلفتين هما تكلفة الأموال الخاصة التي تعبر عن المردودية المفروضة من طرف المساهمين، وتكلفة الديون التي تمثل المردودية المطلوبة من طرف الدائنين. وبالتالي، تكلفة رأس المال ما هي إلا التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

في إطار توازن الأسواق أو الأسواق الفعالة، أي الأسواق التي يعكس داخلها سعر السندات، في كل لحظة، المعلومة المهمة المتاحة. يملك المستثمر المالك لمحفظة متنوعة كلياً، جزءاً من الأصل الاقتصادي للمؤسسة ( مجموع الأموال الخاصة والديون الصافية). وبهذا، فإن المستثمر يتحمل الخطر الناتج عن هذا الأصل الاقتصادي. لذا، فإن معدل المردودية المفروض من طرف المساهمين متعلق بهذا الخطر.

ومنه، تكلفة رأس المال ليست سوى معدل المردودية المفروض من طرف المستثمر ولا يتعلق إلا بالخطر النظامي، لأن الخطر النوعي مجزأ ولا يمكن تعويضه. نستخلص إذاً أن تكلفة رأس المال متعلقة بالخصائص الاقتصادية لقطاع نشاط المؤسسة. إذ تصبح تكلفة رأس المال أعلى، كلما كانت التكاليف الثابتة في المؤسسة أكثر أهمية أو كان نشاط المؤسسة دورياً. كما تصبح أقل، كلما كانت التكاليف المتغيرة للمؤسسة أكثر أهمية أو كان نشاطها سهل التنبؤ.

بالنسبة للمؤسسة المتنوعة النشاط، تتعدد تكاليف رأس المال بقدر عدد القطاعات التي تنشط بها المؤسسة، باعتبار أن لكل قطاع خطر خاص به. بنفس الطريقة، ترتبط تكلفة رأس مال كل سند أو كل محفظة مالية بالخطر النظامي وبالخطر النوعي.

من ناحية أخرى، فتكلفة رأس المال لمؤسسة ما، تكون مستقلة عن هيكلها المالي كما أثبتته مودigliاني وميلر (1958 و1977) Modigliani & Miller. واللجوء المكثف للديون باعتبارها المورد الأقل تكلفة للتمويل، لا يسمح بتقليل تكلفة رأس المال. ومنه، رفع حصة الديون سيرفع من تكلفتها وسيؤدي ألياً إلى زيادة الخطر بالنسبة للمساهمين بفعل أثر الرافعة. هذه الزيادة ستترجم بزيادة في معدل المردودية المفروض على الأموال الخاصة وأخيراً بثبات في معدل المردودية الكلي.

تكلفة رأس المال هو مفهوم أساسي لأنه يسمح باختيار الاستثمارات، حيث يمثل المعدل الذي تستحدث به التدفقات في حساب القيمة الحالية الصافية VAN أو هو المعدل الذي يتم مقارنته مع معدل العائد الداخلي TRI. كما يسمح أيضاً بتقييم المؤسسة ( تحديد قيمة الأصل الاقتصادي).

لا يتم تقييم إنشاء القيمة إلا بالاعتماد على تكلفة رأس المال، باعتبار أنه يمثل أدنى معدل مردودية يجب على المؤسسة أن تحققه بعد استثمار الأموال الموضوعة تحت تصرفها من طرف المساهمين والدائنين مع فرض معدل مردودية نتيجة لمساهماتهم. من هذا المنطلق، يتم تقييم إنشاء القيمة بمقارنة معدل المردودية المفروض والمتمثل في تكلفة رأس المال بمعدل المردودية المحقق. تكون الاستثمارات المحققة ذات أهمية وتنشئ قيمة إضافية إذا كان العائد الناتج عنها أعلى من تكلفة رأس المال المستثمر. ومنه فإن تكلفة رأس المال تشغل دوراً مهماً في توقع وتقييم إنشاء القيمة، هذا لأنها تمثل تكلفة الأموال التي دخلت في تمويل الاستثمارات.

في حالة ارتفاع تكلفة رأس المال تجد المؤسسة نفسها ملزمة برفع مردوديتها من أجل إنشاء القيمة، لأن تكلفة الموارد تمثل العائد الأدنى الذي يجب على المؤسسة أن تحققه وأيضاً العائد الذي ينتظر المساهمون الحصول عليه إذا استثمروا أموالهم في مشروع مالي مماثل مع العلم أن كل عائد أعلى من العائد الأدنى المفروض يشكل ثروة بالنسبة للمؤسسة.

هناك العديد من العوامل التي من المحتمل أن تؤثر على الاختيار بين الأموال الخاصة والديون ومنه على تكلفة رأس المال وعلى قيمة المؤسسة. علماً أن تكلفة رأس المال تنقسم إلى تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون المرجحة بحجم كل منهما على الترتيب في تركيبة رأس المال، فإن كل خطورة متعلقة بهذه الموارد تؤثر حتماً على تكلفة رأس المال. بالإضافة إلى ماسبق ذكره، فإن الإفراط في الاستدانة يحمل المؤسسة تكلفة إضافية عالية تتمثل في تكلفة الإفلاس التي يمكنها بكل بساطة أن تمحو الفائدة المحققة من وراء الإعفاء من الضريبة الناتج عن الاستدانة. وإذا كان خطر الإفلاس مرتفعاً فإنه يرفع من تكلفة الديون

وكذا من معدل المردودية المفروض من المساهمين. ومنه، تكلفة الإفلاس ترفع من تكلفة رأس المال. في حالة مماثلة، ستكون المؤسسة في وضعية حرجة وهذا راجع لصعوبة استثمار أموال جديدة في مشاريع أخرى وصعوبة الحصول عليها والاستفادة من فرص جديدة للنمو. ولتفادي مثل هذه الحالات، على المؤسسة أن تحدد عتبة استنادة تسمح بالرفع من مستوى إنشاء القيمة أما تجاوزها يؤدي إلى الرفع من تكلفة رأس المال وخفض قيمة المؤسسة.

إضافة إلى ذلك، فإن تكاليف الوكالة وتكاليف الإشارة تؤثر على تكلفة رأس المال. فقد بين أيضا كل من الكتاب جانسون وميكلينج Jensen & Mickeling من جهة. ومن جهة أخرى، كل من غروسمان Grossman وهارت Hart أن اللجوء إلى الاستنادة يسهل على المؤسسة حل مشاكل الوكالة. بالفعل، في اقتصاد غير أكيد يتميز بعدم تماثل المعلومة وانتهازية المسيرين، كل مراقبة يطبقها الملاك أو المساهمين على المسيرين ينتج عنها تكاليف مرتفعة تعرف بتكاليف الوكالة. من الممكن أن تكون الاستنادة وسيلة لتطويع المسيرين باعتبار أنها تقلل من التدفقات الحرة الموضوعة تحت تصرفهم، والتي يمكن أن تكون مصدرا للنزاع إذا تم استثمارها في مشاريع تخالف ما يرغب به المساهمون. من المعروف أيضا، أن الاستنادة تدفع المسيرين إلى حسن وجدوى التسيير خوفا من فقدان منصب عملهم، لأن حسن التسيير هو مصدر التدفقات الموجهة خصيصا لتغطية تكاليف الاستنادة.

## خلاصة الفصل الثاني

تحاول جل الدراسات المتعلقة بالقرارات ضمن النظرية المالية معرفة ما مدى تأثيرها على قيمة المؤسسة من عدمه. حيث أقرت النظريات الكلاسيكية أنه لا يوجد تأثير لقراري الاستثمار والتمويل على قيمة المؤسسة، إلا إذا تم الأخذ بعين الاعتبار بعض المتغيرات؛ كمتغير الضريبة ومتغير الخطر المتعلق بالاستدانة. أما النظريات المالية الحديثة، فقد دافعت عن وجود علاقة بين قرار التمويل وإنشاء القيمة. حيث اعتمدت هذه النظريات لتوضيح هذا الأثر على متغيرات سلوكية تعبر عن سلوك أصحاب القرار بهذا الخصوص.

نجد أن دراسة وجود علاقة من عدمها، قد كانت محل تيارات مؤيدة ومعارضة لها، لكن يبقى أن جميع النظريات، قد بنيت على افتراضات صعبة التحقيق على أرض الواقع. حيث إن تطبيق هذه الاقتراحات النظرية رغبة في التوصل إلى قرار مالي أمثل لتحقيق هدف المؤسسة بإنشاء القيمة، يواجه عدة مشاكل في المحيط الاقتصادي. نذكر على سبيل المثال، عدم التأكد المتعلق بعمليات الاستثمار الذي يزيد من حدة الخطر المالي، بالخصوص عندما يتعلق الأمر بتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة الديون، الأزمة وعدم استقرار الأسواق المالية، خاصة مع ظهور المنتجات المالية الأكثر تطوراً؛ سياسة الدولة الضريبية التي تتغير وتتطور في ظل تطور النظام الاقتصادي؛ والأهم من ذلك المتغير النوعي لسلوك الإنسان أي منازعات المصالح بين المسيرين والملاك التي تبقى صعبة التسيير وتصبح القرار المالي

بناء على ما سبق، يمكن أن نستنتج بأن القرارات المالية في ظل الواقع، يمكن أن تعظم قيمة المؤسسة، كما يمكن أن تحطمها. لذلك فالأمر متروك لقدرة المسيرين في اتخاذ القرارات المناسبة في الظروف والوقت المناسبين، بما يمكن من رفع قيمة المؤسسة.

# الفصل الثالث:

دراسة حالة مؤسسة

الخرافية الجزائرية

## الفصل الثالث: دراسة حالة مؤسسة الخزفية الجزائرية

### FAIENCERIS ALGERIENNES

من أجل تغطية جوانب الموضوع المدروس ومحاولة الاجابة على التساؤل الرئيسي وكذا مجموعة الأسئلة الفرعية المطروحة. تم تقديم دراسة تطبيقية تتعلق بشكل أساسي بدراسة وقياس إنشاء القيمة في المؤسسات وكذا أثر قرارات الاستثمار والتمويل عليها، وذلك عن طريق استخدام معايير مناسبة تساعد في إيضاح أثر هذه القرارات على إنشاء القيمة.

سيتم عرض هذه الدراسة من خلال ثلاثة مباحث أساسية:

- منهجية البحث الدراسة.
- نتائج الدراسة.
- مناقشة وتحليل النتائج.

## المبحث الأول: منهجية الدراسة

سيتم في هذا المبحث تقديم مؤسسة الخزفية الجزائرية، ومن ثم توضيح منهجية، طبيعة وصعوبات الدراسة وكذا البيانات المعمول بها. وأخيرا تبيان مراحل ومتغيرات الدراسة.

### المطلب الأول: تقديم مؤسسة الخزفية الجزائرية

سيتم تقديم مؤسسة الخزفية الجزائرية، من خلال إعطاء لمحة تاريخية عنها، ثم التعريف بفروعها وأخيرا شرح هيكلها التنظيمي.

#### 1. لمحة تاريخية عن المؤسسة

تم إنشاء المؤسسة ذات المسؤولية المحدودة "الخزفية الجزائرية" S.A.R.L. FAIENCERIES ALGERIENNES سنة 1963. ثم انتقلت من مؤسسة ذات مسؤولية محدودة إلى مجمع سنة 1999. يضم هذا المجمع أربعة فروع وعدة وحدات إنتاجية مست تخصصات مختلفة ولكن في نفس مجال النشاط.

يحتل اليوم مجمع "الخزفية الجزائرية" "Groupe FAIENCERIES ALGERIENNES" مرتبة الرائد في صناعة الخزف بالجزائر. إذ تعتبر صناعة الخزف بالنسبة للمجمع تقليدا عائليا نظرا للتجربة المكتسبة التي ارتبطت دوما ببرنامج استثماري غني ومتزايد، فيما يخص كل من الموارد البشرية وكذا التكنولوجيات الحديثة والتي تهدف حصريا إلى التحسين المستمر للأداء وإرضاء الزبون.

استطاع المجمع الحصول على المصادقة نظرا لتوافق نظام تسيير الجودة مع معايير ISO 9001/v-2000، حيث يعود الفضل للمجهود المبذول من طرف طاقم عمال المجمع من أجل تحقيق الأهداف المسطرة. كما يواصل مسيرة تطوره من خلال تنويع قطاعات نشاطه باتخاذ العديد من البرامج منها:

#### - البرامج الاستثمارية

تحقق من خلال مشترياتها التي مست كل من العتاد المطور الخاص بمختلف المجالات واللازم لتحسين وظيفة ورشة الإنشاء وتطوير النماذج، عتاد مراقبة مخابر مختلف الوحدات الإنتاجية من أجل ضمان المراقبة الحيدة للمنتجات عبر مختلف مراحل الإنتاج لتحسين الأداء الإنتاجي لجميع الوحدات.

#### - تطوير الإنتاج

سجلت مستويات الإنتاج تزييدا وتنوعا ثابتين منذ تأسيس المجمع داخل جميع وحداته الإنتاجية. حيث تعرف هذه المنتجات نفاذا منتظما في السوق وهذا راجع لجودتها ووفرته على مستوى القطر الوطني

وكذلك بفضل شبكة التوزيع التابعة للمتعامل INTER-MAC SPA عبر العديد من الولايات منها الجزائر، بجاية، البليدة، برج بوعرييج، الشلف، قسنطينة، وهران، ورقلة، سيدي بلعباس، تيارت وتيزي وزو.

## 2. فروع مجمع الخزفية الجزائرية

يضم مجمع الخزفية الجزائرية فروع عدة، سيتم ذكرها بالتفصيل فيما يلي:

### 1.2. الفرع الأول: م.ذ.م.م "الخزفة الجزائرية" S.A.R.L "FAIENCERIES ALGERIENNES"

تأسست م.ذ.م.م الخزفية الجزائرية سنة 1969 بخبرة تتجاوز الـ 30 سنة ورأس مال يصل إلى 400.000.000 دج، حيث تتربع على مساحة تصل إلى 10.290.000 م<sup>2</sup> بتكلفة استثمار وصلت إلى 1.554.531.000 دج. يتكون هذا الفرع من 06 وحدات إنتاجية بقدرات إنتاجية مختلفة.

#### الجدول رقم(1): قدرات انتاج الوحدات الانتاجية لم.ذ.م.م الخزفية الجزائرية

الوحدة الإنتاجية	النشاط	المساحة المستغلة (م <sup>2</sup> )	تكلفة الاستثمار (دج)	بداية النشاط	القدرة الإنتاجية بعد الانتقال (م <sup>2</sup> /السنة)
وحدة المنطقة الصناعية روية (1)	carreau céramique mural émaillé	36.650	464.534.000	1994	3.300.000
وحدة المنطقة الصناعية روية (2)	carreau céramique non émaillé.	5.261	204.006.000	2001	1.800.000
وحدة المنطقة الصناعية الدار البيضاء	traitement de Marbre.	4.089	1.180.486.000	2001	90.000
وحدة المنطقة الصناعية واد السمار	Dalle de sol en mono cuisson	4.000	609.103.000	2003	3.300.000
وحدة التثنية	production de plinthes	20.000	158.402.000	2004	1.800.000
وحدة خميس الخشنة	production d'émaux	6000	539.059.360,84	2009	64 طن/اليوم

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات المؤسسة.

## 2.2. الفرع الثاني: زات سيرام ZET CERAM

تأسس الفرع ZET CERAM سنة 1984، برأس مال يعادل 43.000.000 دج حيث إن 90% منه تعود لل م.ذ.م.م الفاخورة الجزائرية S.A.R.L FAIENCERIES ALGERIENNES . يختص هذا الفرع في صناعة .carreaux céramique mauresque.

يتربع الفرع على مساحة 3.870 م<sup>2</sup> بالمنطقة الصناعية بالحراش، وقد كلف ما قدره 225.506.000 لإنتاجه، كما يوفر حاليا أي بعد الانتقال ما يقارب ال 1.800.000 م<sup>2</sup> / السنة من المنتج المتخصص بصناعته.

## 3.2. الفرع الثالث: ساترام SATRAM

كلف الاستثمار في فرع ساترام SATRAM قرابة ال 44.443.000 دج، حيث يقدم خدمات في قطاع الميكانيك بالخصوص في أعمال إعطاء الشكل للمنتجات الخزفية. أسس الفرع سنة 1979 ويحتل مساحة تقدر ب 200 م<sup>2</sup> بالمنطقة الصناعية للقطع الميكانيكية.

## 4.2. الفرع الرابع: زات بوبوا ZET BOBOIS

انطلقت المؤسسة ذات المسؤولية المحدودة "زات بوبوا S.A.R.L ZET BOBOIS في النشاط سنة 1994، وتنتمي بنسبة 94% للفاخورة الجزائرية S.A.R.L FAIENCERIES ALGERIENNES. ينشط هذا الفرع في مجال صناعة الأثاث خاصة أثاث الحمامات والمطابخ في المنطقة الصناعية بالرغاية بمساحة تقدر ب 1.800 م<sup>2</sup> وتكلفة الاستثمار وصلت إلى 17.829.000 دج.

## 3. تنظيم للمؤسسة

الهيكل التنظيمي للمؤسسة هو عبارة عن البناء أو الشكل الذي يحدد التركيب الداخلي للعلاقات السائدة في المؤسسة، ويوضح مختلف المستويات الإدارية والوحدات التنظيمية الرئيسية والفرعية التي تقوم بمختلف الأعمال والأنشطة لتحقيق أهداف المؤسسة.

تعتمد مؤسسة خزفية الجزائر الهيكل التنظيمي الوظيفي، تضم المؤسسة ستة مديريات، تتمثل في المديرية التجارية، مديرية التموين، مديرية الإعلام، مديرية الموارد البشرية، مديرية المالية والمحاسبة ومديرية العبور، إلى جانب الإدارة العامة. كما تضم عدة وحدات إنتاجية كما سبق ذكره وتقسّم كل وحدة إنتاجية إلى ثلاثة أقسام ألا وهي قسم الإنتاج، قسم الصيانة والمخبر. الملحق رقم (1) يوضح التقسيم الإداري للمؤسسة.

## المطلب الثاني: طبيعة الدراسة

للقيام بأي دراسة علمية أكاديمية يجب اتباع منهج معين في سبيل الحصول على البيانات المراد الوصول إليها في الدراسة. ويجب أيضا تحديد متغيرات الدراسة بشكل واضح ودقيق يقود تحليلها إلى التحقق من الفرضيات المقترحة، وهذا للاستفادة من البيانات المتحصل عليها بطريقة صحيحة.

### 1. منهجية الدراسة

بغرض تحقيق الأهداف المرجوة من الدراسة، تم إتباع المنهج التحليلي للتأكد من صحة أو خطأ فرضيات الدراسة حيث سنحاول التعريف أكثر بمنهج الدراسة الميدانية من خلال التعريف ببيانات ومتغيرات الدراسة، حدودها ومراحل إنشائها.

### 2. محددات الدراسة

بالنظر للشكل القانوني لمؤسسة "الخزفية الجزائرية" باعتبار أنها مؤسسة ذات مسؤولية محدودة وليست مؤسسة ذات أسهم، بالإضافة إلى أنها غير مسعرة في البورصة، كان من الصعب الحصول عن معلومة حول تكلفة رأس مال المؤسسة.

تكمن الصعوبة أساسا في تحديد تكلفة الأموال الخاصة وهذا راجع لكون المؤسسة مؤسسة عائلية كل عوائدها ترجع للمالك أو الملاك ويصعب تحديد المردودية التي يفرضها المالك مقابل الأموال الموضوعة تحت تصرف المسير الذي أوكله بتسيير المؤسسة في حالة ما لم يكن نفسه المسير أي (معدل المردودية المطلوب) عكس حالة المؤسسة ذات الأسهم التي يحدد فيها معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين أثناء الاكتتاب.

بالنظر إلى هذه الصعوبات، وبالإضافة إلى أن سوق الأوراق المالية الجزائرية ليست نشطة تمّ الاعتماد على معطيات سوق الأوراق المالية المغربية (بورصة الدار البيضاء) والتونسية (بورصة العاصمة تونس) وكذا معطيات سوق الأوراق المالية لتحديد بعض مكونات تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة محل الدراسة.

### 3. بيانات الدراسة

تتمثل البيانات المستخدمة أساسا في الوثائق المحاسبية المجمعة؛ الميزانيات الختامية وجداول حسابات النتائج للفترة الممتدة من 2011 إلى 2016.

### 4. مراحل ومتغيرات الدراسة

اعتمادا على ما تم ذكره سابقا في المبحث الثاني من الجانب النظري. سيتم انجاز هذه الدراسة عبر عدة مراحل، استلزم كل منها استخدام معايير مختلفة.

## 1.4. إنشاء القيمة الداخلية

تم قياس القيمة الداخلية المنشأة مباشرة بحساب معايير إنشاء القيمة الداخلية. من بين هذه المعايير، نجد القيمة الاقتصادية المضافة التي تقدم عدة معلومات، فهي تفسر ارتباط الأداء الداخلي للمؤسسة بتحليل مردودية الاستثمارات وكذا بتحليل الأمثلية في استعمال الموارد.

من خلال القيم المحاسبية لمختلف مركبات معايير إنشاء القيمة، والمستخرجة من مختلف الميزانيات المحاسبية وجدول النتائج لمجمع الخزفية الجزائرية (من 2011 إلى 2016) سيتم قياس إنشاء القيمة الداخلية بغية مقارنتها لاحقا بمؤشرات قرارات الاستثمار والتمويل.

للتوصل إلى هذا الهدف، تم الاعتماد على نسب مردودية الأموال المستثمرة وروافع القيمة ثم القيمة الاقتصادية المضافة. وذلك، لمعرفة مدى رضى المساهمين عن النتيجة المحققة. وهذا بمقارنة نتيجة الاستغلال بالأموال المستثمرة مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الموارد الموضوعة تحت تصرف المؤسسة. الأمر الذي يتوافق مع عبارة القيمة الاقتصادية المضافة.

يعتبر معيار القيمة الاقتصادية المضافة المعيار الأكثر استعمالا، لأنه يساهم في التحليل الجيد للأداء الداخلي للمؤسسة دون التعاضى عن تكاليف الموارد المالية. حيث إن المؤسسة التي تحقق قيمة اقتصادية مضافة موجبة، هي مؤسسة منسئة للقيمة، والعكس بالعكس. كما يساهم معيار القيمة الاقتصادية المضافة في الربط بين القرارات الاستراتيجية والعملية للمؤسسات وأثرها على المردودية.

أما فيما يخص نسبة المردودية المالية، يرجع الخيار لهدف الموضوع وهو إنشاء القيمة للمستثمر. حيث إن هذا الأخير يهتم بالمردودية الناتجة عن التسيير الداخلي للمؤسسة التي استثمر بها. بالفعل، يسمح استعمال هذه النسبة بتقييم قدرة المؤسسة على ضمان عائد مالي على استثماراتها.

قبل الشروع في حساب مؤشرات إنشاء القيمة الاقتصادية، يجدر بالذكر أن:

- جميع المعطيات الضرورية لحساب هذه المؤشرات تم استخراجها من مختلف الميزانيات المحاسبية وجدول النتائج لمجمع الخزفية الجزائرية. حيث وبالنسبة للتعديلات، لم يتم إيجاد جميع التفاصيل في بيانات المؤسسة. بالفعل، فمؤسسة الخزفية الجزائرية أبقت على نمط بسيط في إدارتها ومحاسبتها. مما جعل من إيجاد العناصر التي تمسها التعديلات بالكاد غير موجودة مثل نفقات البحث والتطوير ونمط التمويل عن طريق البيع بالإيجار. باستثناء التغير في الضرائب المؤجلة على الأصل والتي تم إضافتها لنتيجة الاستغلال. أي تلك الناتجة عن النشاط التشغيلي وعن الأموال الخاصة<sup>1</sup>.

- وحدها النتائج المرتبطة بالنشاط الرئيسي أي بالاستغلال تم أخذها بعين الاعتبار في حساب القيمة الاقتصادية المضافة. هذه النتيجة هي الأكثر تعبيراً عن عائد الأموال المستثمرة لأنها تعكس جودة التسيير والنشاط المرتبط بالاستغلال، بالإضافة إلى أنها تمنع استعمال المردودية الكلية التي تتضمن عناصر استثنائية لا ترتبط مباشرة بالنشاط الرئيسي للمؤسسة.
- تكافئ قيمة الأموال الخاصة القيمة المسجلة في نهاية السنة 31-12- ن وهي مكونة من رأس المال الاجتماعي + العلاوات والاحتياطات + فوارق إعادة التقييم + النتيجة الصافية + فوارق المعادلة + رؤوس أموال خاصة أخرى وترحيل من جديد.
- تكلفة رأس المال معطاة كما يلي:

$$K = K_e * [(E/D+E)] + K_d * [(D/D+E)] * (1-\tau)$$

- تكلفة الأموال الخاصة، تم حسابها باستعمال طريقة نموذج تقييم الأصول المالية (MEDAF= Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers) ويحسب باستعمال العبارة والفرضيات الموالية:

$$K_e = R_f + \beta (E (R_m) - R_f) + PRP$$

حيث يمثل:

- $R_f$ : معدل العائد للأصل، وهو عبارة عن معدل سندات خزينة الدولة الجزائرية (OAT = Obligations Assimilables du Trésor Algérien) ل 10 سنوات ويساوي إلى: 3.27%<sup>1</sup>.
- $E (R_m) - R_f$ : علاوة المخاطرة للسوق الأمريكية (La prime de risque du marché américain) وتساوي: 6.18%<sup>2</sup>.
- $\beta$ : المتغير بيتا أو معامل الخطر النظامي (coefficient de risque systématique) للمؤسسة، تم حسابه بالاعتماد على متغيرات  $\beta$  لمؤسسات مسعرة في بورصة الدار البيضاء بالمغرب وبورصة تونس بتونس، والتي تنتمي لنفس قطاع نشاط المؤسسة ألا وهو قطاع مواد البناء (Le beta sectoriel). سيتم التعرف على النتائج في الجداول الموالية:

1 - <http://www.bank-of-algeria.dz/>, Consulté le: 02/03/2017.

2- R. Mehra et C. Prescott, *The equity premium: a puzzle*, Journal of Monetary Economics, vol.15, North-Holland, 1985, p 147.

الجدول رقم(2): قيم المتغير بيتا لمؤسسات قطاع مواد البناء المغربية المسعرة في بورصة الدار البيضاء

المؤسسات المسعرة ببورصة الدار البيضاء بالمغرب	المتغير بيتا $\beta^1$
Colorado peintures	0,45
Aluminium du marroc	0,67
Afric industries SA	1,49
Ciments du marroc	1,26
Jet contrac-tors	0,53
Lafargeholcim Maroc	1,04
Sonasid	0,68
متوسط المتغيرات بيتا للمؤسسات المغربية	0,87

المصدر: من إعداد الطالبتين.

الجدول رقم(3): قيم المتغير بيتا لمؤسسات قطاع مواد البناء التونسية المسعرة في بورصة تونس

المؤسسات المسعرة ببورصة تونس بتونس	المتغير بيتا $\beta^2$
manufacture de pannaux MPB	0,76
Sotmail	0,1
Tpr	0,53
Office Plast SA	0,96
Samoc Société moderne de ceramic	0,88
Sanimed	3,1
Cartage Cement	4,7
Les ciments de bizerte	1,51
Somocer	0,88
متوسط المتغيرات بيتا للمؤسسات التونسية	1,4911

المصدر: من إعداد الطالبتين.

متوسط المتغيرين بيتا  $\beta$  لمؤسسات المغرب وتونس المنتمية لنفس قطاع النشاط (قطاع مواد البناء)

يساوي إلى: 1,18. ومنه، يمكن القول أن المتغير بيتا لمؤسسة الخزفية الجزائرية يساوي  $\beta = 1,18$

1- [www.eurofinancials.com](http://www.eurofinancials.com), Consulté le 25/01/2017.

2- Idem.

PRP: علاوة خطر البلد - الجزائر - (La Prime de Risque Pays) المقدرّة بواسطة متوسط  
علاوات خطر البلدان المشابهة للجزائر كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم(4): علاوة خطر البلد "الجزائر"

Pays	classification OCDE <sup>1</sup>	Moody's rating <sup>2</sup>	DAMODARAN spread <sup>3</sup>
Algeria	4		
Aruba	4	Baa1	1,84%
Bahrain	4	Ba2	3,47%
Colombia	4	Baa2	2,20%
Guatemala	4	Ba1	2,89%
Namibia	4	Baa3	2,54%
Russia	4	Ba1	2,89%
South Africa	4	Baa2	2,20%
Turkey	4	Ba1	2,89%
Le risque-pays			2,62%

المصدر: من إعداد الطالبتين.

بتطبيق عبارة نموذج MEDAF، تعطى قيمة تكلفة الأموال الخاصة كما يلي:

$$K_e = 13.1854\%$$

- تكلفة الاستدانة  $K_d$ : معلومة مقدّمة من طرف المؤسسة وتساوي 5.5%، وهي ثابتة طيلة فترة الدراسة.  
ومنه تكلفة رأس المال تساوي:

$$K = K_e * [E/(D+E)] + K_d * (1 - K_d) * [D/(D+E)]$$

الجدول رقم(5): نتائج حساب تكلفة رأس المال لفترة الدراسة (2011-2015)

السنة	2011	2012	2013	2014	2015
تكلفة رأس المال K %	12,98	12,88	12,85	12,22	11,70

المصدر: من إعداد الطالبتين.

1- <http://www.oecd.org>, La dernière classification des risques pays du 27/01/2016.

2- <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, La prime du risque des pays, actualisé le 11/02/2016.

3 -Idem.

- عبارة القيمة الاقتصادية المضافة EVA المستعملة، هي تلك التي تبين قدرة المؤسسة على إنشاء القيمة من خلال قراراتها الإستراتيجية.
- كمرحلة أولى، سيتم حساب مؤشرات المردودية المالية التي تعبر عن نسبة نتيجة الاستغلال السنوية إلى الأموال المستثمرة. والتي تعبر عن نمو الثروة الناتجة عن عمليتي الاستثمار والاستغلال. تسمح نتيجة الاستغلال الصافية (بعد اقتطاع الضرائب) بالتأكد من صحة الفرضيات الخاصة بتأثير قرارات الاستثمار والتمويل على إنشاء القيمة الداخلية. فهي تعبر بوضوح عن كفاءة التسيير في تحقيق المردودية بعيدا عن النشاطات الاستثنائية للمؤسسة.
- كمرحلة ثانية، تم حساب مؤشر القيمة الموافق للنسبة بين مردودية الأموال المستثمرة وتكلفة الموارد الموضوعية تحت تصرف المؤسسة. ثم كمرحلة ثالثة، تم حساب معيار القيمة الاقتصادية المضافة الذي يقارن بين المردودية المالية وتكلفة رأس المال المستعمل لتحقيقها.

#### 2.4. إنشاء القيمة السوقية

يمثل هذا المعيار مقياسا للأداء الخارجي للمؤسسة في السوق المالية. بمعنى آخر، فهي تعبر عن أداء المؤسسة حسب القيمة السوقية لكل من الأموال الخاصة والديون.<sup>1</sup>

وقد تم اختيار عبارة القيمة السوقية المضافة MVA، الناتجة عن استحداث سلسلة القيم الاقتصادية المضافة المتوقع الحصول عليها في المستقبل، لأنها تفسر العلاقة بين الأداء الداخلي والخارجي للمؤسسة. إن كل زيادة في القيمة الاقتصادية المضافة تؤدي إلى الزيادة في القيمة السوقية المضافة. غير أنه، يمكن أن تكون للمؤسسة قيمة سوقية مضافة موجبة في حين أن قيمتها الاقتصادية المضافة سالبة. إلا أن استمرار هذه الحالة يؤدي إلى التناقص التدريجي للقيمة السوقية، ومنه يمكن القول أن التغير في القيمة الاقتصادية المضافة يؤثر على القيمة السوقية المضافة.

بالرجوع إلى العبارات المدروسة، يمكن القول أن التحسين في القيمة الاقتصادية المضافة يتم بالتحكم في العناصر المكونة لهذا المعيار. وكذا يمكن تحسين القيمة السوقية المضافة التي تساوي الفرق بين الرسملة السوقية ورؤوس الأموال الخاصة الواردة في الميزانية المحاسبية، بالتحكم أساسا في الرسملة السوقية. وباعتبار أن هذه الأخيرة تمثل القيمة السوقية للأسهم الناتجة عن ضرب مجموعها في سعر السهم الواحد على مستوى السوق المالية، فليس على المؤسسة سوى التحكم في هذا السعر. علما أن هذا الأخير متعلق بتوقعات المستثمرين، لذا من الضروري على المؤسسة أن تعتبرها منطلقا في تحليل سعر السوق.

1- Assous soumia, op-cit, 2015, p: 192.

ومنه، تختلف طريقة التحسين في القيمة السوقية المضافة باختلاف العبارة المستعملة في حسابها. ففي العبارة التي تعتمد على القيمة الاقتصادية المضافة، يجب على المؤسسة التحكم في مركبات هذه العبارة المتمثلة في القيمة الاقتصادية المضافة وتكلفة رأس المال والتي سبق دراستها في الجانب النظري أعلاه.

#### جدول رقم(6): جدول يلخص معايير قياس انشاء القيمة

الاختصار	التعريف	معايير قياس القيمة
EVA(Economic Value Added)= (ROIC - CMPC)*CI	(مردودية الأموال المستثمرة- التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال) * مجموع الأموال المستثمرة.	القيمة الاقتصادية المضافة EVA
ROE( Return On Equity) = Resulta operationnel net d'impot/capitaux investis	نتيجة الاستغلال الصافية / الأموال الخاصة	نسبة مردودية الأموال الخاصة
IV (indice de valeur)= Rendementd des capitaux investis/ cout des capitaux investis	مردودية الأموال المستثمرة / تكلفة الأموال المستثمرة	نسبة رافعة القيمة
$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + CMPC)^t}$	مجموع سلسلة القيم الاقتصادية المضافة المستحدثة بالتكلفة المتوسطة المرجحة	القيمة السوقية المضافة MVA

المصدر: من إعداد الطالبتين.

#### 3.4. قرار الاستثمار

كما جاء في الجانب النظري سابقا، فإن قرار الاستثمار يؤثر بشكل ايجابي على إنشاء القيمة، فهو يمثل مصدرا لزيادة الثروة بالقدر الذي يستطيع فيه تحقيق تدفقات مداخيل كافية تسمح من جهة، بتغطية مختلف التكاليف المتعلقة بالاستثمارات، ومن جهة أخرى بضمان قيمة مضافة للمستثمرين. بالإضافة إلى أنه من غير الممكن توصل المؤسسة إلى إنشاء القيمة إلا إذا تميزت بخصائص تنظيمية تهدف إلى اتخاذ قرارات إستراتيجية مثلى، خاصة المتعلقة بالاستثمار والتمويل.

بهدف تثمانين مجهودات المؤسسة في مجال الاستثمار، تم تحديد مؤشرين يمكنان من تقييم السياسة الاستثمارية للمؤسسة خلال فترة معينة. تمثل هذه المؤشرات قرارات المسيرين المتعلقة بالسياسة المتبناة، كما تفسر في نفس الوقت تطور القيمة الداخلية المنشأة. سيتم في الأخير استخلاص أثر قرارات الاستثمار على إنشاء القيمة، بمقارنة تطور هذه المؤشرات مع نسب الاستثمار.

## الجدول رقم(7): مؤشرات سياسة الاستثمار

الاختصار	التعريف	مؤشرات سياسة الاستثمار
Taux d'Intensité Capitalistique: Investissement total /chiffre d'affaires	الاستثمار / المبيعات	نسبة كثافة الرأسمال
Niveau d'Investissement: Investissement total / total actif	الاستثمار / مجموع الأصول	مستوى الاستثمار في المؤسسة

المصدر: من إعداد الطالبتين.

## 4.4. قرار التمويل

تم اختيار نسبة الاستدانة كمؤشر يعبر عن السياسة المالية للمؤسسة. بحيث يتم تفسير أثر هذه القرارات على إنشاء القيمة بمقارنة هذه النسبة مع معايير إنشاء القيمة. فارتفاع نسبة الاستدانة خلال مدة الدراسة يمكن من تفسير تطور القيمة المنشأة للمؤسسة، فهي تمنحها فرصة للاستفادة من الاقتصاد الضريبي طبقا لما تم شرحه سابقا في الفصل الثاني من الجانب النظري للدراسة.

## الجدول رقم(8): مؤشرات سياسة الاستدانة

الاختصار	التعريف	مؤشرات السياسة المالية
Ratio d'endettement: Dettes totales/Total actif	مجموع الديون / مجموع الأصول	نسبة الاستدانة

المصدر: من إعداد الطالبتين.

إسهام قرارات الاستثمار والتمويل في القيمة الاقتصادية المضافة، يستلزم تحليل وتقييم فرضيات الدراسة. سيتم فيما يأتي تحليل وتقييم هذه الفرضيات.

## 5. الفرضيات الخاصة بقياس قيمة المؤسسة

طبقا للحجج النظرية المدعمة للأثر الإيجابي لقرارات الاستثمار والتمويل على إنشاء القيمة والتي تم عرضها في الفصل الثاني لهذا العمل، تتمثل الفرضية الأساسية لهذه الدراسة في أن قرارات الاستثمار والتمويل تؤثر على إنشاء قيمة المؤسسة. وسيتم فيما يلي التفصيل فيها.

## 1.5. يؤثر قرار الاستثمار إيجابيا على إنشاء القيمة

حسب الدراسات النظرية، فإن إنشاء القيمة تتأثر بعدة قرارات كالقرارات المتعلقة بشراء الأسهم، بتخصيص نفقات الخزينة الصافية من أجل سداد الديون أو بتوزيع الأرباح على المساهمين... الخ. سيتم في

هذه الدراسة أخذت متغير الاستثمار كركيزة لإنشاء القيمة، فقد اعتبر الكتاب إنشاء القيمة الناتجة عن القرارات الاستثمارية كنتيجة لدراسة معمقة تشترك فيها جميع هيئات المؤسسة (هيئة القرار وهيئة المراقبة) ذلك من جهة. ومن جهة أخرى، كنتيجة لاستراتيجية تأخذ بعين الاعتبار الأعمال القادرة على تعظيم ثروة المساهمين.

من خلال العديد من الدراسات النظرية والتجريبية، بين هؤلاء الكتاب أن قرار الاستثمار له أثر إيجابي على إنشاء القيمة بالقدر الذي يغطي فيه مردود الاستثمار بشكل واسع المصاريف الناجمة عنه. ومنه فخير الاستثمار لا يتم إلا بمقارنة تكلفة المشروع مع مردوده. وبفضل سياسة جيدة للحوكمة، يُحثُّ المسكرون على زيادة حجم الاستثمارات واغتنام الفرص.

ومع ذلك، لا يتم إنشاء القيمة اعتمادا على قرار الاستثمار فقط. وإنما هناك العديد من العوامل التي تشكل أفعال استراتيجية وتؤثر بشكل معتبر على إنشاء القيمة. بالنسبة لهذه الدراسة، يتم اعتبار قرارات الاستثمار والتمويل متغيرين ماليين أساسيين في تحليل إنشاء القيمة لا يمكن فصلهما. بالفعل، لا يحتاج تبني سياسة التسيير عبر القيمة إلى تحديد أفضل الفرص الاستثمارية فقط، وإنما أيضا إلى اختيار سياسة تمويل ملائمة تتماشى وهدف إنشاء القيمة. إذ أن جميع الاستثمارات تحتاج إلى استعمال موارد مالية مكلفة، مما يجعل الاختيار بين التمويل بالأموال الخاصة أو بالاستدانة عاملا مؤثرا على تكلفة الموارد ومتحكما في إنشاء القيمة، لتصبح بذلك هذه الأخيرة مضمونة التحقق إذا فقط إذا كان مردود الاستثمارات يعوض تكلفة الموارد المستعملة لانجازها.

## 2.5. يؤثر قرار التمويل على إنشاء القيمة

نظرية الوكالة واحدة من النظريات التي تعتبر أن سياسة التمويل المتبناة من قبل المؤسسة قد تساهم في إنشاء القيمة، وذلك بالقدر الذي يكون فيه كل مصدر من مصادر التمويل (أموال خاصة أو ديون) متوافقا مع مجموعة من القواعد أو الشروط التي تقيد نوعية وطريقة التسيير. بمعنى آخر، قد تحصر السياسة المالية الهامش التقديري للمسكرون مما يحثهم على التصرف بما يوافق مصلحة المساهمين. الأمر الذي جعل العديد من الكتاب يعتبرون السياسة المالية وسيلة لتحسين سلوك المسكرون.

كما أن نموذج جونسون وميكلينغ (1976) Jensen&Meckling، قد شرح بوضوح دور التمويل بالديون في حل خلاف المصالح القائم بين المسكرون والمساهمين. بالفعل، المسكرون الذين يعملون لمصلحة المساهمين ومن أجل إنشاء القيمة، مهتمون بالتمويل بالديون أكثر من أي مصدر آخر. لأن هذه الأخيرة تجبرهم على الوفاء بالتزاماتهم. بينما يعتبر كتاب آخرون، أمثال قروسمان وهارت Grosman&Hart (1986)، أن الاستدانة تنشئ قيمة بالقدر الذي يكون فيه هدف المسكرون موجها نحو تعظيم الربح لتجنب الوقوع في حالة الإفلاس أو انقطاع النشاط، والتي تؤثر على ميزاتهم ومستقبلهم المهني. أضف إلى ذلك،

الميزة الضريبية التي قد تحققها الاستدانة في حالة ما إذا كان مردود الاستثمارات يغطي تكلفة القرض بشكل واسع.

بعد عرض فرضيات البحث وطبقا للمبررات النظرية المتعلقة بالأثر الايجابي لقرارات الاستثمار والتمويل على إنشاء القيمة الداخلية والسوقية، سيتم فيما يأتي دراسة هاتين الفرضيتين، باستعمال المؤشرات المفسرة لقرارات الاستثمار والتمويل والتي سبق ذكرها في المطلب الأول أعلاه.

## المبحث الثاني: النتائج المتحصل عليها

كان الهدف من دراسة الوضعية المالية لمجمع الخزفية الجزائرية هو التأكد من صحة فرضيات البحث، باستخدام المؤشرات التي سبق ذكرها وذلك خلال مدة 5 سنوات. حيث كانت سنة 2011 نقطة بداية هذه الدراسة، لأنه وانطلاقا من هذه السنوات حققت المؤسسة نتائج جد مهمة جاءت بعد سلسلة من العمليات التي تميزت بالدخول في عدة استثمارات. وبهدف الحصول على نتائج معبرة، كان من الضروري القيام بدراسة تطور المتغيرات المفسرة للقرارات المالية المتعلقة بالاستثمار والتمويل ومعايير قياس إنشاء القيمة، ومن ثم حساب قوة الارتباط الخطي بينهم.

### المطلب الأول: دراسة تطور المتغيرات المفسرة لقرارات الاستثمار والتمويل وإنشاء القيمة

سيتم فيما يلي حساب معايير قياس إنشاء القيمة الداخلية والخارجية، ليتم بعدها حساب مؤشرات قرار الاستثمار والتمويل وذلك خلال طول فترة الدراسة من أجل تتبع تطوراتها.

#### 1. إنشاء القيمة الداخلية

تطور مؤشرات إنشاء القيمة الداخلية لمجمع الخزفية الجزائرية خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى غاية 2015 ممثلة في الجداول الموالية:

تبين دراسة الحالة التي تم القيام بها، إنشاء أو هدم القيمة وتبرر المنفعة العملية من جراء استعمال هذه المؤشرات وبالخصوص القيمة الاقتصادية المضافة. جميع المبالغ معطاة بالدينار الجزائري.

## الجدول رقم(9): تطور مردودية رؤوس الأموال المستثمرة

2013	2012	2011	تطور مردودية رؤوس الأموال المستثمرة
768 614 051,00	475 826 604,00	688 987 913,00	نتيجة الاستغلال المعدلة
622 577 381,30	385 419 549,20	558 080 209,50	نتيجة الاستغلال الصافية المعدلة 1.....
5 832 188 494,00	5 169 082 132,00	4 695 638 798,00	الأموال المستثمرة.....2
10,675	7,456	11,885	مردودية الأموال المستثمرة...2/1%

(تكملة الجدول)

2015	2014	تطور مردودية رؤوس الأموال المستثمرة
1 389 471 278,00	1 068 006 489,00	نتيجة الاستغلال المعدلة
1 125 471 735,00	865 085 256,10	نتيجة الاستغلال الصافية المعدلة 1.....
9 154 154 649,00	7 239 591 247,00	الأموال المستثمرة 2.....
12,30	11,95	مردودية الأموال المستثمرة...2/1%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

من أجل التوصل إلى نتائج قيمة وذات دلالة بالنسبة إلى إنشاء القيمة، يجب أن تُقارن نسب المردودية مع تكلفة الموارد المالية مصدر هذه المردودية. سيتم في الجدول الموالي مقارنة مردودية الأموال المستثمرة مع تكلفة هذه الأموال. يظهر هذا في حساب مؤشر القيمة.

الجدول رقم(10): تطور مردودية الأموال الخاصة

2013	2012	2011	تطور مردودية الأموال الخاصة
768 614 051,00	475 826 604,00	688 987 913,00	نتيجة الاستغلال المعدلة
622 577 381,30	385 419 549,20	558 080 209,50	نتيجة الاستغلال الصافية المعدلة.1
5 611 790 893,00	4 989 038 321,00	4 590 456 452,00	الأموال الخاصة.....2
11.09	7.73	12.16	مردودية الأموال الخاصة..1/2%

(تكملة الجدول)

2015	2014	تطور مردودية الأموال الخاصة
1 389 471 278,00	1 068 006 489,00	نتيجة الاستغلال المعدلة
1 125 471 735,00	865 085 256,10	نتيجة الاستغلال الصافية المعدلة.....1
7 606 306 546,00	6 444 170 689,00	الأموال الخاصة.....2
14,80	13.42	مردودية الأموال الخاصة.....1/2%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

الجدول رقم(11): تطور مؤشر القيمة

2013	2012	2011	تطور مؤشر القيمة
11.09	7.73	12.16	مردودية الأموال الخاصة...1
12,85	12,88	12,98	التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال..2
86,30	60,02	93,68	مؤشر القيمة.... %2/1.....

(تكملة الجدول)

2015	2014	تطور مؤشر القيمة
14,80	13.42	مردودية الأموال المستثمرة.....1
11,70	12,22	التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.....%2
126,49	109,81	مؤشر القيمة %2/1.....

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

الجدول رقم(12): تطور القيمة الاقتصادية المضافة

2013	2012	2011	تطور القيمة الاقتصادية المضافة
			مردودية الأموال المستثمرة.....1
10,68	7,46	11,89	
			التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.....2
12,85	12,88	12, 89	
			...2-1 3 .....
-2,17	-5,42	-1	
			الأموال المستثمرة.....4
5 832 188 494,00	5 169 082 132,00	4 695 638 798,00	
-	-	-	القيمة الاقتصادية المضافة 3*4
12 655 849 031,98	28 016 425 155,44	-4 695 638 798,00	

(تكملة الجدول)

2015	2014	تطور القيمة الاقتصادية المضافة
		مردودية الاموال المستثمرة.....1
12,30	11,95	
		التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.....2
11,70	12,22	
		.....2-1 3= .....
0,6	-0,27	
		الأموال المستثمرة.....4
9 154 154 649,00	7 239 591 247,00	
	-	القيمة الاقتصادية المضافة 3*4
5 492 492 789,40	1 954 689 636,69	

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

## 2. إنشاء القيمة السوقية

تطور مؤشرات إنشاء القيمة السوقية لمؤسسة الخزفية الجزائرية خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى غاية 2016 ممثلة في الجدول الموالي:

الجدول رقم(13): تطور إنشاء القيمة الخارجية

2013	2012	2011	تطور إنشاء القيمة الخارجية MVA
-	-	-	القيمة الاقتصادية المضافة EVA
12 655 849 031,98	28 016 425 155,44	4 695 638 798,00	
12,85	12,88	12,98	التكلفة المرجحة لرأس المال
-	-	-	القيمة السوقية المضافة MVA
9 480 503 726,85	36 055 833 090,88	37 554 700 485,60	

(تكملة الجدول)

2015	2014	تطور إنشاء القيمة الخارجية MVA
-	-	القيمة الاقتصادية المضافة EVA
5 492 492 789,40	1 954 689 636,69	
11,70	12,22	التكلفة المرجحة لرأس المال
-----	2 962 492 806,82	القيمة السوقية المضافة MVA

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة

## 3. قرار الاستثمار وإنشاء القيمة

نتائج قياس المؤشرات المتعلقة بقرار الاستثمار مبينة في الجداول الموالية:

## الجدول رقم (14): تطور معدل كثافة رأس المال

2013	2012	2011	تطور معدل كثافة رأس المال
4 013 970 753,00	3 425 327 428,00	3 248 729 723,00	الاستثمار الكلي....1
3 825 649 669,00	2 982 010 508,00	3 192 663 351,00	رقم الأعمال.....2
104,92	114,87	101,76	معدل كثافة رأس المال = % ½

(تكملة الجدول)

2015	2014	تطور معدل كثافة رأس المال
7 595 792 966,00	5 651 877 100,00	الاستثمار الكلي....1
5 434 280 886,00	4 291 172 795,00	رقم الأعمال.....2
139,78	131,71	مؤشر كثافة رأس المال = ½ %

المصدر: من إعداد الطالبتين واعتمادا على وثائق المؤسسة.

## الجدول رقم (15): تطور معدل الاستثمار

2013	2012	2011	تطور معدل الاستثمار
4 013 970 753,00	3 425 327 428,00	3 248 729 723,00	الاستثمار الكلي...1
6 620 529 041,00	5 549 374 160,00	5 163 272 979,00	مجموع الأصول....2
60,63	61,73	62,92	%معدل الاستثمار = 2/1

(تكملة الجدول)

2015	2014	تطور معدل الاستثمار
7 595 792 966,00	5 651 877 100,00	الاستثمار الكلي
10 308 065 152,00	7 914 979 593,00	مجموع الأصول
73,69	71,41	%معدل الاستثمار

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة

## 4. قرار التمويل وإنشاء القيمة

نتائج قياس المؤشرات المتعلقة بقرار التمويل مبينة في الجدول الموالي:

## الجدول رقم(16): تطور معدل الاستدانة

2013	2012	2011	تطور معدل الاستدانة
220 397 601,00	180 043 811,00	105 182 346,00	مجموع الديون
6 620 529 041,00	5 549 374 160,00	5 163 272 979,00	مجموع الأصول
3,33	3,24	2,04	معدل الاستدانة%

(تكملة الجدول)

2015	2014	تطور معدل الاستدانة
1 547 848 103,00	795 480 558,00	مجموع الديون+
10 308 065 152,00	7 914 979 593,00	مجموع الأصول
15,02	10,05	مع الاستدانة

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

### المطلب الثاني: ارتباط قرارات الاستثمار والتمويل مع إنشاء القيمة

سيتم في هذا المطلب حساب قوة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة. بحيث نقوم أولاً بحساب معامل الارتباط الخطي بين مؤشرات قرار الاستثمار، التي سبق حسابها وكل من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة. ومن ثم، نقوم بحساب معامل الارتباط الخطي بين مؤشر قرار التمويل ومعياري قياس إنشاء القيمة الداخلية والخارجية ألا وهي القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة.

#### 1. تذكير حول حساب معامل الارتباط بطريقة المربعات الصغرى

معامل الارتباط المشار إليه بالحرف  $r$ ، هو عدد يقيس قوة الارتباط الخطي بين متغيرين ملاحظين. وهو معطى بالعلاقة الموالية:

$$r = \frac{n\epsilon x_i y_i - (\epsilon x_i)(\epsilon y_i)}{\sqrt{n\epsilon x_i^2 - (\epsilon x_i)^2} * \sqrt{n\epsilon y_i^2 - (\epsilon y_i)^2}}$$

حيث:  $n$  عدد السنوات؛  $X_i$ : المتغير المفسر و  $y_i$ : المتغير المفسر.

سيتم فيما يلي استعمال هذه العبارة في قياس الارتباط الخطي بين معايير قياس القيمة (EVA, MVA) وروافع إنشاء القيمة المتمثلة في قرارات الاستثمار والتمويل.

#### 2. ارتباط قرار الاستثمار؛ القيمة الداخلية (EVA)؛ القيمة الخارجية (MVA)

سنعرض أولاً لحساب قوة الارتباط الخطي بين مؤشرات قرار الاستثمار والقيمة الاقتصادية المضافة، ومن ثم مع القيمة السوقية المضافة.

##### 1.2. ارتباط قرار الاستثمار؛ القيمة الداخلية (EVA)

سيتم حساب معامل الارتباط الخطي بين مؤشري القرار الاستثماري الذي سبق حسابهما، ألا وهما معدل الاستثمار ومؤشر كثافة رأس المال والقيمة الاقتصادية المضافة.

### 1.1.2. قوة الارتباط الخطي بين الثنائية الأولى للمتغيرات الإحصائية: معدل الاستثمار؛ القيمة الاقتصادية المضافة: (EVA)

يوضح الجدول الموالي قوة الارتباط الخطي بين القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل الاستثمار.

الجدول رقم (17): حساب معامل الارتباط الخطي بين القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل الاستثمار

السنوات	EVA (X <sub>i</sub> ) (10 <sup>9</sup> )	معدل الاستثمار (Y <sub>i</sub> )	X <sub>i</sub> Y <sub>i</sub>	X <sub>i</sub> <sup>2</sup>	Y <sub>i</sub> <sup>2</sup>
2011	-4,70	62,92	-295,72	22,09	3 958,93
2012	-28,02	61,73	-1 729,67	785,1204	3 810,59
2013	-12,66	60,63	-767,58	160,2756	3 676,00
2014	-1,95	71,41	-139,25	3,8025	5 099,39
2015	5,49	73,69	404,56	30,1401	5 430,22
المجموع	-41,84	330,38	-2 527,67	1001,4286	21 975,12

المصدر: من إعداد الطالبتين

معامل الارتباط الخطي يساوي إلى:

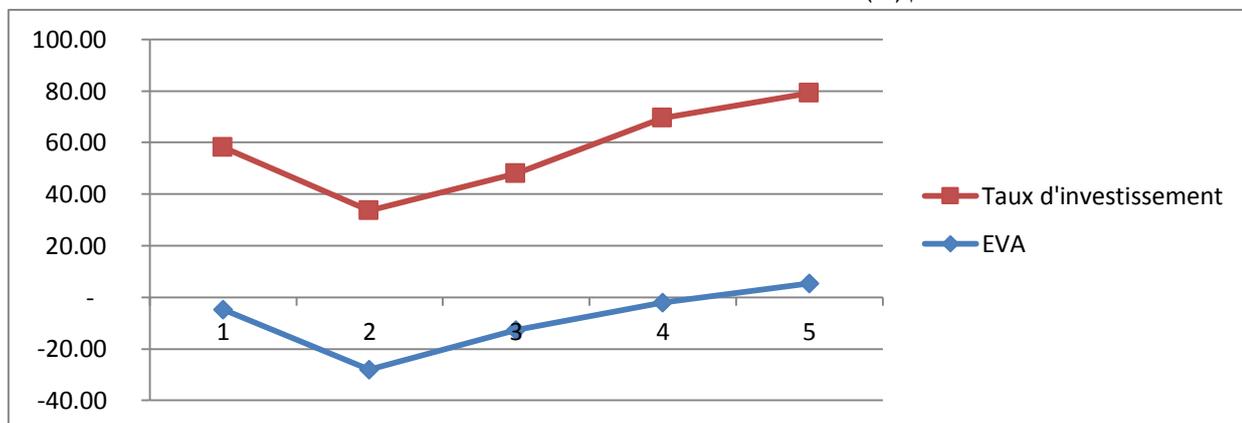
$$r^2=59,48\%$$

ومنه

$$r=0,77$$

حسب هذا المعامل، يلاحظ أن معدل الاستثمار مرتبط بالقيمة الاقتصادية المضافة بشكل ايجابي ويفسر 59,48% من تغيرها.

الشكل رقم(4): ارتباط القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل الاستثمار



المصدر: من إعداد الطالبتين.

### 2.1.2. قوة الارتباط الخطي بين الثنائية الثانية للمتغيرات الإحصائية: كثافة رأس المال؛ القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

يوضح الجدول الموالي قوة الارتباط الخطي بين القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل كثافة رأس المال.

الجدول رقم (18): معامل الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل كثافة رأس المال

السنوات	EVA (X <sub>i</sub> ) (10 <sup>9</sup> )	معدل كثافة رأس المال (Y <sub>i</sub> )	X <sub>i</sub> Y <sub>i</sub>	X <sub>i</sub> <sup>2</sup>	Y <sub>i</sub> <sup>2</sup>
2011	-4,70	101,76	-478,27	22,09	10 355,10
2012	-28,02	114,87	-3 218,66	785,1204	13 195,12
2013	-12,66	104,92	-1 328,29	160,2756	11 008,21
2014	-1,95	131,71	-256,83	3,8025	17 347,52
2015	5,49	139,78	767,39	30,1401	19 538,45
المجموع	-41,84	593,04	-4 514,66	1001,4286	71 444,39

المصدر: من إعداد الطالبتين.

معامل الارتباط الخطي يساوي إلى:

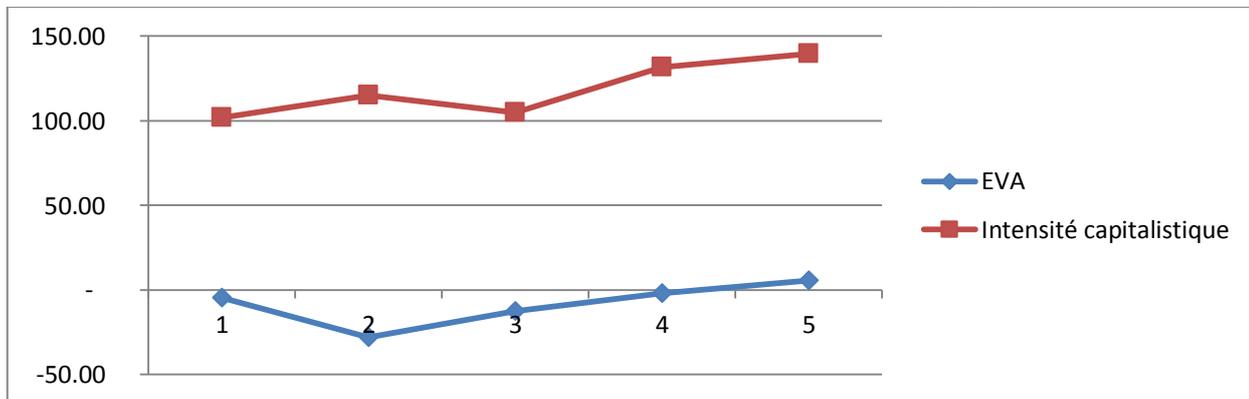
$$r^2=27,87\%$$

ومنه

$$r=0,53$$

حسب هذا المعامل، يلاحظ أن معدل كثافة رأس المال مرتبط بالقيمة الاقتصادية المضافة بشكل إيجابي ويفسر 27,87 % من تغيرها.

الشكل رقم(5): الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل كثافة رأس المال



المصدر: من إعداد الطالبتين.

## 2.2. ارتباط قرار الاستثمار؛ القيمة الخارجية (MVA)

سوف يتم حساب معامل الارتباط الخطي بين كل من مؤشري قرار الاستثمار ومعيار القيمة السوقية المضافة.

## 1.2.2 قوة الارتباط الخطي بين الثنائية الأولى للمتغيرات الإحصائية: معدل الاستثمار؛ القيمة السوقية المضافة: (MVA)

يوضح الجدول الموالي قوة الارتباط الخطي بين القيمة السوقية المضافة ومعدل الاستثمار.

الجدول رقم (19): معامل الارتباط الخطي بين القيمة السوقية المضافة ومعدل الاستثمار

السنوات	MVA (X <sub>i</sub> ) (10 <sup>9</sup> )	معدل الاستثمار (Y <sub>i</sub> )	X <sub>i</sub> Y <sub>i</sub>	X <sub>i</sub> <sup>2</sup>	Y <sub>i</sub> <sup>2</sup>
2011	-37,55	62,92	-2 362,65	1 410,00	3 958,93
2012	-36,06	61,73	-2 225,98	1 300,32	3 810,59
3201	-9,48	60,63	- 574,77	89,87	3 676,00
2014	2,96	71,41	211,37	8,76	5 099,39
2015	-	-	-	-	-
المجموع	-80,13	256,69	-4 952,03	2 808,96	16 544,90

المصدر: من إعداد الطالبتين

معامل الارتباط الخطي يساوي إلى:

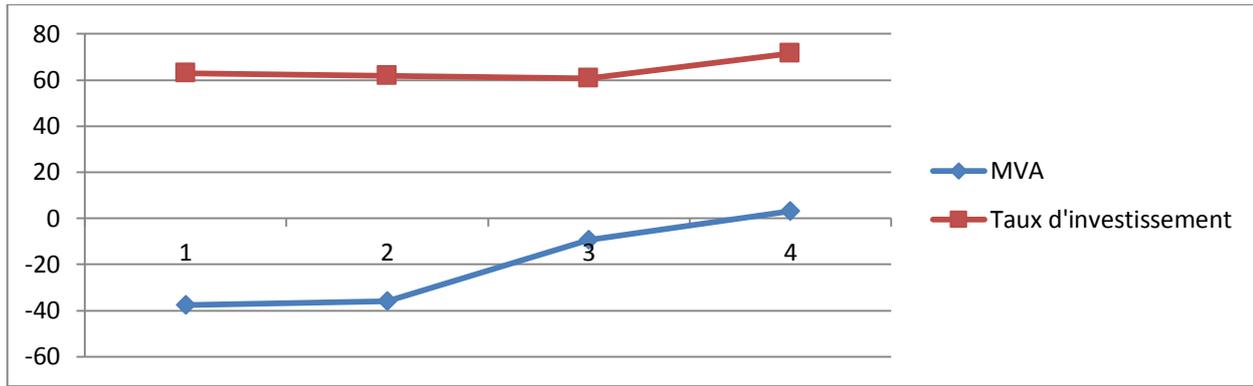
$$r^2=41,43\%$$

ومنه

$$r=0,64$$

حسب هذا المعامل، يلاحظ أن معدل الاستثمار مرتبط بالقيمة الاقتصادية المضافة بشكل ايجابي ويفسر 41,43 % من تغيرها.

الشكل رقم(6): الارتباط بين القيمة السوقية المضافة ومعدل الاستثمار



المصدر: من إعداد الطالبتين.

## 2.2.2. قوة الارتباط الخطي بين الثنائية الثانية للمتغيرات الإحصائية: كثافة رأس المال؛ القيمة السوقية

المضافة (MVA)

يوضح الجدول الموالي قوة الارتباط الخطي بين القيمة السوقية المضافة ومعدل كثافة رأس المال.

الجدول رقم (20): معامل الارتباط الخطي بين القيمة السوقية المضافة ومعدل كثافة رأس المال

السنوات	MVA ( $X_i$ ) ( $10^9$ )	معدل كثافة رأس المال ( $Y_i$ )	$X_i Y_i$	$X_i^2$	$Y_i^2$
2011	-37,55	101,76	-3 821,09	1410,00	10 355,10
2012	-36,06	114,87	-4 142,21	1300,32	13 195,12
3201	-9,48	104,92	-994,64	89,87	11 008,21
2014	2,96	131,71	389,86	8,7616	17 347,52
2015	-	-	-	-	-
المجموع	-80,13	453,26	- 8 568,08	2 808,96	51 905,95

المصدر: من إعداد الطالبتين.

معامل الارتباط الخطي يساوي إلى:

$$r^2=39,95\%$$

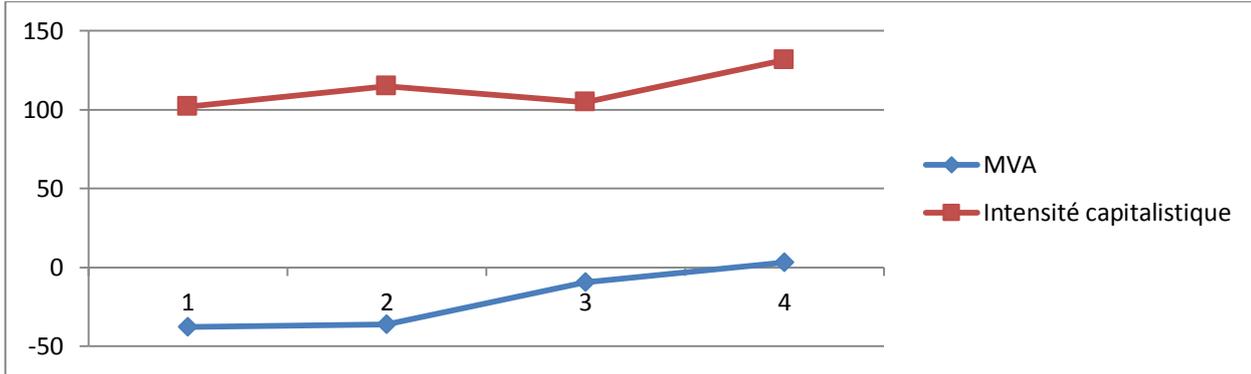
ومنه

$$r=0,63$$

حسب هذا المعامل، يلاحظ أن معدل الاستثمار مرتبط بالقيمة الاقتصادية المضافة بشكل ايجابي

ويفسر 39.95% من تغيرها.

الشكل رقم(7): الارتباط بين القيمة السوقية المضافة ومعدل كثافة رأس المال



المصدر: من إعداد الطالبتين.

### 3. ارتباط قرار التمويل - القيمة الداخلية (EVA) - القيمة الخارجية (MVA)

سيتم دراسة قوة الارتباط الخطي بين كل من معدل الاستدانة، الذي هو مؤشر لقرار التمويل مع كل من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة.

### 1.3. قوة الارتباط الخطي بين الثنائية الأولى للمتغيرات الإحصائية: معدل الاستدانة؛ القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

الجدول الموالي يوضح قوة الارتباط الخطي بين معدل الاستدانة والقيمة الاقتصادية المضافة.

الجدول رقم (21): معامل الارتباط الخطي بين القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل الاستدانة

السنوات	EVA (X <sub>i</sub> ) (10 <sup>9</sup> )	معدل الاستدانة (Y <sub>i</sub> )	X <sub>i</sub> Y <sub>i</sub>	X <sub>i</sub> <sup>2</sup>	Y <sub>i</sub> <sup>2</sup>
2011	-4,70	2,04	-9,59	22,09	4,16
2012	-28,02	3,24	-90,78	785,12	10,50
3201	-12,66	3,33	-42,16	160,28	11,09
2014	-1,95	10,05	-19,60	3,80	101,00
2015	5,49	15,02	82,46	30,14	225,60
المجموع	-41,84	33,68	-79,67	1 001,43	352,35

المصدر: من إعداد الطالبتين.

معامل الارتباط الخطي يساوي إلى:

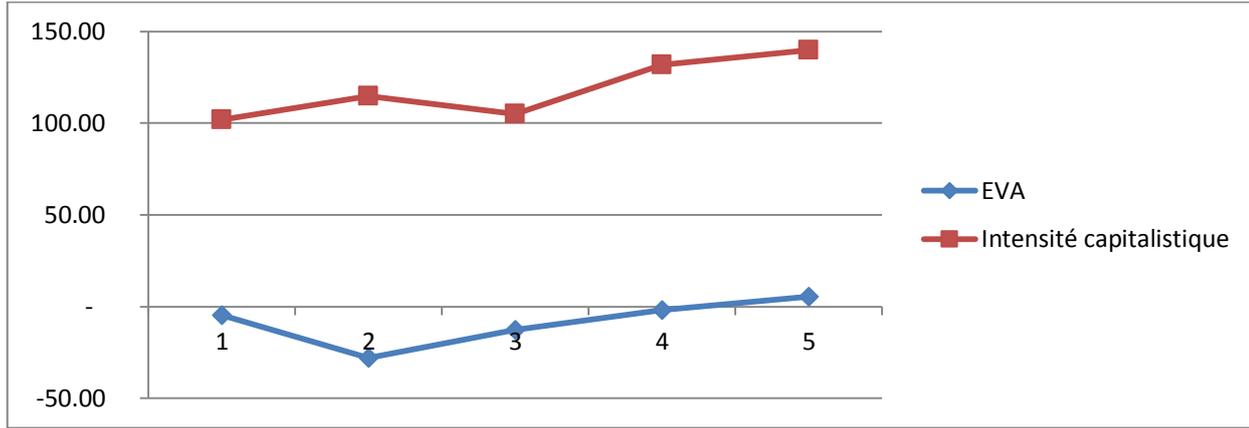
$$r^2=50,01\%$$

ومنه

$$r= 0,71$$

حسب هذا المعامل، يلاحظ أن معدل الاستثمار مرتبط بالقيمة الاقتصادية المضافة بشكل ايجابي ويفسر 93,23% من تغيرها.

الشكل رقم(8): الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل الاستدانة



المصدر: من إعداد الطالبتين.

### 2.3. قوة الارتباط الخطي بين الثنائية الثانية للمتغيرات الإحصائية: معدل الاستدانة - القيمة السوقية المضافة (MVA)

الجدول الموالي يوضح قوة الارتباط الخطي بين معدل الاستدانة والقيمة السوقية المضافة.

الجدول رقم (22): معامل الارتباط بين القيمة السوقية المضافة ومعدل الاستدانة

Y <sub>i</sub> <sup>2</sup>	X <sub>i</sub> <sup>2</sup>	X <sub>i</sub> Y <sub>i</sub>	معدل الاستدانة (Y <sub>i</sub> )	MVA (X <sub>i</sub> ) (10 <sup>9</sup> )	السنوات
4,16	1 410,00	-76,60	2,04	-37,55	2011
10,50	1 300,32	-116,83	3,24	-36,06	2012
11,09	89,87	-31,57	3,33	-9,48	3201
101,00	8,76	29,75	10,05	2,96	2014
-	-	-	-	-	2015
126,75	2 808,96	-195,26	18,66	-80,13	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبتين.

معامل الارتباط الخطي يساوي إلى:

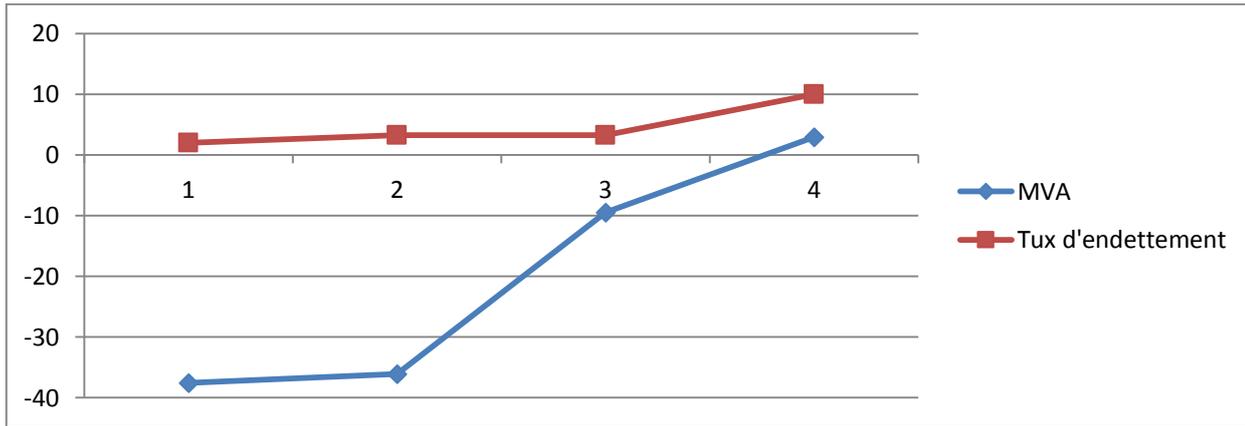
$$r^2=85,43\%$$

ومنه

$$r=0,82$$

حسب هذا المعامل، يلاحظ أن معدل الاستدانة مرتبط بالقيمة الاقتصادية المضافة بشكل ايجابي ويفسر 85,43 % من تغيرها.

الشكل رقم(9): الارتباط بين القيمة السوقية المضافة ومعدل الاستدانة



المصدر: من إعداد الطالبتين.

التحليل المعمق لنتائج الجداول سيكون محور المطلب الرابع.

### المبحث الثالث: مناقشة وتحليل النتائج

سيتم مناقشة وتحليل النتائج على مرحلتين، تتضمن الأولى العلاقة بين قرار الاستثمار وإنشاء القيمة والثانية علاقة هذه الأخيرة مع قرار التمويل.

#### المطلب الأول: قرار الاستثمار وإنشاء القيمة

يعد الاستثمار من روافع إنشاء القيمة الداخلية والخارجية، مما يجعله متغيرا مفسرا لها. لهذا فلقد تم التعبير عن هذا المتغير بمؤشرين اثنين، يمثل الأول نسبة الاستثمار إلى رقم الأعمال، أما الثاني فهو يمثل نسبة الاستثمار إلى مجموع الأصول. بالنسبة إلى مؤشر (الاستثمار الكلي /مجموع الأصول) فهو يقدم معلومات فيما يخص الكثافة الرأسمالية لنشاطات المؤسسة. حيث أنه وفي الحالة الطبيعية، كلما دخلت المؤسسة في استثمارات كبيرة، قلّ ما كانت مردودية رأس المال مرتفعة لأن هذا النوع من الاستثمار يستلزم مدة إنجاز طويلة ورؤوس أموال كثيرة، مما يجعل العائد على الاستثمار يتحقق خلال مدة أطول.

أما مؤشر (الاستثمار الكلي/ رقم الأعمال) فهو وحسب العديد من الكتاب مرتبط بشكل سلبي مع إنشاء القيمة في المدى القصير، لأن مردودية رؤوس الأموال تكون في هذه الحالة أقل أهمية إذا كان الاستثمار كبيراً.

بالرجوع إلى الجدول الذي يخص تطور كثافة رأس المال. تم ملاحظة أن هذا المؤشر قد وصل إلى أعظم قيمة له سنة 2015 والتي تقدر بـ 139,78 % مما يفسر الارتفاع المعتبر للقيمة خلال هذه السنة. من جهة أخرى، وخلال سنتي 2011 و2012، عرف هذا المؤشر ارتفاعاً أعقبه انخفاض طفيف سنة 2013، ليعود ويرتفع خلال باقي السنوات. بمقابل هذا الارتفاع، عرفت القيمة الاقتصادية انخفاضاً خلال 2012 والذي يفسره الانخفاض في أحد مركبات القيمة الاقتصادية المضافة ألا وهو مردودية الأموال المستثمرة، لتعود وترتفع من -28,02 مليار سنة 2012 إلى -12.66 مليار سنة 2013 والذي يفسره الانخفاض الطفيف في الكثافة الرأسمالية خلال هذه السنة.

ابتداء من سنة 2012، أصبحت تسجل المؤسسة ارتفاعاً في القيمة مع أنها لا تزال سلبية، حيث انتقلت القيمة الاقتصادية المضافة من -28,02 مليار خلال سنة 2012 إلى 5,49 مليار سنة 2015 و2,96 مليار سنة 2014 بالنسبة للقيمة الاقتصادية السوقية. يرجع هذا الارتفاع المحسوس في إنشاء القيمة إلى الارتفاع الكبير لمؤشر كثافة رأس المال والذي انتقل من 114.87 % سنة 2012 إلى 139.78 % سنة 2015.

يقدم مؤشر كثافة رأس المال معلومات بشأن رؤوس الأموال التي وضعت في الاستثمار من أجل تحقيق رقم أعمال معين. حيث وخلال طول مدة الدراسة (من 2011 إلى غاية 2015) خصص مجمع الخزفية الجزائرية أكثر من 100% من رقم أعماله في الاستثمار. مما يسمح باستخلاص نية المؤسسة في إنشاء القيمة على المدى الطويل.

يسمح ارتفاع مؤشر كثافة رأس المال طول فترة الدراسة (2011 إلى 2015) من جهة، بتحديد رغبة وتركيز المسيرين في إنشاء القيمة عن طريق الرفع من قيمة وحجم الاستثمارات، ومن جهة أخرى، بتحديد حصة الاستثمار من القيمة التي أنشأتها المؤسسة. بالفعل فارتفاع كثافة رأس المال خلال 2012 الذي قابله هدم في قيمة المؤسسة كان سببه عدم ظهور نتائج هذه الكثافة الرأسمالية في القيمة الاقتصادية المضافة باعتبار هذه الأخيرة تقيس إنشاء القيمة الفورية في المؤسسة أي خلال كل سنة. إلا أن، المجمع أصبح منشئاً للقيمة سنة 2015 ما يدل على تأثير قرار الرفع في الاستثمارات في إنشاء القيمة على المدى الطويل.

ومنه، بناء على ما جاء في التفسير السابق بالنسبة لكثافة رأس المال وإنشاء القيمة. فإن الفرضية الثانية والثالثة المتمثلتين في التأثير الإيجابي لقرار الاستثمار على إنشاء القيمة قد تم قبولها. يمكن أن تتوافق هذه الخلاصة مع نتائج دراسات سابقة، كما قد تتعارض مع أخرى. لهذا لم يتم حصر هذه الدراسة في مؤشر

كثافة رأس المال فقط. وإنما قد تم استخدام مؤشر آخر وهو مجموع الاستثمار/ مجموع الأصول. يقدم هذا الأخير معلومات عن نسبة الاستثمار إلى مجموع أصول المؤسسة.

لوحظ أن هذا المعيار في انخفاض مستمر خلال السنوات الثلاث الأولى، أي من سنة 2011 إلى 2013، فقد انخفض من 60,92% سنة 2011 إلى 60,63% سنة 2013. ثم يعود ويرتفع خلال سنتي 2014 و 2015 ليسجل أكبر قيمة له في 2015 والتي قدرت ب 73,69%.

نتائج الجدول المتعلق بتطور معدل الاستثمار، في توافق مع فرضيتي الدراسة الثانية والثالثة. بالفعل، عند الرجوع إلى الفترة الممتدة من 2011 إلى 2015 أين تم الحكم على المؤسسة بأنها ترفع من قيمتها (حسب EVA, MVA و IV)، سجلت معدلات الاستثمار على العموم ارتفاعا على الرغم من الانخفاض الطفيف في السنوات الثلاثة الأولى. بالإضافة إلى أن أعلى معدل للاستثمار والمقدر ب 73,69% في 2015، يقابله أعلى مستوى سجلت لإنشاء القيمة، حيث قدرت القيمة الاقتصادية المضافة ب 5.49 مليار والقيمة السوقية المضافة ب 2,96 مليار وقدر مؤشر القيمة ب 126,49% أي أكثر من 100%.

حققت معايير إنشاء القيمة أعلى مستوى لها سنة 2015، أين قدرت القيمة الاقتصادية المضافة ب 789,40 492 492 5 والقيمة السوقية المضافة ب 806,82 492 962 2 ومؤشر القيمة ب 126,49%. ومنه، نستخلص أن التغيير في حالة المؤسسة من مهدمة للقيمة إلى منشطة للقيمة خلال الفترة الممتدة من 2012 إلى غاية 2015 كان مصدره ذلك التغيير في معدل الاستثمار. من هنا، يمكن القول أنه بالنسبة لمجمع الخزفية الجزائرية فإن العلاقة الايجابية بين معدل الاستثمار وإنشاء القيمة محققة.

يبدو أن مؤشري (الاستثمار/ رقم الأعمال) و(الاستثمار الكلي/ مجموع الأصول)، يؤثران على إنشاء القيمة. فبمقارنة هذين المؤشرين المفسرين لقرار الاستثمار مع معايير إنشاء القيمة (EVA, MVA و IV) وبالاعتماد على النتائج المتحصل عليها من خلال دراسة مجمع الخزفية الجزائرية خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى غاية 2015، فإن النظريات المتعلقة بالتأثير الإيجابي لكل من نسبة الاستثمار إلى مجموع الأصول وارتفاع حجم الاستثمار محققة في هذه الحالة. وأخيرا الفرضيتين القائلتين بأن قرار الاستثمار يؤثر إيجابيا على إنشاء القيمة، تم قبولهما بالنسبة لحالة مجمع الخزفية الجزائرية.

### المطلب الثاني: قرار التمويل وإنشاء القيمة

يحتاج اتخاذ قرار الاستثمار إلى تحديد سياسة تمويل مناسبة تتماشى وهدف إنشاء القيمة. بحيث يشكل اللجوء المتزايد للاستدانة وسيلة لتحقيقها، وذلك نظرا لمساهمتها في تقليل نزاعات المصالح القائمة بين المساهمين والمسيرين.

لقد تمّ في هذا البحث افتراض وجود علاقة ايجابية بين الاستدانة وإنشاء القيمة. بحيث سيكون معدل الاستدانة المتغير المفسر لها. و سيتم استخلاص تأثير هذا المؤشر على إنشاء القيمة بمقارنة معدل الاستدانة مع مؤشرات قياس إنشاء القيمة المستخدمة (IV, MVA, EVA)، وذلك طوال فترة الدراسة.

لم تتوقف نسبة إجمالي الديون إلى مجموع الأصول والمعبر عنها بالقيم المحاسبية عن الارتفاع خلال فترة الدراسة، فقد انتقلت هذه النسبة من 2.04% سنة 2011 إلى غاية 15.02% سنة 2015.

بالرجوع إلى الجدول المتعلق بتطور معدل الاستدانة، نعتبر أن ارتفاع هذا المعدل خلال فترة الدراسة يفسر من جهة، بالارتفاع المستمر لحجم الديون والتي انتقلت من 105 182 346,00 سنة 2011 إلى 1 547 848 103,00 سنة 2015. ومن جهة أخرى، يفسر بارتفاع مجموع الأصول على نفس النحو مع الديون، فقد كانت تقدر ب 5 163 272 979,00 سنة 2011 لتصل إلى 10 308 065 152,00 سنة 2015.

رغم الانخفاض الحاد في القيمة المنشأة التي تظهر في معايير قياس إنشاء القيمة المعبر عنها بالقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة ومؤشر القيمة وذلك سنة 2012، إلا أنه بالنظر إلى الاتجاه العام نحو الارتفاع للوتيرة التي تتغير بها هذه المعايير بشكل عام يتوافق والارتفاع المسجل في معدل الاستدانة. بالفعل، فإنّ الانخفاض الحاد في القيمة المنشأة يفسر بعدم تمكن المؤسسة من الاستفادة من ايجابيات الاستدانة والمتمثلة بالاقتصاد الضريبي نظرا لان الارتفاع في هذا المعدل خلال هذه السنة كان جد طفيف حيث قدر ب 1,20% مما جعل تأثيره غير واضح على القيمة.

تتوافق نتائج الجدول المتعلق بتطور معدل الاستدانة مع فرضيتي الدراسة الثالثة والرابعة والمتمثلة في التأثير الإيجابي لقرار التمويل على إنشاء القيمة. بالفعل، عند الرجوع إلى الفترة الممتدة من 2012 إلى 2015 أين تم الحكم على المؤسسة بأنها ترفع من قيمتها حسب (EVA, MVA و IV)، سجلت معدلات الاستدانة ارتفاعا محسوسا. بالإضافة إلى أن أعلى معدل للاستدانة والمقدر ب 15,02% كان سنة 2015، والتي سجلت فيها المؤسسة أعلى مستويات إنشاء للقيمة، حيث قدرت القيمة الاقتصادية المضافة ب 5.49 مليار والقيمة السوقية المضافة ب 2,96 مليار وقدر مؤشر القيمة ب 126,49% أي أكثر من 100%.

ومنه، نستخلص أن التغير في حالة المؤسسة من مهدمة للقيمة إلى منشأة للقيمة خلال الفترة الممتدة من 2012 إلى غاية 2015 كان مصدره ذلك التغير في معدل الاستدانة. ومن هنا، يمكن القول أنه بالنسبة لمجمع الخزفية الجزائرية فإن العلاقة الإيجابية بين معدل الاستدانة وإنشاء القيمة محققة.

يبدو أن مؤشري (مجموع الديون/مجموع الأصول) يؤثر على إنشاء القيمة. فبمقارنة هذا المؤشر المفسر لقرار التمويل مع معايير إنشاء القيمة (EVA, MVA و IV) وبالاعتماد على النتائج المتحصل عليها من خلال دراسة مجمع الخزفية الجزائرية خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى غاية 2015، فإن النظريات المتعلقة بالتأثير الإيجابي لمعدل الاستدانة محققة في هذه الحالة. وأخيرا الفرضيتين القائلتين بأن قرار التمويل يؤثر إيجابيا على إنشاء القيمة، تم قبولهما بالنسبة لحالة مجمع الخزفية الجزائرية.

بالنسبة للنتائج المتحصل عليها من دراسة قوة الارتباط الخطي بين متغيرات قرارات الاستثمار وإنشاء القيمة، فهي غير متناقضة مع ما جاء في الخلاصة السابقة. بالفعل، فالمتغيران المستخدمان في تفسير هذا القرار والمتمثلان في معدل الاستثمار ومعدل كثافة رأس المال مرتبطان إيجابيا مع معايير قياس إنشاء القيمة سواء القيمة الاقتصادية المضافة أو القيمة السوقية المضافة. فقد قدرت قوة تفسير هذين المتغيرين على الترتيب 59,48% و 27,87%.

أما بالنسبة للمتغير الذي يعبر عن قرار التمويل، ألا وهو معدل الاستدانة. فقد وجد أنه مرتبط إيجابيا مع معايير قياس القيمة الاقتصادية. حيث كانت قوة الارتباط الخطي تمثل 50,01%. هذه النتيجة متوقعة مع ما قد سبق استخلاصه فيما يتعلق بأثر قرار التمويل على إنشاء القيمة.

## خلاصة الفصل الثالث

تناول هذا الفصل الدراسة الميدانية والتي جاءت بهدف التعرف على أثر قرارات الاستثمار والتمويل على إنشاء القيمة داخل المؤسسات. حيث تمثلت الدراسة الميدانية في مرحلتين، أولها حساب معايير قياس إنشاء القيمة الداخلية والخارجية وثانيها حساب المؤشرات المفسرة لقرارات الاستثمار والتمويل، كل هذا بناء على البيانات المتحصل عليها من المؤسسة حالة الدراسة.

وبعد حساب معايير إنشاء القيمة ومؤشرات قرارات الاستثمار والتمويل، تم تحليل النتائج المتحصل عليها في كل مرحلة من مراحل الدراسة، والتي تمثلت أولا في أثر قرارات الاستثمار على إنشاء القيمة وثانيا في أثر قرارات التمويل على إنشاء القيمة. ليتم في الأخير اختبار حقيقة فرضيات الدراسة والإجابة على الإشكالية المطروحة.

الخاتمة العامة

## الخاتمة العامة

لقد تم القيام بهذا البحث من أجل الإجابة على الإشكالية الرئيسية والمتمثلة في: هل تؤثر قرارات الاستثمار والتمويل على إنشاء القيمة داخل المؤسسات؟

وبغرض تبسيط هذه الإشكالية تم تقسيمها إلى مجموعة من الأسئلة الفرعية من أجل التحكم في موضوع البحث وغالبية هذه الأسئلة مصدرها علاقة القرارات المالية بإنشاء القيمة داخل المؤسسة. للإجابة على الإشكالية والأسئلة الفرعية للدراسة تم وضع مجموعة من الفرضيات كإجابات مسبقة وتم تقسيم العمل إلى ثلاثة فصول.

خصص الفصل الأول لدراسة موضوع القرارات الاستراتيجية للمؤسسة عامة والقرارات المالية المتمثلة في قرارات الاستثمار والتمويل خاصة، باعتبارهما أساس نشاط المؤسسة وأهم تحدياتها. إذ تعد القرارات المالية من المواضيع التي تحتل حيزا مهما ضمن اهتمامات منظري الفكر المالي، نظرا لما لها من أهمية استراتيجية، بحيث تتحدد على أساسها مختلف القرارات الوظيفية الأخرى.

إذ تنقسم القرارات المالية حسب ما جاءت به النظرية المالية، وحسب ما هو متعارف في أوساط القائمين على المؤسسات إلى صنفين أساسيين يعكسان الوظيفة المالية بالمؤسسة التي تهتم بجلب الموارد المالية، ومن ثم تبحث في القرارات المرتبطة بالتمويل من جهة. وبعد ذلك عن الآليات الممكنة من استخدامها بشكل يتميز بالكفاءة، مما يجعلنا أمام القرارات الاستثمارية، من جهة أخرى. ومن ثم، يعتبر قرار الاستثمار قرارا استراتيجيا ومهما يتطلب دراسة جيدة ومعقدة، لأن نتائجه غير أكيدة ومرتبطة بالمستقبل، هذا ما يجعله أخطر وأهم القرارات المالية.

وقد خصص الفصل الثاني والمقدم في ثلاث مباحث للإجابة على الإشكالية الأساسية للدراسة. بالفعل، يعتبر هدف إنشاء القيمة من الأهداف المالية الأساسية للمؤسسة، وتعود مسؤولية تحقيقه إلى المسيرين لأنهم مطالبون بالبحث في سبل تحقيق العوائد الكبيرة والمستمرة من وراء الأموال المستثمرة. ومنه، يحتل موضوع إنشاء القيمة مكانة هامة في مراكز القيادة والتسيير داخل المؤسسات، فالتسيير بالقيمة أصبح يمثل ميزة مرتبطة بالمؤسسات الكبرى كمحاولة منها للانتقال بالوظيفة المالية من النشاط المحاسبي نحو النشاط الاقتصادي والذي يؤدي إلى إنشاء القيمة، حيث أضحت المؤسسات تأخذ به كمؤشر نمطي في التقييم وكمقياس شامل يسهم في اتخاذ القرارات الاستراتيجية الشاملة والدائمة.

كما قد تم توضيح إسهام قرار الاستثمار في إنشاء القيمة والذي كان محور المبحث الأول. بحيث يكون إسهام هذا القرار ايجابيا عندما يتخذ الطاقم الإداري أفضل القرارات الاستثمارية. إذ يتعلق خيار

الاستثمار بالتقييم الذي يمثل عاملا محددًا لأنه يمكن من التمييز بين الاستثمارات المنشئة للقيمة وغيرها التي لا تنشئ القيمة. بحيث، ينشئ الاستثمار قيمة بالقدر الذي يكون فيه مردوده كافيا لتعويض تكلفة الموارد المستخدمة. ومنه، لا يمكن للمؤسسة أن تكون في مثل هذه الوضعية إذا ما لم تقم بعملية التقييم لاستثماراتها قبل الشروع في انجازها.

من هنا يعتبر التقييم أداة مساعدة في اتخاذ القرار، ذلك من جهة. ومتطلبًا للوصول إلى أمثلية قراراتها الاستثمارية، من جهة أخرى. بالإضافة إلى أن النجاح في سياسة الاستثمار لا يتم إلا بعد حصول المؤسسة على الموارد المالية اللازمة، لأن كل استثمار يتطلب توظيفًا للأموال. وباعتبار اختلاف مصادر التمويل (داخلية وخارجية) والتكاليف التي تنجر عنها، فلا بد من أن يرفق كل قرار استثماري بقرار تمويل موافق له والذي يُمكن من إنشاء القيمة. وانطلاقًا من هذا الطرح، تم الربط بين قرار التمويل وإنشاء القيمة والذي كان محور المبحث الثالث.

حسب ما جاء في هذا المبحث، فإن سياسة التمويل تساهم في إنشاء القيمة بالقدر الذي تتوفق فيه المؤسسة في الترجيح بين إيجابيات وسلبيات التمويل بالأموال الخاصة والتمويل بالاستدانة. بحيث تكون المقارنة بين هذين المصدرين باعتبار ثلاث نقاط. أولها، أن الاستدانة يجب أن تدفع بالمردودية نحو الأعلى بشرط أن يغطي مردود الأصول المالية لتكلفتها. ثانيها، أن الاستدانة ترفع من الخطر المالي مما يؤثر على تكلفة الأموال الخاصة. ومن وجهة نظر جبائية، فالاستدانة تمكن المؤسسة من الاستفادة من الاقتصاد الضريبي الناتج عن اقتطاع الأعباء المالية من النتيجة الخاضعة للضريبة.

من أجل تغطية جوانب الموضوع المدروس ومحاولة الإجابة على التساؤل الرئيسي وكذا مجموعة الأسئلة الفرعية المطروحة. تم تقديم دراسة تطبيقية تتعلق بشكل أساسي بدراسة وقياس إنشاء القيمة في المؤسسات وكذا أثر قرارات الاستثمار والتمويل عليها، وذلك عن طريق استخدام معايير مناسبة تساعد في إيضاح أثر هذه القرارات على إنشاء القيمة. إذ تمت الدراسة التطبيقية على مجمع الخزفية الجزائرية والذي ينشط في قطاع مواد البناء وبالتحديد في صناعة الخزف، إذ تمت الدراسة خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى غاية 2015.

حيث، تم قياس القيمة الداخلية المنشأة مباشرة بحساب معايير إنشاء القيمة الداخلية والخارجية. فمن بين هذه المعايير، تم الاكتفاء بالقيمة الاقتصادية المضافة التي تقدم عدة معلومات، فهي تفسر ارتباط الأداء الداخلي للمؤسسة بتحليل مردودية الاستثمارات وكذا بتحليل الأمثلية في استعمال الموارد. إضافة إلى عبارة القيمة السوقية المضافة MVA، الناتجة عن استحداث سلسلة القيم الاقتصادية المضافة المتوقع الحصول عليها في المستقبل، لأنها تفسر العلاقة بين الأداء الداخلي والخارجي للمؤسسة. بالفعل

فإن هذا المعيار يمثل مقياساً للأداء الخارجي للمؤسسة في السوق المالية. بمعنى آخر، فهي تعبر عن أداء المؤسسة حسب القيمة السوقية لكل من الأموال الخاصة والديون.

من خلال هذه الدراسة تم التوصل إلى أنّ مؤشري (الاستثمار/ رقم الأعمال) و(الاستثمار الكلي/ مجموع الأصول)، يؤثران على إنشاء القيمة. فبمقارنة هذين المؤشرين المفسرين لقرار الاستثمار مع معايير إنشاء القيمة (EVA, MVA و IV) وبالاعتماد على النتائج المتحصل عليها، فإن النظريات المتعلقة بالتأثير الإيجابي لكل من نسبة الاستثمار إلى مجموع الأصول وارتفاع حجم الاستثمار محققة في هذه الحالة. وأخيراً الفرضيتين القائلتين بأن قرار الاستثمار يؤثر إيجابياً على إنشاء القيمة، تم قبولهما بالنسبة لحالة مجمع الخزفية الجزائرية.

كما أظهر مؤشر (مجموع الديون/مجموع الأصول) تأثير قرار التمويل من خلال تشكيلة الهيكل المالي على إنشاء القيمة. فبمقارنة هذا المؤشر المفسر لقرار التمويل مع معايير إنشاء القيمة (EVA, MVA و IV) وبالاعتماد على النتائج المتحصل عليها، فإن النظريات المتعلقة بالتأثير الإيجابي لمعدل الاستدانة محققة في هذه الحالة. وأخيراً الفرضيتين القائلتين بأن قرار التمويل يؤثر إيجابياً على إنشاء القيمة، تم قبولهما بالنسبة لحالة مجمع الخزفية الجزائرية.

بالنسبة للنتائج المتحصل عليها من دراسة قوة الارتباط الخطي بين متغيرات قرارات الاستثمار وإنشاء القيمة، فهي غير متناقضة مع ما جاء في الخلاصة السابقة. بالفعل، فالمتغيران المستخدمان في تفسير هذا القرار والمتمثلان في معدل الاستثمار ومعدل كثافة رأس المال مرتبطان إيجابياً مع معايير قياس إنشاء القيمة سواء القيمة الاقتصادية المضافة أو القيمة السوقية المضافة. أما بالنسبة للمتغير الذي يعبر عن قرار التمويل، ألا وهو معدل الاستدانة. فقد وجد أنه مرتبط إيجابياً مع معايير قياس القيمة الاقتصادية.

مع العلم أنّه من أهم المحددات التقنية لنماذج إنشاء القيمة والتي تقف عائقاً في وجه الاستعمال الجيد لهذه النماذج، هي تكلفة رأس المال وبالخصوص تكلفة الأموال الخاصة أي التكلفة التي يفرضها المساهمون كعائد مقابل أموالهم الموضوعة تحت تصرف المؤسسة. بالفعل، هذه الصعوبة تمس ثلاث معلومات مهمة في حساب تكلفة الأموال الخاصة حسب نموذج MEDAF ألا وهي، معدل العائد للأصل الخالي من الخطر، معامل الخطر النظامي وعلاوة المخاطرة. ومع ذلك، تزداد هذه الصعوبة في حالة المؤسسات الغير مسعرة وكذا في غياب سوق مالية فعالة مما جعل البحث عن قيم هذه المتغيرات الثلاث أكثر صعوبة. كانت قيمة معامل الخطر النظامي للقطاع (le béta sectoriel) أحسن طريقة لتقييم هذا المتغير، خاصة إذا ما تم تطبيقها على الأسواق المالية المشابهة كما تم في هذه الدراسة حيث استخدمنا

المؤسسات التي تنشط في نفس قطاع المؤسسة موضوع الدراسة والمدرجة في كل من السوق المالية لتونس والمغرب.

إلا أنه يبقى من الصعب تطبيق التقييم عبر إنشاء القيمة في القطاعات التي تستثمر على المدى الجد بعيد والتي لا يمكن انتظار عوائد استثماراتها قبل عشر أو خمس عشر سنة والتي تكون فيها النتائج غير ظاهرة خلال الفترة القريبة من تاريخ توظيف تلك الأموال. ومن ثم، فإن تقييم مثل هذه المؤسسات لا يركز على مردودية رؤوس الأموال المستثمرة وإنما على سرعة الاستجابة أو القدرة على فرض ابتكار تكنولوجي أو معيار تجاري غير مسبق.

انطلاقاً من النتائج السابقة الذكر يتم تقديم بعض التوصيات التي تتلخص في الآتي:

- نقتح على المؤسسة المستقبلية اعتماد تطبيق نظام التسيير الاستراتيجي بالقيمة ( Le management par la valeur ) وهذا راجع لأهمية القرارات الاستراتيجية وبروز آثارها وبالتالي يسهل تقييمها بشكل منفصل دون وجود تعقيدات.
- لفت اهتمام مسيري مؤسسة الخزفية الجزائرية بأهمية المعايير النظرية للتفضيل بين المشاريع الاستثمارية وتحديد هيكل رأس المال المناسب، وهذا لما تقدمه من هامش أمان ويقين برشادة القرارات المتخذة.
- التركيز على الاستدانة باعتباره مصدراً تمويلياً يمنح المؤسسة الكثير من الميزات خاصة الضريبية منها ولكن في حدود عتبة معينة أين يكون تجاوزها له تأثير سلبي على المؤسسة.
- وفي الأخير، لا تخلو أي دراسة من نقائص أو عيوب، حيث لازالت هناك الكثير من المواضيع الممكن تناولها مستقبلاً، من بين هذه المواضيع يمكن ذكر:
  - علاقة الحوكمة بإنشاء القيمة داخل المؤسسة.
  - تحديد تكلفة الأموال الخاصة داخل المؤسسات العائلية.
  - مدى تطبيق الأسس النظرية لاتخاذ القرارات المالية في المؤسسات العائلية.

# قائمة المراجع

## قائمة المراجع

أولاً: باللغة العربية

- الكتب

1. الأنصاري أسامة عبد الخالق ، الإدارة المالية، كتب عربية للنشر والتوزيع الالكتروني ،مصر
2. الزبيدي حمزة محمود ، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
3. المناصير سفيان خليل ، القرارات المالية و أثرها في تحديد القرار الاستراتيجي، دار جليس الزمان، الطبعة الأولى، 2010.
- براق محمد وغربي حمزة ، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2015 .
4. حردان حيدر طاهر ، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2009
5. عبد الهادي محمد سعيد، الإدارة المالية، دار حامد، عمان، الأردن، 2008 .
6. مطاوع سعد عبد الحميد، الإدارة المالية: مدخل حديث، بدون ذكر دار النشر و لا سنة النشر
7. لطرش الطاهر، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.
8. سليم حداد فايز، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثالثة، 2010.

- المذكرات والأطروحات الجامعية

1. بن مسعود نصر الدين، دراسة وتقييم المشاريع الاستثمارية دراسة حالة شركة الاسمنت ببني صاف، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة تلمسان، 2010.
2. غربي حمزة ، محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة دكتوراه في العلوم لتجارية و المالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2014.
3. لزغم سمية ، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة ميدانية، مذكرة ماستر في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2012.
4. قريشي يوسف ، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005.
5. سويسي هوارى ، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.

## - المجلات العلمية

1. السعيد بريكة وسمير مسعي، تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA، على الموقع <http://iefpedia.com/arab/wp-content>
2. عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مجلة الباحث، العدد 7، 2010-2009
3. هوارى سويسي، دراسة تحليلية لمؤشر قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، في مجلة الباحث، العدد7، جامعة ورقلة، 2010-2009.

## - ثانيا: باللغة الأجنبية

1. Abdelkader GLIZ, Valeur de l'entreprise et méthode de privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché, Thèse doctorat d'Etat en sciences économique, 2001.
2. Albouy Michel, Décisions financières et création de valeur, Economica, Paris, 2<sup>ème</sup> édition, 2003
3. DAMODARAN Aswath, Pratiques de la finance d'entreprise, édition De Boeck Université, Bruxelles, Belgique, 1<sup>ère</sup> édition, 2010.
4. ASSOUS Nassima, L'impact des décisions financiers sur la création de valeur au seindes entreprises publiques algériennes cotées à la bourse d'Alger: Cas de SAIDAL et L'E.G.H-AURASSI, Thèse de doctorat en sciences économiques, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2015.
5. Biais.B., Hillion. P. Malecot et J-F, La structure financière des entreprises: une investigation sur données françaises, revue économie et prévision, n°120, Avril 1995.
6. Charreaux Gérard, Finance d'entreprise, édition ems, Caen, France, 2<sup>ème</sup> édition, 2000.
7. Caby.J et Hirigoyen.G, La Création de Valeur de l'Entreprise, Economica, Paris, 2<sup>ème</sup> édition, 2001.
8. Ckinsey.M et Company, CopelandTom, Tim Koller, Jack Murrin, La stratégie de la valeur, édition d'organisation, Paris, 2003.
9. Conso Pierre, La Gestion Financière de l'Entreprise, Dunod, Paris, 1974, Tome2.
10. Dalloz Vernimmen, Valeur et Finance d'Entreprise, 4ème édition, 2000.
11. Batch Laurent; Finance et stratégie, Economica, Paris, 1999.
12. Degos Jean-Guy, Griffiths Stéphane, Gestion financière de l'analyse à la stratégie, édition d'organisation, Paris, 2011.
13. Denglos Grégory, La création de valeur :Modèles, Mesure, Diagnostic, Dunod, Paris, 2003

14. El Farissi Inass, M'Rabet Rachid, Décision financière de long terme, Economica, Paris, 2011
15. Levasseur Michel et Quintart Aimable, Finance, Economica, Paris, 1998
16. Modigliani. F and Miller. M, The cost of capital corporation finance and the theory of investment, In American Economic Review (June 1958).
17. Reynnaud Emmanuelle , La création de valeur en stratégie , Revue Française de gestion, Volume 35, n°196/2009
18. Rifki Samira, Sadq Abdessadeq, Un essai de synthèse des débats théoriques a propos de la structure financières des entreprises, In revue de financier, N°31, 2001.
19. Rafiki.Set Sadq.A, Un essai de synthèse des débats théoriques à propos de la structure financière de l'entreprise, la revue de financier N° 131, 1997.
20. St-Pierre Josée, la gestion financière des PME Théories et pratiques, PUQ, Québec, 2007.
21. THOMAS Olivier, Création de Valeur actionnariale et Communication Financière,DESS Ingénierie Financière, Université de Bretagne Occidentale, 2004.
22. Vingt .G, Gestion de la production et des flux, Edition Economica, Paris , 3<sup>ème</sup> édition, 2003
23. Walsh Ciaran, Les ratios Clés du management, Pearson Education France, Paris,2005
24. Zekri Inès, L'impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise mesurée par la valeur économique ajoutée (EVA), Comptabilité et Connaissances, 2005, France. [www.halshs.archives-ouvertes.fr](http://www.halshs.archives-ouvertes.fr).

– المواقع الالكترونية

1. <http://www.eurofinancials.com>
2. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
3. <http://www.oecd.org>

# ملخص البحث

## ملخص البحث

أسأل النقاش الذي يدور حول موضوع إنشاء القيمة حير العديد من المنظرين والباحثين الاقتصاديين والماليين خاصة في الدول المتقدمة ( الولايات المتحدة، بريطانيا، أوروبا... ) بفضل تطور اقتصادهم وأسواقهم المالية. غير أن المؤسسات الجزائرية وعلى الرغم من الإصلاحات والتغييرات الملحوظة في اقتصاد البلد عامة وفي اقتصاد السوق خاصة، فإنها لم تتمكن دوماً من إدراج مبدأ إنشاء القيمة في مفكرة أهدافها بصفة حازمة ودائمة. إلا أن قدرة المؤسسات على رفع تحدي إنشاء القيمة يتعلق بإدراكهم لمفهوم القيمة والممارسات المهنية الناتجة عنها.

من هذا المنطلق، يمكن القول أن المؤسسات الجزائرية معنية بهذا المفهوم المتعلق بالقيمة ما دفعنا للاهتمام بدراسة العلاقة بين قرارات الاستثمار والتمويل وإنشاء القيمة وطبيعة تأثير كل منهما على إنشاء القيمة داخل المؤسسة.

**الكلمات المفتاحية:** إنشاء القيمة، قرار الاستثمار، قرار التمويل، EVA، MVA، IV، القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية المضافة، القرار الاستراتيجي.

### Résumé

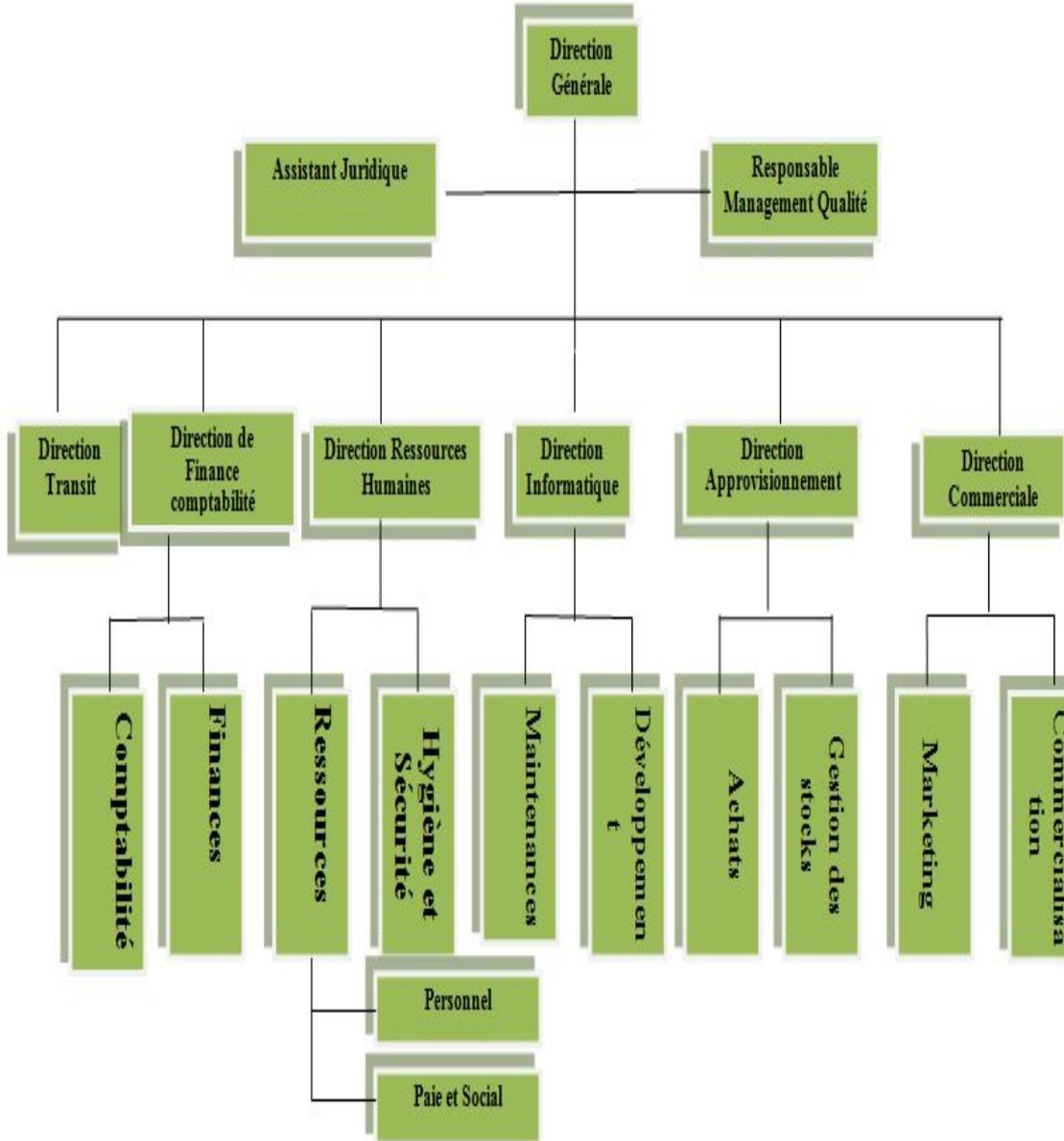
Le débat autour de la question de création de valeur a fait écouler l'ancre de beaucoup de théoriciens et praticiens économistes et financiers surtout dans les pays développés (Les Etats Unis, la Grande Bretagne, l'Europe...) grâce notamment aux avancés de leurs économies et de leur marchés financiers. Les entreprises algériennes, et malgré les réformes et les évolutions notables de l'économie en générale de l'économie de marché en particulier, n'arrivent toujours pas à intégrer de façon stricte et permanente ce principe de création de valeur dans leur agenda d'objectifs. Par ailleurs, la capacité des entreprises à révéler ce défi de création de valeur dépend de l'interprétation donnée à la notion de valeur et des pratiques professionnelles qui en découlent.

De ce fait, les entreprises algériennes sont directement concernées par cette notion de valeur ce qui va nous amener à mettre le point sur la relation financement-investissement et création de valeur, et le sens de contribution et d'influence de ces deux décisions financières sur la création de valeur.

**Mots clés:** création de valeur, décision de financement, décision d'investissement, EVA, MVA, IV, valeur économique ajoutée, valeur boursière ajoutée, décision stratégique.

# قائمة الملاحق

الملحق رقم (01): الهيكل التنظيمي لمؤسسة الخزفية الجزائرية



## الملحق رقم(02): التعديلات الازمة لحساب القيمة الاقتصادية المضافة

الأثر على النتيجة التشغيلية	الأثر على رأس المال المستثمر	
النتيجة التشغيلية لا يجب أن تأخذ بعين الاعتبار سوى مخصصات اهتلاكات البحث والتطوير.	قيمة مصاريف البحث والتطوير المحاسبية تساهم في أن ترفع من قيمة رأس المال المستثمر.	مصاريف البحث و التطوير
زيادة المؤونات ترفع من النتيجة التشغيلية والعكس.	رصيد حساب مؤونات الخطر والتكاليف يجب أن تظهر في قيمة رأس المال المستثمر.	مؤونات الخطر والتكاليف
تأتي تكاليف الفوائد الناتجة عن ضرب القيمة الحالية لعقد البيع بالشراء في معدل تكلفة الاستدانة.	يجب إضافة قيمة تكاليف الإيجار المستقبلية المستحدثة بواسطة تكلفة الاستدانة.	عقود البيع بالإيجار المشابهة لعقود الكراء
الأرباح أو الخسائر المحصلة من المؤسسات المكافئة. يجب أن تدخل في تكوين النتيجة التشغيلية المجمعة consolidée.	الأموال المستثمرة يجب أن تشمل مجموع استثمارات المؤسسة الأم في فروعها.	الأرباح أو الخسائر المتأتية عن المؤسسات الموضوعة
	يجب إضافة فوائد الأقلية إلى الأموال المستثمرة.	فوائد الأقلية
	اهتلاكات الفوارق يجب أن تجمع مع الأموال المستثمرة.	فوارق الشراء
يجب إضافة التغير في الضرائب المؤجلة خلال الفترة المدروسة للنتيجة التشغيلية من أجل مسح أثر هذه المعايير المحاسبية على النتيجة التشغيلية.		الضرائب المؤجلة

## الملحق رقم (03): الميزانية المجمعة 2012/12/31

IMPRIME DESTINE AU CONTRIBUABLE

N.I.F 0 0 0 0 1 6 0 0 1 2 8 1 8 1 8 0 0 0

Désignation de l'entreprise :  
SARL FAIENCERIES ALGERIENNES  
Activité: FABRICATION CARREAUX CERAMIQUES  
Adresse : ZONE W LOT N° 07 ZI ROUIBA

Exercice clos le 31/12/2012

## BILAN (ACTIF)

ACTIF	Montants Bruts	N		N-1
		Amortissements, provisions et pertes valeurs	Net	Net
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif				
<b>Immobilisations incorporelles</b>				
<b>Immobilisations corporelles</b>				
Terrains	1 013 510 243		1 013 510 243	1 012 149 635
Bâtiments	1 105 440 901	465 491 761	639 949 140	700 249 317
Autres immobilisations corporelles	3 787 830 319	2 772 383 011	1 015 447 308	1 084 405 951
Immobilisation en concession				
<b>Immobilisations en cours</b>	63 375 797		63 375 797	65 962 073
<b>Immobilisations financières</b>				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées	139 517 500		139 517 500	88 900 000
Autres titres immobilisés				
Prêts et autres actifs financiers non courants	549 310 868		549 310 868	291 517 858
Impôts différés actif	4 216 572		4 216 572	5 544 888
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>6 663 202 200</b>	<b>3 237 874 772</b>	<b>3 425 327 428</b>	<b>3 248 729 723</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>				
<b>Stocks et encours</b>	1 157 033 435		1 157 033 435	935 045 821
<b>Créances et emplois assimilés</b>				
Clients	610 728 925	7 482 462	603 246 463	747 255 618
Autres débiteurs	136 415 083		136 415 083	104 841 746
Impôts et assimilés	100 930 957		100 930 957	39 432 640
Autres créances et emplois assimilés				
<b>Disponibilités et assimilés</b>				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	126 420 795		126 420 795	87 967 432
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>2 131 529 194</b>	<b>7 482 462</b>	<b>2 124 046 732</b>	<b>1 914 543 257</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>8 794 731 394</b>	<b>3 245 357 234</b>	<b>5 549 374 160</b>	<b>5 163 272 979</b>

Original



29 AVR. 2013

IMPRIME DESTINE AU CONTRIBUABLE

N.I.F 0 0 0 0 1 6 0 0 1 2 8 1 8 1 8 0 0 0

Désignation de l'entreprise :  
SARL FAIENCERIES ALGERIENNES  
Activité: FABRICATION CARREAUX CERAMIQUES  
Adresse : ZONE W LOT N° 07 ZI ROUIBA



Exercice clos le

31/12/2012

**BILAN (PASSIF)**

PASSIF	N	N-1
<b>CAPITAUX PROPRES :</b>		
Capital émis	1 897 000 000	1 897 000 000
Capital non appelé		
Primes et réserves- Réserves consolidées(1)	2 706 929 585	2 138 954 862
Ecarts de réévaluation		
Ecart d'équivalence (1)		
Résultat net - Résultatnet part du groupe (1)	385 108 736	567 974 723
Autres capitaux propres - Report à nouveau		-13 473 133
Part de la société consolidante (1)		
Part des minoritaires (1)		
<b>TOTAL I</b>	<b>4 989 038 321</b>	<b>4 590 456 452</b>
<b>PASSIFS NON-COURANTS :</b>		
Emprunts et dettes financières	180 043 811	104 962 918
Impôts (différés et provisionnés)		219 428
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits constatés d'avance		
<b>TOTAL II</b>	<b>180 043 811</b>	<b>105 182 346</b>
<b>PASSIFS COURANTS :</b>		
Fournisseurs et comptes rattachés	226 964 054	300 945 086
Impôts	85 930 041	119 593 873
Autres dettes	67 397 933	47 095 222
Trésorerie Passif		
<b>TOTAL III</b>	<b>380 292 027</b>	<b>467 634 181</b>
<b>TOTAL PASSIF (I+II+III)</b>	<b>5 549 374 160</b>	<b>5 163 272 979</b>



29 AVR. 2013

## الملحق رقم (04): جدول حساب النتائج 2012/12/31

IMPRIME DESTINE AU CONTRIBUABLE

N.I.F 0 0 0 0 1 6 0 0 1 2 8 1 8 1 8 0 0 0

Désignation de l'entreprise :  
SARL FAIENCIERIES ALGERIENNES  
Activité: FABRICATION CARREAUX CERAMIQUES  
Adresse : ZONE W LOT N° 07 ZI ROUIBA

Exercice du 01/01/2012 au 31/12/2012

## COMPTE DE RESULTAT

Rubriques	N		N-1	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
<b>Ventes de marchandises</b>		7 895 000		1 645 000
Production vendue				
Produits fabriqués		2 968 124 508		3 183 573 563
Prestation de services		5 991 000		7 444 788
Vente de travaux				
Produits annexes				
Rabais, remises, ristournes accordés				
Chiffre d'affaires bruts des Rabais, remises, ristournes		2 982 010 508		3 192 663 351
Production stockée ou déstockée		486 602 431		401 640 800
Production immobilisée				28 402 672
Subventions d'exploitation				
<b>I- Production de l'exercice</b>		<b>3 468 612 939</b>		<b>3 622 706 822</b>
Achat de marchandises vendues	3 812 600		996 429	
Matières premières	1 075 482 407		1 238 232 700	
Autres approvisionnement	506 446 156		500 032 671	
Variations des stocks				
Achats d'études et de prestations de services				
Autres consommations	136 886 734		135 292 402	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur achats				
Sous-traitance générale	18 551 869		18 392 628	
Locations	40 558 897		37 677 393	
Entretien, réparations et maintenance	57 089 835		43 689 094	
Primes d'assurances	22 195 380		9 472 905	
Personnel extérieur à l'entreprise				
Rémunération d'intermédiaires et honoraires	2 438 983		1 437 500	
Publicité	1 793 893		1 182 200	
Déplacements, missions et réceptions	8 894 687		7 767 340	
Autres services	40 942 630		40 869 479	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs				
<b>II- Consommation de l'exercice</b>	<b>1 915 094 072</b>		<b>2 035 042 742</b>	
<b>III- Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)</b>		<b>1 553 518 867</b>		<b>1 587 664 080</b>
Charges de personnel	675 799 695		538 970 334	
Impôts et taxes et versements assimilés	41 835 173		42 729 680	
<b>IV- Excédent brut d'exploitation</b>		<b>835 883 999</b>		<b>1 005 964 065</b>

28 AVR. 2013



## IMPRIME DESTINE AU CONTRIBUABLE

N.I.F 0 0 0 0 1 6 0 0 1 2 8 1 8 1 8 0 0 0

Désignation de l'entreprise :  
SARL FAIENCERIES ALGERIENNES  
Activité : FABRICATION CARREAUX CERAMIQUES  
Adresse : ZONE W LOT N° 07 ZI ROUIBA



Autres produits opérationnels		6 757 937		5 712 717
Autres charges opérationnelles	4 477 889		6 189 574	
Dotations aux amortissements	362 556 871		328 494 591	
Provision		219 428		11 995 296
Pertes de valeur				
Reprise sur pertes de valeur et provisions				
<b>V- résultat opérationnel</b>		<b>475 826 604</b>		<b>688 987 913</b>
Produit financiers		15 635 138		11 112 930
Charges financières	20 305 611		22 735 170	
<b>VI- Résultat financier</b>	<b>4 670 473</b>		<b>11 622 240</b>	
<b>VII- Résultat ordinaire (V+VI)</b>		<b>471 156 131</b>		<b>677 365 673</b>
Elément extraordinaires (produits) (*)				698 632
Elément extraordinaires (charges) (*)	27 724 240		24 753 451	
<b>VIII- Résultat extraordinaire</b>	<b>27 724 240</b>		<b>24 054 819</b>	
Impôt exigibles sur résultats	59 268 705		86 129 437	
Impôts différés (variations) sur résultats		945 550		793 306
<b>IX- RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>385 108 736</b>		<b>567 974 723</b>

(\*) A détailler sur état annexe à joindre.



29 APR. 2019

## الملحق رقم (05): الميزانية المجمعة 2013/12/31

original

IMPRIME DESTINE AU CONTRIBUABLE

N.I.F 0 0 0 0 1 6 0 0 1 2 8 1 8 1 8 0 0 0

Désignation de l'entreprise :  
SARL FAIENCERIES ALGERIENNES  
Activité: FABRICATION CARREAUX CERAMIQUES  
Adresse : ZONE W LOT N° 07 ZI ROUIBA



Exercice clos le

31/12/2013

## BILAN (ACTIF)

ACTIF	N			N-1
	Montants Bruts	Amortissements, provisions et pertes valeurs	Net	Net
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles				
Immobilisation corporelles				
Terrains	1 024 205 763		1 024 205 763	1 013 510 243
Bâtiments	1 105 440 901	525 791 939	579 648 962	639 949 140
Autres immobilisations corporelles	3 805 500 897	2 957 545 588	847 955 309	1 015 447 308
Immobilisation en concession				
Immobilisations en cours	582 189 889		582 189 889	63 375 797
Immobilisation financières				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées	139 517 500		139 517 500	139 517 500
Autres titres immobilisés				
Prêts et autres actifs financiers non courants	834 359 267		834 359 267	549 310 868
Impôts différés actif	6 094 062		6 094 062	4 216 572
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>7 497 308 280</b>	<b>3 483 337 527</b>	<b>4 013 970 753</b>	<b>3 425 327 428</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>				
Stocks et encours	1 294 730 253		1 294 730 253	1 157 033 435
Créances et emplois assimilés				
Clients	722 067 489	7 482 462	714 585 027	603 246 463
Autres débiteurs	191 009 622		191 009 622	136 415 083
Impôts et assimilés	78 740 355		78 740 355	100 930 957
Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	327 493 031		327 493 031	126 420 795
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>2 614 040 751</b>	<b>7 482 462</b>	<b>2 606 558 288</b>	<b>2 124 046 732</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>10 111 349 031</b>	<b>3 490 819 989</b>	<b>6 620 529 041</b>	<b>5 549 374 160</b>

IMPRIME DESTINE AU CONTRIBUABLE

N.L.F 0 0 0 0 1 6 0 0 1 2 8 1 8 1 8 0 0 0

Désignation de l'entreprise :  
SARL FAIENCERIES ALGERIENNES  
Activité: FABRICATION CARREAUX CERAMIQUES  
Adresse : ZONE W LOT N° 07 ZI ROUBA



Exercice clos le 31/12/2013

## BILAN (PASSIF)

PASSIF	N	N-1
<b>CAPITAUX PROPRES :</b>		
Capital émis	1 897 000 000	1 897 000 000
Capital non appelé		
Primes et réserves- Réserves consolidées(1)	3 092 038 321	2 706 929 585
Ecart de réévaluation		
Ecart d'équivalence (1)		
Résultat net - Résultatnet part du groupe (1)	622 752 572	385 108 736
Autres capitaux propres - Report à nouveau		
Part de la société consolidante (1)		
Part des minoritaires (1)		
<b>TOTAL I</b>	<b>5 611 790 893</b>	<b>4 989 038 321</b>
<b>PASSIFS NON-COURANTS :</b>		
Emprunts et dettes financières	220 397 601	180 043 811
Impôts (différés et provisionnés)		
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits constatés d'avance		
<b>TOTAL II</b>	<b>220 397 601</b>	<b>180 043 811</b>
<b>PASSIFS COURANTS :</b>		
Fournisseurs et comptes rattachés	545 828 089	226 964 054
Impôts	160 594 943	85 930 041
Autres dettes	81 917 516	67 397 933
Trésorerie Passif		
<b>TOTAL III</b>	<b>788 340 548</b>	<b>380 292 027</b>
<b>TOTAL PASSIF (I+II+III)</b>	<b>6 620 529 041</b>	<b>5 549 374 160</b>

## الملحق رقم(06): جدول حساب النتائج 2013/12/31

IMPRIME DESTINE AU CONTRIBUABLE

N.I.F 0 0 0 0 1 6 0 0 1 2 8 1 8 1 8 0 0 0

Désignation de l'entreprise :

SARL FAIENCERIES ALGERIENNES

Activité: FABRICATION CARREAUX CERAMIQUES

Adresse : ZONE W LOT N° 07 ZI ROUBA

Exercice du

01/01/2013

au

31/12/2013

## COMPTES DE RESULTAT

Rubriques	N		N-1	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
<b>Ventes de marchandises</b>				7 895 000
Production vendue				
Produits fabriqués		3 817 672 794		2 968 124 508
Prestation de services		7 976 875		5 991 000
Vente de travaux				
Produits annexes				
Rabais, remises, ristournes accordés				
<b>Chiffre d'affaires brut des Rabais, remises, ristournes</b>		<b>3 825 649 669</b>		<b>2 982 010 508</b>
Production stockée ou déstockée		486 910 499		486 602 431
Production immobilisée				
Subventions d'exploitation				
<b>I- Production de l'exercice</b>		<b>4 312 560 168</b>		<b>3 468 612 939</b>
Achat de marchandises vendues			3 812 600	
Matières premières	1 436 566 164		1 075 482 407	
Autres approvisionnement	597 093 543		506 446 156	
Variations des stocks				
Achats d'études et de prestations de services				
Autres consommations	162 023 070		136 886 734	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur achats				
Sous-traitance générale	8 942 609		18 551 869	
Locations	35 943 242		40 558 897	
Entretien, réparations et maintenance	60 072 653		57 089 835	
Services extérieurs	11 384 324		22 195 380	
Primes d'assurances				
Personnel extérieur à l'entreprise				
Rémunération d'intermédiaires et honoraires	4 223 255		2 438 983	
Publicité	6 004 198		1 793 893	
Déplacements, missions et réceptions	15 379 124		8 894 687	
Autres services	53 367 177		40 942 630	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs				
<b>II- Consommation de l'exercice</b>	<b>2 390 999 359</b>		<b>1 915 094 072</b>	
<b>III- Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)</b>		<b>1 921 560 809</b>		<b>1 553 518 867</b>
Charges de personnel	730 272 978		675 799 695	
Impôts et taxes et versements assimilés	73 805 359		41 835 173	
<b>IV- Exédent brut d'exploitation</b>		<b>1 117 482 473</b>		<b>835 883 999</b>

## IMPRIME DESTINE AU CONTRIBUABLE

N.I.F 0 0 0 0 1 6 0 0 1 2 8 1 8 1 8 0 0 0

## Désignation de l'entreprise :

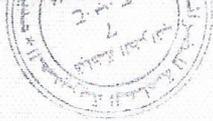
SARL FAIENCERIES ALGERIENNES

Activité: FABRICATION CARREAUX CERAMIQUES

Adresse : ZONE W LOT N° 07 ZI ROUIBA

Autres produits opérationnels		29 798 398		6 757 937
Autres charges opérationnelles	17 605 193		4 477 889	
Dotations aux amortissements	361 061 628		362 556 871	
Provision				219 428
Pertes de valeur				
Reprise sur pertes de valeur et provisions				
<b>V- résultat opérationnel</b>		<b>768 614 051</b>		<b>475 826 604</b>
Produit financiers		19 070 762		15 635 138
Charges financières	38 050 264		20 305 611	
<b>VI- Résultat financier</b>	<b>18 979 502</b>		<b>4 670 473</b>	
<b>VII- Résultat ordinaire (V+VI)</b>		<b>740 634 549</b>		<b>471 156 131</b>
Elément extraordinaires (produits) (*)				
Elément extraordinaires (charges) (*)			27 724 240	
<b>VIII- Résultat extraordinaire</b>			<b>27 724 240</b>	
Impôt exigibles sur résultats	128 759 467		59 268 705	
Impôts différés (variations) sur résultats		1 877 490		945 550
<b>IX- RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>622 752 572</b>		<b>385 108 736</b>

(\*) A détailler sur état annexe à joindre.



## الملحق رقم (07): الميزانية المجمعة 2014/12/31

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 1 6 0 0 1 2 8 1 8 1 8 0 0 0

Désignation de l'entreprise :  
SARL FAIENCERIES ALGERIENNES  
Activité: FABRICATION CARREAUX CERAMIQUES  
Adresse : ZONE W LOT N° 07 ZI ROUIBA

Exercice clos le

31/12/2014

## BILAN (ACTIF)

ACTIF	Montants Bruts	N		N-1
		Amortissements, provisions et pertes valeurs	Net	
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles				
Immobilisation corporelles				
Terrains	1 190 258 129		1 190 258 129	1 024 205 763
Bâtiments	1 171 280 291	582 256 422	589 023 869	579 648 962
Autres immobilisations corporelles	3 705 709 795	3 032 476 367	673 233 427	847 955 309
Immobilisation en concession				
Immobilisations en cours	1 740 129 321		1 740 129 321	582 189 889
Immobilisation financières				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées	192 209 500		192 209 500	139 517 500
Autres titres immobilisés				
Prêts et autres actifs financiers non courants	1 257 902 594		1 257 902 594	834 359 267
Impôts différés actif	9 120 259		9 120 259	6 094 062
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>9 266 609 890</b>	<b>3 614 732 790</b>	<b>5 651 877 100</b>	<b>4 013 970 753</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>				
Stocks et encours	1 282 221 975	44 838 397	1 237 383 578	1 294 730 253
Créances et emplois assimilés				
Clients	519 804 138	1 500 885	518 303 253	714 585 027
Autres débiteurs	173 585 881		173 585 881	191 009 622
Impôts et assimilés	127 806 959		127 806 959	78 740 355
Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	191 498 171		191 498 171	327 493 031
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>2 294 917 125</b>	<b>46 339 282</b>	<b>2 248 577 843</b>	<b>2 606 558 288</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>11 561 527 014</b>	<b>3 661 072 072</b>	<b>7 900 454 943</b>	<b>6 620 529 041</b>

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 0 1 6 0 0 1 2 8 1 8 1 8 0 0 0

Désignation de l'entreprise :  
SARL FAIENCERIES ALGERIENNES  
Activité: FABRICATION CARREAUX CERAMIQUES  
Adresse : ZONE W LOT N° 07 ZI ROUIBA

Exercice clos le

31/12/2014

**BILAN (PASSIF)**

PASSIF	N	N-1
<b>CAPITAUX PROPRES :</b>		
Capital émis	1 897 000 000	1 897 000 000
Capital non appelé		
Primes et réserves- Réserves consolidées(1)	3 714 790 893	3 092 038 321
Ecart de réévaluation		
Ecart d'équivalence (1)		
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)	832 379 795	622 752 572
Autres capitaux propres - Report à nouveau		
Part de la société consolidante (1)		
Part des minoritaires (1)		
<b>TOTAL I</b>	<b>6 444 170 689</b>	<b>5 611 790 893</b>
<b>PASSIFS NON-COURANTS :</b>		
Emprunts et dettes financières	793 587 500	220 397 601
Impôts (différés et provisionnés)	1 893 058	
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits constatés d'avance		
<b>TOTAL II</b>	<b>795 480 558</b>	<b>220 397 601</b>
<b>PASSIFS COURANTS :</b>		
Fournisseurs et comptes rattachés	185 618 428	545 828 089
Impôts	289 292 473	160 594 943
Autres dettes	185 892 795	81 917 516
Trésorerie Passif		
<b>TOTAL III</b>	<b>660 803 696</b>	<b>788 340 548</b>
<b>TOTAL PASSIF (I+II+III)</b>	<b>7 900 454 943</b>	<b>6 620 529 041</b>

## الملحق رقم (08): جدول حساب النتائج 2014/12/31

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.L.F 0 0 0 0 1 6 0 0 1 2 8 1 8 1 8 0 0 0

Désignation de l'entreprise :

SARL FAIENCERIES ALGERIENNES

Activité: FABRICATION CARREUX CERAMIQUES

Adresse : ZONE W LOT N° 07 ZI ROUBA

Exercice du

01/01/2014

au

31/12/2014

## COMPTÉ DE RESULTAT

Rubriques	N		N-1	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
<b>Ventes de marchandises</b>				
Production vendue				
Produits fabriqués		4 281 549 170		3 817 672 794
Prestation de services		9 623 625		7 976 875
Vente de travaux				
Produits annexes				
Rabais, remises, ristournes accordés				
Chiffre d'affaires brut des Rabais, remises, ristournes		4 291 172 795		3 825 649 669
Production stockée ou déstockée		544 546 501		486 910 499
Production immobilisée				
Subventions d'exploitation				
<b>I- Production de l'exercice</b>		<b>4 835 719 295</b>		<b>4 312 560 168</b>
Achat de marchandises vendues				
Matières premières	1 534 258 117		1 436 566 164	
Autres approvisionnement	624 177 753		597 093 543	
Variations des stocks				
Achats d'études et de prestations de services				
Autres consommations	176 169 803		162 023 070	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur achats				
Sous-traitance générale	5 400 669		8 942 609	
Locations	56 400 449		35 943 242	
Entretien, réparations et maintenance	52 036 677		60 072 653	
Primes d'assurances	11 722 224		11 384 324	
Personnel extérieur à l'entreprise				
Rémunération d'intermédiaires et honoraires	3 684 032		4 223 255	
Publicité	7 134 383		6 004 198	
Déplacements, missions et réceptions	27 885 260		15 379 124	
Autres services	65 024 694		53 367 177	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs				
<b>II- Consommation de l'exercice</b>	<b>2 563 894 062</b>		<b>2 390 999 359</b>	
<b>III- Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)</b>		<b>2 271 825 233</b>		<b>1 921 560 809</b>
Charges de personnel	800 306 457		730 272 978	
Impôts et taxes et versements assimilés	66 534 476		73 805 359	
<b>IV- Excédent brut d'exploitation</b>		<b>1 404 984 301</b>		<b>1 117 482 473</b>

## IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 1 6 0 0 1 2 8 1 8 1 8 0 0 0

Désignation de l'entreprise :  
SARL FAIENCERIES ALGERIENNES  
Activité: FABRICATION CARREAUX CERAMIQUES  
Adresse : ZONE W LOT N° 07 ZI ROUIBA

Autres produits opérationnels		24 899 306		29 798 398
Autres charges opérationnelles	30 441 515		17 605 193	
Dotations aux amortissements	331 435 602		361 061 628	
Provision				
Pertes de valeur				
Reprise sur pertes de valeur et provisions				
<b>V- résultat opérationnel</b>		<b>1 068 006 489</b>		<b>768 614 051</b>
Produit financiers		30 058 705		19 070 762
Charges financières	25 167 743		38 050 264	
<b>VI- Résultat financier</b>		<b>4 890 963</b>	<b>18 979 502</b>	
<b>VII- Résultat ordinaire (V+VI)</b>		<b>1 072 897 452</b>		<b>749 634 549</b>
Elément extraordinaires (produits) (*)				
Elément extraordinaires (charges) (*)				
<b>VIII- Résultat extraordinaire</b>				
Impôt exigibles sur résultats	241 650 796		128 759 467	
Impôts différés (variations) sur résultats		1 133 140		1 877 490
<b>IX- RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>832 379 795</b>		<b>622 752 572</b>

(\*) A détailler sur état annexe à joindre.

## الملحق رقم (09): الميزانية المجمعة 2015/12/31

IMPRIME DESTINE AU CONTRIBUABLE

NII 0 0 0 0 1 6 0 0 1 2 8 1 8 1 8 0 0 0 0 0

Raison Sociale SARL FAIENCERIES ALGERIENNES  
 Activité FABRICATION CARREAUX CERAMIQUES  
 Adresse Lot 07, Zone W, Zone Industrielle  
 16000 ALGER



Exercice 2015

BILAN ACTIF

ACTIF	Montants Bruts	N		N-1	
		Amortissements, provisions et pertes de valeurs	Net	Net	Net
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
Ecart d'acquisition – goodwill positif ou négatif	0			0	0
Immobilisations incorporelles	5 792 600		5 792 600		0
Immobilisations corporelles	7 645 992 730	4 017 040 246	3 628 952 483	2 452 515 425	
Terrains	1 190 258 129		1 190 258 129	1 190 258 129	
Bâtiments	1 449 975 217	642 950 344	807 024 872	589 023 869	
Autres immobilisations corporelles	5 005 759 384	3 374 089 902	1 631 669 482	673 233 427	
Immobilisations en concession	0		0	0	
Immobilisations encours	1 593 180 899		1 593 180 899	1 740 129 321	
Immobilisations financières	2 367 866 984		2 367 866 984	1 459 232 353	
Titres mis en équivalence	0		0	0	
Autres participations et créances rattachées	174 209 500		174 209 500	192 209 500	
Autres titres immobilisés	0		0	0	
Prêts et autres actifs financiers non courants	2 186 473 601		2 186 473 601	1 257 902 594	
Impôts différés actif	7 183 883		7 183 883	9 120 259	
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>11 612 833 213</b>	<b>4 017 040 246</b>	<b>7 595 792 966</b>	<b>5 651 877 100</b>	
<b>ACTIFS COURANTS</b>					
Stocks et encours	1 257 729 818	62 506 019	1 195 223 799	1 237 383 578	
Créances et emplois assimilés	1 100 258 241	1 500 885	1 098 757 356	834 220 744	
Clients	631 116 039	1 500 885	629 615 154	518 303 253	
Autres débiteurs	218 094 763		218 094 763	188 110 531	
Impôts et assimilés	251 047 439		251 047 439	127 806 959	
Autres créances et emplois assimilés	0		0	0	
Disponibilités et assimilés	418 291 031		418 291 031	191 498 171	
Placements et autres actifs financiers courants	0		0	0	
Trésorerie	418 291 031		418 291 031	191 498 171	
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>2 776 279 090</b>	<b>64 006 904</b>	<b>2 712 272 186</b>	<b>2 263 102 493</b>	
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>14 389 112 303</b>	<b>4 081 047 150</b>	<b>10 308 065 152</b>	<b>7 914 979 593</b>	

IMPRIME DESTINE AU CONTRIBUABLE

NIF 0 0 0 0 1 6 0 0 1 2 8 1 8 1 8 0 0 0 0 0

Raison Social SARL FAIENCERIES ALGERIENNES  
 Activité FABRICATION CARREAUX CERAMIQUE  
 Adresse Lot 07, Zone W, Zone Industrielle  
 16000 ALGER



Exercice 2015

BILAN PASSIF

PASSIF	N	N-1
<b>CAPITAUX PROPRES</b>		
Capital émis (ou comptes d'exploitation)	1 897 000 000	1 897 000 000
Capital non appelé		
Primes et réserves (Réserves consolidées (1))	4 547 170 689	4 347 997 893
Ecart de réévaluation		
Ecart d'équivalence (1)		
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)	1 162 135 858	832 379 796
Autres capitaux propres - Report à nouveau		
Part de la société consolidante (1)	7 606 306 546	6 444 170 689
Parts de minoritaires (1)		
<b>TOTAL I</b>	<b>7 606 306 546</b>	<b>6 444 170 689</b>
<b>PASSIFS NON-COURANTS</b>		
Emprunts et dettes financières	1 547 848 103	793 587 500
Impôts (différés et provisionnés)	0	1 893 058
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits constatés d'avance		
<b>TOTAL II</b>	<b>1 547 848 103</b>	<b>795 480 558</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>		
Fournisseurs et comptes rattachés	405 143 157	185 618 428
Impôts	294 433 429	289 292 473
Autres dettes	454 333 917	200 417 445
Trésorerie passif	0	0
<b>TOTAL III</b>	<b>1 153 910 503</b>	<b>675 328 346</b>
<b>TOTAL PASSIF (I+ II + III)</b>	<b>10 308 065 152</b>	<b>7 914 979 593</b>

(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

## الملحق رقم (10): جدول حساب النتائج 2015/12/31

IMPRIME DESTINE AU CONTRIBUABLE

NIF 0 0 0 0 1 6 0 0 1 2 8 1 8 1 8 0 0 0 0 0

Raison Sociale SARL FAIENCERIES ALGERIENNES  
 Activité FABRICATION CARREAUX CERAMIQUES  
 Adresse Lot 07, Zone W, Zone Industrielle  
 16000 ALGER



Exercice clos le 31/12/2015

## COMPTES DE RESULTAT

Rubriques	N		N-1	
	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
Vente de marchandises				
Produits fabriqués		5 428 943 261		4 281 549 170
Production Vendue				
Prestations de services				
Ventes de travaux				
Produits annexes		5 337 625		9 623 625
Rabais , Remises, Ristournes accordés				
<b>Chiffre d'affaire net des rabais, remises, ristourne</b>		<b>5 434 280 886</b>		<b>4 291 172 795</b>
Production stockée ou déstockée		565 325 127		544 546 501
Production immobilisée				
Subvention d'exploitation				
<b>I Production de l'exercice</b>		<b>5 999 606 013</b>		<b>4 835 719 296</b>
Achats de marchandises vendues				
Matières premières	1 937 916 778		1 534 258 117	
Autres approvisionnements	738 793 010		624 177 753	
Variation des stocks				
Achats d'études et de prestations de services				
Autres consommations	195 220 001		176 169 803	
Rabais , Remises, Ristournes obtenues sur achat				
Sous-traitance générale	2 951 113		5 400 669	
Locations	66 063 617		56 400 449	
Services				
Entretien, réparations et maintenance	67 395 933		52 036 677	
Extérieurs				
Primes d'assurances	44 152 157		11 722 224	
Personnel extérieur à l'entreprise				
Rémunération d'intermédiaires et honoraires	5 691 722		3 684 032	
Publicité	18 002 335		7 134 383	
Déplacements, missions et réceptions	32 119 463		27 885 260	
Autres services	81 542 041		65 024 694	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs				
<b>II-Consommations de l'exercice</b>	<b>3 189 848 169</b>		<b>2 563 894 062</b>	
<b>III-Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)</b>		<b>2 809 757 844</b>		<b>2 271 825 234</b>

## IMPRIME DESTINE AU CONTRIBUABLE

NIF 0 0 0 0 1 6 0 0 1 2 8 1 8 1 8 0 0 0 0 0

Raison Sociale SARL FAIENCERIES ALGERIENNES  
 Activité FABRICATION CARREAUX CERAMIQUES  
 Adresse Lot 07, Zone W, Zone Industrielle  
 16000 ALGER



Charges de personnel	931 155 786	800 306 457	
Impôts et taxes et versements assimilés	63 356 998	66 534 476	
<b>IV-Excédent brut d'exploitation</b>		<b>1 815 245 060</b>	<b>1 404 984 301</b>
Autres produits opérationnels		36 540 714	24 899 306
Autres charges opérationnelles	6 522 206	30 441 515	
Dotations aux amortissements	438 124 669	286 597 205	
Provision	17 667 622	44 838 397	
Pertes de valeur			
Reprise sur pertes de valeur et provisions			
<b>V-Résultat opérationnel</b>		<b>1 389 471 278</b>	<b>1 068 006 489</b>
Produits financiers		33 505 417	30 058 705
Charges financières	42 997 356		
<b>VI-Résultat financier</b>	<b>9 491 939</b>		<b>4 890 963</b>
<b>VII-Résultat ordinaire (V+VI)</b>		<b>1 379 979 339</b>	<b>1 072 897 452</b>
Eléments extraordinaires (produits) (*)			
Eléments extraordinaires (Charges) (*)			
<b>VIII-Résultat extraordinaire</b>			
Impôts exigibles sur résultats	217 800 163	241 650 796	
Impôts différés (variations) sur résultats	43 318		1 133 140
<b>IX - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>1 162 135 858</b>	<b>832 379 796</b>



(\*) À détailler sur état annexe à joindre.