

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة Hassiba Benbouali الشلف
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث

الشعبة: العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد وتسيير المؤسسات

العنوان

دور دراسات الجدوى والتحليل المالي في ترشيد قرارات الإستثمار والتمويل. دراسة تحليلية للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية

تحت إشراف:

من إعداد الطالبة:

أ.د. آيت مختار عمر

بن عمار منال

نوقشت بتاريخ من قبل لجنة المناقشة المكونة من:

اللقب والاسم	الرتبة	مؤسسة الانتماء	الصفة
عبو عمر	أستاذ	جامعة الشلف	رئيسا
آيت مختار عمر	أستاذ	جامعة مستغانم	مشرفا ومقررا
طرشي محمد	أستاذ	جامعة الشلف	ممتحنا
ختروسي يمينه	أستاذ محاضر أ	جامعة الشلف	ممتحنا
طهرات عمار	أستاذ	جامعة مستغانم	ممتحنا
بلقاسم محمد	أستاذ	جامعة مستغانم	ممتحنا

السنة الجامعية: 2026/2025

شكر وتقدير

قال تعالى "وقال رب اوزني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل صالحاً ترضاه وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين" الزمل 19.

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات، وبتوفيقه تُدرك الغايات، والصلاة والسلام على من أوتي جوامع الكلم، وعلى آله وصحبه أجمعين.

انطلاقاً من مبدأ الوفاء لأهل الفضل، وإقراراً بالجميل لذويه، أستهل هذا المقام بحمد الله عز وجل على ما يسر لي من سبل لإتمام هذا العمل العلمي، سائلة إياه أن يجعله خالصاً لوجهه الكريم. ويطلب لي أن أتوجه بخالص الشكر وعظيم الامتنان إلى أستاذي المشرف، الأستاذ الدكتور "آيت مختار عمر" الذي كان له الفضل في وضع اللبنة الأولى لهذا البحث، وتحديد مساره المنهجي؛ فله مني كل التوقير والاحترام. وأعتنم هذه السانحة لأتوجه إلى الله العلي القدير بصادق الدعوات أن يمنّ عليه بالشفاء العاجل، وأن يرزقه تمام الصحة وموفور العافية، ليعود إلى محراب العلم معلماً وموجهاً.

كما أتوجه بجزيل الشكر وعظيم الامتنان إلى أعضاء لجنة المناقشة الموقرة، رئيساً وأعضاء، لتفضلهم بقبول تحكيم هذه الأطروحة، ولما سيبذونه من ملحوظات نقدية وتصويبات علمية ستسهم - بلا شك - في تجويد هذا العمل وإثرائه.

وأخص بتقدير استثنائي الأستاذة الفاضلة "بن داودية وهيبة" التي تفضلت بمتابعة هذا البحث والإشراف عليه في مراحل النهائية، فقد كان لتوجيهاتها العلمية الرصينة، ودعمها الأكاديمي المستمر، الأثر البالغ في إنجاز هذه الأطروحة وإخراجها على الوجه الأمثل، فجزاها الله عني خير الجزاء.

ويمتد الشكر ليشمل كافة أساتذتي الأجلاء، وكل من أسدى لي نصراً علمياً أو عوناً معنوياً ذلل لي صعاب البحث ومشاقه.

وأخص الشكر والتقدير لكل من الطاقم الإداري لمؤسسة ECDE، ومؤسسة ENOF لما قدموه من دعم وتسهيلات أسهمت بشكل فعال في إتمام هذا الجهد.

وختاماً، أقول ما كان من توفيق فمن الله وحده، والحمد لله رب العالمين

إهداء

اهدي ثمرة جهدي المتواضع الى:

إلى الذي زين اسمي بأجمل الألقاب، من دعمني بلا حدود وأعطاني بلا مقابل ...
من علمني أن الدنيا كفاح وسلاحه العلم والمعرفة، داعمي الأول في مسيرتي وسندي وقوتي
وملاذي بعد الله ...

إلى فخري واعتزازي

... أبي ...

إلى من جعل الله الجنة تحت أقدامها، واحتضني قلبا قبل يدها
وسهلت لي الشدائد بدعائها، إلى القلب الحنون والشمعة التي كانت لي في الليالي المظلمات
سر قوتي ونجاحي.

... أُمِّي ...

إلى أخي، أصدق الأمنيات له بحياةٍ ملؤها التوفيق، ودروبٍ ييسرها النجاح.
لكل من كان عوناً وسنداً في هذا الطريق ... للأصدقاء الأوفياء ورفقاء السنين
لأصحاب الشدائد والأزمات.

إلى من أفاضني بمشاعره ونصائحه المخلصة.

... اليكم عائلتي ...

أهديكم هذا الإنجاز وثمره نجاحي الذي لطالما تميّته ها أنا اليوم أكملت وأتممت أول ثمراته
بفضله سبحانه وتعالى فالحمد لله على ما وهبني.

ملخص الدراسة

الملخص:

تهدف هذه الأطروحة إلى دراسة مدى فعالية توظيف أدوات التحليل المالي ودراسة الجدوى في ترشيد القرارات التمويلية والاستثمارية داخل المؤسسات الاقتصادية، وذلك في ظل تزايد التعقيدات المالية وتنامي المخاطر المرتبطة بالبيئة الاقتصادية الحديثة، وللإحاطة بمختلف جوانب الموضوع تم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي من خلال تحليل المفاهيم النظرية المرتبطة بالتحليل المالي، ودراسة الجدوى، والقرار التمويلي والاستثماري، إلى جانب اعتماد منهج دراسة الحالة عبر تطبيقه على مؤسستين إنتاجيتين (ECDE و ENOF)، قصد قياس الأثر الفعلي لتوظيف هذه الأدوات في الواقع العملي.

وتم التوصل لنتيجة أساسية مفادها إلى أن الاعتماد المنتظم والمتكامل على أدوات التحليل المالي ودراسة الجدوى يسهم بشكل ملموس في ترشيد القرار التمويلي والاستثماري، من خلال تحسين دقة التقديرات المالية، وتعزيز القدرة على المفاضلة بين البدائل التمويلية والاستثمارية، وتقليل درجة عدم التأكد والمخاطر، كما أظهرت النتائج أن ضعف كفاءة القرار في بعض المؤسسات يعود أساساً إلى الاستخدام الشكلي أو غير المكتمل لهذه الأدوات، أو الاعتماد على معايير تقليدية في اتخاذ القرار دون الاستناد إلى تحليل مالي معمق.

الكلمات المفتاحية: دراسات الجدوى، التحليل المالي، قرارات الاستثمار، قرارات التمويل، الترشيح، المؤسسة الاقتصادية الجزائرية.

Abstrac :

This thesis aims to examine the effectiveness of employing financial analysis tools and feasibility studies in rationalizing financing and investment decisions within economic enterprises, amidst increasing financial complexities and growing risks associated with the modern economic environment. To address the various aspects of the subject, a descriptive-analytical approach was adopted by analyzing theoretical concepts related to financial analysis, feasibility studies, and financing and investment decisions. Additionally, the case study method was applied to two production companies (ECDE and ENOF) to measure the actual impact of employing these tools in practice.

The study reached a fundamental conclusion that regular and integrated reliance on financial analysis tools and feasibility studies contributes significantly to the rationalization of financing and investment decisions. This is achieved by improving the accuracy of financial estimates, enhancing the ability to evaluate and select among financing and investment alternatives, and reducing the degree of uncertainty and risk. Furthermore, the results indicated that the poor efficiency of decisions in some enterprises is mainly due to the superficial or incomplete use of these tools, or reliance on traditional criteria in decision-making without basing it on in-depth financial analysis.

Keywords : Feasibility studies, Financial analysis, Investment decisions, Financing, decisions, Rationalization, Algerian economic enterprise .

Résumé :

Cette thèse vise à étudier l'efficacité de l'utilisation des outils d'analyse financière et des études de faisabilité dans la rationalisation des décisions de financement et d'investissement au sein des entreprises économiques, dans un contexte marqué par des complexités financières croissantes et une augmentation des risques liés à l'environnement économique moderne. Pour cerner les différents aspects du sujet, l'approche descriptive et analytique a été adoptée à travers l'analyse des concepts théoriques liés à l'analyse financière, à l'étude de faisabilité, ainsi qu'aux décisions de financement et d'investissement. De plus, la méthode de l'étude de cas a été appliquée à deux entreprises de production (ECDE et ENOF) afin de mesurer l'impact réel de l'utilisation de ces outils dans la pratique.

L'étude a abouti à une conclusion fondamentale selon laquelle le recours régulier et intégré aux outils d'analyse financière et aux études de faisabilité contribue de manière significative à la rationalisation des décisions de financement et d'investissement. Cela se réalise par l'amélioration de la précision des estimations financières, le renforcement de la capacité d'arbitrage entre les alternatives de financement et d'investissement, ainsi que la réduction du degré d'incertitude et de risque. Par ailleurs, les résultats ont montré que la faible efficacité des décisions dans certaines entreprises est principalement due à une utilisation formelle ou incomplète de ces outils, ou à la dépendance à des critères traditionnels de prise de décision sans s'appuyer sur une analyse financière approfondie.

Mots-clés : Études de faisabilité, Analyse financière, Décisions d'investissement, Décisions de financement, Rationalisation, Entreprise économique algérien

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	فهرس المحتويات
	ملخص الدراسة
	شكر وتقدير
	الإهداء
I	فهرس المحتويات
IV	قائمة الجداول
VII	قائمة الأشكال
أ - ط	مقدمة عامة
	الفصل الأول: التأصيل النظري لقرارات التمويل والاستثمار
2	تمهيد
3	المبحث الأول: القرار واتخاذ القرارات المالية
3	المطلب الأول: الإطار المفاهيمي لاتخاذ القرار
8	المطلب الثاني: علاقة اتخاذ القرارات المالية بالأداء المؤسسي
13	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على اتخاذ القرارات المالية
15	المبحث الثاني: ماهية التمويل والقرار التمويلي
15	المطلب الأول: نظرة عامة حول التمويل
19	المطلب الثاني: مصادر تمويل الاستثمارات
24	المطلب الثالث: مدخل إلى القرار التمويلي
26	المبحث الثالث: الإطار النظري للاستثمار والمشروع الاستثماري
26	المطلب الأول: ماهية الاستثمار
29	المطلب الثاني: مجالات الاستثمار
37	المطلب الثالث: أهمية وأهداف الاستثمار
41	المطلب الرابع: المشروع الاستثماري: المفهوم، الخصائص، المعالم
48	المبحث الرابع: القرارات الاستثمارية
48	المطلب الأول: مدخل للقرارات الاستثمارية
53	المطلب الثاني: طبيعة قرار الاستثمار وأقسامه
57	المطلب الثالث: مقومات القرار الاستثماري وصعوباته
64	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: التحليل المالي ودراسات الجدوى في المؤسسة
66	تمهيد
67	المبحث الأول: الأسس والأدوات المعتمدة في التحليل المالي
67	المطلب الأول: مدخل للتحليل المالي
71	المطلب الثاني: المحتوى الإعلامي للبيانات المالية المنشورة (طبيعة البيانات المالية)
76	المطلب الثالث: أدوات التحليل المالي الكلاسيكية
90	المطلب الرابع: أدوات التحليل المالي الحديثة
102	المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لدراسات الجدوى
102	المطلب الأول: مدخل لدراسات الجدوى
106	المطلب الثاني: كل ما يتعلق بدراسة الجدوى
113	المطلب الثالث: مجالات وتصنيفات دراسة الجدوى

فهرس المحتويات

117	المطلب الرابع: المشاكل والصعوبات المصادفة لعملية إجراء دراسات الجدوى
120	المبحث الثالث: مراحل دراسة جدوى المشاريع الاستثمارية
120	المطلب الأول: الدراسات السابقة للجدوى التفصيلية
131	المطلب الثاني: الدراسات الداعمة للجدوى التفصيلية: الأبعاد البيئية والضوابط القانونية والتنظيمية
139	المطلب الثالث: دراسة الجدوى التسويقية وتقدير الطلب
148	المطلب الرابع: الجدوى الفنية والمالية
156	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: دراسة الجدوى والتحليل المالي كأساس لترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية
158	تمهيد
159	المبحث الأول: النظريات المقسرة للقرار التمويلي والاستثماري
161	المطلب الأول: النظريات التقليدية
168	المطلب الثاني: النظريات الحديثة
174	المطلب الثالث: النظريات المعاصرة
177	المبحث الثاني: مرتكزات اتخاذ القرار التمويلي: قيود ومؤشرات
177	المطلب الأول: القيود المتحركة في عملية التمويل
180	المطلب الثاني: المعايير الكمية لاختيار التمويل
192	المطلب الثالث: مؤشرات تقييم القرار التمويلي واتخاذ
200	المبحث الثالث: معايير اتخاذ القرار الاستثماري
200	المطلب الأول: بيئة وقواعد اتخاذ القرار الاستثمار
205	المطلب الثاني: معايير تقييم القرار الاستثماري في البيئة المؤكدة
213	المطلب الثالث: معايير تقييم القرار الاستثماري في بيئة المخاطرة وعدم التأكد
220	المبحث الرابع: دور تحليل العائد والمخاطرة في اتخاذ القرار التمويلي والاستثماري
220	المطلب الأول: تعريف وأنواع المخاطر التمويلية والاستثمارية
224	المطلب الثاني: تحليل الرفع المالي والتشغيلي: التعريف، القياس، والتأثيرات المشتركة
231	المطلب الثالث: تحليل العائد والمخاطرة الاستثمارية
235	المطلب الرابع: نماذج تحليل العائد والمخاطرة الاستثمارية
240	خلاصة الفصل
	الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة حالة مؤسسة ENOF و ECDE
242	تمهيد
243	المبحث الأول: تقديم مؤسسات الدراسة
243	المطلب الأول: تقديم عام لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته - الشلف - (ECDE)
248	المطلب الثاني: أهداف وتطور نشاط مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف
253	المطلب الثالث: تقديم عام للمؤسسة الوطنية للمنتجات المنجمية غير الحديدية والمواد النافعة (ENOF)
259	المطلب الرابع: أهداف وتطور نشاط المؤسسة الوطنية للمنتجات المنجمية غير الحديدية والمواد النافعة
269	المبحث الثاني: دور التقييم المالي والاقتصادي في ترشيد القرارات: دراسة تحليلية لمشروع إنشاء خط الإنتاج الثالث بمؤسسة ECDE
269	المطلب الأول: تحليل القوائم المالية الأساسية لمؤسسة الإسمنت ومشتقاته - الشلف -
278	المطلب الثاني: تحليل النسب ومؤشرات التوازن المالي لمؤسسة ECDE
292	المطلب الثالث: دراسة جدوى المشروع الاستثماري لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته - بالشلف -
311	المطلب الرابع: تقييم رشادة قرارات الاستثمار والتمويل في مؤسسة ECDE

فهرس المحتويات

327	المبحث الثالث: فعالية التقييم المالي والاقتصادي في ترشيد القرارات: دراسة تحليلية لمشروع استثماري جديد بمؤسسة ENOF
327	المطلب الأول: تحليل القوائم المالية الأساسية لمؤسسة ENOF
335	المطلب الثاني: تحليل النسب ومؤشرات التوازن المالي لمؤسسة ENOF
342	المطلب الثالث: دراسة جدوى إنشاء مشروع استثماري جديد بمؤسسة ENOF
354	المطلب الرابع: تقييم رشادة قرارات الاستثمار والتمويل في مؤسسة ENOF
363	خلاصة الفصل
366	خاتمة
375	قائمة المراجع
391	الملاحق

قائمة الجداول

قائمة الجداول		
الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
(1-I)	دورة حياة المشروع	48
(2-I)	خصائص القرار الاستثماري	50
(1-II)	تصنيفات دراسات الجدوى	115
(2-II)	أهداف دراسة الجدوى حسب طبيعة المشروع	122
(3-II)	المكونات التفصيلية للعوامل البيئية التي تخضع للدراسة والتحليل	132
(4-II)	تفصيلات عناصر الميزج التسويقي	144
(1-III)	تقييم معدل المردودية المالية	182
(2-III)	الحالات التي يمكن أن يأخذها الرأس المال العامل الصافي الإجمالي	193
(3-III)	الحالات التي يمكن أن يأخذها احتياج رأس المال العامل	194
(4-III)	الحالات التي يمكن أن تأخذها الخزينة	194
(5-III)	النسب المالية الهيكلية	195
(6-III)	طرق حساب قدرة التمويل الذاتي	199
(7-III)	معايير ظروف اتخاذ القرارات	200
(8-III)	مقارنة بين الظروف المحيطة بعملية اتخاذ القرار	203
(9-III)	حساب معيار فترة الاسترداد DR	207
(10-III)	حساب صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الصافية المتوقعة	210
(11-III)	حساب معدل العائد الداخلي TRI	212
(12-III)	اتخاذ القرار لمعدل العائد الداخلي TRI	213
(13-III)	عناصر تحليل التعادل	214
(14-III)	طرق تحديد نقطة التعادل	215
(15-III)	جدول اختبارات الحساسية	217
(16-III)	قائمة الدخل الموضحة لأنواع الرافعة	230
(17-III)	تطبيقات منحنيات السواء على مختلف فئات المستثمرين	233
(1-IV)	تطور الإنتاج الفعلي والمبيعات لمادتي الكلنكر والإسمنت خلال الفترة (2024-2020)	250
(2-IV)	تطور الحصة السوقية لمؤسسة ECDE خلال الفترة (2024-2017)	250
(3-IV)	تصنيف قوى العمالة لمؤسسة ECDE في الفترة (2024-2020)	253
(4-IV)	توزيع الوحدات الإنتاجية لمؤسسة ENOF	261
(5-IV)	تطور الإنتاج الفعلي للمواد المستخرجة الخام لمؤسسة ENOF	262
(6-IV)	المواد القابلة للتسويق بعد المعالجة والتمهين والتحويل لمؤسسة ENOF	263

قائمة الجداول

266	قطاعات سوق مؤسسة ENOF	(7-IV)
267	هيكل مبيعات مؤسسة ENOF وفقا لطبيعتها	(8-IV)
268	تطور القوى العاملة لمؤسسة ENOF في الفترة (2020-2024)	(9-IV)
270	الميزانية المالية المفصلة {الأصول} لمؤسسة ECDE	(10-IV)
271	الميزانية المالية المفصلة {الخصوم} لمؤسسة ECDE	(11-IV)
271	عرض جدول حساب نتائج لمؤسسة ECDE	(12-IV)
273	التحليل الأفقي للميزانية المالية جانب الأصول لمؤسسة ECDE	(13-IV)
274	التحليل الأفقي للميزانية المالية جانب الخصوم لمؤسسة ECDE	(14-IV)
274	التحليل الأفقي لجدول حسابات النتائج لمؤسسة ECDE	(15-IV)
277	التحليل العمودي للعناصر الأساسية للميزانية المالية لمؤسسة ECDE	(16-IV)
278	النسب المالية لمؤسسة ECDE	(17-IV)
289	تطور مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة ECDE	(18-IV)
300	جدول استهلاك قرض الصندوق الوطني للاستثمار FNI	(19-IV)
301	قدرة التمويل الذاتي وتغطية الالتزامات المالية لـ ECDE	(20-IV)
301	نسبة حقوق الملكية إلى الديون طويلة الأجل كمعيار للملاءة المالية لمؤسسة ECDE	(21-IV)
301	مستويات الإنتاج لـ ECDE خلال الفترة (2007-2009)	(22-IV)
302	توزيع مبيعات الأسهمت وحصص السوق للمجموعات الأسهمتية في القطاعين العام والخاص	(23-IV)
305	هيكل وتطور الاستهلاكات خلال الفترة (2007-2009) في إطار تحديد القيمة المضافة للمؤسسة ECDE	(24-IV)
305	تحليل استهلاك الطاقة وتكاليفها حسب نوع المصدر ووحدة الإنتاج للمؤسسة ECDE	(25-IV)
319	تقدير الأثر المالي للانحراف الزمني وتكلفة الفرصة البديلة للمشروع	(26-IV)
328	جانب الأصول للميزانية المالية المفصلة لمؤسسة ENOF	(27-IV)
329	جانب الخصوم للميزانية المالية المفصلة لمؤسسة ENOF	(28-IV)
329	عرض جدول حساب نتائج لمؤسسة ENOF	(29-IV)
330	التحليل الأفقي لجانب الأصول من الميزانية المالية لمؤسسة ENOF	(30-IV)
331	التحليل الأفقي لجانب الخصوم من الميزانية المالية لمؤسسة ENOF	(31-IV)
332	التحليل الأفقي لحساب النتائج لمؤسسة ENOF	(32-IV)
334	التحليل العمودي للعناصر الأساسية للميزانية المالية لمؤسسة ENOF	(33-IV)
336	النسب المالية لمؤسسة ENOF	(34-IV)
339	قدرة التمويل الذاتي (CAF) لمؤسسة ENOF	(35-IV)

قائمة الجداول

340	مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة ENOF	(36-IV)
347	الهيكل التفصيلي للتكاليف الاستثمارية ومخطط الاهتلاك المعتمد لمشروع استغلال الصخور الكلسية لإنتاج كربونات الكالسيوم	(37-IV)
350	خصائص التمويل البنكي المقدم من طرف BNA لمؤسسة ENOF	(38-IV)
352	مؤشرات التقييم المالي لمشروع ENOF	(39-IV)
356	هيكل مبيعات ورقم أعمال مؤسسة ENOF	(40-IV)
359	تطور معدل دوران الأصول لمؤسسة ENOF	(41-IV)

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال		
الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
(1-I)	مصادر تمويل الاستثمارات	22
(2-I)	مفهوم القرار الاستثماري	49
(3-I)	دورة حياة القرار الاستثماري	54
(4-I)	منحنى التفضيل الاستثماري للمستثمر	58
(5-I)	صعوبات ومحددات القرار الاستثماري	63
(6-I)	العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري	63
(1- II)	الميزانية العمومية وعلاقتها بالقرارات الأساسية للمؤسسة	72
(2- II)	قائمة الدخل في سياق القرارات الإدارية للمؤسسة	73
(3- II)	نموذج تمثيلي لقائمة التدفق النقدي	74
(4- II)	النموذج المقترح لبطاقة الأداء المتوازن المستدامة	94
(5- II)	اتخاذ القرار باستخدام شجرة القرار	101
(6- II)	الهرم الوظيفي والتشغيلي للمكتب الاستشاري المتخصص	107
(7- II)	مراحل دراسة جدوى المشاريع الاستثمارية	121
(8- II)	أهمية الدراسة التسويقية	138
(1- III)	تكلفة رأس المال ونسبة الاقتراض (الاستدانة) وفق المدخل التقليدي	160
(2- III)	التوضيح البياني لنظرية صافي الربح	161
(3- III)	التوضيح البياني لنظرية صافي ربح العمليات	162
(4- III)	الشكل البياني للقضية الأولى لنظرية MM لسنة 1958	166
(5- III)	الشكل البياني للقضية الثانية لنظرية MM لسنة 1958	166
(6- III)	تحديد النسبة المثلى للأموال الخاصة الخارجية إلى الديون	170
(7- III)	منحنى المخاطر الكلية	222
(8- III)	أثر الاستدانة على المردودية الاقتصادية	226
(9- III)	قرارات الاستثمار بناءً على منحني سواء لمتجني المخاطر	234
(10- III)	التمثيل البياني لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM	237
(1-IV)	الهيكل التنظيمي لمؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف	245
(2-IV)	الهيكل التنظيمي للمؤسسة الوطنية للمنتجات المنجمية غير الحديدية والمواد النافعة	255
(3-IV)	هيكل تمويل البرنامج الاستثماري لـ ECDE	299
(4-IV)	تطور التقييم التنبؤي Z لمؤسسة ECDE	310

مقدمة عامة

تشكل الاستثمارات محركاً أساسياً للنمو الاقتصادي ومؤشراً حيوياً يعكس مدى تطور وفاعلية القطاعات الاقتصادية في أي دولة، وفي ظل المنافسة الكاملة تعمل قوى السوق على توجيه هذه الاستثمارات نحو الفرص الاستثمارية الأكثر ربحية وأماناً، مما يسهم في دفع عجلة التنمية، ويتطلب تحقيق هذه الأهداف البحث عن السبل والأساليب الكفيلة برفع الكفاءة في استغلال الموارد المتاحة استغلالاً أفضل وزيادة الطاقة الإنتاجية وتعبئة المدخرات الوطنية وتوظيفها بفعالية، غير أن السعي نحو تعظيم القيمة الاقتصادية يصطدم دائماً ببيئة محفوفة بالمخاطر وعدم التأكد، مما يجعل الأداء الاقتصادي نتاجاً لقرارات استراتيجية حاسمة توازن بين كيفية تدبير الأموال بأقل تكلفة (التمويل)، وكيفية استغلالها لتحقيق أعلى عائد (الاستثمار)، وهذا الترابط الوظيفي هو ما يفرض ضرورة التكامل بين الشقين المالي والاستثماري.

يتجسد التكامل بين التمويل والاستثمار بوضوح في المؤسسة الاقتصادية، فقرارات الاستثمار سواء كانت توسعية، إحلالية، أو جديدة بالكامل، تمثل جوهر عملية التنمية الاقتصادية في المؤسسات، وتحمل في طياتها التزامات مالية كبيرة وتترتب عليها آثار طويلة الأجل تمس مستقبل المؤسسات والاقتصادات على حد سواء، ولا يقل عنها أهمية قرار التمويل، الذي يحدد الهيكل الأمثل لرأس المال وقدرة المؤسسة على توفير السيولة اللازمة لدعم تلك الاستثمارات، فالتكامل الفعال بين اختيار المشاريع الاستثمارية الواعدة وتوفير التمويل الملائم لها هو الضمان الأساسي لتحقيق الكفاءة التشغيلية والمالية، وضمان استدامة نمو المؤسسة، وتجنب التعثر المالي، مما يسهم في دفع عجلة التنمية الاقتصادية على المستويين الجزئي والكلّي، وفي سياق المنافسة الحادة وعدم اليقين يصبح ترشيد هذه القرارات ضرورة حتمية لضمان بقاء ونمو المؤسسات، واستغلال أمثل للموارد، وبالتالي تعزيز مساهمتها في الاقتصاد الوطني.

وفي هذا السياق، تبرز أهمية دراسات الجدوى والتحليل المالي كأدوات استراتيجية لا غنى عنها لترشيد هذه القرارات وتحقيق الاستخدام الأمثل للموارد الاقتصادية في ظروف تتسم بالمخاطرة وعدم التأكد، فدراسة الجدوى لا تقتصر على تقييم الربحية المالية فحسب، بل تمتد لتشمل جوانب متعددة التسويقية، الفنية، الإدارية والتنظيمية، القانونية، المالية، والاجتماعية، مقدمة بذلك رؤية متكاملة لمقومات نجاح المشروع واستدامته، أما التحليل المالي فيأتي ليكمل هذه الصورة بتوفير إطار كمي لتقييم الوضع المالي للمؤسسات، وتحليل قدرتها على توليد الأرباح، وإدارة السيولة، ومواجهة الالتزامات، مما يمكن متخذي القرار من فهم الأبعاد المالية العميقة للمشاريع القائمة والمقترحة.

لقد شهدت البيئة الاقتصادية الحديثة تحولات جذرية، حيث أصبحت المؤسسات تواجه تحديات متزايدة في تأمين التمويل المناسب لمشاريعها وضمان استدامتها، وفي ظل ندرة الموارد المالية المتاحة واشتداد المنافسة، لم يعد الاعتماد على الحُدس الإداري كافياً، بل أصبح لزاماً على المؤسسات تبني آليات علمية دقيقة لتقييم الفرص

الاستثمارية و الموازنة بين الخيارات التمويلية المختلفة، مما يظهر بوضوح القيمة الجوهرية لدراسات الجدوى والتحليل المالي كركيزتين أساسيتين في منظومة صنع القرار الاقتصادي، فهذه الأدوات تمنح صانعي القرار قدرة منهجية على قياس العوائد، وتقدير المخاطر، وتشخيص الوضع المالي، مما يساهم في تحقيق أقصى درجات الكفاءة والفعالية في تخصيص الموارد.

وفي إسقاط لهذا السياق العام على البيئة الوطنية، تواجه المؤسسات الاقتصادية الجزائرية تحديات هيكلية تفرض عليها ضرورة الانتقال من التسيير التقليدي إلى الترشيد الاقتصادي لقراراتها الاستثمارية والتمويلية، ورغم أن أدوات دراسة الجدوى والتحليل المالي تمثل حجر الزاوية في مواجهة ضغوط التنافسية وتقلبات السوق، إلا أن فاعليتها في الواقع الجزائري تظل مرهونة بمدى ملاءمتها للظروف المحلية، وقدرة المسيرين على تطويع النماذج النظرية لمعالجة المشكلات الميدانية، واستيعاب المخاطر الخاصة (القانونية، والبيئية، والسوقية) التي تميز مناخ الاستثمار الوطني، إذ تُظهر الممارسة العملية وجود فجوة بين مخرجات هذه الدراسات وبين النتائج الميدانية المتحققة، مما يطرح تساؤلات جوهرية حول مدى مساهمة هذه الأدوات فعلياً في ترشيد القرارات داخل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية.

وتأسيساً على ما سبق، تهدف هذه الأطروحة بشكل رئيسي إلى استكشاف الأطر النظرية والتطبيقية لدراسات الجدوى والتحليل المالي، وتبيان كيفية توظيفهما كأدوات لترشيد قرارات الاستثمار والتمويل، كما تسعى الدراسة إلى تحليل المعايير والمؤشرات المستخدمة في هذه العمليات، وصولاً إلى تقديم توصيات عملية تساهم في تعزيز كفاءة اتخاذ القرار في بيئة الأعمال المعاصرة، ويرفع من مستوى الأداء في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

1. الإشكالية:

تشكل الأهمية البالغة لدراسات الجدوى والتحليل المالي من جهة، والتعقيدات المتزايدة في بيئة اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية من جهة أخرى، دافعاً رئيسياً لطرح الإشكالية البحثية التالية:

"ما مدى فعالية أدوات دراسات الجدوى والتحليل المالي في ترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية؟"

2. التساؤلات الفرعية:

للقوف على إجابة شافية للإشكالية الرئيسية، تتفرع عنها التساؤلات الفرعية التالية:

- ما طبيعة العلاقة بين المفاهيم الأساسية للتمويل والاستثمار وبين فعالية اتخاذ القرار داخل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية؟
- إلى أي مدى تساهم أدوات التحليل المالي ودراسة الجدوى في تقييم المشاريع الاستثمارية داخل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية؟
- كيف يساهم استخدام أدوات تقييم القرار الاستثماري والتمويلي في ترشيد القرارات داخل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية؟

— إلى أي مدى يساهم تطبيق أدوات دراسة الجدوى والتحليل المالي في ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية داخل كل من المؤسسة ECDE ومؤسسة ENOF، وما الفروق في فعالية هذه الأدوات بين المؤسستين؟

3. الفرضيات:

- تأسيساً على الطرح الإشكالي للدراسة والتساؤلات الفرعية، يمكن تحديد فرضيات البحث على النحو التالي:
- وجود علاقة ارتباطية وثيقة بين الاستيعاب العميق للإطار المفاهيمي لقرارات التمويل والاستثمار وبين فعالية اتخاذ القرار، إذ يُعد الفهم الدقيق لهذه الأسس النظرية الركيزة الأولى لبناء قرارات مالية رشيدة تتسق مع الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة.
 - تساهم أدوات التحليل المالي ودراسة الجدوى في تقييم المشاريع الاستثمارية، لكنها تبقى محدودة في قدرتها على عكس التغيرات الاقتصادية والمخاطر الحديثة، مما يقلل من دقتها.
 - يساهم استخدام أدوات تقييم القرار الاستثماري والتمويلي في تحسين جودة القرارات التمويلية والاستثمارية من خلال توفير معايير كمية تساعد على مقارنة البدائل المتاحة بشكل موضوعي.
 - يساهم تطبيق أدوات دراسة الجدوى والتحليل المالي في ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في كلتا المؤسستين، غير أن فعالية هذه الأدوات تكون أعلى في مؤسسة إنتاج ECDE مقارنة بالمؤسسة ENOF بسبب وضوح أكبر في دورة الإنتاج، وتوافر بيانات مالية أكثر استقراراً.

4. أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة بشكل عام إلى:

- ✓ تسليط الضوء على الأهمية النظرية والتطبيقية لدراسات الجدوى والتحليل المالي كركائز لاتخاذ القرار.
- ✓ تحديد المعايير والأساليب الحديثة المستخدمة في تقييم المشاريع الاستثمارية والتمويلية.
- ✓ تقديم توصيات عملية للمؤسسات ومنتخذي القرار لترشيد استثماراتهم.

5. أسباب اختيار الموضوع:

الأسباب الموضوعية التي دفعتنا إلى اختيار هذا الموضوع والبحث فيه، نلخصها فيما يلي:

- الوعي التام بأن الاستثمار هو الركيزة الأساسية لتطور اقتصاديات الدول، وما له من تأثيرات مباشرة على مختلف الأصعدة الاجتماعية والسياسية، وضرورة المرافقة الاستشارية لتحقيق هذا الهدف.
- ضرورة دراسة المشروع قبل انجازه، كآلية تحد من احتمالات عدم التأكد، وفشل المشروع، وإهدار الموارد الاقتصادية.
- الاهتمام بتحديد الآثار الناجمة عن عدم دراسة الجدوى والتحليل المالي للمشروعات الاستثمارية والبحث في الأسباب التي تؤدي إلى ذلك.

— ضرورة البحث في تقييم مضمون دراسات المشروعات الاستثمارية في الجزائر والتأكد من إمكانية إفادة المشروع، ومنه المساهمة في نجاحه.

— ضرورة تحويل اهتمام الباحثين إلى دراسة مواضيع حساسة تؤثر مباشرة على تحقيق التنمية في الوطن.

6. أهمية الدراسة:

تكتسب هذه الدراسة أهمية بالغة من عدة جوانب:

الأهمية العلمية: تساهم في إثراء الأدبيات العلمية المتعلقة بدراسات الجدوى والتحليل المالي، وتقديم رؤى جديدة حول تطبيقاتهما في البيئة الاقتصادية الراهنة، والذي يمكن أن يجلب اهتمام الباحثين والمحللين الماليين بالمؤسسات الجزائرية لضرورة استخدام الأساليب والأدوات المتقدمة ذات البعد المالي والنوعي في دراسة مشاريعها وفهم وتفسير الحالة المالية (الوضع المالي، كفاءة وفعالية الأداء).

الأهمية العملية: توفر إرشادات وتوصيات عملية للمؤسسات والجهات المعنية لتعزيز كفاءة قراراتها الاستثمارية والتمويلية، مما ينعكس إيجاباً على أدائها الاقتصادي.

الأهمية الاجتماعية: يمكن أن تساهم في توجيه الاستثمارات نحو مشاريع ذات جدوى اقتصادية واجتماعية، مما يدعم التنمية المستدامة وخلق فرص العمل.

7. منهج وأدوات الدراسة:

من أجل الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع وأبعاده، واختبار صحة الفرضيات، وللإجابة على الإشكالية المطروحة تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي من أجل التعرف على متغيرات الدراسة المتمثلة في دراسات الجدوى والتحليل المالي والأساليب المتبعة في ترشيد كل من القرار الاستثماري والتمويلي في المؤسسة الاقتصادية، وقد تم استخدام أسلوب دراسة الحالة من خلال محاولة إسقاط مختلف الجوانب النظرية للدراسة على كل من مؤسسة ENOF و ECDE، وذلك بهدف تقييم الأساليب والمنهجيات المتبعة في المؤسسات، وتحليل بيانتهما المالية والاستثمارية، للكشف عن واقع ممارسة دراسات الجدوى والتحليل المالي، ومدى الاعتماد عليهما في اتخاذ قرارات رشيدة، مما يسمح باستخلاص نتائج دقيقة تعكس واقع المؤسسة الاقتصادية الجزائرية.

8. حدود الدراسة:

تتمثل حدود البحث الموضوعية في:

- الحدود المكانية: تم إسقاط هذه الدراسة ميدانياً على عينة من المؤسسات الاقتصادية العمومية، حيث وقع الاختيار على: مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف (ECDE) الناشطة في الصناعة التحويلية، والمؤسسة الوطنية للمنتجات المنجمية غير الحديدية والمواد النافعة (ENOF) المدرجة ضمن القطاع المنجمي.
- الحدود الزمنية: غطت الدراسة الفترة الممتدة من 2020 إلى 2024 بالنسبة للمؤسستين محل البحث.
9. الدراسات السابقة:

بالرغم من تعدد الأبحاث والمساهمات العلمية التي تطرقت إلى موضوع دراسات الجدوى والتحليل المالي وتقييم المشروعات الاستثمارية، ولكن كل واحدة منها انتهجت أسلوباً معيناً وتوسعت في جوانب معينة، واختصرت في جوانب أخرى حسب وجهة نظر الباحث أو اهتماماته الشخصية، ومن خلال المسح المكتبي الذي قمنا به، وجدنا عددًا معتبراً من الدراسات التي تُعنى ببحثنا ونذكر فيما يلي أهم الدراسات التي احتوت في جوانب منها على ما أجاب على جزء من دراستنا:

- كتاب غنيم أحمد، دور دراسات الجدوى والتحليل المالي في ترشيد قرارات الاستثمار والائتمان، المكتبات الكبرى، القاهرة، مصر، سنة 2002، حيث يسعى هذا الكتاب إلى الإلمام بمختلف المفاهيم العلمية والمصطلحات الفنية في موضوعات التمويل والاستثمار ودراسة الجدوى، وهذا لأهمية وحيوية هذا الموضوع ومواكبته لكل متغيرات الاقتصاد، وهذا بهدف ترشيد استخدام الموارد المالية النادرة مرتفعة التكلفة ورفع كفاءة السياسات الائتمانية وشتى القوانين الاقتصادية التي تسعى لإعادة تنظيم الحياة الاقتصادية، كما يساعد هذا الكتاب المقبل على قراءته من أن يخطط لنفسه دراسة جدوى مبسطة لقراراته الاستثمارية على المستوى الفردي، ليصل في النهاية إلى تصور واضح للعائد المتوقع لاستثماراته وتقييم دقيق للجوانب المالية لهذه القرارات على الأخص حسابات التكلفة والعائد.
- دراسة فهد عبد الرحمن أحمد الأحمد، دور دراسات الجدوى والتحليل المالي في ترشيد قرارات الاستثمار والتمويل، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 08، 2013، حيث تهدف هذه الدراسة إلى توفير معايير فنية واقتصادية مالية يتم الاسترشاد بها في صناعة قرار الاستثمار، وما يلاحظ هنا أنه من الصعب إيجاد منهج وحيد قابل للتعميم على كافة الحالات لما لصناعة كل قرار استثماري من خصوصية، ويقوم هذا البحث على تبني المنهج الاستنباطي في تحديد أدوات ووسائل الاستثمار في المشروعات الجديدة، وتوظيف هذه الأدوات وانصهارها مع جوانب القرار المختلفة، وعلى الرغم من تحديد الإطار العلمي العام الذي يحدد اتخاذ وتقييم القرارات الاستثمارية من قبل متخذي القرار، إلا أنه في نهاية المطاف يعد الواقع العملي هو الاختبار الحقيقي ومدى سلامة وصحة أي دراسة من هذا النوع.
- دراسة سعدي هاجر، أثر دراسة الجدوى الاقتصادية على القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية دراسة حالة بنك البركة الجزائري، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس - سطيف 1، 2013، تمثل إشكالية الدراسة في: إلى أي مدى يمكن لدراسة الجدوى

الاقتصادية التأثير على القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية؟، وللإجابة على هذا التساؤل تم التطرق إلى ماهية البنوك الإسلامية ثم التعرض للاستثمار في الاقتصاد الإسلامي وأهم الضوابط التي تحكمه، إضافة لصيغ الاستثمار التي تطبقها البنوك الإسلامية، كما تم التعرف على ماهية الدراسة الجدوى الاقتصادية من خلال التطرق إلى أهدافها ومراحلها ثم التعرض للقرار الاستثماري وأهم الأهداف التي يسعى إليها، إضافة إلى أسس ومعايير تقييم المشروعات الاستثمارية في البنوك الإسلامية، وخرجت هذه الدراسة بنتائج متمثلة في: يتم الوصول إلى القرار الاستثماري من خلال دراسة الجدوى الاقتصادية كقاعدة لها عدة مراحل، وبالتالي يقوم هذا القرار على دراسة علمية تأخذ كل المتغيرات بعين الاعتبار للوصول إلى أدق التقديرات الممكنة للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة المتوقعة، كما أن هناك نقص في إيجاد معايير موضوعية لتقييم واختيار المشروعات، بما يتناسب مع طبيعة وعمل البنوك الإسلامية فيما يتعلق بالدراسة المالية للمشروع، مما أخضعها لتبعية واضحة في هذا المجال للمعايير التقليدي في دراسات الجدوى، خاصة عند تطبيق معدل الخصم لخصم التدفقات النقدية للمشروعات المقترحة للتمويل، إذ أضحى سعر الفائدة هو الفاصل الوحيد في عملية الخصم، إضافة لذلك يعد بنك البركة الجزائري من أوائل البنوك التي تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، حيث يقوم بدراسة شاملة ومعمقة لمختلف جوانب المشروع المقترح تمويله بالاعتماد على الدراسة التقنية الاقتصادية المقدمة من طرف العميل والتأكد من عدم مخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية، كما أنه يولي اهتماماً كبيراً بالجانب المالي للمشروع وقدرته على التسديد، وعلى أساس هذه الدراسة يتم اتخاذ القرار التمويلي والاستثماري.

— دراسة تمجدين نورالدين، دور وأهمية دراسات الجدوى في تقييم وتمويل مشروعات القطاع الخاص -دراسة حالة المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر (منطقة الجنوب الشرقي) -، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر-بسكرة-، 2018، وتنطلق هذه الدراسة من إشكالية علمية قوامها: ما مدى أهمية دراسات الجدوى الاقتصادية في تقييم وتمويل مشروعات القطاع الخاص في الجزائر، وما هو واقع الاهتمام بهذه الدراسات بالنسبة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة في منطقة الجنوب الشرقي؟، وللإجابة عن هذه الإشكالية تم دراسة حول دور دراسات الجدوى في تقييم وتمويل مشروعات القطاع الخاص ومدى الأهمية التي يوليها المستثمر لهذه الدراسات، ومعرفة مدى الارتباط بين استخدام هذه الدراسات ونجاح المشروعات الصغيرة والمتوسطة، ورصد أهم الأسباب التي تعيق إعداد واستخدام دراسات الجدوى في هذه المشروعات، ومن خلال هذه الدراسة تم التوصل إلى أن سلامة ودقة النتائج التي تقدمها دراسة الجدوى تتوقف على نوعية البيانات والمعلومات ومصادقيتها وعلى قدرة القائمين على الدراسة في توظيف خبراتهم ومعارفهم في تحليل جدوى المشروع، كما أن التقييم المالي للمشاريع يختلف عن التقييم الاقتصادي في جوانب أساسية خاصة من حيث الهدف، فالتقييم المالي يهدف إلى تحقيق المردودية المالية للمشروع، أما التقييم الاقتصادي فيهدف إلى قياس مدى مساهمة المشروع في تحقيق أهداف التنمية، وكذلك الاختلاف من

حيث مفهوم التكاليف والمنافع وطريقة حسابها في كلا التقييمين، بالإضافة إلى نماذج التقييم المختلفة في النوعين فالأول يأخذ بعين الاعتبار الآثار النقدية والملموسة فقط، بينما الثاني يأخذ بعين الاعتبار الآثار المباشرة وغير المباشرة، أما فيما يخص الجانب التطبيقي فتبين أن المشروعات الصغيرة والمتوسطة من أهم محركات لتنمية الاقتصادية والاجتماعية المستدامة، وتشكل بديلا مرشحا لان يلعب دورا هاما في خلق الثروة، وعند تحليل عينة الدراسة تم التوصل إلى أن هناك تفاوت وتباين في مستوى الإدراك بأهمية دراسات الجدوى بين القائمين على المشروعات، كما تبين وجود عدة معوقات أمام القيام بدراسة للمشروع أو استخدامها في اتخاذ القرار شكلت فيها مشاكل الحصول على المعلومات بالدقة وبالنوعية المطلوبة، إلى جانب ارتفاع تكاليف هذه الدراسة، وغياب الخبرة اللازمة للجهات المعدة لمثل هذه الدراسات.

— دراسة يسمين دروازي، دور الاستشارة و أهمية دراسة الجدوى التسويقية في نجاح المشروعات الاستثمارية في الجزائر، أطروحة دكتوراه علوم في علوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2010، وتمثلت اشكالياتها في : هل تصمم دراسات الجدوى التسويقية للمشروعات الاستثمارية في الجزائر بالطريقة التي تمكنها أن تساهم فعلا في نجاح هذه المشروعات؟، وللإجابة عنها تم التركيز في هذه الدراسة على المرحلة الأولى، والمتمثلة في دراسة سوق المشروع، من خلال توضيح كيفية إعدادها من قبل مكاتب الدراسات الاستشارية المحلية، وظروف ذلك بالإضافة إلى تقييم مضمونها، والحكم على مدى إمكانية نجاح المشروعات الاستثمارية في الجزائر، وقد توصلت الدراسة إلى أن دراسة الجدوى التسويقية عصب دراسة الجدوى الاقتصادية، وأنواع الدراسات الأخرى تمثل أركانا أساسية، حيث لا فائدة من الدراسة التسويقية بدون إتمامها، فالجدوى الاقتصادية للمشروع الاستثماري هي منهجية علمية، تتم من خلال مراحل متتابعة، تعتمد على مجموعة من الأساليب، الأدوات، الاختبارات، و الأسس التي تسمح بتحديد إمكانية تنفيذ المشروع من عدمه، حيث تتميز هذه الأخيرة بتعاملها مع المستقبل، و تتضمن مدخلين للتحليل، وتعمل على تقليص الفجوات الزمنية، و تتكون من مراحل متتابعة، تسمح بالوصول إلى نتائج مرنة، و لكن إجراءاتها مرتفع التكلفة، بالإضافة إلى أن المؤسسات الاستشارية تعد واحدة من أهم مؤسسات التطوير التنموي في معظم الدول، وتكمن أهميتها في كونها الجهة المخول لها مصاحبة عملية التنمية، لما تقدمه من عروض استشارية تفيد كل المؤسسات النشطة في الاقتصاد، وتتميز بكونها بعيدة عن التأثيرات الخارجية والتوجهات السياسية أو الشخصية، وهو ما يمكنها من التوصل إلى قرارات موضوعية سليمة، و نتائج جيدة حول قضية من القضايا.

— دراسة باصور رضوان، دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تقييم أداء المؤسسات -حالة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية-، أطروحة دكتوراه علوم في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2017، وقد تمحورت هذه الدراسة حول إشكالية إلى أي مدى يمكن توظيف الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية؟، ولمعالجة الإشكالية

تطورت إلى الأساليب التقليدية والأساليب الحديثة للتحليل المالي والأدوات المستخدمة ذات بعد المالي والبعد النوعي التي توظف في تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية وقدمت منهج التنبؤ به لا سيما حدوث حالة الفشل المالي ، وإمكانية توظيفها في تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائية، كما تطرقت إلى منهجية التحليل المالي الحديث التي تتأثر بمعايير المحاسبية الدولية وبخصائص البيانات الواردة في القوائم المالية، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أنه لا تسمح الأساليب الحديثة لتحليل الوضعية المالية بإعطاء نظرة شاملة عن الأداء المالي للمؤسسات، وتتمثل هذه الأساليب في المقاييس الكمية والمقاييس الإحصائية، كما توجد علاقة بين قدرة التحليل المالي عن طريق النسب المالية وبين إيجاد إرشادات تحذيرية مبكرة عن إفلاس الشركات قبل إفلاسها الحقيقي بمدة كافية بواسطة محللها المالي، يستخدم التحليل المالي بالمؤسسة الاقتصادية الجزائية التحليل التاريخي للبيانات المالية، إذ يقارن التطور في عناصر القوائم المالية بين السنوات وتقدم تفسيرات لتلك التغيرات، حيث يقوم بحساب مجموعة نسب مالية ويعلق عليها بناء على تطورها تاريخيا ولكن من القليل أن يقارنها مع المعايير الشخصية للمحلل التي تكون لديه نتيجة خبرته ودرايته في هذا المجال، ويعطي الأهمية لتحليل السيولة على اعتبار أنه يؤثر مباشرة على قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها في وقتها المحدد ومن ثم يحلل النشاط ولكن ليس لغرض تعظيم الأرباح وإنما لخلق وتوليد مبيعات، كما يستخدم كل المعلومات الواردة في القوائم المالية حسب النظام المحاسبي المالي، ونشير إلى أن التحليل المالي بالمؤسسة الاقتصادية لم يستفد من إعادة تقييم العناصر خصوصا بالقيمة العادلة، كما أنه يتأثر بتغليب الجانب القانوني على الجانب الاقتصادي في تلقي تفسيرات الحالة المالية، ولا يفتقد إلى وجود المرونة في تغيير الطرق والمناهج، وغياب الثقة في البيانات الواردة من خارج نظام المعلومات المحاسبي، كما تحتاج المؤسسات الاقتصادية الجزائية إلى تطبيق الأساليب الحديثة والأدوات المتقدمة لتقييم أدائها المالي ذلك لأنها تعاني من غياب الاهتمام بتحليل التدفقات النقدية، وإهمال تحليل السياسات التي ساهمت في الوصول إلى النتائج ومن ثم حتى تقييم جودة الأرباح ، كما أنها تبقى بعيدة عن المرونة في المفاضلة بين مصادر التمويل، ولا تهتم لتأثير التغير في قيمة النقود عبر الزمن، ويبقى مفهوم خلق القيمة المضافة وتقدير القيمة السوقية بعيدين عن عناصر التحليل نظرا لعدم وجود حركية في السوق المالي، كما أن الإدارة المالية بالمؤسسات لا تهتم بالمفاضلة بين تكاليف التمويل، ولا بتكلفة الفصل بين الملكية والإدارة وإنما تبقى تبحث عن تحسين صورة الحالة المالية أمام المالكين، وتبقى تفتقر إلى الاهتمام بتكاليف وعوائد الفرص البديلة، ويبقى أن نضيف بأن العديد من المؤسسات تعاني من جمود الهيكل التمويلي، ومن نقص الطلب على منتجاتها في مقابل زيادة تكاليف التشغيل، وتقديم الشكل القانوني على الحقيقة الاقتصادية وكلها عوامل من الضروري تحليلها للتنبؤ باحتمال حدوث حالات الفشل المالي.

— أما الدراسة الحالية فتركز على "دراسة مساهمة أدوات التحليل المالي ودراسة الجدوى في ترشيد القرارات التمويلية والاستثمارية"، حيث تم تسليط الضوء على العلاقة التكاملية بين هذه الأدوات وبين عملية اتخاذ القرار

في شقيها المالي والاستثماري كمنظومة واحدة، متجاوزة بذلك المقاربات الجزئية أو تقييم الأداء التاريخي فقط الذي ساد أغلب الدراسات السابقة، وتم تطبيق التحليل على حالتين من المؤسسات العمومية الاقتصادية، بغرض إجراء تشخيص واقعي لمدى فعالية هذه الأدوات في ترشيد القرارات، وذلك من خلال تتبع المسار التحليلي لمشاريع استثمارية فعلية أنجزتها كل مؤسسة، لاختبار مدى توافر "الرشادة الاقتصادية" في الخيارات الاستثمارية والتمويلية المتخذة بشأنها، وتتمثل الإضافة العلمية لهذه الأطروحة في هذا الإسقاط الميداني الذي يبحث في جوهر العملية القرارية لكل مشروع، للكشف عما إذا كانت هذه القرارات قد استندت فعلياً وبشكل علمي إلى مخرجات التحليل المالي ودراسات الجدوى، أم أنها خضعت لاعتبارات أخرى، مما يتيح تقديم تقييم موضوعي يعكس مدى التزام المؤسسات الاقتصادية الجزائرية بالأسس العلمية في ممارساتها العملية.

10. صعوبات الدراسة:

رافق إعداد هذه الأطروحة عدة عقبات، وأهمها:

- وجود عوائق تحول دون الحصول على البيانات المالية التفصيلية وتقارير المشاريع الكاملة بسبب طابع السرية والتحفّظ.
- تعقيد وبيروقراطية الإجراءات الإدارية اللازمة لإجراء العمل الميداني في المؤسسات العمومية.
- الفجوة الواضحة بين النماذج النظرية الأكاديمية وواقع الممارسة العملية الميدانية في المؤسسات.
- صعوبة تتبع المسار التاريخي لآلية اتخاذ القرار في المشاريع المنجزة لعدم توفر أرشيف دقيق.
- يقتصر استخدام البيانات المالية المتاحة غالباً للأغراض المحاسبية، خلافاً لما يستلزمه التحليل المالي المعمق.

11. هيكل الدراسة:

لتأطير الدراسة بشكل منهجي ومنظم، تم تقسيمها إلى الفصول التالية:

الفصل الأول: التأصيل النظري لقرارات التمويل والاستثمار.

الفصل الثاني: التحليل المالي ودراسات الجدوى في المؤسسة.

الفصل الثالث: دراسة الجدوى والتحليل المالي كأساس لترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية.

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة حالة مؤسسة

ECDE و ENOF.

الخاتمة والتوصيات.

الفصل الأول: التأسيس النظري لقرارات التمويل والاستثمار

تمهيد:

تُعد القرارات المالية بمختلف أنواعها من أهم القرارات الإستراتيجية التي تواجهها المؤسسة الاقتصادية المعاصرة، إذ تمثل الركيزة الأساسية لتحقيق التوازن بين تعظيم العائد وتقليل المخاطر، ويُعتبر كلٌّ من القرار التمويلي والقرار الاستثماري من أبرز مكونات السياسة المالية للمؤسسة، فهما يشكلان معًا جوهر العملية المالية التي تهدف إلى ضمان استدامة النشاط الاقتصادي وتحقيق القيمة المضافة للمساهمين وأصحاب المصلحة.

وفي هذا السياق لا يمكن النظر إلى عملية اتخاذ القرار كإجراء إداري منعزل، بل هي عملية تقاس فاعليتها بمخرجاتها، وهنا يبرز الأداء المالي كالمعيار الحقيقي والحكم النهائي على مدى رشد هذه القرارات وجودتها، فالقرار المالي الرشيد هو الذي يترجم عملياً إلى مؤشرات أداء إيجابية تعزز المركز المالي للمؤسسة، مما يفرض ضرورة فهم العلاقة بين آلية اتخاذ القرار وبين مخرجات الأداء المؤسسي.

ويقتضي تحليل الإطار المفاهيمي لهذين القرارين تحديد الأسس النظرية التي تحكمهما، وبيان التفاعلات القائمة بينهما، كما يهدف هذا الفصل إلى توضيح المفاهيم والمصطلحات الأساسية المرتبطة بقرارات التمويل والاستثمار، مع إبراز أهداف كل قرار ومحدداته، بما يسمح بفهم أعمق للأسس العلمية التي يقوم عليها صنع القرار المالي داخل المؤسسات.

ولا يمكن دراسة القرار التمويلي بمعزل عن القرار الاستثماري، إذ يرتبطان بعلاقة تكاملية متبادلة التأثير، فالاستثمارات تحتاج إلى تمويل، ونوعية التمويل المختار تؤثر على جدوى الاستثمارات، ويهدف هذا الفصل إلى تأصيل هذه المفاهيم عبر أربعة مباحث، حيث يتناول المبحث الأول الإطار المفاهيمي لاتخاذ القرار وعلاقته بالأداء المالي، لينتقل المبحث الثاني لعرض قرارات التمويل، ثم المبحث الثالث للإطار النظري للاستثمار والمشروع الاستثماري، وصولاً إلى المبحث الرابع الذي يركز على طبيعة ومقومات القرارات الاستثمارية.

المبحث الأول: القرار واتخاذ القرارات المالية

تُعد عملية اتخاذ القرارات المالية عنصراً حاسماً لنجاح المؤسسات في بيئة الأعمال المعاصرة، حيث تؤثر هذه القرارات بشكل مباشر على قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها الاستراتيجية والمالية، سواءً تعلقت بالتمويل أو الاستثمار أو توزيع الأرباح.

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي لاتخاذ القرار

يُعرّف "القرار" على أنه اختيار واعٍ ومُخطّط له من بين مجموعة من البدائل المتاحة مُقدّمة لصاحب القرار (متخذ القرار) في موقف يُلزم باتخاذ خطوة، يؤدي هذا الاختيار إلى تغيير واضح في المسار الراهن وتوجيه الأحداث نحو هدف محدد، وذلك بغية تحقيق غاية محددة أو معالجة مشكلة قائمة أو التعامل مع حدث متوقع الحدوث (شهاب الخالدي، 2012، صفحة 114)، من جهة أخرى القرار المتفرد يتأثر بشكل كبير بالدوافع الشخصية لمتخذ القرار ما يترتب عليه زيادة فرص الخطأ وعدم شمولية الخيارات المطروحة، أما في حالة كان القرار عملية جماعية فإنه يتشكل من خلال تبادل الآراء والخبرات بين المجموعات داخل المؤسسة مما يساعد في اختيار البديل الأمثل (زهواني، وصيف فائزة، و بوعافية، 2017، صفحة 240).

1. مفهوم عملية اتخاذ القرار:

يُقصد بصناعة القرار ذلك النسق التنظيمي القائم على توظيف الأساليب العلمية والتحليل الكمي لاختيار البديل الأمثل من بين مجموعة من البدائل المتاحة، بغية ضمان تعظيم المنافع والمصالح لكافة الفاعلين والمؤسسة ككل (اللوذي، 1999، صفحة 31)؛

وفي سياق متصل، يعد اتخاذ القرار آلية لانتقاء البديل الأمثل من بين مجموعة البدائل المتاحة، وذلك في ضوء معطيات كل من البيئة الداخلية والخارجية والموارد المتاحة للمؤسسة، وتتم هذه العملية من خلال تحديد عناصر القوة والضعف لكل بديل، مما يمهد الطريق لاختيار البديل الأفضل والأكثر ملاءمة للموقف، فالقرار الناجح يعتمد على دراسة متأنية للبدائل المطروحة وتقييمها بشكل موضوعي، وبالتالي يُعد اتخاذ القرار عملية حاسمة تحدد مسار العمل والنتائج المترتبة عليه.

ويجد الإشارة إلى أن درجة تعقيد عمليات اتخاذ القرار تتفاوت من البساطة إلى التعقيد الشديد، هذا التباين ينشأ من اختلاف المواقف والسياقات التي يتم فيها اتخاذ القرارات، لذا، فإن عملية اتخاذ القرارات تعتبر من أصعب وأعقد العمليات الإدارية، حتى للأفضل منا، وسعيًا للارتقاء بفعالية هذه القرارات وضمان اتساقها بالموضوعية والرشد الإداري، يقتضي الأمر مراعاة عدة عوامل (قوادر، 2021، الصفحات 4-5):

— يستند بناء القرار على مزيج من عناصر ملموسة وغير ملموسة، وأيضًا على عناصر عاطفية وعقلانية، وهذا يتطلب بناء مرونة ذهنية متكاملة تأخذ في الحسبان هذه العناصر وتجمعها في موقف واحد، مع تحديد المعلومات اللازمة للأمور والبدائل التي تكون موضوع القرار؛

- يجب أن يؤدي كل قرار إلى تحقيق هدف معين: إن معرفة الغرض أو الهدف تساعد بشكل كبير على توجيه عملية اتخاذ القرار، ومن الأمور الحاسمة في القرار هي أن يكون واضحًا وقابلًا للتطبيق، وبالتالي، فإذا كان الغرض معقدًا ولا يمكن تحقيقه بشكل كامل، فقد يكون القرار غير مناسب؛
- لا يمكن إرضاء كل شخص: بما أن القرارات لا يمكن أن تُرضي أو تتفق مع كل شخص له مصلحة أو يتأثر به، فهناك دائمًا بعض الأفراد الذين يشعرون بأنه كان من الأفضل اتخاذ قرار مختلف؛
- وجود عدة بدائل مرضية للاختيار: تتميز معظم مشاكل المؤسسات بوجود حلول متعددة قابلة للتنفيذ بنجاح، يظهر هذا التنوع في قدرة رجال الإدارة على اتخاذ قرارات فعالة، فهم قادرون على تحديد مجموعة واسعة من الحلول الممكنة لتحديات المؤسسة، مما يزيد من احتمالية تحقيق النتائج الإيجابية؛
- استشارة الفريق المناسب في عملية اتخاذ القرار: إن أفضل إجابة للمشكلة قد تكون ناتجة عن عمل جماعي أو مزيج من أفكار معروفة مجمعة بطريقة جيدة، حيث أن العقل والابتكار يعتبران من العناصر الأساسية لإنتاج البدائل المناسبة وسبل العمل؛
- أهمية التواصل الفعال بين أعضاء الفريق في عملية اتخاذ القرار: إن التواصل الواضح والفعال يُساعد على تبادل الآراء والأفكار والتجارب، مما يُساهم في اتخاذ قرارات أكثر فعالية، ويُمكن أن تُساعد تقنية "عصف الأفكار" في تسهيل التواصل والخروج بأفكار جديدة ومبتكرة؛
- اتخاذ القرارات عملية ذهنية وينبغي تحويلها إلى عمل مادي: إن العمليات الفعلية التي تتحقق من خلال اتخاذ القرارات تُكوّن من مفاهيم وأفكار ذهنية، ولا ترجع صعوبة اتخاذ القرار إلى الزيادة الفائقة عن الحد للمسائل الواجب إقرارها، أو إلى عدم توفر الوقت الكافي، ولكنها ترجع إلى مسألة التغلب على العوائق الذهنية، والتحول من العمل الذهني إلى العمل المادي؛
- يُعد التفكير الخلاق أداة هامة لتعزيز فعالية عملية اتخاذ القرار، حيث يُمكن أن يُساهم في إيجاد حلول غير تقليدية للمشكلات، قد يكون الحل الأمثل هو ابتكار أسلوب جديد لم يسبق له مثيل، أو دمج أفكار معروفة بطرق جديدة، كما يُعتبر الخيال والابتكار من الأساليب الفعالة لتنمية مجموعة واسعة من البدائل الممكنة، مما يُساعد على اتخاذ قرارات أكثر فعالية وإبداعية؛
- تُعدّ عملية اتخاذ القرار الفعالة عملية تتطلب وقتًا كافيًا للتروي والتمعن، ولكن يجب التمييز بين التروي وبين التأخير، فإن الظروف المتغيرة بسرعة قد لا تُتيح للأفراد الكثير من الوقت للتفكير، ولكن ذلك لا يعني ضرورة اتخاذ القرارات بسرعة مُفرطة، فإن العمل الحاسم لا يُساوي العمل السريع دائمًا، وإنما يُؤكد على التروي والتمعن قبل التصرف، فإن التسرع في اتخاذ القرارات قد يؤدي إلى نتائج سلبية وغير مدروسة، فيما تُعد قرارات الطوارئ أمثلة على اتخاذ القرارات السريعة، ولكن حتى في هذه الحالات، يُعتمد على الحكم الشخصي والتجربة والتفهم اللاوعي للمُتخذ القرار؛

- التهرب من اتخاذ القرار هو خطأ فادح، فإن عدم التصرف يُعتبر في حد ذاته قرارًا له تبعاته السلبية على عمل المؤسسة؛
- إن بعض القرارات قد تؤدي إلى حاجة إلى التغيير في جوانب مختلفة من عمل المؤسسة، مما يتطلب على المديرين أن يدركوا أن التغيير حتمي، وأن الخوف منه سيؤثر سلبًا على عمل المؤسسة، فإن التغيير يُمكن أن يكون بناءً ويؤدي إلى التطور والتقدم؛
- يُعدّ وضع نظام للمتابعة والتقييم من أهم الخطوات لضمان فعالية اتخاذ القرار، ولا يقتصر هذا النظام على التأكد من تنفيذ القرار فحسب، بل يهدف إلى تقييم نتائج القرار بعد فترة محدّدة من الوقت.

2. خطوات عملية اتخاذ القرار:

يواجه المديرون تحديات في اتخاذ القرارات المعقدة، حيث عليهم النظر في العوائد والتبعات المترتبة على الاختيارات المتاحة، هذا الأمر يستدعي اتباع أحد المنهجين المعروفين في هذا المجال، فإما اللجوء إلى النهج التجريبي القائم على مبدأ (المحاولة والخطأ)، والذي يستند إلى الرصيد المعرفي المتراكم لدى المسؤول واستحضار الحالات السابقة المشابهة، وعليه فإن فعالية هذا المسار تظل مرهونة بمدى براعة الفرد في قراءة وتحليل الظروف المتباعدة (خبراء المجموعة العربية للتدريب والنشر، 2012، الصفحات 11-12)، أما النهج العلمي، فيقوم أساساً على التمهيد الموضوعي لكافة المعطيات والوقائع، مع الحرص على تحييد التحيزات الشخصية والنظرة الذاتية قدر الإمكان، كما يسعى هذا المنهج إلى استغلال الموارد المتاحة بشكل أمثل وتحقيق الأهداف المرجوة بأعلى درجة من الفعالية، ويعتبر النهج العلمي الأسلوب الأكثر شيوعاً في اتخاذ القرارات المتسمة بالتعقيد (قوادر، 2021، صفحة 5)، ويتخذ القرار ضمن هذا الإطار عبر سيرة إجرائية يمكن تفصيل مراحلها كما يلي (براهيمي، 2023، الصفحات 66-67):

- **تحديد الهدف المراد تحقيقه:** يسهم ذلك في توجيه الاختيارات نحو النتائج المستهدفة، كما توفر الأهداف معايير ومقاييس لقياس نجاح العمل، كما أن الأهداف الواضحة تُسهل توحيد جهود الأفراد في المؤسسة، مُشجعةً على التعاون والعمل الجماعي لتحقيق الهدف المشترك؛
- **تحديد وتشخيص المشكلة:** تُعرف المشكلة بوجود فجوة بين الوضع الحالي والوضع المرغوب الذي تم تحديده في الأهداف، ويُمكن قياس خطورة المشكلة بالتحقق من الفجوة بين الأداء الفعلي والأداء المرغوب، مُحددةً مدى التأثير السلبي على العمل والنتائج؛
- **وضع الأولويات:** يجب على المؤسسة أن تُحدّد أولوياتها في معالجة المشكلات، بالتركيز على المشكلات التي تمثل أكبر خطورة أو تُؤثر بشكل مباشر على عمل المؤسسة، يُساعد هذا الترتيب وفق مستوى التأثير من توجيه الإمكانيات المؤسسية نحو القضايا ذات القيمة الاستراتيجية الأكبر.

- **تشخيص سبب المشكلة:** يُشكل الوقوف على العوامل الحقيقية المسببة للمشكلة أهم خطوة لتوصل إلى حلول فعالة، وأن الفهم لأسباب المشكلة يُساعد على تجنب تكرارها في المستقبل، كما يُنصح بإشراك الأفراد الذين واجهوا المشكلة بشكل مُباشر في عملية تحديد الأسباب؛
 - **تحديد معايير القرار:** وهي العناصر التي تؤخذ بالاعتبار في حل المشكلة كتحليل التكلفة والفوائد، الخدمة، المواصفات، وتحليل الزمن اللازم لتنفيذ الحل، الخدمة بعد الشراء وغيرها من المعايير؛
 - **إعطاء قيم وأوزان للمعايير:** يُعطى كل معيار وزناً مُناسباً لأهميته في عملية اتخاذ القرار، حيث تُساعد هذه الخطوة على تحديد العوامل التي تُساهم بشكل أكبر في نجاح القرار وتؤثر بشكل أقوى على النتائج؛
 - **تطوير الحلول البديلة:** تُقدّم هذه الخطوة مجموعة من الحلول الممكنة لمعالجة المشكلة، ويجب أن تُمنح الفرصة والوقت لتطوير الحلول دون تأخير؛
 - **تقييم الحلول البديلة:** تُقيم الحلول البديلة بشكل مُتكامل، ولا يُقيم كل بديل على حدى وإنما تقارن البدائل ببعضها البعض، إضافة لذلك تُحدد نقاط القوة والضعف لكل بديل وتُحلل عوائده وتكاليفه ومزاياه وسلبياته، ويتم استخدام المعايير والأوزان التي تم تحديدها سابقاً في تقييم الحلول البديلة؛
 - **اختيار البديل الأفضل:** يقوم صانع القرار بمراجعة مجموعة الحلول البديلة المتاحة، ثم يجري تحليلاً نقدياً لكل بديل، مع دراسة مدى قدرته على تحقيق الأهداف المرسومة في المرحلة الأولى (مرحلة وضع الأهداف)، بناءً على هذا التحليل النقدي، يختار صانع القرار البديل الذي يحقق الأهداف بأفضل طريقة ممكنة، أي البديل الأمثل، وعليه يتم اختيار البديل الأمثل بناءً على تحليل موضوعي لكل البدائل المتاحة، مما يضمن اتخاذ قرار فعال وموزون؛
 - **تنفيذ القرار:** يتم نقل القرار المتخذ إلى الأفراد المسؤولين عن تنفيذه، الهدف هنا هو الحصول على قبولهم وتفهمهم للقرار، وضمان التزامهم بتنفيذه بشكل صحيح، حتى لو كان القرار جيداً في حد ذاته، فإن نتائجه ستعتمد بشكل كبير على مدى التنفيذ الفعال له، وفي الواقع، قد تكون النتائج سيئة إذا تم تنفيذ القرار بطريقة غير مناسبة، حتى لو كان القرار نفسه جيداً، لذلك يجب وضع خطة محكمة لضمان تنفيذ القرار بشكل سليم وفعال، باعتبار أن هذه الخطوة حاسمة لنجاح عملية صنع القرار ككل؛
 - **مراجعة تنفيذ القرار:** بعد تنفيذ القرار، يتم رصد النتائج بشكل دوري ومنتظم وتُقارن بالأهداف المرغوبة، إذا تبين وجود فجوة بين النتائج الفعلية والنتائج المنشودة، فيجب إجراء التعديلات المناسبة على البديل المختار أو طريقة التنفيذ أو حتى الأهداف ذاتها إذا ثبتت صعوبة تحقيقها، بعد ذلك، يتعين استخلاص الدروس من هذه التجربة لتحسين عمليات صنع القرار في المستقبل.
3. صعوبات اتخاذ القرار الرشيد:

يعرف القرار الرشيد بأنه القرار الذي يؤمن الحد الأقصى في تحقيق أهداف التنظيم ضمن معطيات البيئة التي يعمل بها، ولذلك فإن الأهداف ووسائل تحقيقها يجب أن تكون معروفة، وهناك من يربط القرار الرشيد بالفعالية التنظيمية، ونقصد بها قدرة المنظمة على تحقيق أهدافها، وتعتمد هذه القدرة والمعايير المستخدمة في قياسها على النموذج المستخدم في دراسة المنظمات، وغالبا ما يستخدم هذا المتغير بوصفه متغيرا تابعا لمتغيرات مستقلة أخرى، مثل بناء السلطة وأنماط الاتصال وأساليب الإشراف والروح المعنوية والإنتاجية، ويلاحظ في هذا التعريف الربط بين الفعالية وبلوغ الأهداف، وهناك أيضا من يمزج بين مفهوم الكفاءة والفعالية حيث يُنظر إليهما على أنهما يشيران إلى استغلال الوسائل الأكثر قدرة على تحقيق الهدف المطلوب (بن علي، 2016، الصفحات 132-133).

يُستند في الحكم على مدى رشادة القرار إلى معايير عدة، منها (تمار، 2021، صفحة 73):

- يعتبر القرار رشيداً حين يتمكن من تحقيق الفعالية؛
- الكفاءة كمعيار: تشير إلى مدى القدرة على تحقيق الأهداف المرجوة بأفضل الظروف؛
- معيار القبول: ويراعي جانبين اثنين:
 - قبول العاملين والمعنيين بتنفيذ القرار وذلك بغية الالتزام والتفاني في الأداء؛
 - قبول المجتمع صاحب المصلحة وذلك حتى يحظى بالتأييد؛
- الابداع والتطوير: يجب أن يضمن القرار استمرارية المؤسسة في المستقبل؛
- معيار السلامة والأمن: والذي يركز على الجوانب القيمية التي تحول دون وقوع حوادث لم تكن في الحسبان، والقرار الرشيد الذي يتسم بالفعالية هو ذلك القرار الذي يراعي الاعتبارات الإنسانية والجوانب التقنية والتي تأخذ في الحسبان أهم العناصر التالية:
 - مراعاة المنهج العلمي، بما يؤدي إلى تحقيق الهدف المطلوب بأقل تكلفة في الجهد والوقت والمال؛
 - الاهتمام بالبيئة الداخلية للمؤسسة المتمثلة في القيم والاتجاهات السائدة فيها والقوانين والأنظمة السارية؛
 - مراعاة البيئة الخارجية المتمثلة في ضغوط أصحاب المصالح وتأثيرات العوامل الاقتصادية والسياسية والثقافية والاجتماعية والنفسية؛
 - المشاركة في صناعة القرار مما يجعل القرار يتخذ بعقلانية ويخلق الدافع لدى العاملين للالتزام به وتنفيذه؛
 - الاستفادة من تكنولوجيا المعلومات والأساليب الحديثة في صناعة القرار؛
 - اكتساب الشرعية القانونية من خلال مراعاة القوانين والتشريعات النافذة؛
 - تحديد الوقت المناسب لاتخاذ وتنفيذ القرار.
- من بين التحديات التي تواجه اتخاذ القرار الرشيد، ما يلي (بن جلول، 2018، صفحة 13):
 - ارتفاع مستوى عدم اليقين الذي يكتنف عناصر متعددة من المشكلات الإدارية؛

- التطور التكنولوجي الذي أدى إلى كثرة وتنوع البدائل المتاحة أمام متخذ القرار؛
- تعدد وتضارب أهداف المشاركين في صنع القرارات الجماعية؛
- تعدد العلاقات بين أوجه النشاط المختلفة: اقتصادية، اجتماعية، بيئية، سياسية... الخ.

المطلب الثاني: علاقة اتخاذ القرارات المالية بالأداء المؤسسي

تعد القرارات المالية عاملاً حاسماً في تحديد مسار أي مؤسسة وتحقيق أهدافها، فمن خلالها يتم تحديد كيفية تخصيص الموارد المالية لضمان النمو والتطور وتحقيق الأهداف الاستراتيجية، حيث تتطلب هذه القرارات دراسة متأنية للمتغيرات الاقتصادية والظروف السوقية والتحديات التي تواجهها المؤسسة، ومن خلالها يتم تحديد استراتيجيات الاستثمار والتحكم في المخاطر المالية لضمان استدامة المؤسسة ونموها في الوقت نفسه.

1. مفهوم القرارات المالية وأهدافها في المؤسسة:

تُعرف القرارات المالية بأنها تلك القرارات التي تهدف إلى تحقيق التوازن الأمثل بين الحصول على الأموال وامتلاك الأصول، وتُركز هذه القرارات على تحديد أفضل طرق تمويل الاستثمارات وضمان أعلى عائد على الاستثمار مع تقليل المخاطر المالية، مما يساهم في تعزيز قيمة المؤسسة على المدى الطويل (بن عمر و نصير، 2017، صفحة 166).

ويُعتبر القرار المالي اختياراً مدروساً بين بدائل مختلفة بغية تحقيق أهداف محددة أو التصدي لموقف يرتبط بالجوانب المالية للمؤسسة، ينعكس تأثير هذا القرار بوضوح على أداء المؤسسة ومسار عملياتها (قوادر، 2021، صفحة 10).

يعبر القرار المالي عن الوضع المالي للمؤسسة، وهو قرار نهائي لا يمكن الرجوع عنه، كما أن تأثيره مباشر على الوظائف الأخرى للمؤسسة (بن عمر و نصير، 2017، صفحة 166)، لذا، يمثل اتخاذ القرار المالي مرحلة مهمة تتطلب تدقيقاً في دراسة البدائل الممكنة والتقييم المتأني لأثرها على المؤسسة ككل، لما لهذا القرار من انعكاسات مباشرة على استمرارية المؤسسة وتحقيق أهدافها.

تُعد القرارات المالية من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسات في سعيها لتحقيق أهدافها وضمان استمرارية أعمالها، بحيث تهدف هذه القرارات إلى إدارة الموارد المالية للمؤسسة بما يُحقق أفضل عائد ممكن، مع المحافظة على التوازن بين السيولة والربحية، وتتضمن هذه القرارات المالية مجموعة من الأهداف الرئيسية التي سنتناولها فيما يلي:

- **تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة:** إن هدف القرارات المالية الرئيسي هو زيادة القيمة السوقية للمؤسسة، وذلك من خلال اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية التي تحقق أفضل عائد ممكن للمساهمين؛
- **تحقيق أعلى عائد على الاستثمار:** تسعى القرارات المالية إلى تحقيق أعلى عائد ممكن على الاستثمارات الحالية والمستقبلية للمؤسسة، وذلك من خلال التخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة،

- **الحفاظ على السيولة المالية:** تهدف القرارات المالية إلى ضمان توفر السيولة المالية الكافية للمؤسسة لمواجهة التزاماتها المختلفة في الوقت المناسب؛
- **تقليل المخاطر المالية:** تسعى القرارات المالية إلى تقليل المخاطر المالية التي قد تواجهها المؤسسة، وذلك عبر اعتماد تنوع في مصادر الاستثمار والتمويل؛
- **إضافةً إلى ما سبق ذكره (بن عمر و نصير، 2017، الصفحات 166-167):**
- **تعظيم ثروة المساهمين وقيمة المؤسسة:** وهو المعيار الأفضل للحكم على القرارات الاستثمارية من وجهة نظر المستثمر أو المالك، وهذا لسببين رئيسيين:
- يُعتبر تعظيم الثروة هدفاً استراتيجياً طويل الأجل يساهم في زيادة القيمة السوقية للأوراق المالية للمؤسسة، مما يجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين؛
- يُعطي هدف تعظيم الثروة أهمية خاصة للتوزيعات النقدية، مما يُحفز المساهمين على الاستثمار في المؤسسة ويُشجعهم على البقاء فيها على المدى الطويل، ما يُساهم في جذب مساهمين جدد؛
- **تعظيم ربح المؤسسة:** تُعتبر زيادة الأرباح الهدف الأساسي والرئيسي للعديد من المؤسسات، ساعياً لتحقيق أقصى قدر من الربحية الممكنة، ورغم كثرة الانتقادات التي تُوجه لهذا المفهوم وتشكيكها في صحته كهدف رئيسي للمؤسسة، إلا أنه لا يزال يشكل محوراً رئيسياً في الفكر الاقتصادي حتى الآن؛
- ويختلف هدف تعظيم الثروة عن هدف تعظيم أو زيادة الربحية بشكل كامل، فبالرغم من أن زيادة الأرباح المتاحة للتوزيع على حملة الأسهم العادية خلال فترة زمنية معينة قد تزيد، إلا أن نصيب السهم الواحد من توزيعات الأرباح قد ينخفض، ويرجع ذلك إلى أن الزيادة في الأرباح قد تكون نتيجة لزيادة أعمال المؤسسة الناتجة عن زيادة رأس المال عبر إصدار أسهم جديدة بمعدل أكبر من معدل الزيادة في الأرباح، وهذا بدوره ينتج عنه انخفاض في سعر السهم وليس العكس، بالإضافة إلى ذلك، فإن توقيت تحقيق الأرباح ومستوى المخاطر المصاحبة لها ينعكسان بشكل مباشر على ثروة حملة الأسهم (قوادر، 2021، الصفحات 13-14)، ومع ذلك فإن تعظيم الأرباح لا ينعكس بضرورة على ارتفاع سعر السهم وهي:
- **التوقيت الخاص بالتدفقات النقدية:** تفضيل تحقيق تدفقات نقدية أعلى في الفترات الأولى، من أجل إعادة استثمارها؛
- **التدفقات النقدية:** إن الأرباح والتدفقات النقدية مفاهيم مختلفة، فالأرباح المحاسبية (التي تحققها المؤسسة وتسجل في قوائمها المالية) تستند إلى مبدأ الاستحقاق وليس التدفق النقدي الفعلي، بينما التدفقات النقدية هي مقياس أكثر دقة ويعكس الحركة الفعلية للنقدية المتولدة داخل المؤسسة وكذلك مدفوعات المؤسسة ستكون نقدية، وبالتالي يكون اهتمام المدير المالي على ما يتولد أو يدفع نقداً وليس آجلاً؛

● **الخطر:** إن هدف تعظيم الربح لا يحدد درجة المخاطرة، فالمخاطرة هي احتمال اختلاف العائد الفعلي عن العائد المتوقع، والمبدأ الأساسي في التمويل هو التوازن بين العائد والمخاطرة، بحيث أنه كلما زادت درجة المخاطرة زاد العائد والعكس صحيح. وعليه، فإن العلاقة بين العائد والمخاطرة هي المحدد الرئيسي لسعر السهم وثروة الملاك.

— **هدف تعظيم العائد الاجتماعي:** يمكن تحديدها فيما يلي:

- صعوبة تحديد الأفضل بالنسبة للمجتمع وحساب التكلفة الاجتماعية أو قياس العائد الاجتماعي؛
- صعوبة تحديد المصدر الذي تستمد منه حقها في توزيع الموارد المالية لتحقيق المنافع الاجتماعية؛
- قيام بعض المؤسسات بتحمل تكلفة أداء مسؤوليتها الاجتماعية، وعدم قيام البعض الآخر بذلك قد يجعل النوعية الأولى تتحمل تكلفة أو خسائر ملموسة وتوقف عن المساهمة الاجتماعية.

2. أنواع القرارات المالية:

تُعد القرارات المالية الاستراتيجية وفي مقدمتها قرارات الاستثمار والتمويل وتوزيع الأرباح، ركيزة أساسية لبقاء المؤسسات ونموها، غير أن نطاق القرارات المالية لا يقتصر على هذه القرارات الأساسية، بل يمتد ليشمل مجالات أخرى سيتم التطرق إليها فيما يلي (جمام و دباش، 2015، صفحة 71):

- **قرار الاستثمار:** يتمحور حول إنفاق مالي آني بغرض تحقيق عوائد مستقبلية تمتد على عدة فترات متتالية؛
- **قرار التمويل:** هذا القرار يتعلق بأنواع مصادر الأموال وكيفية الحصول عليها، والموازنة بين أنواعها المختلفة في سبيل الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل؛
- يرتبط قرار التمويل ارتباطاً وثيقاً بقرار الاستثمار لأنه سيتم مقارنة معدل العائد على المشروع الاستثماري وتكلفة تمويله، وبما أن الموارد المالية للمؤسسة محدودة، فيجب عليها أن تختار المشاريع الاستثمارية التي تضمن لها عائداً مرتفعاً وتكلفة منخفضة، وذلك لتقليل مخاطر الإفلاس (زغيب و بوجعادة، صفحة 2)؛
- **قرار توزيع الأرباح:** هذا القرار يتعلق بالجزء من الأرباح الذي سيوزع على المساهمين والجزء الذي سيعاد استثماره، ويعتمد هذا القرار على جودة قرار الاستثمار وقرار التمويل، فكلما اتسما بالكفاءة ارتفعت فرصة المؤسسة في تحقيق عوائد منتظمة؛

كما يورد (قوادر، 2021، الصفحات 15-16):

- **قرار استغلال الأصول المؤجرة:** يمثل خياراً بديل عن امتلاك الأصول، وله دور في خفض التكاليف وزيادة ثروة المساهمين، فالمؤجر بفضل خبرته وقوته الاقتصادية، قد يتمكن من شراء أو تصنيع الأصول بأسعار منخفضة، مما يُمكنه من تقديم أسعار إيجار مُخفضة للمستأجر في حالة عدم توافره على هذه القوة الاقتصادية، كما يوفر الاستئجار مزايا أخرى، منها تحسين وزيادة سيولة المؤسسة، وإمكانية استبدال الأصول بأخرى أكثر تطوراً تكنولوجياً، وغيرها؛

– قرار الاندماج والسيطرة على المؤسسات: يُعد قرار الاندماج والسيطرة من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسات بهدف النمو والتوسع، خاصةً بعد بلوغ مرحلة الاستقرار، ويُعرف الاندماج بأنه جمع مؤسستين بحيث تحتفظ إحدهما (المؤسسة الداجمة) بأهليتها القانونية، بينما تفقد الأخرى (المؤسسة المدججة) شخصيتها القانونية، وتندمج أصولها والتزاماتها في المؤسسة الداجمة، يُتميّز ذلك عن الاتحاد، حيث يتم إنشاء كيان جديد بذاتية قانونية مستقلة عن المؤسستين المتحدتين فهما يزولان تماماً عن الوجود. أما عملية السيطرة، فتتحقق بشراء عدد كافٍ من أسهم مؤسسة أخرى، مما يُمكن المؤسسة المسيطرة من التحكم في إدارة المؤسسة المُستحوذ عليها، وذلك بتشكيلها مجلس إدارة يقوم بتوجيه سياستها، فعملية السيطرة لا تعني زوال المؤسسة المسيطر عليها من الوجود كشخصية قانونية، ولكن من المؤكد انعدام استقلال سياسة هذه المؤسسة؛

– إعادة الهيكلة المالية: يهدف هذا القرار إلى إعادة تشكيل هيكل الخصوم، من خلال تقليص عدد الأسهم العادية القائمة والمتداولة في السوق بصورة كبيرة، وهذا بإعادة شراء هذه الأسهم من طرف المؤسسة وزيادة الديون المستخدمة في تمويل عملياتها، حيث تنتقل نسبة الدين في هيكل التمويل من حوالي 20%-30% نحو 60% -70%، وذلك عبر إصدار سندات دين بكميات كبيرة لتمويل هذه العملية.

3. ربط الأداء المالي باتخاذ القرار:

إن الهدف النهائي لأي قرار مالي ليس مجرد تحقيق الربح، بل هو تحسين "الأداء المؤسسي" الشامل والمستدام، حيث يستكشف هذا الفرع الطبيعة السببية لهذه العلاقة.

1.3. تعريف الأداء المالي:

يعبر الأداء المالي عن مدى فعالية المؤسسة على بلوغ الأهداف المحددة وتحقيقها، أو يعرفه بدلالة النتيجة بغض النظر عن الوسائل المستخدمة بأنه النتيجة النهائية لنشاط المؤسسة، وهذا التعريف يعد محدود جداً لأنه من الممكن أن تحقق المؤسسة الاقتصادية النتيجة المطلوبة، وعلى النقيض يحدث استنزاف كبير للموارد، وهو ما يتعارض مع مبدأ العقلانية (بن سنة و قاشي، 2021، صفحة 251)، وفي سياق تعريف آخر يتمثل الأداء المالي في قدرة الأنشطة المختلفة على توليد قيمة مضافة، أو فعالية استخدام المخصصات المالية من خلال بلوغ الأهداف المسطرة وفق شرط تدنية التكاليف (قمان و قديد، 2021، صفحة 362).

تنبع أهمية الأداء المالي من كونه آلية لتقييم أداء المؤسسات من عدة زوايا، بما يخدم تطلعات الأطراف ذات المصلحة، حيث يسمح هذا التقييم بتشخيص مكان القوة والقصور، مما يشكل قاعدة بيانات تستعمل في توجيه القرار المالية نحو الرشد، وعليه يمكن حصر أهمية الأداء المالي في أنه يلقي الضوء على كل من جانب: قياس معدلات الربحية والمردودية، تشخيص وضعية السيولة المالية، تتبع ديناميكية وتطور النشاط، تحليل هيكل المديونية ودرجة الاستدانة، رصد اتجاهات سياسات التوزيع، الموازنة بين العائد والمخاطرة، تقييم وتيرة النمو والتوسع في حجم المؤسسة (وهبي، 2015، صفحة 47)، كما تتجلى قيمته في متابعة وتفحص سلوك المؤسسة

ومراقبة وضعها وتقييم مستويات أدائها وفعاليتها وتوجيهه نحو الاتجاه الصحيح والمطلوب، من خلال تحديد المعوقات وبيان أسبابها واقتراح إجراءاتها التصحيحية وترشيد الاستخدامات العامة للمؤسسة واستثماراتها وفقاً لأهدافها الاستراتيجية، وهو ما يصب في خدمة القرارات الكفيلة بضمان الديمومة وتعزيز المركز التنافسي (الخطيب، 2010، الصفحات 46-47).

وفي هذا السياق، يوفر تحليل الأداء المالي للمستثمرين جملة من المزايا، أبرزها (ووترز، 2002، صفحة 17):
— تمكين المستثمر من الإحاطة الشاملة بطبيعة النشاط المؤسسي ومساره، فضلاً عن رصد الظروف الاقتصادية والمالية المحيطة، وتقدير مدى تأثير أدوات الأداء المالي من ربحية وسيولة ونشاط ومديونية وتوزيعات؛
— يساعد المستثمر في إجراء عملية التحليل والمقارنة وتفسير البيانات المالية وفهم التفاعل بين البيانات المالية لاتخاذ القرار الملائم لأوضاع المؤسسة؛

— تساعد في التعرف على الوضع المالي القائم في المؤسسة في فترة معينة، واعتبارها أداة لتدارك الثغرات والمشاكل والمعوقات التي قد تظهر فالمؤشرات تدق ناقوس الخطر إذا كانت المؤسسة تواجه صعوبات نقدية أو ربحية أو لكثرة الديون ومخاطر التعثر المالي، الأمر الذي يُحتم على القائمين على الإدارة التدخل لتقويم الوضع (الخطيب، 2010، صفحة 45).

2.3. ماهية عملية تقييم الأداء المالي:

يشير تقييم الأداء المالي إلى إصدار حكم قيمي حول إدارة الموارد المتاحة للمؤسسة (الطبيعية والمادية والمالية) وذلك لخدمة مصالح أطراف مختلفة، إذ يعد هذا التقييم أداة لقياس النتائج المحققة أو المنتظرة في ضوء معايير محددة مسبقاً، وهذا لتحديد ما يمكن قياسه ومن ثم مدى تحقيق الأهداف لمعرفة مستوى الفعالية، وقياس درجة الكفاءة من خلال الموازنة بين النتائج والموارد (وهي، 2015، صفحة 48).

3.3. علاقة الأداء المالي باتخاذ القرارات المالية في المؤسسة:

إن العلاقة بين الأداء المالي واتخاذ القرار المالي للمؤسسة هي علاقة تكاملية وليست مجرد مجموعة من القرارات المنفصلة، فالأداء المالي الأمثل لا يتحقق إلا من خلال التفاعل الاستراتيجي المنسق بين قرارات الاستثمار، والتمويل، وتوزيع الأرباح، حيث يبدأ المسار نحو خلق القيمة بقرار الاستثمار الرشيد، الذي يحدد المشاريع القادرة على توليد عوائد تفوق تكلفتها، وهو ما يمثل المحرك الأساسي لنمو الأرباح والقيمة، ولكن نجاح هذه الاستثمارات مرهون بقرار التمويل الذي يوفر هيكل رأس مال أمثل يقلل من متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال، مما يعزز جدوى المشاريع الاستثمارية ويقلل من المخاطر المالية، وأخيراً، يأتي قرار توزيع الأرباح ليعمل كآلية إشارية للسوق تعكس قوة الأداء المستقبلي، وكأداة لفرض الانضباط المالي على الإدارة، مع ضمان توفير التمويل الداخلي اللازم من خلال الأرباح المحتجزة لدورة الاستثمار التالية، وبهذا، فإن الأداء المالي ليس سوى النتيجة النهائية لهذه المنظومة المتكاملة، حيث تؤدي القرارات المالية الذكية إلى تعظيم القيمة من خلال زيادة الربحية،

وتقليل المخاطر، وتعزيز ثقة المستثمرين، مما يؤكد أن الإدارة المالية الفعالة هي فن الموازنة والتنسيق بين هذه القرارات لتحقيق هدف واحد: تعظيم ثروة المساهمين بشكل مستدام.

هذه العلاقة ليست مجرد ارتباط إحصائي، بل هي علاقة سببية جوهرية حيث تمثل القرارات المالية الاستراتيجية (الاستثمار، التمويل، وتوزيع الأرباح) المتغيرات المستقلة التي تحدد بشكل مباشر وحاسم مستوى الأداء المالي، والذي يُقاس من خلال مؤشرات معينة، وعليه فإن الأداء المالي لا يُعد نتيجة عشوائية لظروف السوق، بل هو الانعكاس المباشر لكفاءة الإدارة المالية في تخصيص الموارد النادرة وتعبئتها بطريقة تعظم ثروة المساهمين وفعاليتها في تحقيق الأهداف المرجوة.

إن الهدف النهائي للإدارة المالية لا يقتصر على مجرد تحقيق الأرباح المحاسبية، بل يمتد ليشمل تعظيم القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة، وهو ما لا يمكن تحقيقه إلا من خلال منظومة متكاملة من القرارات المالية الرشيدة والمتراصة.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على اتخاذ القرارات المالية

يتم اتخاذ القرارات في المنظمات في ظل بيئة متحركة وديناميكية، وتتأثر عملية اتخاذ القرارات بالتغيرات التي تحدث في البيئة الداخلية والخارجية للمنظمة، وتتمثل هذه العوامل فيما يلي (مداحي، 2018، الصفحات 238-239):

1. العوامل الخارجية (البيئية):

عملية اتخاذ القرارات داخل المنظمة تتأثر بالعوامل البيئية المحيطة، والتي تؤثر عليها بشكل مباشر أو غير مباشر. يمكن تصنيف هذه العوامل البيئية إلى الفئات التالية:

– **العوامل الاقتصادية:** تعكس المستوى العام للنشاط الاقتصادي العالمي بما في ذلك تقلبات الدورات الاقتصادية، والاتفاقات والتكتلات الاقتصادية الدولية وآثارها على معدلات التبادل التجاري، إضافة إلى حالات التضخم والانكماش ومستويات القوة الشرائية للعملة، وكذلك السياسات المالية والنقدية للدولة؛

– **العوامل السياسية:** تشمل درجة الاستقرار السياسي التي تساعد على التنبؤ بالنتائج المتوقعة للبدائل، والاتجاهات الإيديولوجية للحكومة، ومدى تدخل الدولة في النشاط السياسي وفي أنشطة المنظمات؛

– **العوامل التكنولوجية:** تشمل وجود نظام فعال للاتصالات وشبكة معلومات وطنية تساعد على تدفق المعلومات بين المنظمات؛

– **العوامل الاجتماعية:** تشمل الاتجاهات والقيم والأنماط السلوكية السائدة في المجتمع والتي تؤثر على مستوى الأفراد؛

– **العوامل الواقعية:** تشمل الحقيقة والواقع المحيط بعملية اتخاذ القرار وما ترجحه تلك الحقيقة من وسيلة أو تفضيل بديل معين دون سواه.

إلى جانب ذلك، توجد مجموعة أخرى من المؤثرات التي يمكن تلخيصها كما يلي (عثمان و لحر، 2018، صفحة 161):

– **بيئة السوق وحدّة المنافسة:** تتأثر قرارات المؤسسة بالتغيرات التي تطرأ على حجم الطلب ومستويات العرض، فضلاً عن تحركات المنافسين سواء بدخول فاعلين جدد إلى السوق أو انسحاب آخرين منه؛

– **الظروف الإنتاجية:** العلاقات مع الموردين والزبائن تؤثر على عملية اتخاذ القرار؛

– **العوامل التنظيمية والاجتماعية وظروف العمل وتشريعات الدولة:** جميعها تؤثر على متخذ القرار في اختيار البديل الأمثل.

2. العوامل الداخلية:

تؤثر على عملية اتخاذ القرارات إلى جانب العوامل الخارجية مجموعة من العوامل الداخلية التي تنشأ داخل المنظمة وترتبط بميكلها التنظيمي وبالعاملين فيها، ويمكن تصنيف هذه العوامل إلى:

– **أهداف المنظمة:** تُعد أهداف المنظمة بمثابة القاعدة التوجيهية الأساسية لجميع العمليات والقرارات، حيث يُفترض أن يساهم كل قرار بشكل مباشر أو غير مباشر في تحقيق هذه الأهداف مهما اختلف مستواها، فإن عملية اتخاذ القرار تهدف إلى اختيار البدائل التي تنسجم مع هذه الأهداف، الأمر الذي يساهم في دعم أداء المنظمة وزيادة احتمالية نجاحها في تحقيق أهدافها على المدى الطويل؛

– **الضغوط:** تؤثر بعض الظواهر السلوكية والتفاعلات الانسانية على القرارات الادارية بشكل غير مباشر، ومن أبرز هذه الظواهر الضغوط واستخدام النفوذ؛

– **العوامل السلوكية:** تؤثر مجموعة من العوامل السلوكية على كفاءة متخذ القرار، وقد أشارت جمعية المحاسبين الأمريكية الى مجموعة من العوامل السلوكية التي تؤثر في اختيار متخذي القرارات لقراراتهم، وتمثل هذه العوامل الخصائص السلوكية التي تحكم طبيعة متخذ القرار وتساهم في تشكيل طريقة تفكيره واختياراته، ويمكن إيجازها فيما يلي:

• **الدوافع:** تُمثّل الدوافع حالة نفسية تدفع السلوك نحو هدف معين، فهي قوة داخلية تنبع من رغبات وحاجات الفرد التي يسعى لإشباعها. تُعتبر الدوافع من أهم المتغيرات التي تُساهم في رفع درجة استغلال الطاقة البشرية لمتخذ القرار، كونها القوة المحركة لسلوك الإنسان؛

وقد يكون متخذ القرار مدفوعاً بجملة من الدوافع المهمة وهي الرغبة في السلطة والقوة/ الرغبة في تحقيق مركز أدبي واجتماعي/ حب المغامرة وتحمل المخاطرة والشعور بالأهمية والامتياز في العمل؛ إن معرفة الإدارة لدوافع الافراد يمّكنها من تحقيق ما يلي:

- تقديم الحوافز الملائمة التي تشبع حاجات الموظفين والعمال؛
 - توفير درجة مناسبة من الرضا عند هؤلاء الافراد؛
 - توجيه دوافع الافراد في المسار السليم وتعديلها وتنوعها؛
 - الحصول على تعاون الافراد واستعدادهم لبذل الجهد اللازم للوصول إلى الإنتاجية المطلوبة؛
 - تقريب اهداف الافراد وأهداف العمل ونشر جو من التعاون والتفاهم بين الإدارة والافراد.
- **القلق والصراع:** يعرف القلق بشعور عدم التأكد الذي يصاحب مواجهة خطر متوقع، ويرتبط تأثير القلق على سلوك متخذ القرار بمستوى توقعه حول النتائج المرغوبة، فإن متخذ القرار الذي يسعى الى تحقيق الانجازات يميل الى خلق مستويات عالية من التوقع، فيما يحاول متخذ القرار الذي يسعى الى تفادي الفشل يميل لخلق مستويات منخفضة من التوقع.

● **الاتجاهات:** هي مجموعة من المعتقدات والمشاعر والميول السلوكية التي يحملها الفرد تجاه موضوع معين، وتُعبّر الاتجاهات عن الطريقة التي توجّه إدراك الفرد وسلوكه نحو موضوعات أو أفكار معينة، وتؤثر في تقييمه واستجابته لها، بما يعكس استعداداً مكتسباً للقبول أو الرفض.

ومن بين العوامل الأخرى ما يلي (عثمان و لحر، 2018، صفحة 160):

- **نظام إدارة المعلومات:** يسهم توفر النظم المعلوماتية الفعالة في تبسيط عملية اتخاذ القرار، ذلك لأن النظام سيزود متخذ القرار بالمعلومات التي تساعد في اختيار البديل الأنسب؛
- **درجة العلاقات التنظيمية:** كلما كان هناك تقارب بين الأفراد والإدارات والأقسام، كان تبادل المعلومات أكبر، وبالتالي تحديد الخيار الأمثل أسهل؛
- **حجم المؤسسة ودرجة مركزيتها:** كلما كان حجم المؤسسة أكبر، كان اتخاذ القرار أكثر تعقيداً.

المبحث الثاني: ماهية التمويل والقرار التمويلي

يعد قرار التمويل أحد الركائز الأساسية التي تعتمد عليها المؤسسات لتحقيق الاستمرارية والنجاح، ولا يخفى أن جودة هذا القرار تعتمد بشكل جوهري على مدى دقة المعلومات المتاحة للإدارة المالية وكفاءة هذه الأخيرة في تحليلها وتوظيفها، وقبل الشروع في استعراض تعريف القرار التمويلي وأنواعه المختلفة، يستوجب الأمر أولاً الوقوف على مفهوم التمويل ذاته، واستكشاف المحددات التي تؤثر في اختيار المصدر التمويلي الأمثل.

المطلب الأول: نظرة عامة حول التمويل

يُعد التمويل ركيزة أساسية لإنشاء وتشغيل وتوسيع المؤسسات بمختلف أنواعها وأحجامها، فهي تحتاج إلى مصادر تمويل متنوعة لتغطية احتياجاتها المالية وتنفيذ عملياتها، وتبرز مشاكل التمويل تأثيراً بالغاً على جميع المؤسسات، لكنها تُشكل تحدياً أكبر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة نظراً لخصائصها المميزة.

1. تعريف التمويل:

يتمثل التمويل في مجموعة الأنشطة والقرارات المتعلقة بكيفية حصول المؤسسة على الموارد المالية اللازمة لتسيير أعمالها وتحقيق أهدافها، ويتضمن ذلك البحث عن مصادر التمويل المختلفة (قروض، أسهم، إلخ) وتقييم المخاطر والعوائد لكل منها، ثم اختيار المزيج الأمثل الذي يوازن بين توليفة (العائد/ المخاطرة) (توين، بلحمدي، و الحرتسي، 2018، صفحة 254)؛

وللقيام بوظيفة التمويل يجب توافر كفاءة متميزة لدى الإدارة المالية، لما للقرارات التمويلية من انعكاسات مباشرة على المؤشرات الربحية للمؤسسة ومتانة مركزها المالي (عقل، 2009، صفحة 393)؛ بمجرد إنهاء الإدارة المالية للمؤسسة من تحديد كمية ونوعية احتياجاتها من الأموال، يتبقى عليها أن تقرر مصادر التمويل التي عليها أن تختار من بينها، وكذا كيفية المزج بين هذه المصادر من حيث الكم والنوع والمصدر للوصول إلى التوليفة المثلى، الأمر الذي يتطلب مراعاة الاعتبار الآتية (خريوش، ارشيد، و جودة، 2011، صفحة 120):

— تأثير هيكل الديون على ربحية وقيمة المنشأة، انطلاقاً من مبدأ أن الغاية الجوهرية للإدارة المالية هي تعظيم القيمة الحالية للمؤسسة؛

— مستوى الدين الذي يتناسب ووضع المؤسسة؛

— المزيج المناسب من مصادر التمويل القصيرة والطويلة الأجل وحقوق المالكين، وهذا في ضوء تركيبة الموجودات وفترات استحقاقها؛

بالإضافة إلى تلك الاعتبارات، ولضمان الاختيار الأنسب من بين الخيارات المتاحة، لا بد أن تتوفر لدى الإدارة المالية للمؤسسة القدرات الكافية لتقييم أثر استخدام مصادر التمويل المختلفة على ربحية المؤسسة وقيمتها الحالية، كما يتوجب عليها، قبل أن تستقر على أي من مصادر التمويل أن تكون على دراية بالمصادر المتاحة جميعها، وطبيعة كل واحد منها ومميزاته وعيوبه ومدى توافره، وكذلك تكلفة كل منها والإجراءات اللازمة للحصول عليه، على سبيل المثال تختلف إجراءات إصدار رأس المال عن إجراءات إصدار السندات، وكلاهما يختلف في الإجراءات عن الاقتراض المباشر من البنوك، فالأولى تتطلب إجراءات وشكليات ينص عليها القانون، في حين أن إجراءات الاقتراض هي إجراءات بسيطة تتمثل في التفاوض على شروط القرض وتوقيع العقد مع البنك (عقل، الإدارة المالية والتحليل المالي، 2010، صفحة 149) ؛

تشكل الأسواق المالية الآلية الرئيسة للتمويل الخارجي، إذ تكمن وظيفتها الاقتصادية في نقل الموارد من الوحدات ذات الفائض الادخاري إلى وحدات العجز المالي لتغطية متطلبات النمو، مما يتيح للأخيرة تنفيذ استثماراتها فوراً دون الحاجة لانتظار تكوين تراكم رأسمالي ذاتي (خريوش، أرشيد، و جودة، 2011، صفحة 121)، واستناداً إلى معيار آجال استحقاق الأدوات المتداولة، تنقسم هذه الأسواق إلى فئتين: السوق النقدي (Money Market) الذي يختص بتداول الأدوات قصيرة الأجل وعالية السيولة كالأوراق التجارية، وسوق رأس المال (Capital Market) المعني بتداول الأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات (عقل، مقدمة في الإدارة المالية، 2009، صفحة 394):

2. محددات الاختيار بين مصادر التمويل:

عندما تقرر المؤسسة نوعية الأصول التي ترغب في اقتنائها، تقوم المؤسسة بتقييم البدائل التمويلية المختلفة بناءً على عدة عوامل مهمة منها (خريوش، أرشيد، و جودة، 2011، صفحة 123):

- مقدار التمويل المطلوب والفترة الزمنية المتوقعة لاستخدامه؛
- مدى ملائمة مصادر التمويل مع أوجه استخدامات توظيف هذه الأموال؛
- تكلفة التمويل مقارنةً مع معدل التكلفة السائد ومع عائد الاستثمار المتوقع؛
- جدول السداد وتزامنه مع التدفقات النقدية المتوقعة تحقيقها من تشغيل الموجودات الممولة؛
- القيود التي يفرضها الممولون على المؤسسة المقترضة، مثل شروط عدم الاقتراض الإضافي، وعدم توزيع الأرباح، والمحافظة على معدلات محددة من النسب المالية طوال فترة الاقتراض.

3. خصائص مصادر التمويل:

لكل مصدر من مصادر التمويل مجموعة من الخصائص المتميزة عن باقي المصادر الأخرى، ويمكن دراسة هذه المصادر من خلال عدة جوانب رئيسية، منها ما يلي (عقل، مقدمة في الإدارة المالية، 2009، الصفحات 395-399):

— **موعد الاستحقاق:** وهو التاريخ المحدد الذي يجب على المقترض فيه سداد الدين للدائن، وتختلف أموال الاقتراض عن أموال أصحاب المشروع المقدمة منهم على شكل رأس مال أو على شكل أرباح محتفظ بها في النقاط التالية:

- للقروض آجال محددة يتوجب أن تسدد فيها، وفي حال تعثر المؤسسة المقترضة عن السداد، قد يؤدي ذلك إلى مقاضاتها وإجبارها على التصفية؛
- تتميز أموال الملكية بطابع الاستثمار الدائم، ولكن لا يعني ذلك الثبات الدائم في الاستثمار، فبإمكان المستثمر بيع حصته أو تصفية المؤسسة لاسترداد أمواله، كما يمكن في بعض المشاريع تحديد تاريخ محدد للانتهاء، وبعد ذلك يتم تصفية المشروع ما لم يتم الاتفاق على تجديده لفترة أخرى، وأن إمكانية استرداد المالك لاستثماره

الكامل تعتمد على حالة ومركز المؤسسة، فإذا كان المشروع ناجحاً، قد يتمكن المالك من استرداد أكثر من قيمة استثماره، أو أقل من ذلك إذا لم يكن الأمر كذلك؛

وبشكل عام تؤدي زيادة الاقتراض إلى زيادة المخاطر المالية للمؤسسة في المقابل، ان زيادة رأس المال تؤدي إلى زيادة صافي قيمة المؤسسة وتخفيض المديونية والمخاطر المالية المرتبطة بها، مما يحسن المركز الائتماني للمؤسسة؛

– **الحق على الدخل:** يتميز التمويل بالاقتراض عن أموال الملكية بثلاثة جوانب رئيسية تتعلق بحقوق الدخل، وهي كما يلي (خريوش، ارشيد، و جودة، 2011، الصفحات 124-125):

● **الأولوية:** تشير إلى حق الدائنين في استرداد رأس المال والفوائد المستحقة عليهم قبل أن يحصل مالكو المشروع على حصصهم من الأرباح، وفي بعض الحالات قد يضطر مالكو المشروع إلى التوقف عن توزيع الأرباح تحت ضغط الدائنين إذا كان مثل هذا التوزيع سيؤدي إلى تهديد أولوية الدائنين أو يؤخر استيفاء حقوقهم، بالإضافة إلى أولوية الدائنين على المالكين، هناك أولويات أيضاً بين الدائنين أنفسهم، إذ يتقدم الدائنون أصحاب الامتياز على الدائنين العاديين، حيث يحصل العمال وكذلك المؤسسات الحكومية على حقوقها من المشروع قبل حصول الدائنين العاديين على حقوقهم؛

● **التأكد:** يتميز الدائنون العاديون على المالكين بالتأكد من الحصول على دينهم وفوائده في مواعيد المتفق عليها للدفع، بغض النظر عن تحقيق المؤسسة للأرباح أو عدم تحقيقها لذلك، وإذا فشلت في الدفع فإنها تعرض نفسها للملاحقة القانونية، أما المالكون فلا يحصلون على الأرباح إلا بعد تحققها واتخاذ قرار بتوزيعها وبعد دفع التزاماتهم للمقرضين، وعلى الرغم من أن درجة التأكد في تحصيل الدخل أعلى لدى الدائنين منها لدى أصحاب المشروع، إلا أن ذلك لا يعني التأكد المطلق بحصول الدائنين على كامل حقوقهم، ففي حال خسارة الشركة وإفلاسها وعدم كفاية ما يتحقق من التصفية للوفاء بالديون، فإن ذلك سيعني خسارة الدائن بمقدار النقص الحاصل؛

● **مقدار الدخل:** ان ما يحصل عليه الدائنون من المؤسسة المقترضة يكون عادة مقداره محدداً وثابتاً بغض النظر عن النتائج المحققة، أما بالنسبة إلى المالكين فإن ما يحصلون عليه من ربح أو خسارة غير محدد، فان تحققت الأرباح المجزية نخدمهم يحتفظون بجميع ما يزيد على حقوق الدائنين، وإن كانت هناك خسارة فهم مجبرون أيضاً على دفع حقوق الدائنين وتحمل الخسارة؛

– **الحق على الموجودات:** وإذا ما بقيت عمليات المؤسسة مربحة وبقيت قادرة على الوفاء بالتزاماتها، واستمرت في الدفع ما يتحقق عليها لجميع دائنيها في مواعيد الاستحقاق، يكون اهتمام المستثمرين مركزاً على العائد المحقق على استثماراتهم، لكن إذا واجهت المؤسسة بالمشكلات وتم تصفيتها، يتوجه الاهتمام نحو قيمة أصولها والأولويات على هذه القيمة لاستيفاء كل من الدائنين والمستثمرين لحقوقهم، وتخضع عملية توزيع نواتج التصفية في المؤسسة لتراتبية قانونية صارمة تحدد أولويات السداد حيث تقتضي القواعد استيفاء الحقوق وفق تسلسل

تنازلي يبدأ بالدائنين الممتازين، يليهم الدائنون أصحاب الديون المضمونة برهون على الأصول، ثم الدائنون العاديون (غير المضمونين)، لينتقل الحق بعد ذلك إلى المساهمين الممتازين، وفي المرتبة الأخيرة يأتي حملة الأسهم العادية (قوادر، 2021، صفحة 40)، مع اشتراط عدم حصول أي فئة أدنى في الترتيب على مستحقاتها ما لم يتم تغطية كامل حقوق الفئة التي تسبقها، وإذا كانت حصيلة التصفية غير كافية لتسديد الدائنين العاديين، فإنه يتم توزيع المبلغ المتوافر عليهم بشكل نسبي بينهم؛

— **حق الإدارة والسيطرة:** إدارة المؤسسة حق من حقوق الملاك العاديين (حملة الأسهم في الشركات المساهمة وأصحاب المؤسسات العادية)، ولا يملك الدائنون ولا الملاك الممتازون مثل هذا الحق، والحكمة في بقاء الإدارة في أيدي حملة الأسهم العادية هي كونهم الأكثر تعرضاً للمخاطر بالمقارنة مع الدائنين وأصحاب الحقوق الممتازة، إذ أنهم لا يحصلون على أي دخل إلا بعد حصول الدائنين وأصحاب الامتياز على حقوقهم، ومن ثم يكونون أصحاب أكبر مصلحة في الحصول على ربح يفي باحتياجات الدائنين والملاك الممتازين ليبقى لهم عائد مناسب، لذلك، فليس من المتوقع أن يقبل مثل هؤلاء المستثمرين باستثمار أموالهم في أية مؤسسة تحت مثل هذه الظروف إلا إذا كانت لديهم القوة الكافية للسيطرة على إدارتها؛

— **المرونة:** يوفر الاقتراض للمؤسسة مرونة في التمويل أكثر من التمويل عن طريق إصدار الأسهم، فالأقتراض متوافر بأنواع متعددة ومواعيد متفاوتة بكميات تناسب الحاجة، في حين لا يتوافر مثل ذلك عند التمويل عن طريق زيادة رأس المال، لأن التمويل بهذه الطريقة يتطلب أن يكون حجم الإصدار بمستوى معين يبرر تحمل العناء وتكاليف وإجراءات الإصدار؛

— **الأثر على العوائد:** إن الاقتراض له تأثير أقل على تآكل العوائد بالمقارنة مع زيادة رأس المال، لأن حق المقترض يقتصر على الفوائد التي سيتم استيعاب جزء منها من خلال الضريبة، وهو بذلك لا يزيد قاعدة توزيع الأرباح، بعكس زيادة رأس المال التي تؤدي إلى زيادة قاعدة التوزيع وحقوقها في الأرباح الخاضعة للضريبة.

المطلب الثاني: مصادر تمويل الاستثمارات

تعتمد المؤسسة عادة على مصدرين رئيسيين لتمويل فرصها الاستثمارية وهما مصادر التمويل الداخلية والخارجية، والعنصر الأهم في المفاضلة بين هذين المصدرين هو تخفيض التكلفة المرجحة لرأس مالها، وتؤخذ في الاعتبار مجموعة من العوامل، خاصة ما يلي (مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، 2003، صفحة 287):

— **تكلفة التمويل،** من الضروري تقييم التكاليف المرتبطة بكل مصدر تمويلي بشكل دقيق؛

— **ملاءمة التمويل:** يجب أن يتناسب نوع التمويل مع طبيعة الأصول التي يمولها، في الاعتبار كثافة رأس المال للمؤسسة، ومثالا على ذلك إذا كان الهدف من قرار التمويل هو تمويل رأس المال العامل فمن غير المناسب أن يكون تمويله بقرض طويل الأجل في هذه الحالة، بل يفضل تمويله بقرض قصير الأجل وهذا بهدف تخفيض

التكلفة المرجحة للأموال إلى أدنى حد ممكن، أما إذا كان التوسع أو شراء أصل رأسمالي هو الهدف من قرار التمويل، يكون التمويل في هذه الحالة من خلال حقوق الملكية أو قرض طويل الأجل (عامر، 2019، صفحة 42)؛

— وضعية الخزينة ومدى توفر السيولة عند اتخاذ قرار التمويل، وسياساتها المتبعة في إدارة هذه السيولة؛
— معدل النمو والتوقعات في المبيعات، فمع زيادته تزداد الحاجة إلى أموال إضافية والعكس بالعكس؛
— السياسة التسعيرية المنتهجة من قبل المؤسسة، حيث تنخفض الاحتياجات التمويلية مع زيادة هامش الربح المحقق؛

— القيود المفروضة من قبل المقرضين على المؤسسة، خاصة ما يتعلق بالضمانات المقدمة وسياسات توزيع الأرباح؛

— المزايا الضريبية المتوفرة في مصادر التمويل الخارجية والتي قد تفوق نظيرتها المتاحة عبر قنوات التمويل الذاتي؛
إلى جانب ذلك (عقل، الإدارة المالية والتحليل المالي، 2010، الصفحات 156-159):

— عنصر الدّخل ويتجلى في إمكانية رفع معدلات العائد الموجهة للملاك عبر الاستفادة من التمويل بالاقتراض، شريطة أن يكون العائد على الموجودات أكبر من تكلفة الاقتراض، ومن أهم مزايا التمويل عن طريق الاقتراض الثابت الكلفة هو تحسين العائد على حقوق أصحاب المؤسسة بشكل أفضل مما لو كانت عمليات المؤسسة ممولة جميعها من قبل أصحابها أي دون اقتراض، وذلك فقط في الحالات التي تكون فيها تكلفة الاقتراض أقل من العائد على الموجودات، أما إذا كانت كلفة الاقتراض أعلى من العائد على الموجودات، فإن نتائج الرفع المالي ستكون عكسية، مما يؤدي إلى انخفاض العائد على حقوق الملكية؛

— عنصر الخطر وينظر لهذا العنصر في مجال العوامل المحددة من منظورين وهما: خطر التشغيل وخطر التمويل، حيث يرتبط الخطر الأول بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها، ويتوجب على المؤسسة أن تعتمد على المزيد من رأس المال في الحالات التي تكون فيها مخاطر التشغيل مرتفعة بدلاً من الاعتماد على الاقتراض، لأن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر في قدرة المؤسسة على خدمة ديونها وقد يعرضها للإفلاس إذا ما كانت أعباء خدمة الدين أكبر من قدرتها، أما خطر التمويل فينتج عن زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المؤسسة، ويؤدي مثل هذا الاعتماد المتزايد إلى زيادة أعباء خدمة الدين، وقد يعرض المؤسسة للفشل في حالة عجزها عن خدمة ديونها، وعندما تواجه المؤسسة الفشل تتهدد مصالح الملاك أكثر من غيرهم، لأنهم آخر من سوف يستوفي حقه عند تصفية المؤسسة؛

— عنصر السيطرة والإدارة فبقاء سيطرة الملاك الحاليين على المؤسسة من العوامل التي تلعب دوراً بارزاً في تخطيط مصادر التمويل، لهذا السبب، كثيراً ما نجد المالكين يفضلون التمويل عن طريق الاقتراض وإصدار الأسهم الممتازة بدلاً من إصدار أسهم عادية، لأن الدائنين العاديين والممتازين لا يحددون هذه السيطرة بشكل مباشر لأنهم لا

يملكون التدخل في الإدارة، ومع ذلك، لا يمكن حدوث هذا الأمر بشكل مستمر، لأن التوسع في الاقتراض قد يؤدي إلى ارتفاع مديونية المؤسسة وعجزها عن القيام بخدمة ديونها وإفلاسها، لذا يكون من الأفضل تفادي الإفلاس بالتضحية لذلك، يُفضّل تفادي الإفلاس عبر التخلي عن جزء من السيطرة من خلال زيادة رأس المال وقبول دخول شركاء جدد؛

— المرونة التمويلية وتشير إلى مدى قابلية الهيكل المالي للمؤسسة للتكيف عبر رفع أو تخفيض الأموال المقترضة وفقاً للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال، كما تعني توفر خيارات متعددة مستقبلية متاحة أمامها، خاصةً إذا تعددت مصادر التمويل المتاحة للحصول على الأموال؛

— التوقيت وهو عامل يساعد المؤسسة على تحديد الوقت الذي ستدخل فيه إلى السوق مقترضة لأجل الحصول على الأموال بأدنى كلفة ممكنة وبأفضل الشروط. ولكن الحاجة المؤسسة إلى الأموال في بعض الأحيان قد تلغي قدرتها على التوقيت، وفي كل الأحوال، يجب أن ينظر للتوقيت في إطار قدرة المؤسسة على قراءة الأسواق المالية والأحداث المتوقعة؛

— معايير المديونية للصناعة وهناك مستويات متعارف عليها لنسبة إجمالي الديون إلى صافي حقوق المساهمين لمختلفة أنواع الصناعات، ويجب على المؤسسة ألا تتجاوز هذه المستويات المعيارية في حجم مديونيتها، لأن الخروج عن هذه الأنماط المتعارف عليها سيثير شكوك المقرض من حيث سلامة الموقف المالي؛

— الظروف الاقتصادية العامة قد تُشجع ظروف الرواج الاقتصادي المؤسسات على التوسع في الاقتراض لتمويل عملياتها بدلاً من الاعتماد على زيادة رأس المال. ذلك لأن ظروف الرواج تُعطي المؤسسات ثقة بقدرة على خدمة دينها؛

— حجم المؤسسة له تأثير على قدرتها على التوسع في الاقتراض، فالمؤسسات ذات الحجم الواسعة والمصادر المالية الكبيرة غالباً ما تتمتع بثقة أكبر من مصادر التمويل مقارنة بالمؤسسات الصغيرة، هذا يعني أن المؤسسات الكبيرة عادة ما تكون في وضع أفضل للحصول على تمويل بأسعار فائدة أكثر تنافسية؛

— التصنيف الائتماني للمؤسسة هو رأي فني في ملائمة المؤسسة، فكلما كان هذا الأخير إيجابياً كلما زادت قدرة المؤسسة على الحصول على مزيد من مصادر التمويل سواء من خلال الاقتراض أو زيادة رأس المال؛

— نمط التدفق النقدي يشير إلى الفترة الزمنية التي تنقضي على الاستثمار حتى تبدأ المؤسسة في تحقيق التدفقات النقدية الداخلة من عملياته، فهذه الفترة التي تنقضي بينهما لها آثار سلبية على السيولة النقدية للمؤسسة، ولتجنب ذلك يمكن اختيار مصادر تمويل تتزامن مواعيد سدادها مع مواعيد التدفقات النقدية الداخلة، ومن أفضل هذه المصادر من منظور السيولة هو رأس المال، حيث لا حاجة لإعادته لأصحابه كما في حالة الاقتراض، كما يمكن تعديل نسبة الأرباح الموزعة على المساهمين حسب الظروف المالية للمؤسسة، في المقابل، إذا تم التمويل

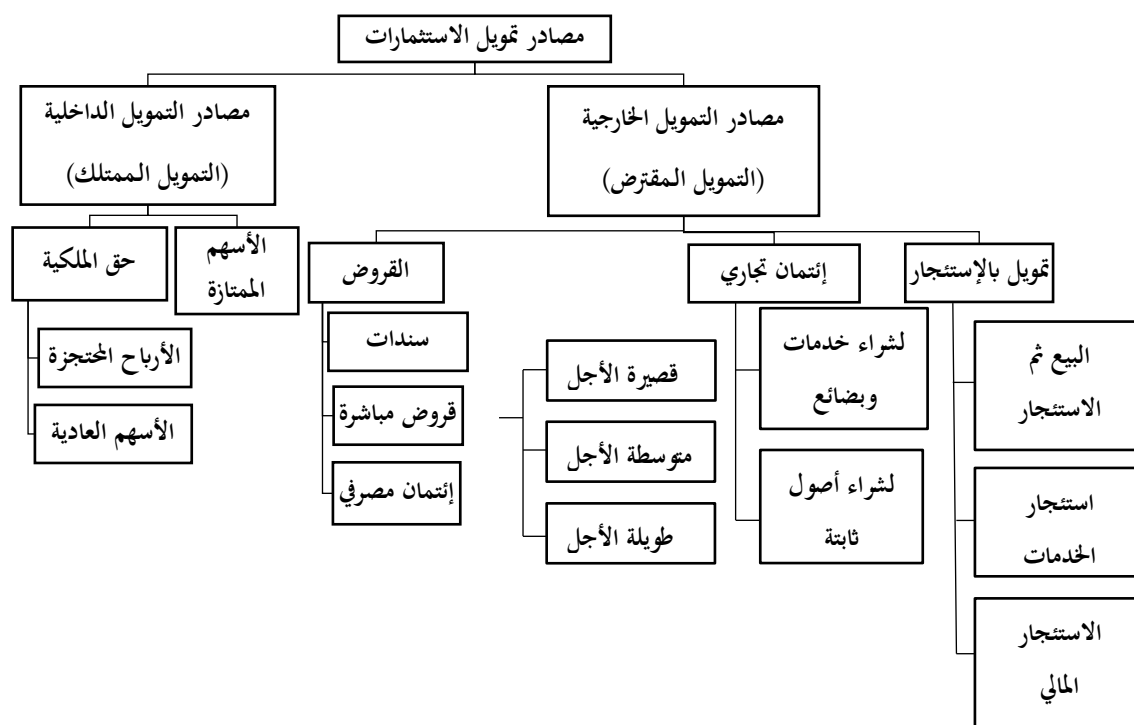
الفصل الأول: التأصيل النظري لقرارات التمويل والاستثمار

عن طريق الاقتراض، فإن الالتزام بدفع الفوائد والأقساط سيشكل عبئاً أكبر على المؤسسة، حتى وإن لم يتحقق أي دخل لها؛

— طاقة الاقتراض فقد يكون استخدام الديون لتمويل عمليات المؤسسة مفيداً من الناحية الضريبية، حيث أن الفوائد المدفوعة على القروض تُعتبر نفقة يمكن خصمها من الدخل الخاضع للضريبة. ومع ذلك، فإن قدرة المؤسسة إلا أن السقف الائتماني للمؤسسة ومحدودية أصولها القابلة للرهن يفرضان قيوداً عملية تحول دون التوسع اللامتناهي في الاستدانة.

فيما يلي عرض لأهم المصادر التمويلية التي يمكن للمؤسسة استخدامها لتمويل فرصها الاستثمارية، معروضاً في الشكل التالي:

الشكل البياني رقم (I-1): مصادر تمويل الاستثمارات.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

— توبين علي، بلحمدي سيد علي، الحرتسي حميد عبد الله، دور دراسات الجدوى المالية في ترشيد قرارات التمويل: دراسة حالة تمويل مؤسسة (EFB)، المجلة المغاربية للإقتصاد والمناجنت، المجلد 05، العدد 01، سنة 2018، ص 256.

حسب الشكل أعلاه تصنف المصادر الأساسية لتمويل الفرص الاستثمارية إلى قسمين رئيسيين: التمويل الداخلي والتمويل الخارجي.

1. مصادر التمويل الداخلية: وهي الأموال المتولدة من العمليات الجارية للمؤسسة، هذه المصادر تعتبر أقل تكلفة لكن من الصعب الاعتماد عليها بصفة كلية في تمويل استثمارات، فغالباً ما يتجاوز حجم الاستثمارات

هذا المورد ما يدفع المؤسسة للبحث عن مصادر خارجية للتمويل النقص الحاصل (معراج، بهناس، و مجدل، 2013، صفحة 181)، يشمل هذا التصنيف عدة عناصر، منها:

1.1. حق الملكية: التي تتألف من:

– **الأرباح المحتجزة:** وتُعرف بأنها الجزء المتبقي من الأرباح الصافية بعد خصم التوزيعات، من ممارسة نشاطها خلال السنة الجارية أو السنوات السابقة، والذي يوزع على المساهمين كأرباح ويظهر ضمن عناصر حقوق الملكية في الميزانية العامة للشركة، فبدلاً من توزيع كامل الأرباح، يتم توجيه حصة منها لتدعيم حسابات الاحتياطي، بغرض تغطية استحقاقات القروض وتمويل عمليات تجديد التجهيزات الإنتاجية (عامر، 2019، صفحة 46)؛

– **الأسهم العادية:** وتُعد سندات ملكية تمنح حاملها حق المشاركة في رأس مال الشركة المصدرة، ويتم طرحها إما في مرحلة التأسيس الأولي أو عند الرغبة في زيادة رأس المال لتمويل التوسعات، تمنح هذه الأسهم مالكيها الحق في حضور الجمعية العامة السنوية والتصويت على القرارات، بالإضافة إلى الحصول على توزيعات الأرباح إذا قرر مجلس إدارة الشركة توزيع جزءاً منها أو كلها، وفي حالة تصفية الشركة تتأخر مرتبة المساهمين العاديين في استرداد أموالهم إلى ما بعد الوفاء بكامل مستحقات حملة السندات والملاك الممتازين (قسوم ميساوي، 2018، صفحة 27)؛

2.1. **الأسهم الممتازة:** تُعد شكلاً من أشكال الملكية، وتُصنّف كأداة مالية هجينة تجمع بين خصائص الأسهم العادية والسندات، ويعد مقدار الربح الموزع ثابت بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم الممتاز، ويبقى استحقاق وصرف هذه العوائد مشروطاً بصدور قرار من إدارة المؤسسة يقضي بتوزيع الأرباح (بن نوار و غالم، 2021، صفحة 482)، وتحوّل هذه الأوراق المالية لحامليها امتيازات حصرية وحقوقاً تفضيلية لا تتوفر لدى حملة الأسهم العادية، على سبيل المثال حاملها يحصل على أولوية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة كما أنه يتمتع بالأولوية في الحصول على حقوقه عند تصفية الشركة قبل حامل الأسهم العادية وبعد حامل السندات، بالإضافة إلى أن الشركة المصدرة لهذه الأسهم تقوم باستدعائها وتصفيتها، وذلك إما بسبب توفر السيولة النقدية لدى الشركة ورغبتها في تخفيض عدد الأسهم، أو في حال توفر بدائل تمويلية أخرى تتيح للمؤسسة تكلفة أموال أدنى مقارنة بالأعباء المترتبة على الأسهم الممتازة (قسوم ميساوي، 2018، صفحة 29)؛

2. **مصادر التمويل الخارجية:** ويشير إلى مجموع التدفقات المالية التي تستقطبها المؤسسة من بيئتها الخارجية لتمويل أعبائها والوفاء بتعهداتها، وذلك إما لسد العجز في التمويل الذاتي، أو لاغتنام فرص التمويل الخارجي متى ما كانت تكلفتها أكثر انخفاضاً وجدوى (عامر، 2019، صفحة 48)، ويصنف هذا النوع إلى:

1.2. **القروض:** القروض: وتُصطلح عليها بالتمويل عبر الاستدانة، حيث يتم توفير هذه الموارد من الهيئات المالية الوسيطة (كالمصارف، وشركات التأمين، وصناديق التقاعد) استناداً إلى اتفاقية ائتمانية تُلزم المؤسسة المقترضة بعبء خدمة الدين (دفع الفوائد) طيلة فترة الاستحقاق، مع وجوب سداد أصل القرض وفق الجدول

الزمي المتفق عليه (بن نوار و غالم، 2021، صفحة 482)، ويندرج تحت هذا البند مجموعة متنوعة من الصيغ التمويلية يمكن إيجازها في الآتي:

– **الائتمان المصرفي:** يُعبر الائتمان المصرفي عن التمويلات قصيرة المدى التي تقدمها البنوك للمؤسسات، وتتنوع صيغ هذا التمويل لتشمل خصم الأوراق التجارية، وتسهيلات الصندوق، بالإضافة إلى السحب على المكشوف (عبو و عبو، 2021، صفحة 84)؛

– **القروض المباشرة بأنواعها:** تتسم هذه القروض بوجود جدول زمني محدد لسداد أقساطها على مدى سنوات محددة وبصفة منتظمة ويطلق على هذه الأقساط في هذه الحالة مدفوعات الإهلاك، وفي الغالب، تتطلب هذه القروض تقديم ضمانات مثل أصول أو أي نوع من أنواع الضمانات الأخرى، كما تجدر الإشارة إلى أنه قد توجد استثناءات لهذه الشروط في بعض الأحيان حيث تمثل البنوك المصدر الرئيسي لهذه القروض وتتراوح مدتها ما بين سنة وخمس سنوات وقد تمتد لأكثر من ذلك في ظروف استثنائية (زهواني، وصيف فائزة، و بوعافية، 2017، صفحة 246)؛

– **السندات:** تُعرف بأنها أدوات مالية ذات قيمة اسمية محددة تُصدرها الحكومات أو الشركات لغرض تأمين تمويل طويل الأمد. ويُعد السند بمثابة عقد دين طويل الأجل يلتزم فيه الطرف المصدر بدفع فوائد دورية، إلى جانب رد أصل المبلغ (القيمة الاسمية) عند حلول تاريخ الاستحقاق (بن نوار و غالم، 2021، صفحة 483)؛

2.2. **الائتمان التجاري:** هو تسهيل ائتماني (غالباً قصير الأجل) يمنحه المورد للمنشأة عند شرائها لمواد خام أو بضائع بغرض التصنيع أو إعادة البيع. ومن الجدير بالذكر أن مدة هذا الائتمان قد تصبح متوسطة أو طويلة الأجل في حال كان الغرض منه شراء أصول ثابتة (توبين، بلحمدي، و الحرتسي، 2018، صفحة 256)؛

3.2. **التمويل بالاستئجار:** يُعد هذا النوع بديلاً استراتيجياً عن الشراء المباشر للأصول الثابتة، مما يتيح للمشروع ميزة تجنب دفع التكلفة الإجمالية للأصل (عبد العزيز، 2006، الصفحات 134-135).

المطلب الثالث: مدخل إلى القرار التمويلي

تكتسب القرارات التمويلية أهمية بالغة في صميم عمليات المؤسسة، حيث أن اختيار مصادر التمويل المناسبة للاستثمارات يمثل قراراً مصيرياً ينعكس بشكل مباشر على أداء المؤسسة وقدرتها التنافسية.

يبحث قرار التمويل في الكيفية التي تحصل بها المؤسسة على الأموال الضرورية للاستثمارات، فهل يجب عليها إصدار أسهم جديدة أو اللجوء إلى الاستدانة؟، هذا القرار مرتبط ارتباطاً وثيقاً بقرار الاستثمار، لأنه ستكون هناك مقارنة بين معدل المردودية للمشروع الاستثماري وتكلفة تمويله، وبما أن الموارد المالية للمؤسسة محدودة فيجب عليها أن تختار المشاريع الاستثمارية التي تضمن تعظيم الربحية وتدنية التكاليف مع الحرص على تقليل احتمالات الانهيار المالي (زغيب و بوجعادة، صفحة 02).

وبالتالي، تتمحور قرارات التمويل حول تحديد الهيكل التمويلي ودراسة المخاطر المترتبة على تكلفته (عمر الشيخ و أسعد مبارك، 2020، صفحة 159) ، ويقضي ذلك من متخذ القرار التأكد من إمكانية توفير الأموال اللازمة في الوقت المناسب وبأقل تكلفة ممكنة، لتوجيهها نحو استثمارات ذات جدوى (الزبيدي ح.، 2008، صفحة 48)، وتهدف هذه القرارات في النهاية إلى الوصول للتركيب المثلى لمصادر التمويل التي تحقق الحد الأدنى من التكلفة، مما يسهم في تعظيم ثروة الملاك والقيمة السوقية للمؤسسة (رمضاني و آخرون، 2015، صفحة 126).

يرتكز اتخاذ القرار التمويلي على استخدام مجموعة من الأدوات التحليلية في تحديد القرار المالي المناسب، وأهمها: التحليل المالي، تحليل التعادل، الرفع المالي والتشغيل، وتكلفة التمويل. سنحاول عرضها في الفصول اللاحقة.

عند اتخاذ القرارات المالية يولي المديرون الماليون اهتماما بالقرارات التمويلية بعد قرارات الاستثمارية، وهذا لاعتبارها الضمان الرئيسي لاستمرارية المشاريع الاستثمارية واستمرارية المؤسسة ككل، حيث تستند هذه القرارات إلى اختيار مصدر تمويل مناسب يتلاءم مع الهيكل التمويلي للمؤسسة ووضعها المالي، ويتطلب اتخاذ هذه القرارات إجراء العديد من الدراسات، حيث ان الاختيارات الخاطئة قد تؤدي إلى انخيار المؤسسة أو إلى سيطرة أطراف أخرى عليها في حال ارتفاع نسبة الاستدانة أو إصدار أسهم جديدة، لذلك من الضروري على المديرين الماليين تحديد النسبة المالية المثلى لكل المصادر التمويلية والموازنة في استعمالها، ويظهر ما سبق مدى تعقيد عملية اتخاذ القرار التمويلي الملائم (قوادر، 2021، صفحة 40)، وتتخذ هذه القرارات أشكالاً عدة (عامر، 2019، صفحة 43):

- قرارات مرتبطة بالهيكل المالي؛
- القرارات التي لها علاقة بتحديد شروط وسياسات منح الائتمان؛
- قرارات خاصة بتقدير حجم رأس المال العامل؛
- طرق الحصول على الأموال الجديدة؛
- توزيع الأرباح؛
- خطط إعادة التمويل؛
- الاندماج؛
- التصفية.

وبصفة عامة، يمكن تصنيف قرارات التمويل ضمن ثلاث فئات رئيسية (براهيمي، 2023، صفحة 71):

- **القرارات المرتبطة بهيكل الأصول:** وتُعنى بآلية تكوين وتوزيع الأصول داخل المؤسسة، إذ تساعد هذه القرارات في تحليل كفاءة استخدام الموارد، وتوجيه الاستثمارات، ودعم عملية اتخاذ القرارات المالية الاستراتيجية؛

- القرارات المرتبطة بمبكل الخصوم وحقوق الملكية: وتتعلق هذه القرارات بالتزامات المؤسسة وكيفية جمع وتوزيع رأس المال بين الموارد المملوكة والمقترضة؛
- يمثل القرار المقسوم وهو ما تم تحديده من مساهمة التمويل الداخلي من أموال، أي القرار الذي يحدد نسبة الأرباح المحتجزة التي تم احتجازها وتوزيعها على حملة الأسهم العادية.
- تستند عملية اتخاذ القرار التمويلي إلى جملة من المبادئ الأساسية التي يتحتم على الإدارة المالية مراعاتها بدقة، وتتمثل فيما يلي (توبين، بلحمدي، و الحرتسي، 2018، صفحة 255):
- تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة؛
- الأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود؛
- كفاءة أسواق رأس المال: يهدف التمويل إلى تعظيم ثروة الملاك أو حملة الأسهم، ولا يمكن قياس هذه الثروة إلا في ظل أسواق مالية كفؤة، فالسوق الكفاء هو الذي تعكس فيه قيم الأصول والسندات بدقة جميع المعلومات المتاحة للجمهور في أي لحظة؛
- التأثير الضريبية: يجب أن تراعي القرارات التمويلية الآثار الضريبية بعين الاعتبار، بحيث يجب حساب مجمل التدفقات النقدية بعد خصم الضرائب؛
- إشكالية الوكالة: وتنشأ نتيجة لمبدأ فصل الملكية عن التسيير فالمالك يسعى لتعظيم ثروته بينما يميل المسير إلى تعظيم منافعه الخاصة من حيث المرتبات والحوافز، هذا التضارب في المصالح يدفعهم إلى تجنب المشاريع عالية المخاطر حتى وإن كانت ذات عوائد مرتفعة، خوفاً من أن تكلفهم مناصبهم.

المبحث الثالث: الإطار النظري للاستثمار والمشروع الاستثماري

يمثل الاستثمار أحد المحركات الأساسية للنمو الاقتصادي وتعزيز كفاءة المؤسسات، إذ يساهم في توسيع الطاقات الإنتاجية لخلق القيمة المضافة ورفع مستوى التنافسية، ولا يكتمل فهم العملية الاستثمارية إلا باستيعاب طبيعة "المشروع الاستثماري" باعتباره الوحدة الأساسية والوعاء التنظيمي الذي تتجسد من خلاله هذه الاستثمارات.

المطلب الأول: ماهية الاستثمار

يُشكل فهم طبيعة الاستثمار والمشاريع الاستثمارية حجر الزاوية في دراسة القرارات المالية، حيث أن الاستثمار هو المحرك الرئيسي لنمو الاقتصادي والتنمية المستدامة، فهو يشكل أحد الركائز الأساسية لخلق فرص العمل وزيادة الإنتاج وتحسين مستوى معيشة المواطنين، وتتجسد الاستثمارات في المشاريع الاستثمارية الملموسة، ولفهم آليات عمل الاستثمارات والمشاريع الاستثمارية وتأثيرها على الاقتصاد والمجتمع، يقتضي الأمر الإحاطة بالإطار النظري المنظم لها، وهو ما يعالجه هذا المبحث.

1. تعريف الاستثمار:

يرتكز تحديد مفهوم للاستثمار على الزاوية أو المنظور الذي ينظر إليه من خلاله، ويمكن تعريف مفهوم الاستثمار عبر ثلاثة محاور تتكامل فيما بينها لتشكيل تصور شامل.

1.1. التعريف الاقتصادي:

في السياق الاقتصادي، يشير الاستثمار إلى عملية تخصيص الموارد المتوفرة، قد تكون موارد ذاتية في شكل مدخرات أو قد تكون موارد خارجية عن المشروع في شكل قروض اما عن طريق البنوك والمؤسسات المالية أو قروض سندات، و هذا بغية تحقيق إيرادات مستقبلية موزعة على فترات زمنية تتناسب مع عمر المشروع الاستثماري (تحقيق عائد مستقبلي على شكل أقساط أو عبارة أخرى تدفقات نقدية متتابة خلال فترات مختلفة)، بحيث تتجاوز مجموع الإيرادات الصافية الانفاق المبدئي (معراج، بهناس، و مجدل، 2013، صفحة 41).

تتحقق جدوى الاستثمار عند تحقيق صافي أرباح تفوق التكلفة الأولية، شرط مراعاة العوامل التالية:

القيمة الزمنية للنقد: يُعرف هذا بتكلفة الفرصة البديلة وهو الفرق بين قيمة الأموال المُستثمرة في الوقت الحاضر وقيمتها في المستقبل في ظل غياب التضخم أو المخاطر.

التضخم: يؤثر التضخم على قيمة الأموال مع مرور الوقت، مما يؤدي إلى تآكل قدرتها الشرائية.

المخاطر: تُشير المخاطر إلى احتمال عدم تحقيق التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار.

ومما سبق يمكن القول إن مفهوم الاستثمار من الناحية الاقتصادية يأخذ في اعتباره مجموعة من الأسس في اعتماد المشاريع الاستثمارية وهي (Djuatio, 2004, p. 18):

- **مدة حياة المشروع:** يُعد تحديد فترة حياة المشروع الاستثماري من العوامل الأساسية لتقييم جدواه، حيث تُحدد هذه المدة الفترة الزمنية التي يُتوقع خلالها تحقيق العوائد من المشروع؛
- **الربحية السنوية للمشروع:** تُعد فعالية ومردودية المشروع الاستثماري من أهم المعايير في تحديد جدواه، حيث تُقاس هذه الفعالية بمقدار الربحية السنوية التي يُتوقع تحقيقها من المشروع؛
- **المخاطرة المرتبطة بمستقبل المشروع:** يُعد تحليل المخاطر جزءاً لا يتجزأ من دراسة المشاريع الاستثمارية، حيث يهدف إلى تحديد العوامل التي قد تُؤثر سلباً على نجاح المشروع. وتُركز هذه الدراسة على تحديد المخاطر المُحتملة، وتقييم تأثيرها، ووضع خطط للحد من هذه المخاطر أو التحكم فيها. مع ذلك، يجدر التوضيح أن تحليل المخاطر لا يلغي الخطر بشكل كامل، بل يركز على تحديده، دراسته، والحد من تأثيراته إلى أقصى حد ممكن.

يطمح المستثمر من خلال قراره الاستثماري إلى جني عائد يكفل له تعويضاً عادلاً عن العوامل السابق ذكرها، وهو ما يُصطلح عليه بمعدل العائد المطلوب (Required rate of return)، يُشترط لقبول أي مشروع أن يعادل عائده المتوقع (Expected Return) هذا المعدل أو يزيد عليه، حيث تؤثر درجة المخاطر المرتبطة بالاستثمار و المتعلقة كذلك بالزمن على معدل العائد المطلوب، أما مقدار العائد الإضافي الذي يُطلبه المستثمر م تعويضاً عن تحمل مستوى معين من المخاطر بناء على خصائصه الشخصية، ويُحدد هذا العائد من خلال آليات السوق التنافسية (غدار، 2017، صفحة 20).

2.1. التعريف المالي:

من وجهة نظر مالية، الاستثمار هو تخصيص نفقات حالية تُدرّ مداخيل مستقبلية تُغطي النفقات الأولية للمشروع الاستثماري، مع احتمال تحقيق عوائد إضافية (Conso & Hemici, 1999, p. 377). إن الاستثمار من خلال المفهوم المالي يرتبط بصافي التدفقات النقدية الناتجة عن المشروع، هذه التدفقات النقدية تتكون من تدفقات نقدية خارجة (النفقات) وتدفقات نقدية داخلية (الإيرادات)، أما صافي التدفقات النقدية فيعبر عن الفرق بين الإيرادات والنفقات (معراج، بهناس، و مجدل، 2013، صفحة 42).

3.1. التعريف المحاسبي:

"هو عملية اقتناء أو إنجاز أصول ثابتة طويلة الأجل، سواء كانت مالية أو معنوية، تهدف هذه الأصول إلى تحقيق فوائد اقتصادية مستمرة تساهم في زيادة ثروة المؤسسة وقيمتها الاقتصادية" (Cohen, 1991, p. 249).

وعلى ضوء ما سبق من التعاريف يمكن تعريف الاستثمار على أنه:

"عملية اقتصادية منظمة، يُنفذها شخص طبيعي أو اعتباري، ويُدار وفق أسس وقواعد علمية أو عقلانية، تهدف هذه العملية إلى توجيه الأصول المادية أو غير المادية والبشرية والمعلوماتية لتحقيق عوائد اقتصادية أو اجتماعية أو ثقافية أو علمية في المستقبل من خلال تدفقات مستمرة عادة تتضمن قيمًا تتجاوز القيمة الحقيقية الحالية للأصول الرأسمالية المطلوبة، وتُنفذ في ظروف تسعى لتحقيق أعلى درجات التأكد والأمان، دون أن ينفي ذلك وجود هامش مستمر من المخاطرة.

2. خصائص الاستثمار:

يتسم النشاط الاستثماري بمجموعة من السمات الجوهرية أبرزها (منصوري، 2012، الصفحات 20-21):
— تكاليف الكلية للاستثمار: ويُقصد بها إجمالي الأعباء المالية والنفقات التي يتطلبها تأسيس المشروع وإطلاقه، وتُصنف لنوعين رئيسيين الاستثمارية والتشغيلية، وهي كالآتي:

• **التكاليف الاستثمارية:** وهي تشمل المصاريف اللازمة لإنشاء المشروع والتي تُصرف مع بداية المشروع إلى أن يحقق هذا الأخير تدفقات نقدية، وتتمثل في تكاليف الأصول الثابتة مثل شراء الأراضي والمعدات والمباني، آلات، والتي تمثل الجزء الأكبر من تكلفة المشروع، إضافة لذلك التكاليف المتعلقة بالدراسات التمهيديّة أي كل النفقات التي تتدفق قبل انطلاق المشروع مثل المصاريف التصميمات، الرسوم الهندسية، وهذا إلى جانب مجموعة من التكاليف مثل: تكاليف التجارب، وتكاليف اجراء الدورات التدريبية؛

• **تكاليف التشغيل:** تندرج تكاليف التشغيل في المرحلة الثانية للاستثمار وهي مرحلة التشغيل، وذلك بعد إقامة المشروع ووضعه في حالة صالحة لمباشرة العمل، في هذه المرحلة، تظهر مجموعة جديدة من التكاليف اللازمة لاستغلال طاقات المشروع المتاحة في العملية الإنتاجية، ومن جملة هذه التكاليف نذكر: النقل، التأمين، مصاريف المستخدمين والأجور، مصاريف المواد اللازمة للعملية الإنتاجية...

– **التدفقات النقدية:** تمثل جميع المبالغ المالية التي يتوقع تحقيقها في المستقبل على مدى حياة الاستثمار، وتُحسب هذه التدفقات النقدية بعد خصم جميع المستحقات على الاستثمار، مثل الضرائب والرسوم؛

– **مدة حياة المشروع:** وهي الفترة الزمنية التي يُتوقع أن يبقى فيها الاستثمار في حالة عطاء جيدة مع تدفق نقدي موجب، ويُمكن تحديد مدة حياة الاستثمار من خلال مدة الحياة المادية، وهي الفترة التي يمكن أن يعمل فيها المشروع فعلياً، أو من خلال دورة حياة المنتج وبالتالي على مدى الحياة الاقتصادية للمشروع؛

– **القيمة المتبقية:** يتم تقدير القيمة المتبقية للاستثمار عند نهاية مدة الحياة المتوقعة له، وتمثل قيمة الأصول الثابتة التي لم تُستهلك خلال مدة حياة المشروع، تُعدّ هذه القيمة المتبقية إيراداً إضافياً للمؤسسة وبالتالي يُضاف إلى التدفقات النقدية للسنة الختامية من الاستغلال.

المطلب الثاني: مجالات الاستثمار

يشير مجال الاستثمار **Investment Fields** إلى نوع أو طبيعة النشاط الاقتصادي الذي يختاره المستثمر لاستثمار أمواله بغرض تحقيق عائد. بشكل عام، يمكن تصنيف الاستثمار تبعاً لعدة معايير أساسية، وهي كالتالي:

1. تصنيف الاستثمار حسب طبيعته:

أي حسب طبيعة حيازة الأصل، فإن الاستثمار إما يكون حقيقياً أو مالياً.

الاستثمار الحقيقي أو الاقتصادي ينتج عنه حيازة أصل له قيمة اقتصادية في حد ذاته، واستخدامه يؤدي إلى تحقيق منفعة اقتصادية إضافية تظهر إما في شكل سلعة أو في شكل خدمة كالعقار والمعادن النفيسة والمشاريع الاقتصادية والسلع... الخ، حيث يشمل هذا التصنيف أربعة أقسام وهي استثمارات التعويض أو الاحلال،

استثمارات التحديث، استثمارات التجديد والاستثمارات الاستراتيجية (طلحي، 2022، الصفحات 7-8)، وسوف نركز في دراستنا على هذا النوع من الاستثمارات (الاستثمار الحقيقي)، لأنه يُعدّ أساساً مُهمّاً في دراسات الجدوى وتقييم المشاريع، خاصة لأنه يُسهم بشكل مُباشر في التنمية الاقتصادية، أما الاستثمار المالي يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية (مثل الأسهم، السندات، وشهادات الإيداع)، أي في أصل لا يُعطي لحامله حق حيازة أصل حقيقي، بل يُعطيه حقاً مالياً يُحوّله المطالبة بأصل حقيقي (كداوي، 2008، صفحة 3)، وهي تمثل أيضاً حقوقاً تنشأ عن معاملات مالية بين الناس و تتميز بما يلي (شموط و عبود كنجو، 2010، صفحة 21):

- وجود أسواق منظمة بدرجة عالية من التنظيم تسهل التعامل بالأصول المالية؛

- انخفاض تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية؛

- وجود وسطاء ماليين متخصصين؛

- الانتشار الواسع للأدوات المالية الاستثمارية؛

2. تصنيف الاستثمار وفقاً للنطاق الزمني (أو وفقاً لآجالها):

يمكن التمييز بين نوعين من الاستثمارات هي الاستثمارات قصيرة الأجل والاستثمار طويل الأجل.

الاستثمارات قصيرة الأجل وهي استثمارات تنفذ لمدة أقل من سنتين حيث ترتبط هذه الأخيرة بدورة الاستغلال لأن نتائجها تظهر في نهاية هذه الدورة، وتشمل الاستثمار قصير الاجل الاستثمار بالأوراق المالية والتي تأخذ شكل أذونات الخزينة، القبولات البنكية أو بشكل شهادات الإيداع، غالباً ما يطلق عليها اسم "الاستثمار النقدي" (لأن مكوناته تدخل في عرض النقد)، أما الاستثمارات **طويل الأجل** فتتفوق مدة إنجازها خمس سنوات وتشمل الاستثمار في الأسهم والسندات، ويطلق عليها اسم "الاستثمار الرأسمالي" (لأن مكوناته تدخل في تكوين رأس المال)، ومن المهم ملاحظة أن الاستثمار المالي يمكن أن يتحول إلى استثمار حقيقي، مثل شراء سهم في شركة تُشيد مصنعاً، فتتحول أصول الشركة المالية إلى أصول حقيقية في شكل مصنع و معدات، أي أن مؤسسات الأعمال بعد قيامها بإصدار الأسهم والسندات، فإنها تسعى في المقام الأول إلى خلق طاقة إنتاجية أو توسيع الطاقة القائمة، و تُعد هذه الطاقة نوعاً من الاستثمار الحقيقي؛

لذلك، عند شراء الأفراد للأسهم والسندات المطروحة لأول مرة، فإنهم يقومون باستثمار حقيقي، أما إذا قام الأفراد بشراء أسهم وسندات مطروحة ومتداولة سابقاً، فإن نشاطهم هذا يُعد نوعاً من الاستثمار المالي، لأنه لم يترتب عنه حقوق جديدة أو طاقة جديدة، بل مجرد نقل ملكية الأصول الموجودة أساساً؛

وفي الواقع، لا توجد حدود فاصلة واضحة بين الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي، فالعلاقة بينهما تكاملية

وليست تنافسية (العيساوي، 2013، صفحة 23)؛

3. تصنيف الاستثمار وفقاً للعائد الناجم من هذه الاستثمارات:

ونميز في هذه الحالة بين صنفين: استثمارات ذات عائد ثابت واستثمارات ذات عائد متقلب.

الاستثمارات ذات العائد الثابت كقيام المستثمر بالاكتتاب في أوراق مالية ثابتة الدخل كالسندات، والأسهم الممتازة، وإيداع الأموال لدى البنوك، أما **الاستثمارات ذات العائد المتقلب** فهنا يكون العائد متغيراً ليس فقط من فترة لأخرى وإنما كذلك من مشروع لآخر، كأن يقوم المستثمر بالاكتتاب في أسهم عادية أو يقوم بالتجارة ببعض السلع والخدمات (شعوط و عبود كنجو، 2010، الصفحات 18-19)؛

4. تصنيف الاستثمار وفقاً للنطاق الجغرافي للسوق:

فإن الاستثمار حسب هذا التصنيف إما أن يكون محلياً أو خارجياً.

الاستثمار المحلي وهو توجيه المدخرات الوطنية لتكوين رأس مال حقيقي داخل حدود الدولة من قبل مستثمرين يحملون جنسيات البلد نفسه، أما **الاستثمار الخارجي (الأجنبي)** هو استثمار تُنفذ عملياته عبر الحدود بين بلدان مختلفة، نتيجة لانتقال رؤوس الأموال الاستثمارية و الموارد الاقتصادية من بلد إلى آخر، بهدف تحقيق الأرباح و تعظيم المنافع من خلال تلك الاستثمارات، بمعنى آخر، الاستثمار الأجنبي هو الاستثمار الذي يقام خارج النظام النقدي و المالي و الاقتصادي و القانوني للدولة المستثمرة، و ينقسم إلى استثمار أجنبي مباشر و استثمار أجنبي غير مباشر (خريوش، أرشيد، و جودة، 2011، صفحة 34)؛

5. تصنيف الاستثمار حسب الدوافع:

وفقاً لهذا التصنيف يصنف الاستثمار إلى استثمار المستقل واستثمار المُحفّز

الاستثمار المستقل هو ذلك النوع من الاستثمار الذي يأتي من خارج دورة الدخل الجاري، وهو يعتبر محركاً أساسياً لزيادة الدخل والنتائج القومي. وهذا الاستثمار قد يأتي من قطاع الأعمال الخاص، الحكومة، أو من الاستثمار الأجنبي، أما **الاستثمار المُحفّز** فهو الاستثمار الذي يُنفذ نتيجة ل زيادة الدخل، وتُعد العلاقة بينهما طردية لاعتماد الاستثمار على الدخل، فكلما زاد الدخل زادت نسبة الادخار وبالتالي زادت نسبة الاستثمار، ويمكن تصوير هذه العلاقة من خلال معادلة الدخل التي تُبين أن الاستثمار يُعد عاملاً مُهماً في تحديد مستوى الدخل (اليساوي، 2013، الصفحات 23-24)؛

6. تصنيف الاستثمار حسب الجهة المنفذة له:

ويصنف إلى ثلاثة أنواع الاستثمار العام والخاص والمختلط.

الاستثمار العمومي هو الاستثمار في الرأس المال الحقيقي الجديد الذي تقوم به الحكومة لدعم التنمية الشاملة وتحقيق حاجات المصلحة العامة، يتم تمويل هذا النوع من الاستثمار من خلال مصادر مختلفة، إما من فائض

الإيرادات عن الإنفاق العادي أو من حصيللة القروض التي تطرحها في للاكتتاب العام، أو من حصيللة القروض الأجنبية التي تُعقد مع الحكومات أو الهيئات الدولية (لطفي، بدون سنة، صفحة 189)؛

أما الاستثمار الخاص فهو الاستثمار الذي تقوم به الأفراد أو الشركات الخاصة في مشاريع ذات طابع ربحي، ويتم تمويلها من خلال رؤوس الأموال الخاصة أو الوطنية أو الأجنبية أو رؤوس الأموال المشتركة (برتان، 1981، صفحة 10)؛

وفيما يخص الاستثمارات المختلطة فهي شكل من أشكال الاستثمار الذي يُجمع بين قطاع العام والخاص من أجل تنفيذ مشاريع كبرى ذات تكلفة عالية، تُعتمد هذه الاستثمارات عندما تحتاج الدولة إلى مصادر تمويل إضافية لتحقيق هذه المشاريع، وذلك لأن الحكومة قد لا تستطيع توفير التمويل الكافي من خلال ميزانيتها العامة (سرار، 2020، صفحة 23)؛

7. تصنيف الاستثمار حسب الغرض:

ونميز فيه ما يلي (Meye, 2007, p. 31):

— الاستثمارات الاحلالية: والغرض منها هو استبدال الأصول (المعدات والتجهيزات) القديمة بأصول جديدة تتمتع بنفس الخصائص التقنية للأصول القديمة، وذلك بهدف الحفاظ على نفس مستويات الطاقة الإنتاجية والتكاليف الإنتاجية في العملية الإنتاجية؛

— استثمارات التوسع: الهدف الرئيسي منها هو تعزيز قدرة المؤسسة على مواجهة الزيادة في الطلب، وتحقيق هذه الغاية من خلال إنشاء استثمارات جديدة موجهة إما لزيادة الطاقة الإنتاجية (استثمارات التوسع) أو لتوسيع تشكيلة المنتجات (استثمارات التنوع)، وتندرج هذه الاستثمارات ضمن فئة استثمارات الامتداد؛

— الاستثمارات التي تهدف إلى التحديث أو التطوير: الغرض منها تخفيض تكاليف الإنتاج وتحسين الإنتاجية والقدرة التنافسية للمؤسسة، وتحقيق هذه الأهداف من خلال إنشاء أصول إنتاجية جديدة تتميز بزيادة الطاقة الإنتاجية دون زيادة التكاليف الإنتاجية الثابتة، أو تخفيض التكاليف الإنتاجية الوحيدة لنفس حجم الإنتاج، وتصنف هذه الاستثمارات ضمن فئة استثمارات التحديث أو استثمارات الترشيح أو استثمارات الإنتاجية (الفتاحة، 2022، صفحة 52)؛

— استثمارات الابداع والابتكار: هذه الاستثمارات تمثل جهود المؤسسة في البحث وابتكار منتجات جديدة أو تحسين المنتجات القائمة، كما تتضمن أيضاً الاستثمار في تكنولوجيات إنتاجية متطورة أو التوسع في أسواق جديدة، وبالتالي، فإن الغرض الرئيسي لهذه الاستثمارات هو تعزيز القدرة التنافسية للمؤسسة من خلال تطوير

وتتميز المنتجات وزيادة المرونة والفعالية في العمليات الإنتاجية والتسويقية (Taverdet- Popoilek, 2006, p. 18)؛

— **الاستثمارات الاستراتيجية:** هذه الاستثمارات ضرورية للمؤسسة لحماية تواجدها واستمرارها لمواجهة المنافسة. وضمن هذا التصنيف، نميز ثلاثة أنواع من الاستثمارات الإستراتيجية (Chiha, 2009, p. 138):

• **الاستثمارات الهجومية:** وهي استثمارات ذات طابع هجومي، تسمح للمؤسسة بالحصول على حصص جديدة في السوق، وتحقيق موقع استراتيجي مقارنة بالمنافسين؛

• **الاستثمارات الدفاعية:** وهي استثمارات ذات طابع دفاعي، تسمح للمؤسسة بالحفاظ على موقعها التنافسي في حالة اشتداد المنافسة، وهذا ما يسمح لها باتباع استراتيجيات الاندماج العمودي؛

• **استثمارات التنوع:** وهي استثمارات موجهة لتنوع النشاط المتبع، وهذا ما يسمح للمؤسسة باتباع استراتيجيات التنوع.

8. تصنيف الاستثمار حسب النشاط:

ويصنف إلى الاستثمارات الاقتصادية، الاجتماعية، الإدارية، والاستثمار في الموارد البشرية وفي مجالات البحث والتطوير وهي كالآتي (غردى، 2012، الصفحات 55-56):

— **الاستثمارات الاقتصادية** هي الاستثمارات التي تركز على إنتاج السلع والخدمات التي تُستخدم للاستهلاك أو الاستثمار، وتشمل الاستثمار العقاري، التجارية، السياحي، الصناعي، الزراعي، الخدمية، المهن الحرة، ومجالات التعدين والنقل والخدمات الاستثمارية الأخرى، وكل مجال من هذه المجالات له طبيعته وبيئته الخاصة التي يتعامل معها المستثمر إيجابياً أو سلبياً لتحقيق أغراضه الاستثمارية، عند تقييم الطبيعة الخاصة لكل من هذه المجالات الاستثمارية، يأخذ المستثمر في الاعتبار مجموعة من الظروف البيئية والاقتصادية والسياسية المؤثرة، والتي تشكل العوامل الرئيسية لقياس جاذبية الفرص الاستثمارية في كل مجال، نذكر منها:

- حجم الموارد أو الأموال اللازمة للاستثمار؛
- حساسية كل مجال من مجالات الاستثمار للظروف السياسية والاجتماعية؛
- تأثير الاستثمارات بالعوامل التي يصعب السيطرة عليها؛
- مدة الاستثمار وفترة استرداد رأس المال؛
- قابلية تحويل الاستثمارات إلى أصلها النقدي؛
- تأثير مجالات الاستثمار بالتطور التكنولوجي السريع؛
- حساسية المجال الاستثماري للدورات الاقتصادية،

إلى غير ذلك من الظروف والاختبارات التي تترك مجالاً للمفاضلة بين مجال الاستثمار وآخر عند قياس الفرص البديلة فيما بينها؛

— **الاستثمارات الاجتماعية** هي الاستثمارات التي تهدف إلى تحسين مستوى الرفاه الاجتماعي للأفراد المجتمع، وتشمل المجالات التالية: الاستثمار في الأنشطة الرياضية، الثقافية، الصحية والترفيهية؛

— **الاستثمارات الإدارية** هي الاستثمارات التي تُركز على تطوير المرافق الإدارية التي تُساهم في حماية المجتمع وتنظيم أداءه، مثل المرافق الجيش، والأمن، والمصالح الحكومية؛

إضافة إلى (العيسوي، 2013، الصفحات 24-25):

— **الاستثمار البشري** هو استثمار مُهم للتنمية الاقتصادية والاجتماعية، وهذا بتركيزه على المجالات المتعلقة بالعنصر البشري مثل: التعليم، الصحة، الثقافة، ومجالات التدريب والتأهيل، مما يساهم في تحسين إنتاجيته، والدليل على ذلك هو أن العديد من الدراسات أثبتت أن إنتاجية العامل المتعلم أعلى بكثير من إنتاجية العامل الغير متعلم، يمكن أن يُعزى واحد من أسباب الصعوبات التي تواجه التنمية الاقتصادية في الدول النامية إلى عدم اهتمام تلك الدول بالعنصر البشري، والنتيجة هو انخفاض إنتاجيته؛

— **الاستثمار في مجالات البحث والتطوير** هو استثمار مُهم خاصة في الدول المتقدمة، يظهر ذلك بشكل واضح في اهتمام الشركات الصناعية الكبيرة في مجالات البحث والتطوير، فتُخصّص هذه الشركات مبالغ كبيرة في هذا المجال، سواء من خلال إنشاء مراكز البحث والدراسات، وتجهيزها بكل ما تحتاج إليه من معدات وأجهزة، واستقطاب الكوادر المتخصصة، وذلك للتوصل إلى طرق جديدة في الإنتاج ومحاولة التوصل إلى إحلال عناصر جديدة محل العناصر التقليدية ذات الكلفة العالية، أو الدخول إلى أسواق جديدة وكل ذلك من أجل تحسين نوعية المنتجات وتقليل التكاليف، والهدف هو زيادة القدرة التنافسية لمنتجاتها في السوق العالمية؛

9. تصنيف الاستثمار حسب أسلوب إدارة المشروع الاستثماري:

وينقسم إلى استثمار مباشر وغير مباشر وهما كتالي (عبد الله، 2010، صفحة 20):

يشير مصطلح "**الاستثمار المباشر**" إلى قيام مستثمر أجنبي سواء كان شخصاً طبيعياً أو معنوياً باستثمار أمواله في دولة أخرى، مما يؤدي إلى إنشاء مشروع جديد أو الاستحواذ على مشروع موجود بشكل كلي أو جزئي، حيث يتميز هذا النوع من الاستثمار بتحكم المستثمر الأجنبي في أنشطة المشروع سواء من خلال الملكية الكاملة أو الجزئية لرأس المال المشروع، مما يمنحه سلطة الإدارة واتخاذ القرارات، وعليه، يُعبر الاستثمار المباشر عن مشاركة فعالة للمستثمر الأجنبي في النشاط الاقتصادي للدولة المضيف مع الاحتفاظ بالسيطرة على إدارة المشروع؛

تُعدّ الشركات متعددة الجنسيات من صور الاستثمار المباشر، حيث تسعى إلى مدّ نشاطها إلى الخارج وتأسيس فروع لها، كما يمكن أن يتم الاستثمار المباشر على أساس مشاركة مع رأس المال الوطني، حيث تُحدد نسب المشاركة وفقاً للقانون الداخلي للدولة المضيفة؛

أما الاستثمار غير المباشر فيعد ذلك النوع الذي يقتصر فقط على انتقال الأموال النقدية دون أن يكون للمستثمر الأجنبي ملكية كل أو جزء من المشروع الاستثماري في هذا النوع من الاستثمار، لا يتمتع المستثمر الأجنبي بحق الرقابة أو السيطرة أو اتخاذ القرار في إدارة المشروع، ومن أهم صور الاستثمار غير المباشر شراء السندات الدولية، وشهادات الإيداع المصرفية الدولية، وشراء القيم المنقولة، وسندات الدين العام والخاص، وشراء الذهب والمعادن النفيسة، ومنح القروض للحكومات الأجنبية أو هيئاتها العامة أو الخاصة أو للأفراد، سواء كانت قصيرة الأجل أو متوسطة أو طويلة الأجل؛

على الرغم من عدم تفضيلها من قبل المستثمرين الأجانب في كثير من الأحيان، تتميز الاستثمارات غير المباشرة بخصائص محددة، منها:

✓ **التركيز على الأغراض الاستهلاكية:** تُوجه هذه الاستثمارات غالباً نحو تلبية احتياجات الاستهلاك، دون التركيز على نقل المعرفة أو التقنية؛

✓ **عدم نقل الخبرة التقنية:** تفتقر هذه الاستثمارات إلى دور فعال في نقل الخبرات الفنية أو التقنية بين الدول؛

✓ **الأرباح القصيرة الأجل:** قد تحقق هذه الاستثمارات أرباحاً على المدى القصير، لكنها قد لا تسهم في نمو اقتصادي مستدام على المدى الطويل؛

10. تصنيف الاستثمارات على وفق النفقات والعوائد:

نجد تبعاً لهذا المعيار أربعة أقسام رئيسية (هوشيار، 2009، صفحة 46):

— **دفعات واحدة للمدخلات ودفعات واحدة للمخرجات:** ويعني ذلك بأن المستثمر يتحمل نفقات الاستثمار من خلال تقديم دفعة واحدة وثم يتحقق العوائد أيضاً بدفعة واحدة. وهذا مثل الإنتاج للطلب المباشر في المجتمع التقليدي، حيث يتحمل المستثمر تكاليف شراء مستلزمات الإنتاج دفعة واحدة ثم يوجه الإنتاج للطلب المباشر ووفق مواصفات هذا الطلب، فيتلقى العوائد دفعة واحدة؛

— **دفعات متعددة للمدخلات ودفعات متعددة للمخرجات:** وهو ما يتحقق عندما يستمر الاستثمار في نفس النشاط، ولكن الإنتاج يوجه للأسواق المختلفة وليس للطلب المباشر. وبالتالي فإن المستثمر يتحمل تكاليف المدخلات في دفعات مستمرة ومتتالية، ويتلقى العوائد من نشاطه بشكل مستمر، وذلك كأى استثمار اعتيادي موجه للتسويق في القطاع الزراعي أو الخدمي؛

– **دفعه واحده للمدخلات ودفعات متعددة للمخرجات:** وهذا يتضح عند شراء أحد المستثمرين أسهمًا لشركات إنتاجية تعطي عوائد مستمرة، والتي هي حصص المساهمين من الأرباح وبذلك فإن هذا المستثمر يقدم دفعة واحدة من النفقات مقابل مدخلاته من الأسهم، ويحصل على دفعات من العوائد من الأرباح الموزعة كمخرجات؛

– **دفعات متعددة للمدخلات ودفعه واحده للمخرجات:** وذلك مثل قيام أحد المستثمرين بإنشاء جهاز إنتاجي من خلال تحويل تكاليف هذا الاستثمار لتقديم دفعات متتالية، ثم تسليمه كاملاً (هذا الجهاز) مقابل دفعة واحدة من العائد الاستثماري عند التسليم.

11. تصنيف حسب معيار القابلية للقياس:

يمكن التفريق بين نوعين من المشروعات وفقاً لمعيار القابلية للقياس، النوع الأول هو **المشروعات القابلة للقياس**، وهي تلك التي تنتج منتجات أو منافع قابلة للتقييم النقدي وقد تكون هذه المنتجات اما سلعاً أو خدمات، نذكر منها: المشروعات الزراعية، الصناعية والسياحية، كما تشمل هذه الفئة المشروعات التي لا يدفع المتفعون مقابلًا مباشرًا لمنافعها، مثل الطرق العامة ومشروعات الصرف الزراعي، ولكن بالإمكان تقييم منافعها نقديًا، أما النوع الثاني فهو **المشروعات غير القابلة للقياس**، وهي تلك التي يصعب تقييم منتجاتها بسهولة ودقة في صورة نقدية، مثل المشروعات ذات العلاقة بالتعليم والصحة (تمجدين، 2019، الصفحات 11-12).

12. تصنيف الاستثمارات حسب طبيعة ارتباطها:

يُعنى هذا التصنيف بدرجة تأثير منافع المشروع المُقترح على منافع مشاريع أخرى مُقترحة للإنجاز، بحيث يُصبح من الضروري في هذه الحالة تقييم المشروع مع غيره من المشاريع لضمان الفعالية والاستفادة القصوى من الموارد المتاحة، ويمكن بذلك تقسيم المشروعات تبعاً لارتباطها إلى ثلاثة أقسام رئيسية (معراج، بهناس، و مجدل، 2013، الصفحات 49-50):

– **المشاريع المستقلة:** يعتبر المشروعين A و B مستقلين عندما يتوفر شرطين أساسيين هما: الإمكانية التقنية لتحقيق المشروعين في آن واحد أي من الممكن فنياً تنفيذ أحدهما بغض النظر عن تنفيذ أو عدم تنفيذ المشروع الآخر، بالإضافة إلى أن تنفيذ أحد المشروعين لا يؤثر على التدفقات النقدية للمشروع الآخر؛

– **المشاريع المتنافية:** نقول ان المشروعان A و B متنافيان لما يكون تحقيق أحدهما يؤدي تلقائياً إلى رفض الآخر؛

– **المشاريع المترابطة:** نقول ان المشروعان A و B مرتبطان إذا كان تحقيق أحدهما له تأثير على التدفقات النقدية الناتجة عن الآخر، ويمكن أن يأخذ هذا الارتباط عدة اشكال:

- **المشاريع المتكاملة:** نقول ان المشروعان A و B متكاملان إذا كان تنفيذ أحدهما يؤدي الى تحسين الآخر إما عن طريق زيادة إيراداته وتخفيض تكاليفه (إما ارتفاع المدخلات أو انخفاض المخرجات)؛
- **المشاريع المتلازمة:** نقول إن A و B مشروعين متلازمين عندما لا يمكن فنياً تنفيذ أحدهما إلا بتنفيذ الآخر أي لا يمكن الحصول على تدفقات النقدية في شكل إيرادات من أحدهما إلا إذا تم تنفيذ الآخر؛
- **المشروعان المعوضان:** نقول ان المشروعان A و B معوضان عندما يؤدي تنفيذ أحدهما الى الإضرار بالآخر إما عن طريق انخفاض إيراداته أو زيادة تكاليفها (إما انخفاض المدخلات أو ارتفاع المخرجات)، ويكونان بذلك متنافسان.

المطلب الثالث: أهمية وأهداف الاستثمار

1. أهمية الاستثمار:

للاستثمار أهمية بالغة سواء على المستوى الجزئي داخل المؤسسة الاقتصادية أو على المستوى الكلي في تحقيق التنمية الاقتصادية، يمكن شرح هذه الأهمية كما يلي (بابا، 2003-2004، الصفحات 51-52):

- **دور الاستثمار في النمو الاقتصادي:** يحتل الاستثمار أهمية كبرى في عملية النمو الاقتصادي، حيث أن تراكم رأس المال والتقدم في تقنيات الإنتاج من أهم العوامل التي تحقق التقدم الاقتصادي، وعلى العكس، فإن انخفاض حجم الاستثمار يؤدي إلى انخفاض الناتج القومي الإجمالي، الأمر الذي يؤثر سلباً على جهود التنمية؛
- **أبعاد الاستثمار الاستراتيجية والمالية:** يعتبر قرار الاستثمار ذو أهمية بالغة لأنه مرتبط باستراتيجية المؤسسة على المدى الطويل، أي مرتبط بمستقبل المؤسسة، حيث يجب على المؤسسة خلق واستغلال إمكانيات جديدة من أجل توسيع حجمها، في حين أن قرارات الاستثمار على المدى القصير هي قرارات تكتيكية تُدرج ضمن إطار الهيكل والإمكانيات المتاحة للمؤسسة؛

أما تحديد الأبعاد الاستراتيجية للاستثمارات يرتبط بتحديد الأهداف المستقبلية بالاعتماد على المعطيات والإحصائيات ومعرفة المخاطر التي ستواجه استثمار المؤسسة، وبذلك يجب تحليل وتفسير نقاط القوة والضعف للمؤسسة قبل التنبؤ بالمردودية المالية للمشروع؛

وتكتسي بعض الاستثمارات أهمية قصوى وذات خطورة على مستقبل المؤسسة، مثل استثمارات تحسين القدرة الإنتاجية والاحتكارية، حيث يؤدي هذا النوع من الاستثمار إلى تغيير بنية المؤسسة وبالتالي تحويلها من الواقع الحالي الذي تعمل فيه إلى المستقبل المجهول، وعليه، يجب على المؤسسة التنبؤ بالصعوبات التي قد تواجهها من ناحية تسويق المنتجات، أي مواجهة طلبات المستهلكين؛

– **قرارات الاستثمار تقتص الموارد المالية:** تتميز الموارد المالية للمؤسسة بمحدوديتها، والاستثمار على المدى الطويل يستلزم الحصول على أصول دائمة، ويُمكن الحصول على هذه الأصول من خلال عدة مصادر مثل التمويل الذاتي للمؤسسة، وتقليص مناصب العمل، أو من خلال التمويل الخارجي؛

وعليه يمكن استخراج علاقة خاصة بالمشروع الاستثماري كما يلي: **مشروع استثماري = الطلب على الأصول الدائمة**، وما يُرى هنا أنه يجب على كل مشروع استثماري أن يدرس بدقة القرارات المتخذة، لأنها تحدد مستقبل ومصير المؤسسة، أي أن أي خطأ في التقدير يؤدي إلى إفلاس المشروع ولا يُمكن التراجع عنه عند تحديد النفقات الأولية للاستثمار، ومن ثم، يجب إتمام هذا المشروع مهما كانت النتائج الناجمة في مرحلة الاستغلال. إضافة إلى (حسن المغربي، 2015، الصفحات 29-30):

– **تكوين الأصول المادية والبشرية:** تؤثر الاستثمارات في تكوين رأس المال الثابت مما يؤدي إلى زيادة مباشرة في الطاقة الإنتاجية لإنشاء المصانع واستصلاح الأراضي، أو بشكل غير مباشر إلى إنشاء البنية التحتية مثل الطرق والسدود، إضافة إلى ذلك، يُعد الاستثمار في العنصر البشري من خلال التعليم والتدريب وإعادة التأهيل والإنفاق على الأبحاث والدراسات العلمية أمرًا بالغ الأهمية مما يساهم في تطوير القوى العملية وزيادة إنتاجيتها؛

– **تحقيق العائد الاستثماري:** تُشكل الاستثمارات وسيلة لتحقيق العائد من خلال إعادة توليد القيمة المُستثمرة، فمن الملاحظ أن الاستثمار يُحقق عوائد ملموسة مثل الأرباح والدخل، وعوائد غير ملموسة مثل النفع الاجتماعي الذي يُحققه إنشاء شبكة طرق أو إنشاء مدارس وجامعات تعليمية وتدريبية؛

– **تكوين وتنمية الثروة:** يسعى الفرد إلى تكوين المدخرات من خلال تخفيض أو ترشيد وتوجيه استهلاكه الحالي للوصول إلى تكوين الثروة وتنميتها في المستقبل؛

– **الحفاظ على قيمة الموجودات:** يسعى المستثمر الخاص إلى تنويع مجالات استثماراته حرصًا منه على عدم انخفاض قيمة موجودات ثروته نتيجة لتغير الأسعار وتقلبها مع مرور الزمان؛

– **خلق فرص العمل:** تُساهم الاستثمارات في خلق مناصب شغل جديدة، وذلك يؤدي إلى زيادة الاستهلاك وتحقيق الرفاهية الاجتماعية؛

– **النمو الاقتصادي:** تُعتبر الاستثمارات صورة معبرة عن النمو والتقدم الوطني، وتُعكس مستوى الرفاهية والتقدم الاجتماعي ومن هنا يمكن اعتبار الاستثمارات على أنها أداة تستعملها الدولة لتعديل الوضع الاقتصادي وتحقيق الاستقرار الاقتصادي؛

– **توفير العملة الأجنبية:** يُمكن للاستثمارات أن تُوفر العملة الأجنبية من خلال إنتاج السلع والخدمات التي تُصدّر إلى الأسواق العالمية؛

— **زيادة الطاقة الإنتاجية:** تُؤدي الاستثمارات إلى تكوين رأس مال جديد، مما يؤدي إلى توسيع الطاقة الإنتاجية للمؤسسات وتحسين التنافسية في الأسواق.

2. أهداف الاستثمار **Investment Goals**:

تختلف أهداف الاستثمار باختلاف الجهة التي تقوم بعملية الاستثمار، فقد يكون الهدف من عملية الاستثمار تحقيق النفع العام (تحقيق الأهداف العامة للاقتصاد والمصلحة العامة للمجتمع)، كما هو الحال بالنسبة للمشاريع العامة التي تقوم بها الدولة، حيث تكون الأولوية في هذه الحالة هي تلبية احتياجات المجتمع وتحسين الرفاهية العامة، بدلاً من التركيز على الجوانب المالية. في المقابل، قد يكون الهدف من عملية الاستثمار تحقيق العائد أو الربح، كما هو الحال بالنسبة للمشاريع التي يقوم بها قطاع الأعمال، في هذه الحالة تكون الأولوية هي تعظيم القيمة للمساهمين أو زيادة الثروة الشخصية من خلال استراتيجيات استثمارية ناجحة، والتي تتأثر بشكل كبير بالأداء المالي المتوقع للاستثمار (بورديمة، 2023، صفحة 114).

استناداً إلى ما سبق، يمكن القول إن الأوزان النسبية لمعايير الربحية الاقتصادية أو التجارية تغلب على جدوى وتقييم المشروعات الخاصة، والأوزان النسبية لمعايير الربحية الاجتماعية تغلب على جدوى المشروعات العامة، ومع ذلك، يجدر التأكيد على أن هناك إجماعاً على ضرورة تحقيق الكفاءة الاقتصادية في تشغيل كلا النوعين من المشروعات، سواء كانت خاصة أو عامة، هذا التوافق يشير إلى أهمية الموازنة بين الأهداف الاقتصادية والاجتماعية، مع الحفاظ على مستوى مقبول من الكفاءة التشغيلية لضمان استدامة المشروع على المدى الطويل. هذا النهج المتوازن في التقييم يسمح بتحقيق التكامل بين الأهداف الاقتصادية والاجتماعية، مما يعزز القيمة الشاملة للمشروعات ويساهم في تحقيق التنمية المستدامة على المستويين الاقتصادي والاجتماعي (شابي، 2017، صفحة 379).

بشكل عام، تُركز معظم الدراسات التي تتناول موضوع الاستثمار على الاستثمارات في قطاع الأعمال (القطاع الخاص)، والتي تُعرف على أنها استثمارات تهدف إلى تحقيق عوائد مالية أو أرباح مع مستوى محدد من المخاطر. ويمكن إجمال أهم أهداف عملية الاستثمار بما يلي:

— **تحقيق أقصى ربح ممكن (أقصى عائد ممكن):** يتمثل الهدف الرئيسي للمشاريع الاستثمارية في تعظيم الربحية، حيث يُعرّف الربح بأنه الفائض الناتج عن المقارنة بين الإيرادات الكلية والتكاليف الإجمالية للمشروع، ويشار إليه بـ "صافي الربح". في حين كان التركيز سابقاً على تحقيق أقصى ربح ممكن في الأجل القصير، فإن الاتجاه الحالي في إدارة المشاريع الاستثمارية يميل نحو تبني استراتيجيات طويلة الأمد لتعظيم الربحية، تتبنى غالبية المشاريع الاستثمارية اليوم نهجاً يركز على تخطيط وتعظيم الأرباح على المدى البعيد والطويل، أخذة في الاعتبار عوامل

مثل استدامة النمو، تطوير الحصة السوقية، وبناء قيمة العلامة التجارية، بالإضافة إلى الاعتبارات المالية قصيرة الأجل؛

— **تحقيق مجموعة متكاملة من الأهداف الاقتصادية والاستراتيجية:** تشمل هذه الأهداف تعظيم الإيرادات، وتحسين المركز التنافسي في السوق، والحفاظ على مستويات سيولة مناسبة، كما تركز هذه المشاريع على زيادة حجم المبيعات وتعزيز الصادرات، مع السعي لتوسيع حصتها في الأسواق المحلية والدولية، ويضاف إلى ذلك هدف الاستمرارية والنمو المستدام، والحفاظ على سمعة إيجابية في القطاع. كما يجدر الذكر إلى أن العديد من المشاريع تتبنى أهدافاً اجتماعية إضافة للأهداف السابقة كجزء من مسؤوليتها تجاه الاقتصاد المحلي والمجتمع، مما يعكس نهجاً شاملاً في إدارة الأعمال يوازن بين الأداء المالي والتأثير الاجتماعي الإيجابي.

بالإضافة إلى (العيسوي، 2013، صفحة 22):

— **المحافظة على قيمة الأصول الحقيقية:** يُعد الحفاظ على القيمة الحقيقية للأصول أحد أهم الأهداف في إدارة الاستثمارات، يتم تحقيق ذلك من خلال الحفاظ على رأس المال الأصلي المستثمر في المشروع، ولضمان تحقيق ذلك يجب تطبيق أسلوب تحليلي دقيق للمفاضلة والاختيار وصولاً إلى اختيار البديل أو الفرص الاستثمارية المناسبة من بين عدة فرص مختارة أو مقترحة، البديل الذي يحقق أكبر عائد و بأقل درجة من المخاطرة، ويتمثل هذا الأسلوب في دراسات الجدوى، كما يمكن للمستثمر تحقيق هذا الهدف أيضاً من خلال تنويع استخدامات رأس المال بين عدة مجالات استثمارية بدلاً من الاقتصار على مجال أو نشاط واحد؛

— يسعى المستثمرون بشكل عام إلى الحصول على دخل (عائد) مستمر والعمل على زيادته وتنميته باستمرار.

— **ضمان السيولة اللازمة:** توفير المستثمر حد مناسب من السيولة لتغطية نفقات التشغيل والعملية الإنتاجية، وهذا تفادياً لحالات الطوارئ والحالات غير المحسوبة المصاحبة للعملية الإنتاجية، وبمفهوم آخر: هي قدرة المستثمر على سداد التزاماته المالية عند استحقاقها أو القدرة على تحويل ما بحوزته من أصول إلى نقدية دون تكبد خسائر وهذا تجنباً للمشاكل الناجمة عن عدم السداد (شموط و عبود كنجو، 2010، صفحة 15)؛

— **تعظيم القيمة السوقية للأسهم:** يعتبر هدف تعظيم القيمة السوقية للأسهم معياراً هاماً في الحكم على أداء المنشآت والشركات المساهمة، ويشير ارتفاع القيمة السوقية لأسهم المنشآت إلى نجاحها في السوق ونجاح الإدارة القائمة على هذه المنشأة، ويهدف تعظيم القيمة السوقية للأسهم إلى زيادة الفارق بين القيمة الاسمية للأسهم العادية، والتي تُحدد عند إصدارها، وقيمتها في السوق عند البيع، فمن المعلوم أن المنشآت تصدر لدى تأسيسها أسهماً بقيمة منخفضة ثم تبدأ عملها، ومع تطور نشاط المنشأة ونجاحها في أعمالها تُحقق أرباحاً متزايدة، ويُصبح الطلب على أسهمها أعلى، مُؤدِّياً إلى زيادة قيمتها في السوق و اتساع الفارق بين قيمتها الاسمية و قيمتها

السوقية، وهنا يحقق ملاك المنشأة والمساهمون الذين اكتتبوا في أسهم المنشأة عند التأسيس أرباحاً رأسمالية من جراء ذلك، أما المساهمون الجدد الذين اشتروا الأسهم بالقيمة الجديدة، فهم يتوقعون أن ترتفع أسعار هذه الأسهم في المستقبل، لذلك فهم يشترونها بناءً على تنبؤاتهم المستقبلية (شموط و عبود كنجو، 2010، صفحة 14).

المطلب الرابع: المشروع الاستثماري: المفهوم، الخصائص، المعالم

يُمثل المشروع الاستثماري وحدة اقتصادية مستقلة فنياً وإدارياً، وهو الأداة التنفيذية التي تنتقل بقرار الاستثمار من حيز التخطيط النظري إلى واقع التشغيل الملموس، من خلال توظيف الموارد المتاحة لتوليد تدفقات نقدية مستقبلية.

1. ماهية المشروع الاستثماري:

يُعرف المشروع الاستثماري بأنه مقترح استراتيجي لتخصيص مجموعة محددة من الموارد الاقتصادية في الفترة الحالية، بهدف إنشاء أو إعادة تأهيل أو توسيع القدرة الإنتاجية، حيث يهدف هذا التخصيص إلى تحقيق عائد اقتصادي إيجابي صافٍ على المدى الطويل نسبياً، من خلال الاستغلال الأمثل لهذه القدرة الإنتاجية، وتتميز هذه العملية بكونها ذات طبيعة استشرافية، تسعى إلى تحقيق التوازن بين التكاليف الحالية والمنافع المستقبلية المتوقعة، مع الأخذ في الاعتبار عوامل الزمن والمخاطرة والعائد على الاستثمار (شابي، 2017، صفحة 376). ويمكن تعريفه أيضاً على أنه: كيان تنظيمي مستقل يديره منظم أو أكثر، والذي يقوم بدمج ومزج عناصر الإنتاج المتاحة (العمل، رأس المال، المواد الخام، التكنولوجيا) بنسب محددة وبأسلوب معين، وذلك بهدف إنتاج سلعة أو خدمة وطرحها في السوق لإشباع حاجات خاصة أو عامة خلال فترة زمنية محددة (أوسرير، بن حاج، و مغراوة، 2009، صفحة 330).

على الرغم من تعدد التعاريف المتعلقة بالمشاريع، فإن هذين التعريفين يوفران إطاراً شاملاً لتحديد مقومات المشروع الاستثماري بشكل عام، وهي:

— **عمر المشروع (Life span project):** تُشير إلى مدة حياة المشروع أو العمر الافتراضي للمشروع، والتي تبدأ من مرحلة التخطيط وتنتهي عند انتهاء عمله، ويجدر بنا هنا أن نفرق بين كل من العمر الإنتاجي للمشروع والعمر الاقتصادي له، فبينما يقصد بالأول تلك الفترة الزمنية التي يظل فيها المشروع منتجاً، فإنه يقصد بالعمر الاقتصادي للمشروع هي تلك الفترة الزمنية التي يفترض فيها انتهاء المشروع من وجهة النظر الاقتصادية حتى و ان ظل بعد ذلك منتجاً، أي أن العمر الإنتاجي قد يكون في بعض الأحيان أكبر من العمر الاقتصادي للمشروع.

– **حيز مكاني محدد (Space):** يشمل الموقع الجغرافي المحدد للمشروع، من حيث المنطقة والمدينة وإحداثيات الموقع.

– **السوق والطلب على منتجات المشروع:** هو المكان الذي يتم من خلاله تسويق وبيع الإنتاج الناتج عن المشروع الاستثماري، سواء أكان ذلك إنتاج سلع أم خدمات. وللنجاح في هذا المجال، فإنه يجب أن يكون هناك طلب مستهدف وفعلي على منتجات المشروع الاستثماري.

– **الربحية أو العائد المالي المتوقع من المشروع الاستثماري:** يُعتبر الهدف الرئيسي والمحرك الأساسي لتنفيذ هذا المشروع، ومع ذلك، قد تكون هناك أهداف أخرى إضافية للمشروع، سواء كانت اقتصادية أو اجتماعية أو غيرها، والعائد المتوقع من المشروع لا يقتصر على العائد المالي فحسب، بل يشمل أيضاً العائد الاجتماعي والمنافع غير المالية التي قد يحققها المشروع.

– **التدفقات النقدية (Cash Flows):**

وتنقسم إلى قسمين:

● **التدفقات النقدية الخارجية (Outflows):** تشمل الموارد والمواد الخام والمال والأيدي العاملة وغيرها من المدخلات اللازمة لبدء وتشغيل المشروع، وتُعرف أحياناً بالتكاليف أو الاستثمارات، في هذه الحالة نميز بين مجموعتين وهما:

○ **التكاليف الابتدائية للمشروع:** وهي جميع النفقات اللازمة لإقامة المشروع من البداية وحتى بدء تشغيله، حيث تشمل سعر شراء كل ما يحتاجه المشروع بالإضافة إلى تكاليف النقل والجمركة، وتكاليف التركيب والإعداد، كما تدرج ضمنها تكاليف دراسة وتقديم المشروع من البداية إلى الحصول على الموافقات اللازمة، وتكاليف إجراء اختبارات تشغيل المشروع قبل بدء الإنتاج الفعلي؛

○ **نفقات تشغيل المشروع:** تمثل هذه التكاليف جميع النفقات اللازمة لتشغيل المشروع بعد إنجازه واستغلال طاقته الإنتاجية بشكل كامل، تتضمن هذه التكاليف تكاليف المواد الخام اللازمة لعملية الإنتاج، وتكاليف الأجور، وتكاليف الصيانة، وتكاليف الطاقة، وتكاليف تسويق وبيع المنتجات، بالإضافة إلى تكاليف تدريب العمال على استخدام المعدات المتطورة.

● **التدفقات النقدية الداخلية (Inputflows):** تُعبر عن مخرجات المشروع، مثل السلع أو الخدمات التي يتم إنتاجها، والتي تعكس هدف المشروع بشكل أساسي، وتُسمى أحياناً بالمنافع أو العوائد؛

ويمكن القول إن إيرادات المشروع الاستثماري تتولد أساساً من المبيعات أو رقم الأعمال، والتي تعتبر المؤشر الرئيسي لأداء هذا المشروع، وترتكز هذه الإيرادات على نتائج الدراسة التسويقية، والتي تتنبأ بالطلب على

منتجات المشروع وموقعه ومكانته في السوق، كما تحدد تفضيلات المستهلكين وأنسب شبكة توزيع بأقل تكلفة، أما الإيراد الصافي فهو عبارة عن التدفق النقدي الناتج بعد خصم جميع النفقات الناجمة عن العمليات الاستثمارية المختلفة في المشروع.

— **معدل الاستحداث (التحيين):** هو ذلك المعدل الذي يؤدي إلى تساوي التدفقات النقدية الداخلة مع قيمة الاستثمار الأصلي، بعبارة أخرى، هو معدل تكلفة الحصول على الأموال مقارنة بمعدل العائد، ويُعرف هذا المعدل أيضاً باسم الاستحداث الداخلي لأنه خاص بالمشروع، ويتم مقارنته عادةً مع تكلفة الحصول على التمويل.

— **القيمة المتبقية:** تتحدد هذه القيمة من خلال العمر الاقتصادي للاستثمار بالاستعمال العادي أو الاستغلال، حيث أن للاستثمارات قيمة تجارية متبقية عند انتهاء مدة حياتها الاقتصادية، فإذا كانت مدة الحياة طويلة فإنه من الصعب التنبؤ بدقة بالقيمة المتبقية، لذا يجب على المستثمر أن يكون واقعياً في تحديدها، إضافة لذلك يمكن أن تكون هذه القيمة معدومة أو حتى سالبة نتيجة للتغيرات التي تطرأ عليها خلال فترة حياة الاستثمار، وتعتبر القيمة المتبقية مهمة جداً، خاصةً بالنسبة لتمويل إصدارات الصكوك، باعتبارها تمثل القيمة التصفوية للمشروع.

— **الاستقلالية النسبية:** من المهم أن يتمتع المشروع الاستثماري بدرجة معينة من الاستقلالية النسبية، بحيث يكون له كيان قانوني وإداري مستقل ويحظى بشخصية اعتبارية خاصة به. فبدلاً من أن يكون المشروع مجرد وحدة تابعة أو جزء من كيان أكبر، يجب أن يكون له هيكل تنظيمي ومالي مستقل إلى حد كبير. وهذا الاستقلال النسبي يمنح المشروع القدرة على اتخاذ القرارات وإدارة شؤونه بمرونة أكبر، وذلك ضمن الإطار العام للمؤسسة أو الكيان الأكبر الذي قد ينتمي إليه.

— **الهيكل التنظيمي والإداري للمشروع (Management):** ويقصد به الكيفية التي يتم بها ربط وحدات المشروع المختلفة ببعضها البعض لتحقيق الأهداف المحددة للمشروع، كما يقصد بالهيكل الإداري الأفراد المسؤولين عن إدارة المشروع ووحداته المختلفة وتشمل أيضاً جميع الأفراد الذين يساهمون في المشروع سواء كأصحاب المشروع أو كشركاء فيه.

— **المخاطرة (Risk):** يتميز أي مشروع استثماري بوجود درجة معينة من المخاطرة المصاحبة له، فعند اختيار المشاريع الاستثمارية، لا بد من الأخذ في الاعتبار احتمالية تحقيق أرباح أو تكبد خسائر نتيجة لنشاط وأداء المشروع، فالمشاريع الاستثمارية تنطوي جميعها على مخاطر متفاوتة، وهذا أمر طبيعي وحتمي، وبالتالي، ينبغي على المستثمرين دراسة وتحليل هذه المخاطر بعناية وحذر عند اتخاذ قرار الاستثمار في أي مشروع محدد، وذلك للتحكم في تلك المخاطر بقدر الإمكان.

2. خصائص المشروع الاستثماري:

على الرغم من تنوع المشروعات الاستثمارية في الحجم والتعقيد، فإنها تتشارك في مجموعة من الخصائص المشتركة، نذكر منها ما يلي (سعيد و بوشنافة، 2017، صفحة 114):

– **الغرض (الهدف):** يُمثّل المشروع الاستثماري نشاطاً فريداً ويحدث مرة واحدة فقط موجه إلى تحقيق مجموعة محددة من النتائج المرغوبة، وأن تعقّد هذه الطبيعة من المشروع يستدعي تقسيمه إلى مهام جزئية يجب تنفيذها بالتسلسل لتحقيق الأهداف المرجوة؛

– **دورة حياة المشروع:** يبدأ المشروع بمرحلة بداية بطيئة، ثم تزداد الأنشطة تدريجياً حتى تصل إلى ذروتها قبل أن تبدأ بالانخفاض تدريجياً حتى انتهاء المشروع بالكامل؛

– **الانفرادية:** لكل مشروع استثماري خصائص تميّزه عن غيره من المشاريع الأخرى، مُحددة من خلال أهدافه وطبيعته وطريقة تنفيذه؛

– **الصراع أو النزاع:** يُواجه مدير المشروع مجموعة من المواقف التي تُثير الصراع أو النزاع، مثل التنافس بين المشروعات والأقسام الوظيفية في المنظمة على الموارد البشرية والمالية المتاحة، كما قد يُواجه المشروع أيضاً التنافس مع مشاريع أخرى داخل المنظمة على الموارد المتاحة، وتجدر الإشارة إلى أن معظم المشاريع تسعى إلى تحقيق أهداف معينة، نذكر منها: تحقيق أعلى قدر مُمكن من الأرباح، زيادة المبيعات، وتحقيق الاستمرارية والنمو؛

– **التداخلات:** في حالة المنظمات التي تُنفذ عدة مشاريع في الوقت نفسه، تُواجه إدارة المشاريع تداخلات مستمرة مع الأقسام الوظيفية في المنظمة (التسويق، التمويل، والتصنيع)، لذلك ينبغي على مدير المشروع أن يمتلك صورة واضحة عن هذه التداخلات في كل مرحلة من مراحل المشروع، وبناء علاقات مُناسبة مع كل قسم وظيفي من أجل منع الصراع وحدوث الأزمات؛

– **عقدة المشروع:** خلال مراحل تنفيذ المشاريع، تظهر مجموعة من المشاكل والتعقيدات التي تواجه القائمين عليها. ويلعب التخطيط والتنظيم والتنسيق أدواراً بارزة في التغلب على هذه المعوقات، فالتنفيذ الجيد للعمليات الإدارية من العوامل الحيوية التي تساعد على إنجاز المشروع بنجاح وبالتالي، فإن الإدارة الكفؤة تشكل أحد الركائز الأساسية لتحقيق أهداف المشروع (الصيرفي، 2005، صفحة 60)؛

بالإضافة إلى (عامر، 2019، الصفحات 17-18):

- إمكانية قياس الهدف المحدد من المشروع الاستثماري، والتأكد من مدى تحقيقه عند انتهاء المشروع؛
- للمشاريع الاستثمارية هيكل زمني محدد، أي أن الوقت عامل جوهري مهم في تحديد نجاح المشروع؛

— الأخذ بعين الاعتبار الأحداث غير المتوقعة، وهذا راجع إلى ديناميكية المشاريع الاستثمارية، أي أنها تخضع للتغيرات والتعديلات خلال دورة حياتها، وقد تنحرف أحياناً عن مسارها المخطط له بطرق لا نتمكن من توقعها؛

— إن خاصية التداخل بين المشاريع تنشأ عندما تكون لدى المؤسسة أكثر من مشروع جاهز للتنفيذ في الوقت ذاته، في هذه الحالة، تستخدم المؤسسة مواردها البشرية في مختلف الأقسام وتوزعها على المشاريع بحسب أولويات الأنشطة المتعلقة بها، يكون التداخل بين المشاريع أكثر سهولة إذا كانت هذه المشاريع تتبع نفس البنية التنظيمية والقوالب المعتمدة، أما إذا تطلبت المشاريع قوالب مختلفة، فإن التداخل يصبح أكثر تعقيداً ويتطلب مزيداً من التنسيق بين مختلف الأقسام والوحدات في المؤسسة، حتى على مستوى المشروع الواحد، هناك تداخل بين الأقسام الدائمة والأقسام المستحدثة خصيصاً لتنفيذ هذا المشروع، فجميع هذه الأقسام بشكل منسق ومتداخل تؤدي أدوارها المختلفة لضمان إنجاز المشروع بنجاح.

3. معالم المشروع الاستثماري:

تُعتبر معالم المشروع الاستثماري أو ما يسمى بدورة حياة المشروع الاستثماري بمثابة المراحل الرئيسية التي تحدد مسار المشروع، بدءاً من نشأة الفكرة الأولية، مروراً بالتخطيط والتنفيذ، وصولاً إلى التشغيل والتقييم والتحسين المستمر، حيث تُشكل هذه المعالم مساراً متكاملًا يمر بمراحل متتابعة ومتداخلة، تُشكل كل مرحلة منها مُنتجاً للمرحلة التالية، تُشبه هذه الدورة تطور الكائن الحي من مرحلة ما قبل التكوين إلى مرحلة التكوين وصولاً إلى مرحلة الخروج إلى الحياة.

تُقسم دورة حياة المشروع الاستثماري إلى ثلاث مراحل أساسية، كل مرحلة تُساهم في تحقيق هدف مُحدد، ويُعد فهم هذه المراحل ومُتطلباتها أساسياً ل ضمان نجاح المشروع وتحقيق أهدافه، وفيما يلي مجمل مراحل دورة حياة المشروع الاستثماري:

- تحديد المشروع أو اختيار المشروع الذي سيتم الاستثمار فيه؛
- إعداد المشروع (جدوى المشروع، مراحل دراسة الجدوى)؛
- تقييم المشروع؛
- التنفيذ (إقامة المشروع ومباشرة النشاط والإنتاج)؛
- التقييم اللاحق (البُعدي أي بعد اتمام المشروع).

قبل الشروع في هذه المراحل من الواجب أن يكون هناك تحديد واضحة ومحدد للأهداف المشروع قبل بدء دورة الحياة، فهو يشكل النقطة الأساسية للتفكير في المشروع ويساهم في توجيه جميع خطواته إلى تحقيق هذه الأهداف بفعالية.

سنتناول في الفقرات التالية تفصيل كل مرحلة من مراحل دورة حياة المشروع، لتحقيق فهم أفضل لمتطلبات كل مرحلة (تمجدين، 2019، الصفحات 14-15):

1.3. مرحلة تحديد المشروع (Identification) :

قبل البدء في تحديد فكرة مشروع محدد، يُعد جمع المعلومات اللازمة خطوة ضرورية لضمان نجاح المشروع. فإن بدء المشروع من دون معرفة كافية بأمور أساسية مثل طبيعة المنطقة المرغوب إقامة المشروع فيها، الاقتصاد القومي، والموارد البشرية، والتكنولوجيا المتاحة... الخ، يمكن أن يؤدي إلى خيارات خاطئة وتحديات غير متوقعة، يُفضل البدء بجمع معلومات شاملة عن المشروع، وهذا يساعد على تكوين صورة واضحة عن الفرص الاستثمارية، بعد الحصول على هذه المعلومات العامة، تبدأ مرحلة جمع معلومات محددة تتعلق مباشرة بالمشروع نفسه كأهميته بالنسبة للخطة التنموية، الإعفاءات الضريبية الموجهة لمثل هذا النوع من المشاريع، إضافة إلى حجم السوق و احتمالات نموه مستقبلاً... الخ، ويمكن القول أنّ هذه المرحلة تهدف إلى تحديد نوع المشروع وأهدافه، وتقديم تقييم أولي لجدواه (الجدوى الأولية للمشروع)، وتحديد موقعه وحجمه، إضافةً إلى تحديد بعض التحديات المحتملة التي قد تواجهه؛

2.3. مرحلة إعداد المشروع (Préparation) :

تُجرى دراسة تفصيلية للمشروع بعد تحديد مبرراته، أهدافه، وعناصره، وتقييم جدواه الأولية وتحديد التحديات المحتملة، وتمثل الدراسة في تحليل مختلف جوانب المشروع من الناحية المالية، الفنية، الاقتصادية، البيئية، والاجتماعية، بهدف الوصول إلى تقييم دقيق لجدوى المشروع، ويساهم إنفاق الموارد على هذه الدراسة التفصيلية في الوصول إلى معايير موضوعية للحكم على نتائج المشروع وإمكانية تحقيق أهدافه خلال مدة عمره الإنتاجي؛

3.3. مرحلة تقييم المشروع (Appraisal) :

تُعرف مرحلة التقييم القبلي للمشروع (Ex-ante évaluation) بأنها عملية مراجعة شاملة لتصميم المشروع ودراسة جدواه قبل تنفيذه، وتهدف إلى تحديد نقاط القوة والضعف وتحديد المخاطر المحتملة، وتشمل هذه المرحلة تقييماً مالياً، تجارياً، اقتصادياً، واجتماعياً، ويُفضل أن يُشرف عليها فريق مستقل يدعّم الفريق الذي أعد دراسة الجدوى بخبراء ومستشارين متخصصين، وتركز هذه المرحلة على التأكد من دقة المواصفات الفنية، وملائمة حجم وموقع المشروع، وتوافر مصادر التمويل وشروطها، ومراجعة دقة تقديرات عوائد المشروع المالية،

ومراجعة التأثير غير المباشر للمشروع على المجتمع والبيئة، و منه فإن هذه المرحلة تساهم في ضمان جودة تصميم المشروع، وتحديد المخاطر المحتملة، وتوفير معلومات حاسمة لاتخاذ القرارات الصحيحة قبل البدء في تنفيذ المشروع؛

4.3. مرحلة تنفيذ المشروع (Implementation) :

تتضمن هذه المرحلة تحديد مراحل التنفيذ وتوقيتها، والتي تشتمل بدورها على المراحل التالية:

— **مرحلة تصميم المشروع والتصاميم الهندسية:** تُحدد هذه المرحلة المواصفات الفنية والتقنية للمشروع وتُعد أساسًا للمراحل التالية، كما تحدد المخططات الهندسية التي تُظهر شكل المشروع، بما في ذلك البنية التحتية، والتجهيزات، والتفاصيل الضرورية للإنشاء؛

— **أعمال التفاوض والمقولة، الإنشاء، التدريب، مُباشرة المشروع:** تتضمن هذه المرحلة التفاوض مع المقاولين والموردين لإبرام العقود وتحديد شروط العمل لإنجاز أعمال المشروع، تنفيذ أعمال الإنشاء وفقًا للتصاميم الهندسية المقررة، تدريب الكوادر على تشغيل وإدارة المشروع، وبدء العمل في المشروع والتأكد من التقدم وفقًا للجدول الزمني المُحدد؛

— **مرحلة التشغيل والإشراف:** تهدف هذه المرحلة إلى تتبع التنفيذ الفعلي للمشروع ومُقارنته مع دراسات الجدوى لضمان عدم وجود اختلافات كبيرة، وتحديد أي مشاكل تقنية تواجه التنفيذ والتحري عن أسبابها، وإجراء التعديلات اللازمة على خطط التنفيذ للتغلب على التحديات والتأكد من التحكم في مسار التنفيذ؛

— **مرحلة الرقابة:** تُعد هذه المرحلة مهمة لضمان نجاح التنفيذ والتأكد من التقدم وفقًا للخطة المُحددة، كما تُساعد في كشف أي أخطاء أو اختلافات في الوقت المناسب وإجراء التصحيحات اللازمة؛
من الضروري التأكيد على أنه حتى بعد الانتهاء من مرحلة التشغيل لا تعني ذلك أن المشروع سينفذ بدون مشاكل، قد تواجه المشروعات تحديات في مرحلة التنفيذ رغم جدوى المشروع، وتُعد مرحلة الرقابة مهمة للتغلب على هذه التحديات والتأكد من نجاح التنفيذ وفقًا للأهداف المُحددة؛

5.3. مرحلة التقييم اللاحق (Ex-post évaluation) :

وهي عملية تحليلية تُجرى بعد تنفيذ المشروع، وتُركز على معالجة التدفقات الخارجة والداخلية الفعلية للمشروع بعد تنفيذه، حيث يُستخدم في هذا التقييم المقاييس نفسها المستخدمة في التقييم القبلي، لكن التركيز يكون على التحقق من دقة التوقعات وتحديد أسباب الاختلافات بين التوقعات والنتائج الفعلية، تهدف هذه العملية إلى فهم مواطن الضعف والقوة في المشروع، وتحديد العوامل التي ساهمت في نجاحه أو فشله، مُساعدًا ذلك على تحسين تخطيط المشروعات المستقبلية وتقليل المخاطر وزيادة النجاح.

الفصل الأول: التأصيل النظري لقرارات التمويل والاستثمار

والجدير بالذكر أن هناك من يضع تقسيم آخر لمراحل دورة المشروع لكن المضمون يبقى نفسه، ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (I-1): دورة حياة المشروع.

مرحلة ما قبل الاستثمار (دراسة الجدوى)	تشمل هذه المرحلة كل الدراسات الضرورية لتقييم جدوى المشروع قبل التنفيذ، وتدمج بين مرحلة التحديد والإعداد والتقييم القبلي للمشروع.
مرحلة الاستثمار	التنفيذ الفعلي للمشروع.
مرحلة تشغيل المشروع	تتعلق بمرحلة بدأ الإنتاج.
مرحلة التقييم	يتم تقييم كافة أنشطة المشروع بعد تشغيله وتبيان أوجه نجاحه وقصوره والأسباب المؤدية لذلك، تستمر هذه المرحلة طيلة عمر المشروع.

المصدر: من إعداد الباحثة

وفي بحثي هذا سأقوم بالتركيز على المرحلة الأولى من مراحل دورة حياة المشروع (مرحلة ما قبل الاستثمار أو ما يعرف بدراسة الجدوى)، والتأكيد على أهمية هذه الدراسة التي تُشكل أساساً للمراحل التالية وتُساهم في اتخاذ قرارات استثمارية صائبة تستند إلى التحليل والدراسة الموضوعية للمشروع.

المبحث الرابع: القرارات الاستثمارية

يعد قرار الاستثمار من بين القرارات الأكثر أهمية وتعقيداً التي تتخذها المؤسسة، نظراً لطبيعته الاستثمارية وتأثيره المباشر على بقائها واستمراريتها، ويرتكز هذا القرار أساساً على مبدأ الرشادة الاقتصادية الذي يقتضي من متخذ القرار الاستثماري القدرة على تخصيص الموارد النادرة المتاحة بكفاءة، وتوجيهها نحو النشاط أو المشروع الذي يحقق أقصى عائد ممكن، ولذلك يعتمد اتخاذ هذا النوع من القرارات على مجموعة من الأسس والمبادئ والمقومات والدراسات التي تساهم في الوصول إلى قرار استثماري رشيد.

المطلب الأول: مدخل للقرارات الاستثمارية

تكتسب القرارات الاستثمارية خصوصيتها من كونها خيارات مصيرية تحدد المسار المستقبلي للمؤسسة، فهي تمثل نقطة التقاء جوهرية بين التخطيط الحالي والتوقعات المستقبلية، الأمر الذي يفرض ضرورة تأصيل مفاهيمها وفهم طبيعتها المعقدة قبل التطرق إلى آليات اتخاذها.

1. مفهوم القرار الاستثماري وخصائصه:

يُعرف القرار الاستثماري بأنه اختيار مدرك ومدروس من بين بدائل متاحة في موقف معين، وهو اختيار بوعي وحرص يقوم على التدبير والحساب في الغاية والوسيلة، ويتميز هذا القرار بوجود عدم يقين ناتج عن تعدد البدائل والمناهج، لذا، يُعتبر اتخاذ القرار الاستثماري عمليةً بالغة الأهمية في الإدارة (آل شبيب، 2009، صفحة 35)؛

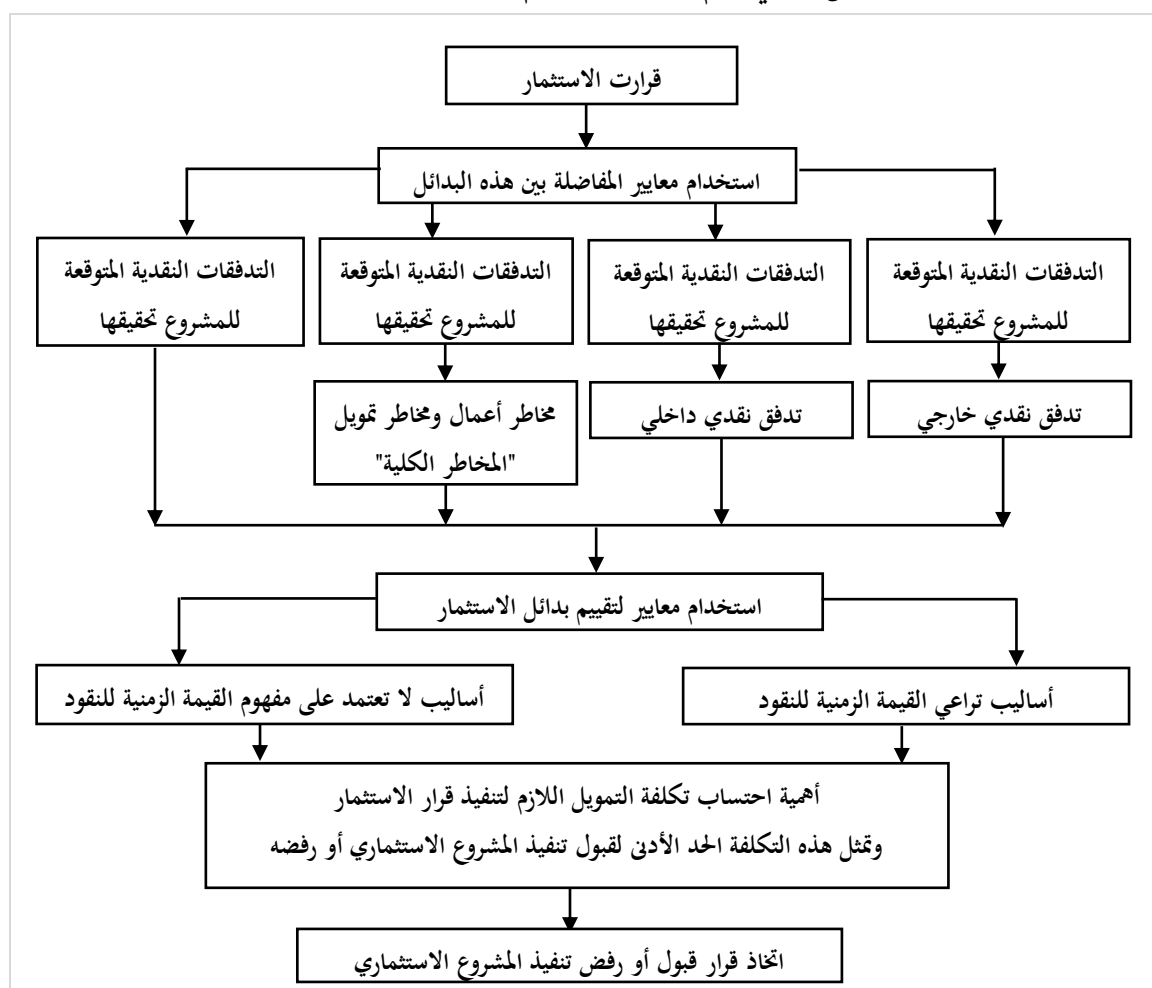
الفصل الأول: التأسيس النظري لقرارات التمويل والاستثمار

ويعرف أيضا على أنه ذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يُعظم العائد الاستثماري من بين مجموعة من البدائل المتاحة، ويستند هذا الاختيار إلى دراسات جدوى شاملة تتضمن عدة مراحل، تُقيّم مخاطر كل بديل وقابليته للتنفيذ ضمن إطار منهجي محدد يتوافق مع أهداف المشروع وطبيعته، يُختتم هذا التحليل باختبار قابلية التنفيذ للبديل المختار وفقًا للمعايير المحددة (تمجدين، 2019، صفحة 18).

وعليه يمكن القول إن القرار الاستثماري ينطلق من مبدأ الرشادة الاقتصادية من خلال تخصيص أمثل للموارد المتاحة والتي تتميز بالندرة وهذا بهدف استثمارها في المشروع الذي يُحقق أعلى عائد مُتوقع، مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة، ويتم الوصول لهذا القرار من خلال مجموعة من دراسات جدوى والمعايير وأدوات كتحليل المالي التي تسبق عملية الاختيار والتي تمر بعدة مراحل، وتنتهي بتقييم قابلية التنفيذ المنهجية للمشروع قبل اتخاذ القرار النهائي.

ويمكن تلخيص مفهوم قرار الاستثمار في الشكل التالي:

الشكل البياني رقم (I-2): مفهوم القرار الاستثماري.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- ملال ربيعة، إشكالية اتخاذ القرار الاستثماري الأمثل باستخدام الأساليب الرياضية دراسة حالة مؤسسة RoCaAl بسيدي بلعباس، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص بحوث العمليات وتسيير المؤسسات، جامعة أبوبكر بلقايد - تلمسان-، 2009-2010، ص48.

ولا تقتصر الاستثمارات على الأصول الثابتة فحسب، بل تشمل أيضاً الزيادة في الأصول المتداولة المترتبة على الاستثمار، ونفقات البحث والتطوير، وبشكل عام تشكل استثمارات الأصول والبحوث الجزء الأكبر من إجمالي الاستثمارات، وتستدعي عناية خاصة لثلاثة أسباب رئيسية (عرفة، 2011، الصفحات 167-168):

- بعد الشروع في تنفيذ الاستثمارات الثابتة يصعب التخلي عنها أو العدول عنها، نظراً لحجم الأموال الضخم المنفق في مرحلة الإعداد، ونعني بذلك تكبد خسائر مالية ضخمة؛

- المخاطر الناتجة عن العدول عن الاستثمار لانعدام المرونة، حيث تُعاني العديد من الاستثمارات الثابتة من انعدام المرونة، مما يعني صعوبة العودة إلى الوضع الابتدائي قبل تنفيذ المشروع. ففي حين يُمكن تحويل مبنى إداري إلى مبنى سكني بسهولة نسبية، يُعتبر تحويل مصفاة تكرير النفط إلى غرض آخر عملية مُعقدة للغاية؛

- تكلفة الخطأ الناتجة عن اختيار استثمار خاطئ مرتفعة للغاية، فإعادة الأمور إلى وضعها الأصلي تتطلب وقتاً طويلاً، وتُحدث آثاراً سلبية تمتد إلى ما هو أبعد من الخسائر المالية البحتة، فعلى سبيل المثال، إغلاق مصنع لا يُنتج فقط خسائر مالية، بل يُؤثر سلباً على وضع الشركة المستقبلي، وقد يؤدي التنوع غير المدروس إلى تصفية الشركة.

تنطوي قرارات الاستثمار على العديد من الخصائص التي تعطيها أهمية خاصة، ويمكن اجمال الخصائص التي تساعدنا في فهم هذه القرارات في الجدول التالي:

جدول رقم (I-2): خصائص القرار الاستثماري.

الخاصة	بالمستقبل	بالمستقبل	بالمستقبل
وجود فترة زمنية فاصلة بين النفقة الأولية والحصول على العوائد مستقبلية متوقعة، والتي تمتد عادةً لأكثر من سنة، مما يُثير مشاكل نذكر منها: مشكلة القيمة الزمنية للنقود، ومشكلة المخاطر وعدم التأكد، ومشكل أثر التضخم.			

الفصل الأول: التأصيل النظري لقرارات التمويل والاستثمار

هناك بعض المشاكل والظروف التي تواجه القرار الاستثماري منها: عدم التأكد والمخاطرة: أي أن القرارات الاستثمارية تنطوي على درجة من عدم اليقين فيما يتعلق بالنتائج المستقبلية للاستثمار، إضافة إلى أن عنصر عدم التأكد ينطوي على مخاطر محتملة قد تؤثر على تحقيق الأهداف الاستثمارية؛ مشاكل عدم قابلية القياس الكمي: بعض المتغيرات المؤثرة على القرار الاستثماري لا يمكن قياسها بطريقة كمية دقيقة، هذا ما يصعب عملية تقييم وتحليل هذه المتغيرات ضمن إطار القرار الاستثماري. عدم التأكد بشأن العائد المتوقع: العائد المتوقع من الاستثمار ليس مؤكد الحدوث بشكل كامل أي هناك احتمالات لتحقيق عائد أعلى أو أقل من المتوقع؛ هناك مخاطر محتملة تتعلق بالعدول عن الاستثمار دون تحقيق خسائر كبيرة. قد يكون هذا ناتجاً عن تغيرات في الظروف السوقية أو الاقتصادية؛ مشاكل التنبؤ بالمبيعات والأرباح: صعوبة التنبؤ بمستويات المبيعات المستقبلية بدقة بسبب تقلبات الأسعار، كذلك صعوبة التنبؤ بالأرباح المحتملة والتقديرات الخاصة بمعدل تكلفة رأس المال.	خصائص مرتبطة بظروف القرار الاستثماري
— يتطلب الاستثمار التزاماً مالياً كبيراً، يتضمن تخصيص مبالغ ضخمة، ويخصص جزء كبير منها في الأصول الثابتة لفترات طويلة؛ — قرارات الاستثمار ترتبط ارتباطاً وثيقاً بقرارات التمويل، أي تحديد الهيكل التمويلي الأمثل؛ — تخصيص جزء من الموارد المالية المتاحة حالياً للاستثمار بهدف تحقيق عوائد مغرية مستقبلياً، وبالتالي ضرورة البحث عن مصادر تمويلية بديلة.	خصائص مرتبطة بالهيكل التمويلي
— تتميز عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية بكونها واقعية؛ — تؤثر العوامل السيكولوجية والسوسولوجية في صانع القرار على الاختيارات الاستثمارية؛ — تعد عملية اتخاذ القرار الاستثماري عملية مركبة فهي تتضمن خطوات منهجية متسلسلة؛ — تتصف عملية اتخاذ القرار الاستثماري بالاستمرارية أي أنها عملية ديناميكية تتطلب إعادة تقييم مستمرة؛ — لا تقتصر آثار فشل المشروع الاستثماري على الآثار المالية فقط بل تمتد لتشمل آثار أخرى قد تصل إلى حالة الإفلاس سواء على صعيد المؤسسة أو على صعيد الأفراد؛ — تتأثر القرارات الاستثمارية بطبيعة السوق المحلية والبدائل الاستثمارية المتاحة حيث تختلف هذه الأخيرة من دولة لأخرى أو من سوق لأخرى بناء على عوامل محددة.	خصائص عامة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- تمجدين نور الدين، دور وأهمية دراسات الجدوى في تقييم وتمويل مشروعات القطاع الخاص - دراسة حالة المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر (منطقة الجنوب الشرقي) -، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر - بسكرة-، 2018-2019، ص 20.
- علي يوسف، منذر مرهج، تقييم المشاريع ودراسة الجدوى، من منشورات الجامعة الافتراضية السورية، الجمهورية العربية السورية، 2018، ص 8.

2. العوامل المحددة للقرار الاستثمارية:

تتحكم في قرار الاستثمار عدة عوامل نظراً لحجم التضحيات والمخاطر التي يتعرض لها المستثمرون، فالاستثمار يتكون عادة من المبالغ والتكاليف التي تنفقها المؤسسات على مختلف المصاريف الاستثمارية، في المقابل، تتوقع

هذه المؤسسات أن تجني تدفقات نقدية تتبعها أرباح إضافية من مشاريعها، لذلك قبل الوصول لهذه الأرباح لابد من معرفة أبرز العوامل المحددة للاستثمار والتي ينبغي مراعاتها عند اتخاذ قرار الاستثماري (عرفة، 2011، الصفحات 165-167):

– **التدفقات النقدية الداخلة والخارجة:** تحت هذا البند يندرج ثمن شراء الأصول الثابتة والتي قد تتم لعدة سنوات، كما في حالة تشييد وإقامة مبنى أو إنشاء مصنع تمثل هذه النفقات المبدئية (تدفق نقدي خارجي)، إضافة إلى ذلك، تشمل هذه التدفقات الزيادة التلقائية في الأصول المتداولة، وكذلك نفقات تركيب الآلات وإعدادها للتشغيل؛

– **التدفقات النقدية السنوية المتعلقة بتشغيل وإدارة الأصل الاستثماري (تدفقات نقدية داخلة وخارجة سنوياً):** تتضمن المبيعات كأهم تدفقات نقدية داخلة، والأعباء والنفقات النقدية للعمليات كتدفقات نقدية خارجة، وعلى مدى العمر الاقتصادي للأصل الاستثماري، كما يجب الأخذ في الحسبان، كلما كان ذلك ممكناً التغيرات المتوقعة في الأصول المتداولة خلال الفترة؛

– **التدفقات النقدية المتوقعة في نهاية المدة للأصل الاستثماري:** وتشمل التدفقات النقدية الداخلة من بيع الأصل كخردة في نهاية عمره الإنتاجي، هذه القيمة غالباً ما تكون صعبة التقدير لكن إهمالها قد يؤدي إلى اتخاذ قرار استثماري خاطئ، بالإضافة إلى ذلك، يجب إدراج تكاليف تخريد الأصل ضمن التدفقات النقدية الخارجة، فإغفال هذه التكاليف سيؤدي إلى تقييم غير دقيق للأصل الاستثماري؛

– **الأخذ في الحسبان التدفقات النقدية الخارجة والمثلة في الضرائب:** بافتراض أن المؤسسة رابحة فإن كل الأعباء المترتبة على الاستثمار تطرح من الإيرادات قبل الوصول إلى الربح الضريبي، وبالتالي، فإن المؤسسة تحقق وفراً أو مكاسب ضريبية عن كل فترة، ويمكن النظر لهذا الإعفاء من عدة زوايا:

● يجب اختيار طريقة الاستهلاك المسموح باستخدامها من الناحية الضريبية والتي تحقق أقصى الوفورات لهذه الناحية، وقد تكون الطريقة غير مرتبطة بالعمر الاقتصادي للأصل، وبذلك يمكن استهلاك الأصل خلال الفترة المسموح بها من الناحية الضريبية حتى ولو كان للأصل قيمة في نهاية هذه الفترة؛

● عند الأخذ في الحسبان الزيادة المتتابة في المخزون (الأصل المتداول)، معرفة وإضافة التغيرات المتوقعة في الاحتياطات غير المعلنة؛

● الأخذ في الحسبان الضريبة على المكاسب المتوقعة بعد استهلاك الأصل محاسبياً، فالمكاسب النقدية من بيع الأصل بعد استهلاكه دفترياً في نهاية المدة تخضع للضريبة. (يمثل ذلك تدفقاً نقدياً داخلياً من قيمة بيع الأصل كخردة، ويترتب على ذلك تدفق نقدي خارج للضرائب على قيمة الخردة التي تجاوز القيمة الدفترية للأصل في نهاية المدة).

المطلب الثاني: طبيعة قرار الاستثمار وأقسامه

إن الطبيعة غير المتكررة للقرار الاستثماري وتأثيراته طويلة الأجل تجعل منه عملية ذات أبعاد متعددة، مما يستلزم تصنيفه ضمن أقسام محددة تساعد الإدارة على تحديد الأولويات واختيار أدوات التحليل الملائمة لكل صنف.

1. طبيعة قرار الاستثمار:

تعد قرارات الاستثمار من أهم وأعقد القرارات المالية هذا بسبب طبيعتها الاستثمارية، حيث تسعى الإدارة المالية من خلالها إلى زيادة العائد على الاستثمار أو القوة الإيرادية من أجل تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد، ولتحقيق ذلك، تسعى الإدارة المالية إلى توجيه أموالها الاستثمارية نحو خلق موجودات مالية Financial Assets متنوعة مثل الاستثمار في النقد والحسابات المدينة والأوراق المالية، أو استثمارات عينية Physical Assets كالاستثمار في المخزون السلعي والأصول الثابتة وغيرها، ويعني هذا أن قرارات الاستثمار تتضمن اختيار نوع الموجودات الواجب استخدامها من طرف المؤسسة والتي ستدر عوائد مستقبلية مصاحبة للاستثمار، كما تتضمن هذه القرارات إعادة تخصيص الاستثمارات المتاحة عندما لا يعد هناك مبرر اقتصادي لاستخدام أو الاحتفاظ بأحد أنواع الموجودات المتاحة؛

وبما أن عوائد المستقبل غير معروفة بدرجة من الدقة والضمان فإن قرارات الاستثمار تنطوي على درجة من المخاطر، فكلما زادت الرغبة في تحقيق عائد أكبر زادت درجة المخاطر، لذلك يجب تقييم قرارات الاستثمار في ضوء العائد المتوقع والمخاطر المحتملة أو ما يسمى بالتوليفة عائد/المخاطرة الذي تم التطرق إليها في عنصر مخاطر الاستثمار، كما أن قبول أي قرار استثماري يتطلب وجود معيار Standard معين للحكم على العوائد المستقبلية للاستثمار، وغالباً ما يكون هذا المعيار قريباً من أو مساوياً لتكلفة تمويل هذه الاستثمارات، وبالتالي فإن حساب تكلفة التمويل هو أحد العناصر المهمة في قرارات الاستثمار بالإضافة إلى أهميتها في قرارات التمويل (الزبيدي، 2006، الصفحات 56-57).

إن طبيعة القرار الاستثماري هو قرار لا يمكن تكراره أو إعادته، ويمتد تأثيره لفترة طويلة وهو بذلك من القرارات الاستراتيجية حيث يمتد أثره إلى المستقبل، ويحيط به عدد من العناصر أو المشكلات بسبب ظروف عدم التأكد وتغير قيمة النقود وعدم قابلية بعض المتغيرات على القياس الكمي، وهو قرار يتحمل متخذه تكاليف ليس من السهل تعديلها ونظراً لكونه قرار مستقبلي فإنه يواجه أنواعاً متعددة من المخاطر؛

ينطوي القرار الاستثماري على تحديد الاستراتيجية المتبعة بشأن الاستثمارات المستقبلية، وما يميز القرارات في مجال الاستثمارات الرأسمالية والأدوات المالية الأخرى هو عدم القدرة على تحديد العائد على الاستثمار بدقة، نظراً لوجود هامش واسع من التقدير المعتمد على التنبؤات، لذلك، فإن العائد المتوقع الحصول عليه يختلف

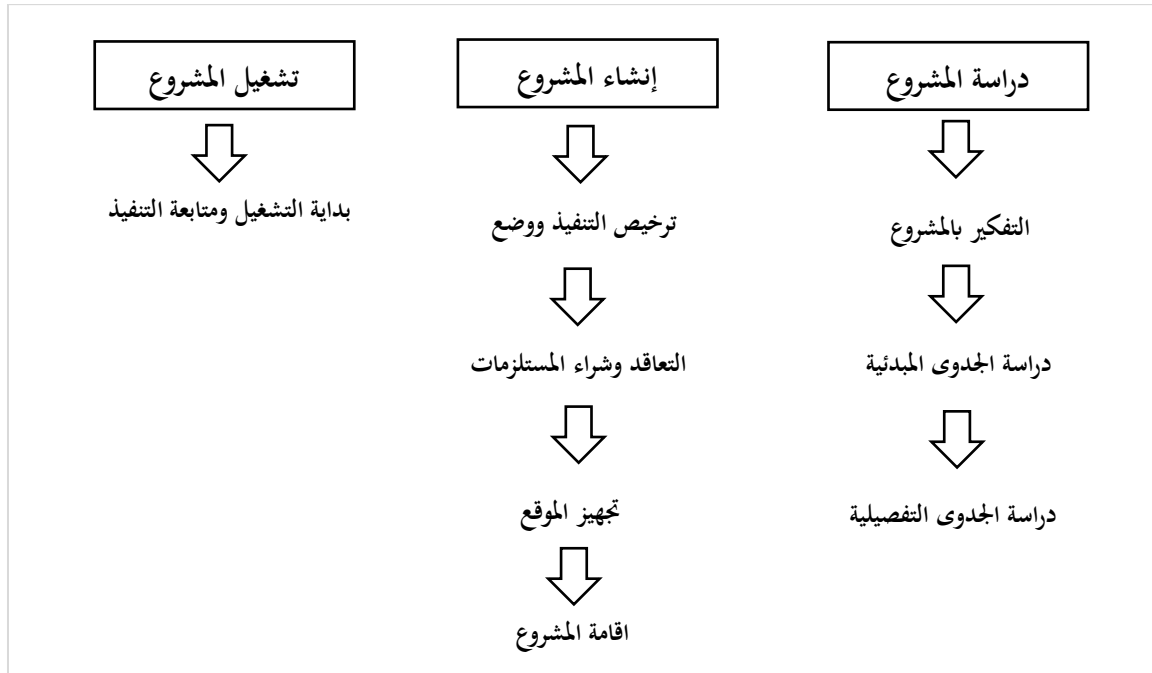
الفصل الأول: التأصيل النظري لقرارات التمويل والاستثمار

بشكل كبير وفقاً لمستويات المخاطر المرتبطة به، وقبل البدء في عملية الاستثمار، يجب إعداد خطة استثمارية تحقق ربحية أو على الأقل مردوداً اقتصادياً جيداً؛

ان العائد المطلوب والمخاطر المقبولة تعتمد على القرارات الاستثمارية ولكي تكون هذه القرارات كفؤة يجب اتباع أسلوب التخطيط **Planning** الذي يهدف إلى وضع الخطط لاتخاذ القرار الاستثماري المثالي، وتشمل هذه الخطط محاور أساسية عديدة ابتداءً من تحديد المشكلة والمعايير المناسبة لاتخاذ القرار واختيار الأوزان النسبية لها، يليه تحديد البدائل وتحليلها واختيار أفضلها، ثم وضع خطط التنفيذ، بعد ذلك يتم تقييم فاعلية القرار المتخذ في ضوء النتائج الفعلية، ويرتبط كل ذلك بتحديد الأهداف والسياسات وتخصيص الأموال واختيار الأدوات الاستثمارية وكيفية إدارتها (آل شبيب، 2009، الصفحات 36-37).

ويمكن توضيح دورة حياة القرار الاستثماري من خلال الشكل التالي:

الشكل البياني رقم (I-3): دورة حياة القرار الاستثماري.



المصدر: كداوي طلال، "تقييم القرارات الاستثمارية"، دار اليازوري، الأردن، عمان، سنة 2008، ص22.

2. أقسام قرار الاستثمار:

في العادة تنقسم قرارات الاستثمار إلى تصنيفات عديدة نذكر منها ما يلي (بورديمة، الأساليب الكمية ودورها في اتخاذ القرار الاستثماري، 2013، الصفحات 119-120):

1.2. تصنيف القرارات الاستثمارية حسب العلاقة القائمة بين سعر الأداة الاستثمارية وقيمتها من وجهة نظر المستثمر: حسب هذا التصنيف يتخذ واحد من بين القرارات الثلاثة حسب ظروفه وظروف السوق (شموط و عبود كنجو، 2010، صفحة 41):

— **قرار الشراء:** يتخذها المستثمر عندما يجد أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من الأداة الاستثمارية أكبر من سعرها السائد في السوق؛

— **قرار عدم التداول:** يلجأ إليها المستثمر عندما يتبين له من دراسته للأدوات الاستثمارية المختلفة أن التدفقات النقدية الناتجة عنها لن تحقق له أي أرباح مقارنة بالمخاطر التي قد تترافق معها؛

— **قرار البيع:** يتخذها المستثمر عندما يرى أن الأسعار التي تدفع في السوق مقابل الأدوات الاستثمارية التي يمتلكها أكبر من تلك الأسعار التي دفعها أو من القيمة الحالية لهذه الأدوات.

2.2. **تصنيف القرارات الاستثمارية حسب ارتباطها بنشاط المؤسسة:** ويمكن تقسيم القرارات بناءً على هذا التصنيف إلى:

— **القرارات الإستراتيجية:** تتعلق بالتوجه العام للمؤسسة وتحديد أهدافها طويلة الأجل، إضافة لذلك فإن هذه القرارات تؤثر على هيكل المؤسسة وتحدد مجالات نشاطها؛

— **القرارات التكتيكية:** تتعلق بتحقيق الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة في المدى المتوسط، كما تهدف إلى تخصيص الموارد المتاحة بشكل فعال؛

— **القرارات التشغيلية:** تتعلق بالعمليات اليومية والروتينية للمؤسسة في المدى القصير، حيث تركز على تحسين الكفاءة التشغيلية والرقابة على التكاليف.

3.2. **تصنيف القرارات من حيث العامل الزمني:** تنقسم القرارات من حيث العامل الزمني إلى (الزبيدي، 2006، الصفحات 57-58):

— **قرارات قصيرة الأجل:** تركز هذه المجموعة من القرارات على الاستثمار في الأصول المتداولة التي تُشكل جزءاً أساسياً من حركة الاستثمار الداخلي في المؤسسة، وتُمثل إدارة الأصول المتداولة مسؤولية رئيسية لإدارة المال في المؤسسة، حيث يُركز على تحديد حجم الاستثمار في كل منها، مثل: النقد، الاستثمارات المؤقتة، الذمم المدينة والمخزون السلعي، لارتباط هذا الجزء بقدرة المؤسسة على تحقيق وتعظيم عوائدها، وتحديد وضمان السيولة اللازمة، لذلك القرار السليم يهدف إلى تحديد الحجم الاقتصادي المثالي للاستثمار في كل من هذه الموجودات لضمان تحقيق التوازن بين الربحية والسيولة؛

— **قرارات طويلة الأجل:** تركز هذه المجموعة من القرارات على الاستثمار في الموجودات الثابتة، وهو ما يُعرف بالإنفاق الاستثماري طويل الأجل، وتُعد هذه القرارات من أصعب وأخطر القرارات المالية نظراً لكون هذا النوع من الاستثمار يتصف بكونه المبالغ التي يحتويها ويضمن عوائد سنوية لفترات طويلة في المستقبل، ويمكن تحديد أهم القرارات الاستثمارية طويلة الأجل فيما يلي (يوسف و مرهج، 2018، صفحة 7):

• دراسة إقامة مشروعات مقترحة ومدى جدواها الاقتصادية والمالية... الخ؛

- تقييم مشروعات قائمة، مثلاً: عند حصول اندماج أو شراء شركة أخرى أو حتى تقييم مدى قدرة الشركة على الاستمرار؛
- شراء الأصول الجديدة؛
- استبدال الأصول القائمة؛
- قرارات التوسع؛
- قرارات الاستئجار؛

كما يجدر بنا ذكر أن هذا النوع من القرارات هو ما يتعلق بدراسات الجدوى والتحليل المالي للمشاريع وهو ما سنركز عليه في الدراسة التحليلية؛

4.2. تصنيف القرارات حسب تكرار الموقف الإداري: ونميز بين:

- قرارات متكررة: تواجه المؤسسة مواقف مشابهة بشكل منتظم؛
 - قرارات غير متكررة: تواجه المؤسسة مواقف جديدة بشكل غير منتظم.
- ### 5.2. تصنيف القرارات حسب ظروف اتخاذ القرار: تبوب القرارات في ضوء احتمالات الأحداث إلى (ساحل، 2019، الصفحات 28-29):

- قرارات في ظل ظروف التأكد: عندما تكون النتائج المحتملة معروفة، أي يكون لدى متخذ القرار على علم تام بالمعلومات المتعلقة بالتدفقات النقدية، حيث يستطيع تحديد العائد المتوقع بدقة لكل بديل ويتمتع بثقة عالية بنتائج القرار واعتقاده بحصوله على أفضل توقعات ممكنة؛
- قرارات في ظل المخاطرة: عندما تكون النتائج المحتملة معروفة، لكن احتمالاتها غير معروفة، تُتيح هذه الحالة إمكانية وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية، وهنا تتوافر معلومات تاريخية كفيلة تساعد في وضع احتمالات موضوعية تُساهم في تقدير نتائج القرار بشكل أكثر دقة؛
- قرارات في ظل عدم التأكد: عندما لا تكون النتائج المحتملة معروفة، في هذه الحالة يتعذر على متخذ القرار وضع توزيع احتمالي موضوعي للتدفقات النقدية، هذا ما يضطره إلى الاعتماد على خبرته الشخصية في تقدير التدفقات النقدية، يُطلق على هذا التوزيع: التوزيع الاحتمالي الشخصي.

6.2. تصنيف القرارات حسب علاقتها بالاستثمار: وتنقسم إلى (نشأت خليل، 2007، الصفحات 36-38):

- قرارات تحديد أولويات الاستثمار: وتعني ترتيب المشروعات الاستثمارية المقترحة وفقاً للمنفعة النسبية لكل منها، خصوصاً إذا كانت المدخلات المتاحة للاستثمار محدودة، سواء كان متعلق بالسيولة النقدية أو الكفاءات البشرية اللازمة للتشغيل أو درجة التكنولوجيا، وهذه الحالة لا يعني أن بناء القرار الاستثماري يعتمد فقط على الربحية الكلية للمشروع أو المشروعات المقترحة، ولكن أيضاً على المنفعة النسبية من المدخل المحدود بحيث يتم

اختيار المشروعات التي تعظم مقدار العائد من المدخلات المحددة، و عليه فإن المشاريع الاستثمارية المقترحة ترتب في شكل برنامج استثماري يحدد وبشكل دقيق أولويات تنفيذ المشروعات طبقاً لمعايير معينة، ومن أهمها:

• **معيار العائد أو الربحية الكلية للمشروع أو المشاريع المقترحة:** يستخدم هذه المعيار في حالة عدم وجود عجز أو قصور في مدخلات الاستثمار المالية أو التشغيلية؛

• **معيار العائد النسبي على المدخل أو المدخلات المحددة:** في هذه الحالة، يتم ترتيب المشاريع تنازلياً وفقاً لما تحققه من أعلى عائد نسبي على هذه المدخلات؛

في هذه الحالة، يسمح البرنامج الاستثماري بتنفيذ كافة المشاريع المقترحة ضمن إطاره الزمني، ويُحدد موعد بدء كل مشروع على حدة بناءً على معايير الأولوية والاعتبارات ذات الصلة، مع ضمان استكمال جميع المشاريع ضمن البرنامج؛

– **قرارات قبول أو رفض الاستثمار:** في بعض الحالات يواجه المستثمر قراراً استثمارياً محدوداً للغاية، إذ يكون أمامه إما بديل واحد لاستثمار أمواله في نشاط معين أو الاحتفاظ بها، في هذه الحالة، فرص الاختيار تكون محدودة جداً، حيث يتعين على المستثمر إما قبول البديل الاستثماري الذي اكتملت دراسة جدواه التفصيلية، أو رفضه، كما يجب التنبيه إلى أن مفهوم "البديل الاستثماري الأمثل" لا يقتصر بالضرورة على مشروع واحد بذاته، بل قد يتمثل في مجموعة مشاريع مرتبطة مع بعضها، ذلك أنه من الممكن تصنيف المشاريع ليس على أساس فردي، ولكن ضمن مجموعات متعددة تضم كل منها أكثر من مشروع، وليس من الضروري أن تكون المشاريع ضمن كل مجموعة من نفس الطبيعة، فقد تكون مختلفة الطبيعة كالمشاريع الصناعية والزراعية والخدمية؛

– **قرارات الاستثمار المانعة تجادلياً أو تبادلياً:** في بعض أنواع القرارات الاستثمارية، يتوفر أمام المستثمر العديد من فرص الاستثمار المختلفة، ولكن عند اختيار المستثمر لإحدى هذه الفرص في نشاط معين، فإن ذلك يحول دون إمكانية اختياره لنشاط استثماري آخر، بمعنى آخر، هناك تبادلية بين النشاطات الاستثمارية المختلفة، بحيث أن اختيار نشاط معين يمنع أو يحد من إمكانية الاستثمار في نشاط آخر، على سبيل المثال إذا قرر المستثمر الاستثمار في مشروع للسوق المحلي، فإن ذلك سيحول دون إمكانية دخوله في مشروع تصديري في نفس الوقت، فالاستثمار في أحد النشاطات يعني بالضرورة التخلي عن الاستثمار في نشاط آخر، وبالتالي، يكون اختيار المستثمر لنشاط استثماري معين محدوداً بتبادلية النشاطات الاستثمارية المتاحة أمامه.

المطلب الثالث: مقومات القرار الاستثماري وصعوباته

يرتفع تحقيق الرشد في القرار الاستثماري بضرورة توافر منظومة من المقومات والأسس العلمية الدقيقة تقلص مساحة المخاطرة، غير أن البيئة الاستثمارية تفرض قيوداً وصعوبات حمة تعترض هذا المسار مما يستدعي التشخيص الدقيق لهذه العوائق لضمان فاعلية القرار وكفاءته.

1. مقومات القرار الاستثماري:

الفصل الأول: التأسيس النظري لقرارات التمويل والاستثمار

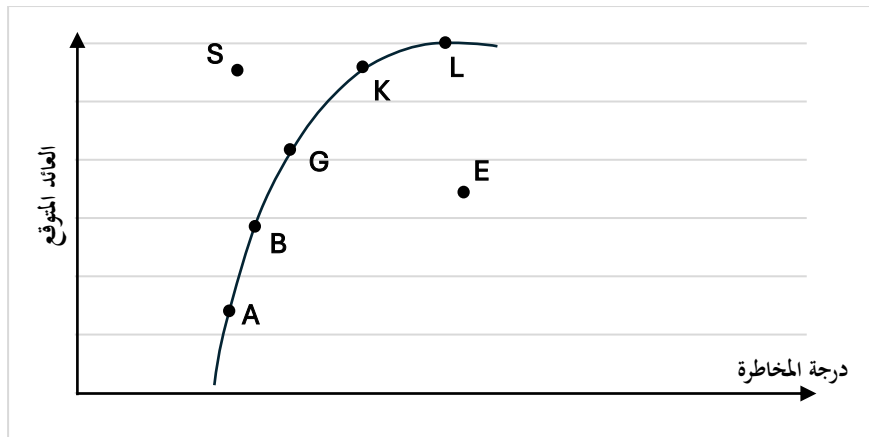
- لكي يكون القرار الاستثماري سليماً وناجحاً، لابد وأن يستند على المقومات الأساسية التي منها ما يلي:
- اعتماد استراتيجية ملائمة للاستثمار؛
- الاسترشاد بالأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري؛
- مراعات العلاقة بين العائد والمخاطرة (تم التطرق لعنصر (العائد/ المخاطرة) بتفصيل في مطلب مخاطر الاستثمار).

1.1. اعتماد استراتيجية ملائمة للاستثمار:

فيما يتعلق بالاستراتيجية الملائمة فإنها تتوقف أساساً على أولويات المستثمر والتي يكشف عنها أو يعبر عنها منحنى تفضيله الاستثماري (Investor Preference Curve)، والذي يختلف بالنسبة لأي مستثمر وفق ميله اتجاه العناصر الأساسية التالية، والتي تعني أن منحنى تفضيل المستثمر يتأثر بعدة عوامل: الربحية Profitability، السيولة Liquidity، الأمان Safety، ويعبر عن ميل المستثمر أو موقفه من عامل الربحية، عادةً بمعدل العائد على الاستثمار المتوقع تحققه على المال المُستثمر، بينما ميله أو موقفه من العنصرين الآخرين السيولة والأمان فإنه يتوقف على مدى تحمله عنصر المخاطرة في نطاق العائد المتوقع (العيساوي، 2013، الصفحات 29-30)؛

وعليه يمكن القول إن النقاط الممثلة في منحنى تفضيل الاستثمار الموضح في الشكل أدناه، تمثل جميع بدائل المزج الممكنة بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة أو بمعنى آخر خيارات المستثمر لعوائد معينة في ظل درجات مقبولة من المخاطرة؛

الشكل البياني رقم (4-I): منحنى التفضيل الاستثماري للمستثمر.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- العيساوي كاظم جاسم، "دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات تحليل نظري وتطبيقي"، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، سنة 2005، ص 27.

ويتضح لنا من المنحنى أن جميع الفرص الاستثمارية (L, K, G, B, A) ممكنة ومقبولة للمستثمر، وهذا بسبب موضعها حيث تقع ضمن إمكانياته، بينما تعتبر الفرص الاستثمارية (E, S) غير مقبولة لأنها تقع خارج نطاق إمكانياته الاستثمارية أي خارج منحنى تفضيله الاستثماري، إما لأنها لا تحقق العائد المرغوب كما هو الحال في النقطة E أو لأنها غير متاحة كما هي في S.

2.1. الاسترشاد بالأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري:

يُعد صنع واتخاذ القرار الاستثماري من أصعب مراحل العملية الاستثمارية، وذلك لأنه يتطلب اختيار أفضل بديل من بين عدة بدائل متاحة ولكل منها عوائد وتكاليف متوقعة، فقد تتباين التدفقات النقدية المتوقعة (العوائد والتكاليف) بشكل كبير بين البدائل الاستثمارية المختلفة، مما يؤثر سلباً على كفاءة تخصيص الأصول الاستثمارية، فإذا كان اختيار متخذ القرار للبديل الأقل كفاءة فإنه يُفضي إلى تكاليف فرصة عالية، متمثلة في جانبين: الأول ظهور موارد معطلة لا تحقق عوائد مناسبة، أما الجانب الثاني فيتمثل في إهمال المجالات الكفؤة في تخصيص الموارد الاستثمارية مقارنة بالمجالات الأخرى (هوشيار، 2009، صفحة 48)، لذا، يتعين على المستثمر الاهتمام والأخذ بعين الاعتبار العاملين التاليين للوصول واتخاذ قرارات استثمارية سليمة ورشيدة:

— العامل الأول: أن يعتمد اتخاذ القرار الاستثماري على أسس علمية نوجزها فيما يلي (هوشيار، 2009، الصفحات 49-50):

- يُجرى تحليل اقتصادي لكافة العناصر الرئيسة في العوائد والتكاليف المتوقعتين، وهذا في إطار الربحية المستهدفة مع الاهتمام بمختلف التأثيرات سواء أكانت مباشرة أو غير مباشرة؛
- الاهتمام بكافة الأبعاد الزمنية:

○ لاسترداد التكاليف الأولية للاستثمار؛

○ لتغطية كامل عمر الاستثمار، سواء خلال الفترة السابقة لسداد قيمة ورقة مالية أو فترة تشغيل عمر الجهاز الإنتاجي؛

○ لربط احتياجات السيولة بالقدرة على تحمل المخاطر، مع الأخذ بعين الاعتبار أن الاستثمارات طويلة الأجل تتطلب سيولة أقل، مع ضرورة توفير سيولة كافية لتغطية الالتزامات قصيرة الأجل، مثل تخصيص السيولة لدفع ضرائب عالية متوقعة؛

- احتساب مختلف المخاطر الاستثمارية المتوقعة من خلال تحليل كمي لهذه المخاطر باستخدام أساليب رياضية وإحصائية وقياسية، مع أخذ المستثمر في الاعتبار مبدأ القبول بهامش المخاطرة مهما كان نوع نشاطه، على أن يُقابل هذا الهامش بعوائد كافية لتغطية أو مواجهة أي أزمة أو انتكاسات محتملة قد تصيب النشاط الاقتصادي؛
- تحديد حجم السيولة اللازمة لتشغيل النشاط الاستثماري والوفاء بالتزاماته المالية المختلفة؛
- تشخيص كفاءة النشاط الاستثماري من حيث:

○ سهولة تداوله، أي قابليته للتداول السريع؛

○ تكلفة تداوله؛

○ تقلب سعره بين تداولين متتاليين؛

● حسم إطار الربحية وهدفها لتحديد مجال كل من نوع من أنواع العوائد النقدية والمالية والمادية والبشرية والمعلوماتية، مع تحديد الهدف سواء أكان للربحية التجارية الخاصة أو للربحية الاقتصادية العامة أو مزيجاً منهما إن كان ضمن عملية تفاعلية، وكتجاه عام في مختلف الدول بأنظمتها الاقتصادية المتباينة يُؤخذ في الاعتبار أن التفاعل بين الربحيّتين يُعدّ عاملاً أساسياً في القرارات الاستثمارية في القطاعين العام والخاص، حيث يرتبط استمرار الاستثمار بمدى الحفاظ على الأصول الرأسمالية والقدرة على تعظيم العوائد الصافية وزيادة المدخلات بمختلف أنواعها، وفي الوقت نفسه، أصبح من المهم مراعاة واعتماد أي مستثمر خاص لمؤشرات الربحية الاقتصادية العامة مثل سلامة البيئة وحماية الموارد، والتأثيرات غير المباشرة، لاعتبارها مؤشرات أساسية لا غنى عنها؛

● الالتزام بكافة التشريعات والسياسات والإجراءات والالتزامات الإدارية والمالية والبيئية ... الخ ذات الصلة، لتجنب وتخصين الاستثمار من أي مضاعفات سلبية لحالات عدم الالتزام خاصةً فيما يتعلق بالرسوم والضرائب والقروض، مع التمييز الواضح بين الأصول والعوائد.

— العامل الثاني: يجدر بمتخذ القرار، أن يراعي بعض المبادئ أو المعايير عند اتخاذ القرار، ومن أهمها (العيساوي، 2013، الصفحات 29-31):

● مبدأ تعدد الخيارات أو الفرص الاستثمارية: يُعتبر هذا المبدأ أحد الأركان الأساسية للقرار الاستثماري، وينبع هذا المبدأ من حقيقة أن الموارد المتاحة لدى المستثمر سواء كان فرداً أم مؤسسة مهما كان حجمها تتصف بالندرة (Scarcity)، في المقابل، تكون الفرص الاستثمارية المتنافسة على استقطاب تلك الموارد كثيرة ومتعددة في معظم الأحيان، لذا يتطلب على متخذ القرار الاستثماري أن يراعي هذه الحقيقة وذلك باختيار الفرص الاستثمارية المناسبة التي تتفق مع استراتيجيته وهدفه من الاستثمار، ويتم ذلك من خلال المفاضلة بين تلك الفرص بدلاً من توجيه الأموال إلى أول فرصة استثمارية تتاح له، وبشكل عام، كلما توفرت فرص استثمارية أكثر أمام المستثمر، كلما توفرت مرونة أكبر أمام متخذ القرار الاستثماري للوصول إلى قرار استثماري ناجح يحقق الأهداف المحددة؛

● مبدأ الخبرة والتأهيل: يستلزم الوصول لقرار استثماري سليم مستوى معين من المعرفة والخبرة والتي لا تتوافر عند جميع فئات المستثمرين، فهناك العديد من المستثمرين الذين لديهم القدرة المالية للاستثمار ولكن يفتقرون إلى الدراية والمهارات اللازمة لاختيار الأداة أو الفرص الاستثمارية المناسبة، وفي المقابل، توجد فئة من المستثمرين المحترفين الذين يتمتعون بمستوى عالٍ من الخبرة والمعرفة في مجال الاستثمار، مما يمكنهم من اتخاذ قرارات استثمارية حكيمة، علاوة على ذلك، هناك فئة أخرى من الأفراد المتخصصين والذي يطلق عليهم مصطلح المحللين

الاقتصاديين أو محللو الاستثمار الذين يقدمون الاستشارات والدراسات الاستثمارية بما في ذلك إعداد دراسات الجدوى شاملة (الاقتصادية، الفنية، المالية، والتسويقية ... الخ) للمشاريع الاستثمارية للمساعدة، خاصة المستثمرين من الفئة الأولى الذين يفتقرون للخبرة المطلوبة، لأن حتى وإن كلفتهم عملية ترشيد قراراتهم الاستثمارية من طرف هذه الجهة إلا أن هذه المبالغ المدفوعة مهما كان حجمها ستبقى منخفضة و قليلة بالمقارنة بالفائدة المتحققة منها؛

● **مبدأ الملائمة:** يعد مبدأ الملائمة (Relevance) أحد الركائز الأساسية التي ينبغي على المستثمر مراعاتها عند وضع استراتيجياته الاستثمارية، ويجد هذا المبدأ تطبيقه العملي عندما يقوم المستثمر باختيار مجال الاستثمار الأنسب من بين عدة بدائل مقترحة، ويسترشد المستثمر في تطبيق هذا المبدأ بمنحى تفضيلاته الاستثمارية، والذي يتحدد بمجموعة من العوامل الذاتية المتعلقة بالمستثمر كعمره، وظيفته، مستوى دخله، وحالته الاجتماعية والصحية... الخ، ويقوم بمنحى تفضيلات المستثمر الذي تطرقنا له في مقومات القرار الاستثماري على فرضية مفادها أن لكل مستثمر نمطاً معيناً يحدد درجة اهتمامه تجاه العناصر الأساسية في قراره الاستثماري، والتي تتمثل في العائد المتوقع، درجة المخاطرة، درجة الأمان، والسيولة؛

● **مبدأ التنوع أو توزيع المخاطر الاستثمارية:** يمكن تلخيص الهدف الرئيسي للمستثمر في تحقيق العائد المتوقع على الأموال المستثمرة، ولتحديد هذا الهدف، يقوم المستثمر بخضم التدفقات النقدية الداخلة (العوائد المتوقعة) باستخدام معدل الخصم، والذي يمثل عادة تكلفة رأس المال المستثمر، وهذا للوصول إلى القيمة الحالية لتلك التدفقات، ومع ذلك، لا يمكن للمستثمر أن يضمن تحقيق العائد المرغوب على استثماراته إلا إذا تحققت الشرطين التاليين:

- أن تكون التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار مؤكدة تماماً من حيث القيمة؛
- أن تكون مؤكدة من حيث التوقيت الزمني؛

حيث أن أي خلل في هذين الشرطين بسبب حالة عدم التأكد المحيطة بالمستقبل سينعكس على العائد، كما أن احتمال عدم تحقق أي من الشرطين سيؤدي إلى درجة معينة من المخاطر، لذلك، ولتخفيف درجة المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار، خاصة الاستثمارات طويلة الأجل أو الاستثمارات الحقيقية، يجب على المستثمر العمل على تنويع محفظته الاستثمارية، أي عدم الاستثمار في مجال أو نشاط استثماري واحد، بل التنويع في عدة مجالات؛

● **مبدأ المقارنة:** تُعد عملية المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة خطوة أساسية لاختيار البديل الأمثل، وتُجرى هذه المقارنة باستخدام التحليل الفني والأساسي لكل بديل على حدة، حيث تُقارَن نتائج هذا التحليل لتحديد البديل الأنسب وفقاً لمعايير محددة مسبقاً، مع الأخذ بعين الاعتبار مبدأ الملائمة للمستثمر وأهدافه الاستثمارية (نوري موسى و وآخرون، 2012، صفحة 22).

3.1. مراعات العلاقة بين العائد والمخاطرة:

من البديهي أن المستثمر يربط قراره الاستثماري بمتغيرين أساسيين هما: العائد المتوقع ومستوى المخاطرة المصاحب له، لذا، ينبغي على المستثمر قبل اتخاذ لأي قرار استثماري التنبؤ بكل من العائد المتوقع واحتمالية تحققه، كما تتحدد ضمن هذه الحالة درجة المخاطرة لأنها تقاس باحتمال عدم تحقق العائد المتوقع، وتستخدم العديد من التقنيات الإحصائية في التنبؤ والشائع منها: التباين والانحراف المعياري (كداوي، 2008، صفحة 9).

2. صعوبات قرار الاستثمار والعوامل المؤثرة فيه:

يعد قرار الاستثمار من أصعب القرارات المتخذة وهذا لسببين رئيسيين (عرفة، 2011، الصفحات 168-169):

— أن القرار الاستثماري يعتمد كلياً على التنبؤات؛
— مراعاة أن يكون الاستثمار الجديد متماشياً مع أنشطة المؤسسة وأهدافها وسياساتها، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

● إن اعداد التقديرات للاقتراحات من أصعب مراحل دراسات الجدوى وليس الصعوبة في اعداد تقديرات لمختلف التدفقات النقدية، وانما مراعاة التدفقات على مر الزمن، مما يستلزم الإجابة على سؤال ذو شقين: "كم حجم هذه التدفقات؟" و "متى تحدث؟"، ويرجع ذلك لاختلاف القيمة الزمنية للنقود، حيث تختلف القيمة الحالية لواحد دينار اليوم عن القيمة الحالية لواحد دينار تستحق بعد عام، إضافة لهذه الصعوبات هناك صعوبات أخرى متمثلة في صعوبة تقدير العوامل غير المؤكدة كالتطورات التكنولوجية في المستقبل والظروف والأوضاع الاقتصادية المنتظمة خلال الفترة التي تتضمنها دراسات الجدوى؛

● أما فيما يتعلق بانسجام قرارات الاستثمار مع أهداف وسياسات المؤسسة ليست عملية ميسرة، خاصةً عندما يتعلق الأمر بالمشاريع الصغيرة والمتوسطة التي قد تفتقر إلى استراتيجية استثمارية واضحة، حيث تكون فيها الأهداف والسياسات غير معلنة بصورة واضحة ويعني ذلك أن سياسة الاستثمار غير المدروسة قد تتعارض مع هذه الأهداف ما يؤثر على مستقبل المؤسسة، وكذلك في حالة الاستثمارات التي تتبع سياسة خطوة تلي خطوة دون رؤية شاملة مع غياب خطة عامة للاستثمار، ما يصعب على المؤسسة إدارة مثل هذه الاستثمارات.

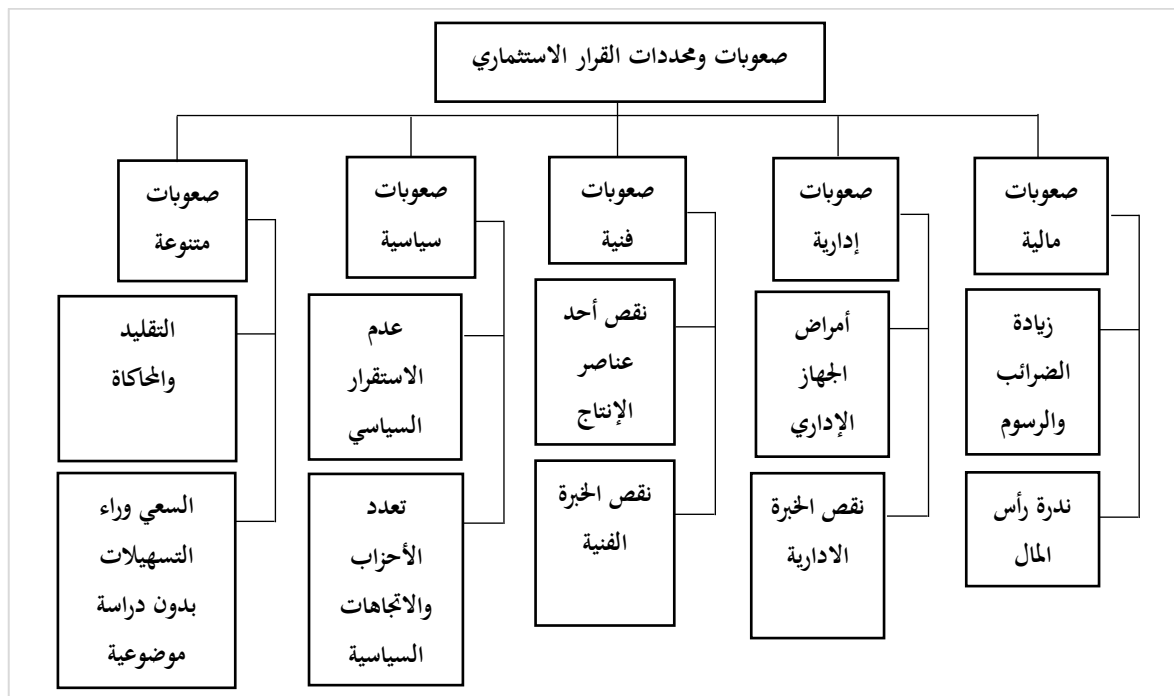
ومما سبق يمكن القول إن التحديد الواضح لأهداف وسياسات المؤسسة من طرف الإدارة العليا أساسي لتوجيه قرارات الاستثمار بما يتوافق مع هذه السياسات.

يواجه متخذ القرار الاستثماري العديد من الصعوبات والمشاكل المتنوعة التي يتعين عليه التغلب عليها لتحقيق أقصى فعالية ممكنة في قراراته الاستثمارية، وتدور هذه المشاكل حول قضايا متعددة تتعلق بموضوع الاستثمار فمنها ما يركز على الجانب المالي متمثلاً في الصعوبات المالية وأهمها: معدلات الضرائب المرتفعة، والرسوم العالية

الفصل الأول: التأصيل النظري لقرارات التمويل والاستثمار

وندره رأس المال اللازمة للاستثمار (نوري موسى و وآخرون، 2012، صفحة 23)، إضافة لجوانب أخرى سنوجزها في الشكل التالي الذي يوضح كل من صعوبات ومحددات القرار الاستثماري:

الشكل البياني رقم (I-5): صعوبات ومحددات القرار الاستثماري.

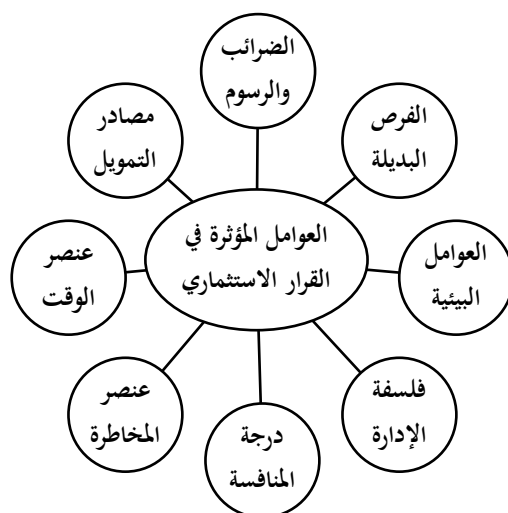


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

— شقيري نوري موسى وآخرون، "إدارة الاستثمار"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، سنة 2012، ص 25.

والشكل التالي يوضح العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري:

الشكل البياني رقم (I-6): العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

— شقيري نوري موسى وآخرون، "إدارة الاستثمار"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، سنة 2012، ص 24.

خلاصة الفصل:

قادنا البحث في الإطار المفاهيمي لقرارات التمويل والاستثمار عبر مباحث هذا الفصل، إلى جملة من الاستنتاجات النظرية التي تُشكل أرضية صلبة للدراسة، فقد تبين أن:

— اتخاذ القرار المالي ليس مجرد إجراء إداري روتيني، بل هو عملية ديناميكية معقدة تتأثر بعوامل بيئية ومؤسسية متعددة، وترتبط جودة القرارات المالية ارتباطاً وثيقاً بمستوى الأداء المالي للمؤسسة، فهذا الأخير يمثل "المخرجات" التي تعكس كفاءة "المدخلات" (القرارات)، وبالتالي فإن تعظيم الأداء يتطلب بالضرورة عقلنة القرارات المالية المتخذة.

— الأداء المالي الأمثل هو نتاج تفاعل استراتيجي منسق بين أركان المثلث المالي (قرار الاستثمار، قرار التمويل، توزيع الأرباح)، حيث يؤدي أي خلل في أحد هذه الأركان حتماً إلى اختلال المنظومة ككل، وهذا يؤكد أن الهدف النهائي للإدارة المالية لا يقتصر على مجرد تحقيق الأرباح المحاسبية، بل يمتد ليشمل تعظيم القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة، وهو ما لا يمكن تحقيقه إلا من خلال منظومة متكاملة من القرارات المالية الرشيدة والمترابطة.

— يتجاوز القرار التمويلي المفهوم التقليدي لتوفير السيولة، ليمتدحور جوهرياً حول هندسة الهيكل المالي الأمثل، إذ تكمن كفاءته في قدرة على الموازنة الدقيقة بين تدنية تكلفة الأموال وضبط المخاطر المالية، بما يحقق الحصانة المالية للمؤسسة ويضمن استمرارية نشاطها.

— يكتسي القرار الاستثماري طابعاً استراتيجياً كونه الأداة الفاعلة في تخصيص الموارد، حيث يهدف إلى تحقيق قيمة مضافة للمؤسسة والمساهمين، عبر مشاريع ذات جدوى اقتصادية ومالية عالية مستنداً في ذلك إلى مقومات علمية دقيقة لتقليل فجوة عدم التأكد والتحوط من تقلبات البيئة المستقبلية.

— تظل كفاءة القرارات التمويلية والاستثمارية مرهونة بمدى مرونتها في التكيف مع معطيات البيئة الخارجية، حيث تفرض المتغيرات الاقتصادية والتشريعية (كالسياسات الضريبية، وأسعار الفائدة، والقيود القانونية) قيوداً حاكمة توجه مسار السياسة المالية وتحدد نطاق المناورة المتاحة أمام متخذ القرار.

— العلاقة بين القرارين الاستثماري والتمويلي متلازمة وتأثيرهما متبادل، إذ لا يمكن النظر إليهما كعمليتين منفصلتين، فالقرار الاستثماري هو الذي يحدد حجم الاحتياج المالي وتوقيته، بينما يحدد القرار التمويلي تكلفة هذه الأموال وهيكلها، وعليه فإن الجدوى الاقتصادية والمالية لأي مشروع استثماري تظل مرهونة بتكلفة التمويل المتاحة، وبالمقابل تعتمد القدرة على استقطاب التمويل بشكل جوهري على جودة التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار.

الفصل الثاني: التحليل المالي

ودراسات الجدوى في المؤسسة

تمهيد:

يُعد الاستقرار المالي والنمو المستدام من أهم الأهداف التي تسعى المؤسسات الاقتصادية لتحقيقها في بيئة أعمال تتسم بالديناميكية والمخاطر المتزايدة. ولضمان هذا الاستقرار، لا يمكن الاكتفاء بالأرقام المحاسبية الجامدة، بل يستلزم الأمر إخضاعها لمعالجة دقيقة عبر التحليل المالي، الذي يمثل أداة التشخيص الرئيسية للكشف عن متانة الهيكل المالي وتقييم الجدارة الائتمانية للمؤسسة، وهذا التحليل لا يقف عند حدود تقييم الماضي، بل يُعد الركيزة الأساسية التي يُبنى عليها قرار التمويل، إذ لا يمكن للمؤسسة تحديد مصادر الأموال اللازمة لتوسعاتها أو اختيار المزيج التمويلي الأمثل إلا بناءً على قراءة متعمقة لملاءتها المالية وقدرتها على الوفاء بالالتزامات.

وفي سياق توظيف هذه الأموال ضمن مشاريع استثمارية جديدة، يبرز دور دراسات الجدوى كحجر الزاوية في عملية ترشيد قرار الاستثمار، فإذا كان قرار التمويل يوفر السيولة، فإن دراسات الجدوى تضمن توجيه هذه السيولة نحو البدائل الأكثر كفاءة، وذلك عبر منهجية علمية شاملة تدرس المشروع من كافة جوانبه (التسويقية، الفنية، والمالية...) لتقليص مساحة "اللايقين" وضمان أن العوائد المتوقعة تغطي تكلفة الأموال المستثمرة وتحقق فائض قيمة للمؤسسة.

بناءً على هذا التكامل الوظيفي بين التحليل والتمويل، والجدوى، يتناول هذا الفصل الإطار النظري لهذه المرتكزات، حيث خصصنا المبحث الأول لاستعراض الأسس النظرية والأدوات المعتمدة في التحليل المالي، وانتقلنا في المبحث الثاني لتأصيل الإطار المفاهيمي لدراسات الجدوى ومجالاتها والصعوبات التي تكتنفها، لنختتم الفصل بـ المبحث الثالث الذي يفصل سيرورة إعداد دراسة الجدوى بدءاً من التمحيص القانوني والبيئي وصولاً إلى التقييم المالي والفني.

المبحث الأول: الأسس والأدوات المعتمدة في التحليل المالي

يُعد التحليل المالي الأداة التشخيصية الدقيقة التي تمنح القرارات الإدارية صفتي الرشد والموضوعية، إذ يتجاوز دوره مجرد السرد الرقمي للقوائم المالية إلى تقديم قراءة تفسيرية معمقة تكشف مكامن القوة والضعف في الهيكل المالي، فهو يمثل الحلقة الجوهرية التي تحول البيانات المحاسبية الصماء إلى مؤشرات دلالية تستقرئ الماضي وتشخص الحاضر، وتنبأ بالمسارات المستقبلية، مما يزود متخذ القرار بالبصيرة الاستشرافية اللازمة للمفاضلة بين البدائل التمويلية والاستثمارية بكفاءة عالية.

المطلب الأول: مدخل لتحليل المالي

يتوقف اتخاذ القرارات الإدارية الرشيدة وتحقيق أهداف المنشأة، على مدى قدرت المدير المالي في توظيف الأداة الملائمة لتوفير البيانات والمعلومات لاتخاذ تلك القرارات، ويعد التحليل المالي من أهم هذه الأدوات (أسعد حميد ، 2010، صفحة 75)؛

1. ماهية التحليل المالي:

التحليل المالي عبارة عن عملية حسابية يتم من خلالها تحويل الأرقام الواردة في البيانات والجداول المالية والمحاسبية إما السابقة أو الحالية لمؤسسة ما إلى أرقام ونسب مئوية وإيجاد ارتباطات ما بين تلك الأرقام والنسب، ومن ثم اشتقاق مجموعة من المؤشرات تساعد تلك المؤسسة من اتخاذ القرارات المناسبة وبالتالي تطوير عملياتها بما يلبي وتحقيق الأهداف التي تسعى لتحقيقها. ومن هنا يمكن تعريف التحليل المالي بأنه: العملية التي من خلالها يتم استنباط مؤشرات ونسب مئوية من البيانات المالية والمحاسبية للمؤسسة بما يؤدي لتصحيح وزيادة الفعالية الاقتصادية لتلك المؤسسة (نعيم نمر، 2011، الصفحات 09-10).

ويمكننا تعريف التحليل المالي Financial analysis بأنها دراسة القوائم المالية بعد تبويبها وباستخدام الأساليب الكمية وذلك بهدف إظهار الارتباطات بين عناصرها والتغيرات الطارئة على هذه العناصر وحجم وأثر هذه التغيرات واشتقاق مجموعة من المؤشرات التي تساعد على دراسة وضع المنشأة من الناحية التشغيلية والتمويلية وتقييم أداء هذه المنشآت وكذلك تقديم المعلومات اللازمة للأطراف المستفيدة من أجل اتخاذ القرارات الإدارية السليمة (منير شاكر، اسماعيل، و عبد الناصر ، 2008، صفحة 12).

كما يمكن تعريفه على أنه: "عملية يتم من خلالها استكشاف أو اشتقاق مجموعة من المؤشرات الكمية والتنوعية حول نشاط المشروع الاقتصادي بهدف تقييم أدائه من زوايا عديدة بغرض تحديد جوانب القوة والضعف، ومن ثمّ استفادة الأطراف المعنية من المعلومات التي يوفرها التحليل الرشيد لاتخاذ قراراتهم" (لطفى أ.، 2006، صفحة 40).

وطبقاً لما تقدم يمكن القول إن التحليل المالي أداة لتحديد نقاط القوة والضعف في الأنشطة والفعاليات الخاصة بالمؤسسة وبشكل يضمن لها إعداد الخطط المستقبلية في ضوء نقاط القوة، ووضع الحلول المناسبة لمعالجة نقاط الضعف أو الحد منها، إن هذا المفهوم يجعل القارئ يدرك أهمية تحديد وتقييم البدائل الاستراتيجية، من خلال تمكين الإدارة من استثمار الفرص المتاحة، وتجنب التهديدات، ومثل هذه القراءة لعناصر البيئة، يجعل التحليل المالي وسيلة لربط متغيرات البيئة الخارجية (الفرص والتهديدات) مع عناصر البيئة الداخلية (جوانب القوة والضعف)، أي الوصول إلى ما يعرف بتحليل (SWOT) بالإدارة الاستراتيجية، إذ يعكس هذا النوع من التحليل شكل التفاعلات بين عناصر البيئة الداخلية للشركة (القوة والضعف) وعناصر البيئة الخارجية للشركة (الفرص والتهديدات) وعلى وفق مضمون الشكل (النعمي و التميمي، 2008، صفحة 15).

تستخدم أدوات التحليل المالي الاستراتيجية لغرض التعرف على الفرص والتهديدات المالية في محيط المؤسسة، ومن الأمثلة على الفرص الاستراتيجية انسحاب المنافسين، انخفاض أسعار المواد الأولية أو الطاقة، زيادة إيرادات الزبائن، وغيرها، في حين تشكل ظواهر الكساد الاقتصادي، دخول منافسين جدد، تغير وتبدل تفضيلات الزبائن ومركز المؤسسة لدى العملاء تهديدات حقيقية للمؤسسة، ومن خلال الموازنة بين تحليل المحيط الداخلي الذي ينتج عنه تحديد نقاط القوة والضعف لدى المؤسسة، وتحليل المحيط الخارجي الذي ينتج عنه تحديد الفرص والتهديدات البيئية التي تواجه المؤسسة يمكن تحديد الاستراتيجية المثلى للمؤسسة في المستقبل المنظور (شنوف، 2012، صفحة 15).

وتعتبر مصفوفة SWOT إحدى الأدوات التي يمكن استخدامها في هذا المجال، والتي تمثل الحروف الأولى للقوة، الضعف، الفرص، والتهديدات، حيث يمكن اتباع استراتيجية النمو في حالة توفر نقاط قوة أكبر لدى المؤسسة مع وجود فرص بيئية خارجية، في حين ستواجه المؤسسة استراتيجية التراجع والانسحاب إذا ما كانت تعاني من نقاط ضعف كبيرة مع وجود التهديدات الخارجية، في حين سيتم اتباع استراتيجيات أخرى في الحالات الأخرى، وبذلك ومن خلال تحديد الاستراتيجية المثلى للمؤسسة، فإنه سيكون من الممكن تحقيق الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة، والتي تتمثل في النمو والاستمرار والتغلب على المنافسين وكسب الزبائن وزيادة الحصة السوقية للمؤسسة، إن هذا التحليل لا يقتصر على المؤسسات الانتاجية سواء كانت صناعية أم خدمية وإنما يمكن استخدامها وتكييفها للمؤسسات غير الهادفة للربح أو المؤسسات الحكومية غير الانتاجية إذ يتم تقييم الأداء المالي للمؤسسات الذي ينصب على تخفيف التكاليف والتقليل من تبذير الموارد، والاستخدام الأمثل للوقت وزيادة انتاجية العامل، كما يتم تحليل متغيرات المحيط الخارجي للتعرف على احتياجات زبائن المؤسسة والفرص التي يمكن استغلالها لتحقيق أهدافها الاستراتيجية (شنوف، 2012، الصفحات 15-16).

2. أهداف التحليل المالي:

إن الهدف الأساسي للتحليل المالي، هو تقييم أداء المؤسسة من خلال إيجاد ارتباطات ومؤشرات معينة، بحيث تظهر النقاط الإيجابية وكذلك السلبية في أداء تلك المؤسسة لتكون أداة فعالة في اتخاذ القرارات ذات الأثر الإيجابي على نشاط المؤسسة (نعيم نمر، 2011، صفحة 11)، ومن الممكن تلخيص أهم أهداف التحليل المالي من خلال النقاط الآتية (الزبيدي، 2006، صفحة 77):

- يعتبر التحليل المالي وسيلة الإدارة المالية في تقييم الوضع المالي والوضع النقدي للمؤسسة؛
 - يساعد التحليل المالي في تقييم الأداء التشغيلي من خلال تقييم نتائج قرارات الاستثمار وقرارات التمويل؛
 - يضمن التحليل المالي مقارنة البيانات والمعلومات الفعلية مع البيانات والمعلومات المخططة (المعايير) وتحديد الانحرافات وبالتالي تحليلها ومعرفة أسبابها باستخدام بعض الأساليب الفنية وصياغة النماذج؛
 - يساعد التحليل المالي في تمكين الإدارة في رسم أهدافها وسياساتها التشغيلية وبالتالي يضمن لها الدقة في إعداد الخطط السنوية اللازمة لمزاولة النشاط الاقتصادي؛
 - اكتشاف الفرص الاستثمارية الجديدة، سواء كان على مستوى المؤسسة ذاتها أو على المستوى القومي؛
 - يوفر التحليل المالي مؤشرات كمية ونوعية تساعد المخطط المالي والمخطط الاقتصادي في رسم الأهداف المالية والاقتصادية والاجتماعية على مستوى شركة الأعمال، وعلى المستوى القومي، وبالتالي إعداد الموازنات التخطيطية والخطط السنوية اللازمة؛
 - يمكن التحليل المالي من خلال نتائجه في التنبؤ باحتمالات تعرض المؤسسة الى ظاهرة الفشل وما تقود إليه من إفلاس وتصفية؛
 - يساعد الإدارة في تحديد المشاكل التقنية والاقتصادية والمالية، والمساعدة في تقديم البيانات الخاصة بمعالجتها؛
 - يتناول التحليل المالي مخرجات النظام المحاسبي للوحدات المحاسبية المختلفة، وبالتالي يمد مستخدمي القرارات في المجتمع بالمؤشرات التي ترشد سلوكياتهم لاتخاذ القرارات الرشيدة.
- بالإضافة إلى (الشمري، 2010، صفحة 55):

- تقييم أداء الوحدات الاقتصادية وزيادة القيمة الحالية والمستقبلية للمشاريع القائمة وزيادة القيمة المتوقعة للمشاريع الجديدة؛
- متابعة تنفيذ الخطة الاستثمارية الموضوعة؛
- بناء التوقعات خلال الفترة الزمنية القادمة قصيرة الأجل ومتوسطة وطويلة الأجل للمحافظة على السيولة اللازمة للمشاريع القائمة والجديدة وتحقيق فوائض مالية مستمرة؛

- تحقيق العوائد المناسبة على الاستثمار كالربحية التجارية للمشاريع القائمة والجديدة على حد سواء؛ إلى جانب ذلك (نعيم نمر، 2011، صفحة 11):
- مساعدة إدارة المؤسسة في التخطيط واتخاذ القرارات المناسبة، بما يتلاءم وأهداف المؤسسة؛
- التعرف على الأداء الإداري للأقسام المختلفة ومدى التزامها بالخطط الموضوعة؛
- تقييم السياسة المالية للمؤسسة، ومدى الربحية، وسبل تطويرها من أجل تحقيق الأهداف؛
- تقييم قدرة المؤسسة على الاستمرارية في أداء مهامها في ظل السوق؛
- بيان الجدوى الاستثمارية في المؤسسة؛
- تقييم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية خلال فترة التشغيل.

3. إطار التحليل المالي:

يتكون التحليل المالي من فرعين هما (عقل، 2009، الصفحات 112-113):

— التحليل المالي للمؤسسات **CORPORATE FINANCIAL ANALYSIS**:

وغاية هذا الفرع هي مساعدة المستثمرين والمديرين والأطراف الأخرى في تقييم قرارات الاستثمار الرأسمالية والتمويل والقرارات الأخرى ذات الأثر المالي في وضع الشركة، لأن جميع القرارات التي تتخذ داخل المؤسسة لها نوع من الآثار المالية، لذا يركز المحللون على تقدير هذه الآثار ووصفها إن لم يستطيعوا تحديدها كمياً، ومن المجالات التي يتناولها هذا التحليل:

- القرارات الاستثمارية طويلة الأجل (CAPITAL INVESTMENT)؛
- هيكل رأس المال (CAPITAL STRUCTURE)؛
- سياسة توزيع الأرباح (DIVIDEND POLICY)؛
- إدارة رأس المال العامل (WORKING CAPITAL MANAGEMEN)؛
- مصادر التمويل طويلة الأجل (LONG TERM FINANCE)؛
- إدارة المطلوبات (LIABILITY MANAGEMENT)؛
- التخطيط المالي (FINANCIAL PLANNING)؛

— تحليل الأوراق المالية **SECURITIES ANALYSIS**:

وغاية هذا النوع من التحليل هي مساعدة المستثمرين ومديري محافظ الأوراق المالية في تقييم البدائل الاستثمارية المتاحة.

المطلب الثاني: المحتوى الإعلامي للبيانات المالية المنشورة (طبيعة البيانات المالية)

تشكل البيانات المالية الأساس لمعظم العمليات التحليلية المتعلقة بالنشاط الاقتصادي، ولذلك لا بد من استعراض طبيعة هذه البيانات ومحدداتها من أجل فهم مدى المنفعة والدور الذي يمكن أن تؤديه في التحليل المالي، وبشكل عام يمكن القول إن البيانات المحاسبية يتم إعدادها وفقاً للأصول المحاسبية المتعارف عليها وتعكس هذه البيانات آثار القرارات الإدارية السابقة والحالية، وكما هو معروف فإن البيانات المالية يشوبها التباس كبير حيث أن هذه البيانات محكومة بقواعد المحاسبة المالية التي تحاول أن تقدم المعلومات بطريقة عادلة ومطابقة عن كل عملية للنشاط الاقتصادي باستخدام الأصول المحاسبية المتحفظة (منير شاكر، اسماعيل، و عبد الناصر ، 2008، الصفحات 12-13)، والتي يمكن ذكر منها ما يلي (منير شاكر، اسماعيل، و عبد الناصر ، 2008، صفحة 13):

- يتم تسجيل العمليات بقيد التكلفة التاريخية (التكلفة وقت إجراء تلك العمليات)، وتجري التعديلات على القيم الحالية إذا انخفضت فقط؛
 - يتم الاعتراف بالإيرادات عند البيع فقط؛
 - يتم تكوين مخصصات للأصول المتداولة (خسائر محتملة الحدوث) وبذلك يتم تخفيض الأرباح، مثل هذه القواعد تترك نتائج (مخرجات) المحاسبة المالية مفتوحة لقدر كبير من التفسيرات وخاصة إذا سعى المحلل لفهم الأداء الاقتصادي لمنشأة ما وقيمتها الاقتصادية، وأهم البيانات المالية في إطار تنفيذ عمليات التحليل المالي هي:
1. الميزانية العمومية للمؤسسة:

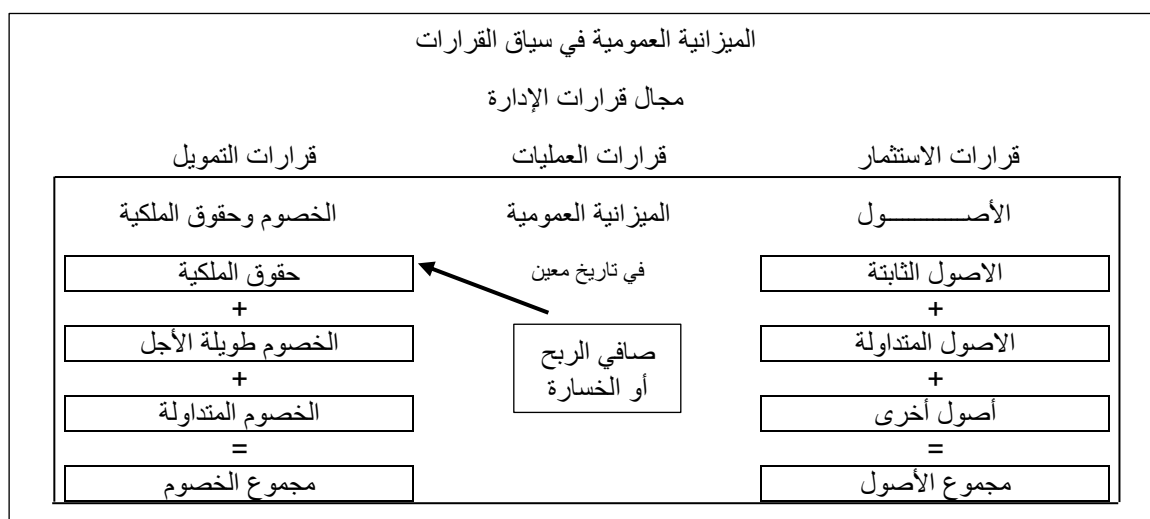
يطلق على الميزانية أيضاً بيان المركز المالي (بيان الحالة المالية) ويجب أن تكون الميزانية دائماً متوازنة لأن الأصول الإجمالية المستثمرة في النشاط الاقتصادي في أي مرحلة زمنية يجب أن تقابلها التزامات وحقوق ملكية مساوية لها، وبمعنى آخر نقول أن الميزانية تظهر لنا في طرف الخصوم مصادر الأموال الرئيسية في المنشأة وهي: حقوق المالكين، التزامات طويلة الأجل والتزامات قصيرة الأجل (خصوم متداولة)، وتظهر لنا في طرف الأصول استخدامات هذه الأموال في المنشأة وهي: الأصول الثابتة والأصول المتداولة (منير شاكر، اسماعيل، و عبد الناصر ، 2008، صفحة 14)؛

وبعبارة أخرى تعبر الميزانية العمومية عن الوضع المالي لتلك المؤسسة في لحظة معينة من الزمن، وتأخذ دائماً في نهاية السنة المالية للمؤسسة وجرت العادة أن تكون يوم 31/12 من كل سنة (نعيم نمر، 2011، صفحة 16)، وأهميتها التعرف على المشاريع القائمة ودراساتها خلال الفترات الزمنية السابقة وتوقعات المستقبل أو أن يتم التعرف على مكوناتها بتحليلها عمودياً؛

وكما ذكرنا سابقاً فإن قواعد المحاسبة المالية تتطلب تسجيل جميع العمليات بسعر التكلفة عند حدوثها، ويتم اجراء تعديلات رجعية على القيم المسجلة فقط في ظروف محددة جداً، نتيجة لذلك فإن الميزانية العمومية (كونها تراكمية) تظهر اصولاً وخصوماً مكتسبة أو متكبدة في أوقات مختلفة، ولأن القيمة الاقتصادية الحالية للأصول يمكن أن تتغير، لا سيما في بنود الاصول الثابتة وبالتالي فإن القيم المذكورة في الميزانية العمومية قد لا تعكس القيم الاقتصادية الحقيقية. علاوة على ذلك فإن التغيرات في قيمة العملة التي تسجل بها العمليات يمكن مع الوقت أن تشوه الميزانية العمومية، وفي النهاية تعكس القيمة الدفترية المتبقية لحقوق المالكين جميع هذه الاختلافات في القيمة (منير شاكر، اسماعيل، و عبد الناصر ، 2008، صفحة 13)؛

وعليه فإن الميزانية العمومية هي سجل تراكمي لتأثير القرارات الإدارية السابقة في مجال الاستثمار والتمويل أي أنها سجلاً تاريخياً لجميع العمليات السابقة والتي تؤثر على النشاط الحالي، بالإضافة الى ذلك ينعكس الأثر الصافي للعمليات في شكل ربح أو خسارة دورية يظهر أثره على حساب حقوق المالكين، ويمثل الشكل أدناه تصويراً مبسطاً للميزانية العمومية وعلاقتها بالمجالات الثلاث موضوع قرارات الإدارة:

الشكل البياني رقم (II - 1): الميزانية العمومية وعلاقتها بالقرارات الأساسية للمؤسسة.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

— محمد منير شاكر، إسماعيل إسماعيل، عبد الناصر نور، " التحليل المالي - مدخل صناعة القرارات"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2008، ص 15.

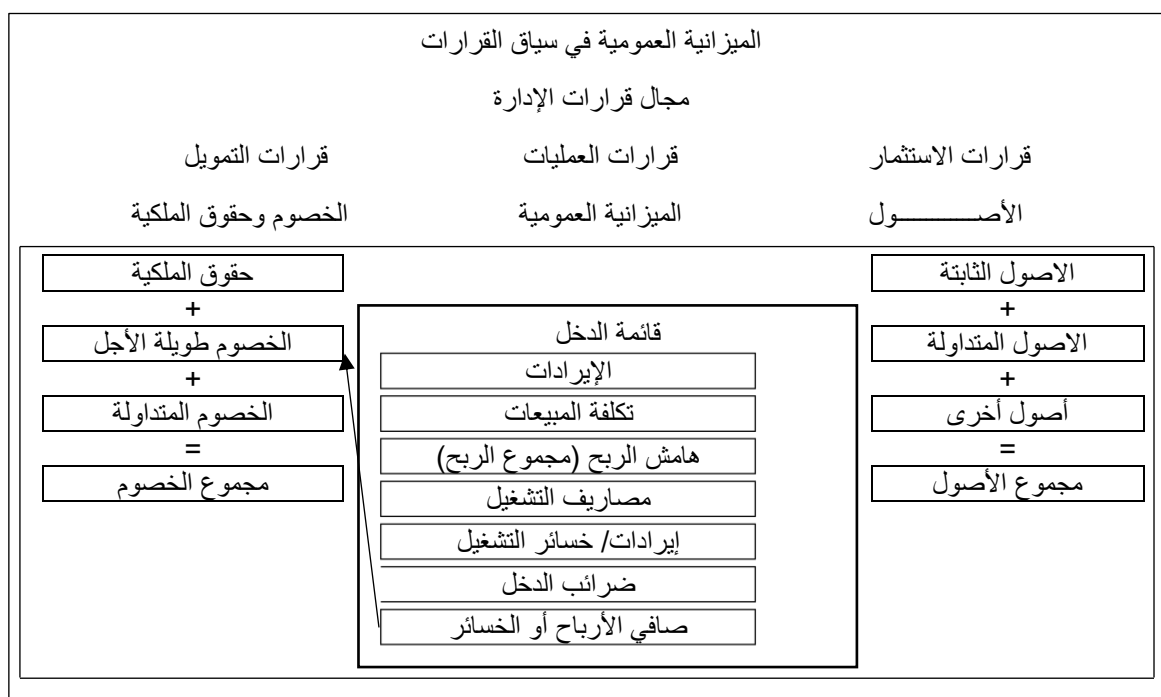
2. قائمة الدخل:

تعكس قائمة الدخل أثر القرارات التشغيلية للمؤسسة والأرباح والخسائر المتحققة خلال فترة زمنية محددة بوضوح، والربح والخسارة الناتجة عن قائمة الدخل تظهر في الميزانية العمومية وهي تزيد أو تنقص من حقوق المالكين، كما تعتبر قائمة الدخل حساب ختامي ضروري وملحق للميزانية ويساعد على معرفة التغيرات الطارئة

على حقوق المالكين من خلال ممارسة العمليات التشغيلية وتعتبر ضرورية من أجل تقييم الاداء ودراسة الكفاءة الإنتاجية، وقائمة الدخل تتضمن الإيرادات المعترف بها لفترة محددة (أي التي تخص تلك الفترة) وكذلك النفقات المقيدة مقابل تلك الإيرادات والتي تخص نفس الفترة أيضا (منير شاكر، اسماعيل، و عبد الناصر ، 2008، صفحة 16)؛

مرة أخرى نقول بأن إعداد قائمة الدخل تتم وفق الاصول المحاسبية المتعارف عليها، وعند النظر الى قائمة الدخل في سياق القرارات الادارية فإن هذه القائمة تظهر في الخانة الوسطى ضمن إطار قرارات العمليات (التشغيل) كما في الشكل أدناه.

الشكل البياني رقم (II -2): قائمة الدخل في سياق القرارات الإدارية للمؤسسة.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

— محمد منير شاكر، إسماعيل إسماعيل، عبد الناصر نور، " التحليل المالي - مدخل صناعة القرارات"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2008، ص 17.

3. قائمة التدفقات النقدية:

إن جميع البيانات المالية والمحاسبية التي تقوم المؤسسة بإعدادها وتنظيمها، لا تبين بوضوح كيف وأين هي النقطة التي يزيد أو يقل بها النقد، ولذلك أصبح من الضروري إيجاد بيان يظهر فيه النقطة التي يزيد أو يقل بها النقد، وذلك من أجل مساعدة الإدارة وكذلك المستثمرين والمقرضين في تقييم قدرة المؤسسة في توليد النقد من أجل القيام بالتزاماتها مثل: دفع الرواتب للموظفين، وكذلك ديونها في مواعيد استحقاقها؛

وتأتي أهمية التدفقات النقدية للدور الهام الذي تطلع بها في مجال اتخاذ القرارات الاستثمارية وأهمها القرارات التمويلية، ويتم تنظيمها إما بناء على المعلومات التاريخية للمؤسسة، وإما بناء على معلومات مستقبلية وهو ما يستخدم غالباً في مجال دراسة الجدوى وكذلك في مجال الخطط المستقبلية للمؤسسة (داوود، 2012، صفحة 63).

تبين قائمة التدفقات النقدية مقدار التدفق النقدي الداخل وكذلك التدفق النقدي الخارج من المؤسسة، والفرق بين التدفق النقدي الداخل والتدفق النقدي الخارج يكون السيولة النقدية المتوفرة للمؤسسة، ويبين مدى قدرتها على مواجهة متطلبات التزامات المؤسسة النقدية خلال تلك الفترة التشغيلية (الشمري، 2010، صفحة 67)؛

وتعد هذه القوائم جزءاً مهماً من القوائم الختامية لحسابات المؤسسات بعد أن كشفت التطبيقات الحاجة الماسة لإعدادها، وذلك للانتفاع من المعلومات المتعلقة بالتدفقات النقدية الداخلة الخارجة إلى المؤسسة والتي تحتم بإظهار مدى السيولة النقدية التي تتوفر للمنشأة خلال الدورة المالية ومدى قدرتها على مواجهة التزاماتها النقدية الجارية، وبالتالي فإن هذه القائمة غطت فجوة كانت تعاني منها قائمتي الدخل والميزانية العامة اللتان تظهران نتائج نشاط المنشأة ومركزها المالي استناداً إلى مبدأ الاستحقاق، بينما تظهر قائمة التدفقات النقدية هذه النتائج وفقاً للمبدأ النقدي (منير شاكر، اسماعيل، و عبد الناصر ، 2008، صفحة 16)؛

تتضمن قائمة التدفق النقدي ناتج كل من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية، ومن خلال إضافة الرصيد النقدي السابق، سنصل في النهاية إلى الرصيد في نهاية الفترة، والشكل التالي يمثل نموذجاً لما يجب أن تكون عليه قائمة التدفق النقدي.

الشكل البياني رقم (II - 3): نموذج تمثيلي لقائمة التدفق النقدي.

الرصيد النقدي في بداية الفترة		
الأنشطة التشغيلية (قائمة الدخل)		
xxx	xxx	مبيعات بضاعة أو خدمات
	xxx	فوائد مقبوضة
	(xxx)	شراء بضاعة
	(xxx)	رواتب موظفين
	(xxx)	ضرائب
	(xxx)	فوائد مدفوعة
	(xxx)	

الفصل الثاني: التحليل المالي ودراسات الجدوى في المؤسسة

مصاريف متفرقة		xxx
صافي النقد من قائمة الدخل		
أنشطة استثمارية		
تغييرات في الاستثمارات والأصول طويلة الأجل	xxx	
مبيع ممتلكات ومعدات	xxx	
مبيع استثمارات بالدين	xxx	
تحصيل قروض	(xxx)	
شراء معدات وممتلكات	(xxx)	
شراء استثمارات بالدين	(xxx)	
قروض ممنوحة لآخرين		(xxx)
صافي النقد من الأنشطة الاستثمارية		xxx
الأنشطة التمويلية		
التغيرات في المطلوبات الآجلة وحقوق الملكية	xxx	
إصدار أسهم عادية	xxx	
إصدار سندات قرض طويل الأجل	(xxx)	
توزيع عوائد أسهم	(xxx)	
تسوية قرض طويل الأجل		xxx
صافي النقد من الأنشطة التمويلية		xxx
صافي النقد من الأنشطة السابقة		xxx
النقد في نهاية الفترة		xxx

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

— نعيم نمر داود، "التحليل المالي باستخدام برنامج EXCEL"، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، سنة 2012، ص 66.

حيث يتم بموجب المعايير المحاسبية تبويب المعلومات التي تتطلبها قائمة التدفق النقدي وفق ثلاثة أبواب ألا وهي:

— تدفق نقدي من الأنشطة التشغيلية للمؤسسة: والتي يتم تضمينها في قائمة الدخل، والتي تبين الدخل والمصروفات خلال الفترة التشغيلية؛

— تدفق نقدي من الأنشطة الاستثمارية: وهذه تشمل عمليات الشراء والتخلص من العناصر الاستثمارية، مثل الممتلكات، والمعدات، بالإضافة للقروض والتحصيلات؛

— تدفق نقدي من الأنشطة التمويلية: وهذه تتضمن الحصول على النقد من خلال الحصول على القروض (الديون) ودفعها، وكذلك إصدارات الأسهم ودفع العوائد على الأسهم؛

كما سبق القول إن قائمة التدفقات النقدية تهدف إلى إظهار التدفقات النقدية الداخلة والخارجة للأغراض المختلفة سواء كانت تشغيلية أو استثمارية أو تمويلية، والتي يمكن أن يكون لها مغزى وفائدة في التحليل المالي، في مقدمته (هندي، 2008، صفحة 56) :

— قياس قدره المؤسسة على توليد تدفقات نقدية من العمليات، تكفي للوفاء بالتزاماتها نحو الدائنين وحملة الأسهم؛

— قياس مدى حاجة المؤسسة للتمويل الخارجي؛

— تفسير التباين بين صافي الربح والتدفق النقدي المتولد من الأنشطة المختلفة؛

— قياس آثار التدفقات النقدية الاستثمارية والتمويلية على ربحية المنشأة ومركزها المالي.

تعتبر المعلومات المتوفرة من القوائم المالية للمشاريع القائمة أو وضع قوائم مالية للمشروع المقترح إنشاءه من أهم الخطوات اللازمة والضرورية لاعتماد كثير من المؤشرات عليها وللوصول إلى النتائج الضرورية لاتخاذ القرار الاستثماري الملائم (الشمري، 2010، صفحة 67)؛

المطلب الثالث: أدوات التحليل المالي الكلاسيكية

ويقصد بأدوات التحليل المالي مجموعة الوسائل والطرق الفنية والاساليب المختلفة التي يستخدمها المحلل المالي للوصول إلى تقييم الجوانب المختلفة لنشاط المؤسسة ونقاط الضعف والقوة في عملياتها المالية والتشغيلية التي تمكنه من اجراء المقارنات والاستنتاجات الضرورية لتقييمه (حسن عوض الله و حاج الأمين، 2022، صفحة 147)؛

هناك العديد من أدوات التحليل المتاحة للمحلل المالي، ولكن لا يوجد أداة تحليلية معينة يمكن وصفها بأنها لجميع أغراض التحليل، ولكن يستطيع المحلل اختيار أداة التحليل الملائمة حسب الغرض من التحليل، وقد يستخدم المحلل أكثر من أداة تحليلية للوصول إلى دلالات لها معنى حول موضوع التحليل (حداد، 2008، صفحة 58)، وبشكل عام هناك نوعين لأدوات التحليل المالي وهي: أدوات التحليل المالي الكلاسيكية وأدوات التحليل المالي الحديثة، ويندرج تحت أدوات التحليل المالي الكلاسيكية أداتين رئيسيتين للتحليل وهما:

1. التحليل الرأسي والأفقي للقوائم المالية Vertical and Horizontal Analysis:

1.1. التحليل الرأسي أو العامودي: ينطوي هذا النوع من التحليل على دراسة العلاقات الكمية القائمة بين العناصر المختلفة للقوائم المالية والجانب الذي ينتمي اليه كل عنصر في الميزانية وذلك بتاريخ معين، ويزيد الاستفادة من هذا التحليل تحويل العلاقات الى علاقات نسبية، أي إيجاد الأهمية النسبية لكل بند بالنسبة لمجموع الجانب الذي ينتمي اليه من الميزانية (عقل، 2009، صفحة 199)؛

وبعبارة أبسط التحليل المالي الرأسي للبيانات المالية والمحاسبية عبارة عن إظهار النسبية (النسبة المئوية) لكل عنصر من عناصر الميزانية المجموعة التي ينتمي إليها هذا العنصر، وهذا يعني أن مجموعة العناصر ستتحول إلى رقم مئوي (100٪)، أو أن يتم إظهار نسبة عنصر ما إلى المجموع الكلي في الميزانية، وعليه يصبح مجموع باب الميزانية رقم مئوي (100٪) (داوود، 2012، صفحة 94)، ويمكن استخراج الوزن النسبي لأي عنصر من خلال هذه المعادلة:

الوزن النسبي للعنصر = قيمة العنصر / مجموع العناصر التي ينتمي إليها

وفي جميع الأحوال لا يكتمل معنى ودلالة النسبة المستخرجة عند القيام بهذا التحليل إلا عند مقارنتها بمعيار أو مقياس معين، وهذا المعيار قد يكون نفس النسبة في السنوات السابقة، أو قد يتم مقارنة النسبة بمعدل النسبة لكل المؤسسات التي تعمل بنفس الصناعة أو ما يسمى بمعيار الصناعة Industry Average، ويتصف التحليل العامودي بالثبات لانتفاء البعد الزمني عنه، كما ويساعد هذا التحليل على تقييم أداء المؤسسات، ويستعمل كوسيلة للتخطيط والرقابة خاصة عند مقارنته مع مقياس أو معيار محدد (حداد، 2008، صفحة 59)؛

وهذا النوع من التحليل يجب أن يتم على بيانات من نفس الفترة المحاسبية الواحدة، مثال ذلك أن نقوم بإيجاد نسبة النقدية مثلاً إلى مجموع عناصر الأصول في نفس ميزانية السنة الواحدة (الفترة المحاسبية الواحدة)، وألا نقوم بمقارنة هذا العنصر (النقدية) في العام السابق بمجموع عناصر الأصول الواردة قبل عامين، ويعتبر هذا النوع من التحليل (الرأسي) ضعيف الدلالة، إلا إذا تمت مقارنته بنسب أخرى ليصبح ذات دلالة (داوود، 2012، صفحة 95)؛

بالإضافة إلى ذلك إن اعتماد هذا التحليل على تحويل الأرقام إلى نسب مئوية قد يكون مضللاً حيث أن تغير الوزن النسبي للعنصر لا يعني دائماً تغير قيمته، وإنما قد يكون ذلك نتيجة لحدوث تغير في قيمة المجموعة التي نسب إليها هذا العنصر، ويتضح من ذلك أن التحليل الرأسي يحتاج إلى أن يتم دعمه بالتحليل الأفقي لتغطية نقاط الضعف فيها (سعدوني إبراهيم، 2023، صفحة 109)؛

2.1. التحليل الأفقي:

ينطوي التحليل الأفقي على دراسة وتتبع سلوك (دراسة اتجاه) كل بند من بنود القوائم المالية تحت الاعتبار، وملاحظة مقدار التغير في الزيادة أو النقصان على كل منها مع مرور الزمن، وهذا النوع من التحليل يتصف بالديناميكية نظراً لأنه يبين التغيرات التي تمت مع الزمن، بعكس التحليل العامودي الذي يقتصر على فترة زمنية واحدة (عبد الهادي، 2007، الصفحات 95-96)؛

ويساعد هذا النوع من التحليل في الكشف عن بعض الخصائص النوعية للمتغيرات المحاسبية والمالية وتتجلى في (عقل، 2009، صفحة 200):

- مقارنة الأرقام المجردة الخاصة بفترة معينة بمثيلاتها من الفترات السابقة؛
- مقارنة النسب التي يحصل عليها المحلل نتيجة التحليل بالنسب، وفي ذلك مساعدة له للتعرف على الاتجاهات التي يتخذها وضع المؤسسة المالي نتيجة للسياسات المتبعة فيها؛
- الحكم على مدى مناسبة السياسات المتبعة من قبل الإدارة، وقدرة هذه السياسات على تحقيق الأهداف المرجوة؛

— معرفة اتجاه أو سلوك متغير معين من متغيرات القوائم المالية إلى الزيادة أو النقصان عبر الزمن، ودرجة الاستقرار أو التذبذب في هذا المتغير من فترة مالية إلى أخرى، فالحلل لأعراض الاستثمار لا يقتصر اهتمامه على معرفة مستوى الأرباح، وإنما يهتم أيضا بمدى الاستقرار Earnings Stability فيها واتجاهها Earnings Trend، وهذه الصفات النوعية للأرباح يمكن استخلاصها من تفحص السلاسل الزمنية بينما لا يكشف التحليل العامودي عن مثل هذه الصفات (حداد، 2008، الصفحات 59-60)؛

- تقييم إنجازات ونشاط المؤسسة في ضوء هذا السلوك، ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة بعد تتبع أسباب التغير إلى جذورها.

وبالرغم من أهمية التحليل الأفقي إلا أن هناك بعض المحددات التي يجب الانتباه إليها للتقليل من فرص الوقوع في استنتاجات خاطئة، ومن أهمها (حداد، 2008، صفحة 60):

- عدم ملائمة المعيار المستخدم: كان تكون سنة الأساس المستخدمة كمعيار تتميز بأرباح منخفضة جدا أو مرتفعة جدا؛

— استخدام الأرقام المطلقة للمتغيرات المحاسبية قد يؤدي إلى نتائج مضللة لا تتلاءم مع البعد الاقتصادي للتغير في هذا المتغير؛

- استخدام نسبة التغير قد يؤدي إلى إظهار قيم متطرفة إذا كانت سنة الأساس قيمة منخفضة جدا أو مرتفعة جدا؛

— القيمة السالبة في سنة الأساس تؤدي إلى نسبة تغير مضللة لا تتناسب مع واقع التغير.

وعليه يمكن القول أن التحليل الأفقي أو تحليل الاتجاهات عبارة عن مقارنة البيانات المالية المنشورة في سنتين أو أكثر، أي عرض التغيرات الحاصلة في تلك السنوات اما بواسطة أرقام مطلقة أو من خلال النسب المئوية، وهذا عرض التغيرات بواسطة الأرقام المطلقة تتيح للمحلل المالي التركيز على العوامل الأساسية التي أثرت على

الربحية وبالتالي على المركز المالي، أما بيان نسب التغيرات بين السنوات موضوع التحليل فيتيح للمحلل المالي رؤية واضحة للتغيرات المهمة التي حدثت في البيانات المالية والمحاسبية المنشورة (داوود، 2012، الصفحات 98-99)؛

وفي التحليل الأفقي تعامل السنة المالية الأولى كسنة أساس، ومن ثم يتم إظهار كل بند في السنوات التالية كنسبة مئوية، ويتم حساب تطور العنصر وفق المعادلة التالية (منير شاكر، اسماعيل، و عبد الناصر ، 2008، صفحة 41):

$$100 \times \frac{\text{قيمة العنصر في السنة التالية}}{\text{قيمة العنصر في سنة الأساس (الأولى)}}$$

وبهذا تكون نسبة المتحصل عليها هي نسبة التغير في قيمة عنصر سنة الأساس في واحدة من السنوات التي تلت هذه سنة (سنة الأساس)؛

وعلى المحلل المالي وعند اختياره لسنة الأساس أن يكون محايداً وألا يتم الاختيار بناء على ظروف استثنائية وخاصة مرت بالمؤسسة، حتى تكون نتائج التحليل دقيقة وذات مصداقية، ويجب عند اختيار سنة الأساس مراعاة بعض من الأمور (داوود، 2012، الصفحات 99-100)، مثل (منير شاكر، اسماعيل، و عبد الناصر ، 2008، صفحة 42):

- الابتعاد عن التحيز الشخصي؛
 - أن تتصف سنة الأساس بكونها سنة عادية وطبيعية، لم تتعرض المؤسسة فيها لظروف استثنائية، كحدوث كوارث طبيعية أو حروب، أو أن تكون المؤسسة قد تعرضت لظروف بحيث كان أداء المؤسسة فيها جيداً بشكل استثنائي؛
 - أن لا تكون سنة الأساس بعيدة جداً بحيث لا تكون الظروف الاقتصادية قد تعرضت لتغيرات جذرية وأساسية؛
 - أن لا تكون المؤسسة قد قامت بعد هذه السنة بتغيير سياساتها المحاسبية التي كانت تتبعها.
- ويمكننا تجاوز هذه المشكلة إن وجدت بجعل سنة الأساس مكونة من متوسط بيانات عدة سنوات.

2. التحليل باستخدام النسب المالية:

يكتسب التحليل المالي أهمية خاصة ليس بمجرد وصفه أداة لتقييم سلامة أداء المشروعات والحكم على فعالية التخطيط المالي لهذه المشروعات، ولكن بوصفه وسيلة فعالة للحكم على كفاءة وفعالية مختلف السياسات المطبقة داخل المشروع سواء كانت مالية ، انتاجية، بيعيه وتسويقية وغير ذلك (غنيم، 2002، صفحة 81)، ويتأتى

هذا من خلال التوظيف السليم لمجموعة النسب (Ratios) أو نسب مئوية (Percentages) والتي تمثل مؤشرات ذلك التحليل وتبويب المؤشرات المختارة إلى عدة مجموعات رئيسية (أسعد حميد ، 2010، صفحة 81)، وهي:

1.2. مؤشرات النشاط أو ما يعرف بنسبة نشاط المؤسسة (الأداء) / Activity Performance Ratios: يُطلق على مجموعة النسب هذه أيضاً "نسب إدارة الموجودات" (Asset Management Ratios)، وتقيس هذه النسب مدى كفاءة إدارة المؤسسة في توزيع مواردها المالية توزيعاً مناسباً على مختلف أنواع الأصول، كما تقيس مدى كفاءتها في استخدام أصولها لإنتاج أكبر قدر ممكن من السلع والخدمات، وتحقيق أكبر حجم من المبيعات وبالتالي أعلى ربح ممكن؛

وتتضمن نسب النشاط جميعها المقارنة بين صافي المبيعات وجميع الاستثمارات في مختلف أنواع الموجودات، مع تركيز على ذلك الجزء من الموجودات ذوات الصلة الأكثر في تحقيق المبيعات خاصة المؤسسات التجارية؛ وتقوم نسب النشاط على افتراض وجود توازن معقول بين المبيعات ومختلف أنواع الموجودات من بضاعة ومدينين وموجودات ثابتة، وتعمل على الكشف عن أي خلل قد يطرأ على هذا التوازن (عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، 2011، الصفحات 316-317).

ولعل إدارة المؤسسة وحملتها أسهمها هم أكثر المهتمين بهذه المجموعة من النسب. هذا وتعتبر نسب النشاط مؤشراً عما إذا كان الاستثمار في الأصول أقل أو أكثر من اللازم، فالاستثمار الزائد عن الحاجة شأنه شأن الاستثمار الذي لا يكفي لتغطية الاحتياجات، يعد عائقاً أمام تحقيق الهدف الرئيسي للمؤسسة وهو تعظيم ثروة المالك (هندي، 2008، صفحة 81)، فالاستثمار الزائد في المخزون مثلاً يعني أن جزءاً من الموارد المالية للمنشأة معطل في استثمار لا يتولد عنه أي عائد، بل وتحمل المنشأة في سبيله مزيداً من مصروفات التخزين، ومن ناحية أخرى فإن عدم كفاية الاستثمار في المخزون قد يترتب عليه فشل المؤسسة في الاستجابة إلى طلبات العملاء، الأمر الذي يترك أثراً عكسياً على حجم المبيعات (عبد الهادي، 2007، صفحة 173)، وفيما يلي نتناول أهم نسب النشاط وأكثرها شيوعاً:

— معدل دوران المخزون: ويتم احتساب هذا المعدل وفق المعادلة التالية (داوود، 2012، صفحة 122):

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{تكلفة المبيعات}}{\text{متوسط المخزون}}$$

الزيادة في معدل دوران المخزون تشير إلى كفاءة الإدارة في إدارة مخزونها وسرعتها في تحويل ذلك المخزون إلى نقدية (علي الزبون، 2011، صفحة 122).

— متوسط فترة التخزين: ويتم قياس هذه النسبة كما يلي (حداد، 2008، صفحة 71):

$$\frac{360}{\text{معدل دوران المخزون}} = \text{متوسط فترة التخزين}$$

زيادة في متوسط فترة التخزين يعتبر مؤشراً غير جيد ويشير إلى فشل الشركة في إدارة مخزونها (علي الزبون، 2011، صفحة 123).

– **معدل دوران مجموع الأصول:** وتحسب هذه النسبة كما يلي (عقل، مقدمة في الإدارة المالية، 2009):

$$\frac{\text{المبيعات}}{\text{مجموع الأصول}} = \text{معدل دوران الأصول}$$

يبين المؤشر العالي لمعدل دوران مجموع الأصول (الموجودات) أن الإدارة تستغل أصولها بكفاءة وفاعلية (علي الزبون، 2011، صفحة 123).

– **معدل دوران الأصول الثابتة:** ويحسب هذا المعدل بالطريقة التالية (عبد الهادي، 2007، صفحة 174):

$$\frac{\text{المبيعات}}{\text{صافي الأصول الثابتة}} = \text{معدل دوران الأصول الثابتة}$$

مؤشر الارتفاع يدل على كفاءة استغلال الأصول الثابتة لتوليد المبيعات.

– **معدل دوران الأصول المتداولة (غنيم، 2002، الصفحات 83-84):**

$$\frac{\text{المبيعات}}{\text{الأصول المتداولة}} = \text{معدل دوران الأصول المتداولة}$$

المؤشر العالي لهذه النسبة يدل على فعالية إدارة رأس المال العامل في تحقيق (توليد) الإيرادات (علي الزبون، 2011، صفحة 123).

إضافة إلى (داوود، 2012، الصفحات 124-127):

– **معدل دوران الأصول المدينين:**

$$\frac{\text{صافي المبيعات الآجلة}}{\text{متوسط رصيد المدينين}} = \text{معدل دوران الأصول المدينين}$$

معدل الدوران العالي هنا يعتبر مؤشراً إيجابياً ويدل على سرعة حركة الاستثمار في المؤسسة (علي الزبون، 2011، صفحة 123).

– **متوسط فترة التحصيل:**

$$\frac{365}{\text{معدل دوران المدينين}} = \text{متوسط فترة التحصيل}$$

كلما انخفضت فترة التحصيل كلما كان ذلك مؤشراً جيداً على كفاءة المؤسسة في تحصيل ذممها المدينة (يدل على سياسات ائتمان وتحصيل فعالة وسيولة أفضل) (علي الزبون، 2011، صفحة 123).

– معدل دوران الأصول الدائنين:

$$\text{معدل دوران الدائنين} = \frac{\text{تكلفة البضاعة المباعة}}{\text{رصيد الدائنين}}$$

مؤشر الانخفاض يدل على استفادة المؤسسة من الائتمان التجاري كمصدر تمويل قصير الأجل.

– متوسط فترة الدفع (الائتمان):

$$\text{متوسط فترة الدفع} = \frac{365}{\text{معدل دوران الدائنين}}$$

المؤشر المرتفع (أيام أكثر) يدل على قدرة المؤسسة على الاحتفاظ بالنقد عبر تأخير سداد ديونها للموردين.

2.2. مؤشرات المديونية **Debt Ratios**: يطلق على مجموعة النسب هذه أيضاً نسب إدارة المديونية (DEPT MANAGMENT RATIOS)، وتقاس نسب المديونية المدى الذي ذهبت إليه المؤسسة في الاعتماد على أموال الغير في تمويل احتياجاتها، هذا ويؤلي كل من المالكين والمقرضين اهتماماً خاصاً بهذه المجموعة من النسب لأهميتها الخاصة له (عبد الهادي، 2007، صفحة 171)، فزيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المؤسسة، وإن كانت تؤدي إلى تحسين العائد على حقوق المالكين، إلا أنها تؤدي أيضاً إلى زيادة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة بسبب الأعباء الإضافية لخدمة الدين التي يخلقها التوسع في الاقتراض، الأمر الذي يثير قلق الدائنين وإحجامهم عن تقديم المزيد من القروض إن استمرت المؤسسة بالتوسع في هذا الاتجاه، هذا ويمكن تناول نسب المديونية من منظورين (عقل، مقدمة في الإدارة المالية، 2009، الصفحات 236-243):

– **المنظور الأول**: ويركز على العلاقة النسبية بين الديون من جانب والموجودات وحقوق المالكين من جانب آخر، وتتم دراسة هذه العلاقات من خلال (نسب المديونية/ أو نسبة الرفع المالي)، وتندرج تحتها النسب التالية:

• نسبة الديون إلى حقوق المساهمين أو حقوق المالكين:

$$\text{نسبة المديونية} = \frac{\text{إجمالي الديون (القصيرة الأجل و الطويلة الأجل)}}{\text{صافي حقوق المساهمين}}$$

مؤشر الارتفاع غير جيد ويبين عدم قدرة المؤسسة على خدمة دينها مما يزيد من مخاطر أصحاب القروض والمستثمرين (علي الزبون، 2011، صفحة 119).

• إجمالي الديون / الموجودات:

$$\text{نسبة إجمالي الديون/الموجودات} = \frac{\text{إجمالي الديون (القصيرة الأجل و الطويلة الأجل)}}{\text{الموجودات}}$$

مؤشر الانخفاض إيجابي من وجهة نظر المقرضون لأن ذلك الانخفاض يتيح لهم هامش أمان أكبر (علي الزبون، 2011، صفحة 119).

• نسبة الديون القصيرة الأجل إلى حق الملكية:

$$\text{نسبة الديون القصيرة/حقوق الملكية} = \frac{\text{الديون القصيرة الأجل}}{\text{حقوق الملكية}}$$

مؤشر الارتفاع يدل على زيادة مخاطر السيولة بسبب الاعتماد الكبير على الديون قصيرة الأجل مقارنة بقاعدة رأس المال.

• نسبة هيكل رأس المال:

$$\text{نسبة هيكل رأس المال} = \text{الديون طويلة الأجل}$$

مصادر التمويل طويلة الأجل (الديون طويلة الأجل + الأسهم الممتازة + حقوق المساهمين) مؤشر الارتفاع يدل على زيادة درجة الرفع المالي والمخاطر المالية طويلة الأجل على عاتق المؤسسة.

• حقوق المالكين إلى الأصول الثابتة:

$$\text{نسبة حقوق المالكين/صافي الموجودات الثابتة} = \frac{\text{حقوق المالكين}}{\text{صافي الموجودات الثابتة}}$$

– المنظور الثاني: ويركز على قدرة المؤسسة على خدمة دينها، ويتم تقييم هذه القدرة من خلال مجموعة (نسب التغطية)، ومن أهم النسب المدرجة فيها ما يلي:

• عدد مرات تحقق الفائدة:

$$\text{عدد مرات تحقق الفائدة} = \frac{\text{الدخل قبل الفوائد والضرائب}}{\text{الفوائد السنوية المدفوعة}}$$

مؤشر الارتفاع يبين قدرة المؤسسة على سداد الفوائد والتزاماتها وقروضها دون أية ارتباكات (علي الزبون، 2011، صفحة 120).

ورغم شيوع هذه الصيغة، إلا أنها تتضمن بعض نقاط الضعف التي قد تحد من دقتها التحليلية، لذا يمكن إعادة صياغة المعادلة لتجاوز هذه النقائص على النحو التالي:

$$\text{عدد مرات تحقق الفائدة} = \frac{\text{صافي الدخل بعد الضريبة + الضريبة + الفائدة + الاستهلاك}}{\text{الفوائد المدفوعة}}$$

• نسبة خدمة الدين الطويل الأجل:

$$\text{نسبة خدمة الدين الطويل الأجل} = \frac{\text{صافي الربح} + \text{الاستهلاك} + \text{الإطفاءات}}{\text{الجزء القصير الأجل من الدين الطويل الأجل}} \\ (\text{الجزء الذي سيستحق خلال الفترة المالية القادمة})$$

مؤشر الارتفاع يدل على قدرة المؤسسة القوية على تغطية أقساط ديونها طويلة الأجل من تدفقاتها النقدية.

• نسبة التغطية الشاملة:

$$\text{نسبة التغطية الشاملة} = \frac{\text{الدخل النقدي المتاح لمواجهة الالتزامات الثابتة}}{\text{الالتزامات الثابتة}}$$

$$= \frac{\text{صافي الربح} + \text{الضريبة} + \text{الفوائد} + \text{الاستهلاك} + \text{أقساط أجرة الآليات}}{\text{أرباح الأسهم الممتازة} + \frac{\text{أقساط الدين}}{1 - \text{نسبة الضريبة}}} + \frac{\text{أقساط أجرة الآليات}}{1 - \text{نسبة الضريبة}}$$

مؤشر الارتفاع يدل على هامش أمان كبير وقدرة المؤسسة على تغطية كافة التزاماتها المالية الثابتة.

وفي الأخير، لا بد من التنبيه إلى أن المؤسسات ذات المديونية المرتفعة تكون عادة أكثر تأثراً بالتطورات السلبية التي قد تطرأ على نشاطها من تلك المؤسسات ذات المديونية المنخفضة، ولما كانت نسب المديونية تساعد في قياس مدى هذا التأثير، فقد كان من الواجب الانتباه إلى الاختلاف الواسع بين هذه النسب باختلاف الأنشطة التي تمارسها المؤسسات (عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، 2011، الصفحات 331-332).

3.2. مؤشرات السيولة **Liquidity Ratios**: هي مقدرة المؤسسة على سداد التزاماتها تجاه الغير في مواعيد استحقاقها دون أن تتعرض لأي مشكلة مالية، حيث تهم عدت أطراف وعلى رأسها الموردين والبنوك، فالمورد يهتم الحصول سداد دينه في مواعيد الاستحقاق، وكذلك البنك المقرض يهتم بدراسة المركز المالي للمؤسسة عند رغبته بتقديم التسهيلات الائتمانية للمؤسسة (داوود، 2012، صفحة 117)، وتأتي سيولة المؤسسة من خلال قدرتها على تحويل أصولها المتداولة إلى نقدية وبالسرية المناسبة، وعادة تسدد الالتزامات الجارية (الخصوم المتداولة) من الأصول المتداولة ولذلك فإن تحليل المقدرة على السداد يدور أساساً حول تحليل هذه الأصول ومدى قدرتها على القيام بذلك، وهنا لا بد من الإشارة إلى أن السيولة تتأثر إلى حد كبير بالظروف الاقتصادية للبلاد، فما هو داخل في حساب الأموال المتداولة قصيرة الأجل يمكن أن يجمد على حالة مدة طويلة لذلك لا يمكن إعطاء قواعد عامة ثابتة في هذه الناحية (منير شاكر، اسماعيل، و عبد الناصر، 2008، صفحة 71)، ويمكن اجمال نسب السيولة فيما يلي (هندي، 2008، الصفحات 74-76):

— نسبة التداول:

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

يكون مؤشر الارتفاع جيداً ويبين قدرة المؤسسة على سداد ديونها القصيرة الأجل من أصولها المتداولة (علي الزبون، 2011، صفحة 119).

— **نسبة التداول السريع:** تستخدم هذه النسبة كبديل عن نسبة التداول، وذلك لأنها تستبعد بند المخزون من الأصول المتداولة باعتبار أنه من الصعب تحويله إلى نقدية سائلة بسهولة، كما تعطي مؤشرات أفضل للحكم على قدرة الأصول السائلة على سداد الالتزامات قصيرة الأجل دون إعسار أو توقّف عن السداد، ويجب أن تقارن هذه النسبة دائماً بمتوسط الصناعة، ويفضل أن تزيد هذه النسبة عن الواحد 01، بالإضافة إلى دراسة تطوّر سلوك هذه النسبة خلال سلسلة زمنية (بابكر الماحي أبو الجود، 2019، صفحة 226)، ويعبر عن هذه النسبة بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{الأصول المتداولة} - \text{المخزون السلعي}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

يشير ارتفاع النسبة إلى إمكانية سداد الالتزامات المتداولة من الأصول السريعة التحول إلى نقد ودون اللجوء إلى المخزون في ذلك (علي الزبون، 2011، صفحة 119).

— **نسبة النقدية وشبه النقدية:**

$$\text{نسبة النقدية وشبه النقدية} = \frac{\text{النقدية} + \text{شبه النقدية}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

مؤشر الارتفاع يبين امتلاك المؤسسة للسيولة والنقدية اللازمة لسداد ديونها في المدى القصير (علي الزبون، 2011، صفحة 119)، هذا ومن المهم الانتباه إلى أن تدني هذه النسبة لا يعني في كل الأحوال سوء وضع السيولة لدى المؤسسة، لأنه قد تكون لها ترتيبات اقتراض مع البنوك تحصل بموجبها على النقد عند الحاجة (بابكر الماحي أبو الجود، 2019، صفحة 226).

تجدر الإشارة إلى أن نسب السيولة تسمى بنسب تحليل المركز المالي قصير الأجل، باعتبار أن المركز المالي قصير الأجل يشمل كل من الأصول المتداولة (إجمالي رأس المال العامل) والالتزامات قصيرة الأجل، أما إذا أراد المحلل أن يقيم المركز المالي طويل الأجل فعليه أن يختار العلاقة بين الأصول الثابتة والالتزامات طويلة الأجل، لكون الأصول الثابتة هي الغطاء المالي للالتزامات طويلة الأجل (ناجي الحياي، 2009، صفحة 37).

4.2. **مؤشرات الربحية Profitability Ratios:** وتعكس نسب الربحية الأداء الكلي للمؤسسة، حيث تفحص قدرة المؤسسة على توليد الأرباح من مبيعاتها، وتعتبر من المقاييس الهامة لقياس فعالية سياسات إدارة

المؤسسة الاستثمارية والتشغيلية والتمويلية (حداد، 2008، صفحة 79)، فهي بذلك تعبر عن مدى الكفاءة التي تتخذ بها المؤسسة قراراتها الاستثمارية والمالية (عقل، مقدمة في الإدارة المالية، 2009، صفحة 230)، فبالإضافة إلى استخدام التحليل الرأسي والذي يبين نسبة كل عنصر من عناصر قائمة الدخل إلى المبيعات، هناك عدد آخر من النسب التي تقيس نسب الربحية للمؤسسات (حداد، 2008، صفحة 79)، وتقسم نسب الربحية إلى قسمين رئيسيين هما (عقل، مقدمة في الإدارة المالية، 2009، الصفحات 230-235):

— **مجموعة النسب الناتجة عن نسبة الربح إلى المبيعات:** وتقيس هذه المجموعة من النسب قدرة المؤسسة على ضبط عناصر المصروفات المختلفة المرتبطة بالمبيعات المتحققة، كما تقيس أيضاً مدى قدرة المؤسسة في توليد الأرباح من المبيعات، وأهم نسب هذه المجموعة:

• **نسبة مجمل ربح العمليات:** تدرس هذه النسبة العلاقة بين سعر المنتج وتكاليفه، وتمثل بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة مجمل ربح العمليات} = \frac{\text{مجمل ربح العمليات}}{\text{صافي المبيعات}}$$

$$= \frac{\text{صافي المبيعات} - \text{تكلفة المبيعات}}{\text{صافي المبيعات}}$$

المؤشر العالي يبين نجاح المؤسسة في تحقيق الأرباح من النشاط الرئيسي بعد سيطرتها على عناصر المكونة لكلفة المبيعات (علي الزبون، 2011، صفحة 120).

• **نسبة صافي ربح العمليات:**

$$\text{نسبة صافي ربح العمليات} = \frac{\text{صافي ربح العمليات قبل الفائدة والضريبة}}{\text{صافي المبيعات}}$$

$$= \frac{\text{والايرادات والمصروفات الأخرى}}{\text{صافي المبيعات}}$$

وتبين هذه النسبة مدى الانخفاض الممكن في السعر بيع الوحدة قبل أن تبدأ المؤسسة بتحمل الخسارة، لذا ينظر لهذه النسبة على أنها مقياس عام للكفاءة في التشغيل (بابكر الماحي أبو الجود، 2019، صفحة 228)، فمؤشر الارتفاع يدل على الكفاءة التشغيلية العالية للمؤسسة وقدرتها على تحقيق أرباح من نشاطها الأساسي.

• **نسبة صافي الربح (نسبة هامش الربح الصافي):** يُعد هذا المؤشر مقياساً أكثر شمولية لتقييم الربحية، مما يساهم في إصدار حكم أكثر دقة على الوضع المالي للمؤسسة، لشمول النسبة على الأرباح الأخرى

المحقق من عمليات خارج النشاط الأساسي وتحميلها للمصاريف الأخرى (بابكر الماحي أبو الجود، 2019، صفحة 229)، ويعبر عن هذه النسبة بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة صافي الربح} = \frac{\text{صافي الربح (بعد الفائدة والضريبة)}}{\text{صافي المبيعات}}$$

يبين المؤشر المرتفع لهذه النسبة الأداء العام الجيد للمؤسسة في مجمل أنشطتها (علي الزبون، 2011، صفحة 120).

– **مجموعة النسب الناتجة عن نسبة الأرباح إلى الاستثمارات:** وتهدف هذه المجموعة من النسب إلى قياس قدرة المؤسسة على توليد الأرباح من الأموال المستثمرة، وتعتبر هذه المجموعة من النسب الهامة جداً في تقييم مدى كفاءة إدارة المؤسسة، وأهم نسب هذه المجموعة:

• **العائد على الموجودات:**

$$\text{العائد على الموجودات} = \frac{\text{صافي ربح العمليات قبل الفائدة والضريبة والائرادات والمصروفات الأخرى}}{\text{مجموع الموجودات (أو معدل مجموع الموجودات)}}$$

إن الحصول على مؤشر مرتفع لهذه النسبة يبين الكفاءة التشغيلية لإدارة المؤسسة ونجاحها في استخدام أصولها بكفاءة لتوليد الأرباح (علي الزبون، 2011، صفحة 121)، وتعتبر هذه النسبة من أفضل النسب التي تستخدم لحساب ربحية العمليات خاصة عند المقارنة بين مؤسسات تختلف اختلافاً كبيراً في مقادير أصولها العاملة (بابكر الماحي أبو الجود، 2019، صفحة 229).

• **العائد على حقوق المساهمين (المالكين):**

$$\text{العائد على حقوق المساهمين} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة (بعد طرح حقوق حملة الأسهم الممتازة ان وجدت)}}{\text{صافي حقوق المساهمين (أو معدل صافي حقوق المساهمين)}}$$

يوضح المؤشر العالي لهذه النسبة قدرة إدارة المؤسسة على تعظيم العائد للمستثمرين كما تبين نجاح هذه الإدارة في استخدام حقوق الملكية بشكل مربح (علي الزبون، 2011، صفحة 121)، كما تعتبر مؤشراً أيضاً على مدى قدرة المؤسسة على جذب الاستثمارات إليها بحكم كون العائد على الاستثمار محدد أساسياً لقرارات المستثمرين (بابكر الماحي أبو الجود، 2019، صفحة 229).

5.2. الإطار المنهجي والضوابط المرجعية للتحليل بالنسب المالية:

من الضروري القول ان النسب المالية التي تستخدم في التحليل ليست هي الغاية في التحليل المالي، وإنما هي في الواقع نتائج أو تصورات تعطي الإجابة لكثير من التساؤلات المتعلقة بالمركز المالي والمركز النقدي والأداء وتقييم قرارات الاستثمار وقرارات التمويل (الزبيدي، 2006، صفحة 80)، فهي بذلك تعمل بمثابة أضواء كاشفة تعكس نقاط القوة ونقاط الضعف داخل المشروع محل التحليل والدراسة (غنيم، 2002، صفحة 81)؛

غير أن حساب النسب المالية لا يتطلب إلا قدرًا محدودًا من الخبرة والمهارة، إلا أن تفسير تلك النسب وربطها بالأداء يتصف بالصعوبة، مما يستوجب من الإدارة المالية بشكل عام والمحلل المالي بشكل خاص الإدراك الجوهرى لماهية النسبة وطبيعة العلاقة التي كونتها وتغيراتها خلال الزمن (الزبيدي، 2006، صفحة 80)؛

إن الأساس المعتمد في تركيبة القيم النسبية هو أساس الخلط بين القيم المطلقة في الميزانية العمومية وكشف الدخل، إلا أن الوقوف عند هذه العلاقة لا يعني شيء للمحلل المالي أو المستفيد منها، إذ لا بد من اعتماد معايير مرجعية (Bench Marking) على أساسها يتم تقييم نتائج النسب المالية للمؤسسة، وتعد المعايير المطلقة والتاريخية ومعياري متوسط الصناعة والمعياري المستهدف هي المؤشرات المرجعية التي يستند إليها المحلل المالي في التقييم والحكم على الأداء المالي للمؤسسة من خلال النسب المالية (النعمي و التميمي، 2008، صفحة 65)، مع تحفظ هام هو ضرورة تناسب حجم المشروعات محل المقارنة، كذلك تشكيلة منتجاتها وذلك حتى نتبين موقعه، والا أصبح التحليل يتم في الفراغ، ويترتب على ذلك ضرورة توافر مصادر للمعلومات أو مراكز للبحث والتحليل تتوافر لديها هذه المتوسطات، الأمر الذي يمكن من استخدامها في سهوله ويسر (غنيم، 2002، صفحة 81)؛

إن اكتمال المدلولات المنطقية للنسب المالية وفعاليتها في التحليل، يظل رهينًا بمراعاة المحلل لمجموعة من الاعتبارات الجوهرية الأخرى، وهي على النحو التالي (أبو زيد، 2009، الصفحات 126-127):

- أن تكون القوائم المالية التي يتم استخراج النسب المالية من بين عناصرها معدة وفقاً للقواعد والأعراف المحاسبية من حيث التبويب والتقييم والثبات في اتباع نفس القواعد والإجراءات المحاسبية المستخدمة؛
- أن يأخذ المحلل المالي في اعتباره التضخم وانعكاساته على فرض ثبات وحدة القياس، حيث إن الأرقام الظاهرة بالقوائم المالية قد لا تعبر عن القيم الحقيقية لتلك العناصر، مما يؤثر على مصداقية النتائج؛
- إن الاعتماد على النسب المستخرجة عن فترة مالية واحدة قد يكون غير معبر عن الحقيقة، من حيث قد تكون هذه النسب متأثرة بمتغيرات استثنائية لتلك الفترة، وبالتالي يفضل ألا يكون التحليل ثابتاً، وإنما تحليل متحرك، وذلك بدراسة اتجاهات النسب على مدى عدة فترات زمنية؛

— إن احتساب النسب يعتمد على قيمة الأصول والخصوم خلال العام، لذا لا ينبغي الاعتماد على الرصيد الظاهر في الميزانية، لأن هذا الرصيد يمثل في حقيقة الأمر لحظة معينة وهي لحظة إعداد الميزانية، لذا من الأفضل احتساب متوسط الرصيد خلال العام، وذلك بإضافة الرصيد أول المدة إلى الرصيد في نهاية المدة، ثم قسمة الناتج على 2.

3. مجالات استخدام التحليل المالي من منظور أصحاب المصالح:

تتلاقى مصالح أطراف كثيرة حول نتائج التحليل المالي باعتباره وسيلة لا غنى عنها في الرقابة على المشروع وتقييم الأداء وقياس فعاليته ومقارنته بسنوات الأداء السابقة لاكتشاف معدلات النمو أو التراجع، كذلك مقارنته مع المشروعات المثلثة في ذات القطاع الذي ينتمي اليه المشروع لمعرفة حقيقة أدائه وموقفه التنافسي، وتختلف زاوية الاستفادة من هذه المؤشرات وأولويات قراءتها باختلاف الطرف المستفيد منها، ويمكن تفصيل ذلك على النحو التالي (غنيم، 2002، الصفحات 81-82):

— **إدارة المشروع:** تستطيع في ضوء نتائج التحليل أن تعيد تعديل الخطط والسياسات المطبقة والخاصة بالإنتاج والتشغيل وقرارات التمويل من حيث آجاله وتكلفته، وهكذا يمكن اتخاذ قرارات جديدة في توقيت مناسب تصوب من أداء المشروع وتحمي استثماراته، الأمر الذي ينعكس في النهاية على القيمة السوقية للمشروع؛

— **مؤسسات التمويل:** تستطيع ان تحدد قدرة المشروع الاقتراضية وقوته الايرادية، كذلك قدرته على سداد التزاماته المالية في مواعيدها، ومقابلة اعباء خدمة المديونية، والحكم على سلامة هيكله المالي ومصادر تمويله وبشكل عام الحكم على جدارة المشروع الائتمانية وحجم الائتمان الممكن منحه له وآجاله وشروطه، وتكلفته، والضمانات الممكن قبولها، وهكذا يتم تصنيف المشروع ائتمانيا CREDIT RATING من حيث درجة المخاطرة التي تكتنف نشاطه؛

— **موردي المشروع ودائنيه:** فإن نتائج التحليل تفيد كثيرا في تشكيل رؤيتهم بشأن قبول التعامل مع المشروع من عدمه، وكذلك صياغة الشروط الممكن طرحها وقبولها للتعامل من حيث حجم الائتمان، شروطه، ضماناته، ومن ثم يستطيع كل منهم تشكيل سياسته الائتمانية الخاصة بتعامله مع المشروع المعنى، وفي الحالات التي تقوم فيها المشروعات بتمويل بعض استثماراتها بإصدار سندات طويلة الأجل، فإن دائني المشروع من حملة هذه السندات يهتمون بنتائج التحليل بشكل رئيسي، لأنها تمثل علامة مبكرة عن سلامة وصحة المشروع وأي تعثرات تواجهه واسبابها وامكانية علاجها ، وهكذا فإن نتائج التحليل تمثل أحد خطوط الدفاع الأمامية بالنسبة لهم.

المطلب الرابع: أدوات التحليل المالي الحديثة

نظرًا لأن الأدوات الكلاسيكية المستخدمة في التحليل المالي تتسم ببعض القصور ونقاط الضعف التي تؤثر بشكل بالغ على دقة نتائج التحليل وكفاءته، فلقد أصبح من الضروري البحث عن وسائل أخرى للتحليل تعالج هذا القصور، وقبل البدء في سرد الوسائل المعاصرة والاتجاهات المستقبلية للتحليل المالي لابد من تسليط الضوء على بعض نقاط ضعف التحليل المالي.

1. نقاط الضعف في التحليل المالي:

يحتوي التحليل المالي على بعض القصور الذي يؤثر بدوره على كفاءة التحليل المالي ودقته، وللتغلب على نقاط الضعف هذه لابد من بيان أوجه هذا القصور حتى يتسنى للمحللين الماليين معالجتها من خلال ابتكار الأساليب التي تساهم في الحصول على نتائج أكثر دقة ووضوحًا من عملية التحليل المالي، ويمكن توضيح أوجه هذا القصور من خلال النقاط التالية (سعدوني إبراهيم، 2023، الصفحات 162-164):

— **جودة البيانات:** قد تكون البيانات المالية المتاحة غير دقيقة أو ناقصة، مما يؤثر على جودة التحليل المالي والقدرة على اتخاذ قرارات مالية سليمة؛

— **اعتمادية المصادر:** يمكن أن تكون المصادر المالية المستخدمة غير موثوقة أو غير مستقلة، مما يؤدي إلى تأثير غير دقيق للتحليل المالي ويقلل من القدرة على اكتشاف النقاط الضعيفة في الشركات أو المشاريع محل التحليل؛

— **عدم مراعاة العوامل النوعية:** قد يتركز التحليل المالي على الأرقام والبيانات الكمية دون مراعاة العوامل النوعية، مثل تقييم الإدارة، وتحليل السوق، وتوقعات العملاء، وتغيرات الصناعة، وهذا قد يؤدي إلى تحليل غير دقيق للوضع المالي؛

— **عدم مراعاة الزمن:** قد يتعذر على التحليل المالي تنبؤ أو تحليل تأثير التغيرات المستقبلية على الوضع المالي للمؤسسة أو المشروع، مما يمكن أن يقلل من التمكن من اتخاذ قرارات مالية مستدامة (Chesnick, 2000, p. 11)

— **التقصير في تحليل الفرص والتهديدات:** قد يتجاهل المحلل المالي بعض الفرص أو التهديدات الحالية أو المحتملة التي يمكن أن تؤثر على الوضع المالي للمؤسسة أو المشروع، مما يؤدي إلى تقدير غير دقيق للمخاطر والفرص المحتملة؛

— **عدم مراعاة السياق الاقتصادي والاجتماعي:** قد يتجاهل المحلل المالي السياق الاقتصادي والاجتماعي العام الذي تعمل فيه المؤسسة أو المشروع، مما يمكن أن يؤثر على توقعات الأداء المالي المستقبلي ويقلل من دقة التحليل؛

- عدم مراعاة تأثيرات الضرائب والتشريعات المالية: قد يتجاهل التحليل المالي تأثيرات الضرائب والتشريعات المالية على الوضع المالي للمؤسسة أو المشروع، مما يمكن أن يؤدي إلى تقدير غير دقيق للأرباح الصافية والتدفقات النقدية؛
- الاعتماد الزائد على الأدوات والتقنيات الآلية: قد يعتمد التحليل المالي بشكل كبير على الأدوات والتقنيات الآلية، مثل النماذج الاقتصادية وبرامج التحليل المالي، دون مراعاة الاعتبارات البشرية والتفاصيل الدقيقة التي يمكن أن تؤثر على التحليل؛
- الانحياز والتأثيرات الشخصية: يمكن أن يتأثر التحليل المالي بالانحيازات الشخصية للمحلل المالي، مثل الانحياز الواضح أو الضمني لصالح المؤسسة أو المشروع المحلل لها، وهو ما قد يؤدي إلى نتائج غير دقيقة؛
- عدم مراعاة التغيرات السريعة: يمكن أن يكون التحليل المالي غير دقيق إذا لم يتم مراعاة التغيرات السريعة في البيئة الاقتصادية والمالية والتكنولوجية، مما يؤدي إلى تقديرات غير دقيقة للأداء المالي المتوقع؛
- عدم مراعاة العوامل الخارجية: قد يتجاهل المحلل المالي العوامل الخارجية التي يمكن أن تؤثر على الأداء المالي للمؤسسة أو المشروع، مثل التغيرات في السياسات الحكومية، والتطورات الاقتصادية العالمية، والتحديات الجيوسياسية، مما يمكن أن يؤدي إلى تقديرات غير دقيقة للمخاطر المحتملة؛
- وجود قدرات محدودة في تقييم الشركات الناشئة: يمكن أن يكون التحليل المالي للمؤسسة الناشئة أكثر تعقيداً وصعوبة، حيث يتطلب تقييم مخاطر الاستثمار وتوقعات النمو بدقة، فقد يكون لدى المحلل المالي قدرات محدودة في تقييم هذه المؤسسة، مما يمكن أن يؤدي إلى تقديرات غير دقيقة للقيمة المالية والمخاطر المرتبطة بها.

2. التحليل المالي وفقاً لنظام دوبونت DUPONT SYSTEM:

في القطاع الخاص هناك العديد من النماذج لوصف مدى سير العمل (تقييم الأداء)، ومن بين هذه النماذج نجد نموذج دوبونت، حيث يقوم هذا النموذج على تحليل النسبة والتي من خلالها يتم تحديد ما إذا كانت المؤسسة تستخدم جميع الوسائل المتاحة لها لتحقيق هدفها المالي (باكرية، دوبيني، وبيض القول، 2024، صفحة 440)، حيث طور هذا النموذج التحليلي بطريقة تجعله يركز على ثلاثة عناصر وتتمثل في (باكرية، دوبيني، وبيض القول، 2024، الصفحات 440-441):

- إدارة العمليات أو كيفية جعل العمليات مربحة على النحو الأمثل؛
 - إدارة الأصول أو كيفية تحقيق أقصى قدر من الكفاءة في استخدام الموارد المتاحة للمؤسسة؛
 - هيكل رأس المال، إظهار تأثير الرافعة المالية أو مضاعف حقوق الملكية.
- حيث يوضح هذا النموذج الأثر المزدوج للكفاءة والإنتاجية على ربحية الأصول أو مؤشر العائد على

الأصول (ROA)، كما يبين قدرة الرافعة المالية (EM) على رفع العائد على حق الملكية (ROE) إلى مستوى أعلى من العائد على الأصول (قريشي، 2004، صفحة 91).

يتحدد مؤشر العائد على الأصول (ROA) بمؤشرين هما:

— هامش الربح (PM) الذي يعكس مدى الكفاءة في إدارة ومراقبة التكاليف، ويقاس بالعلاقة التالية:

$$\text{هامش الربح} = \frac{\text{الدخل الصافي}}{\text{إجمالي الإيرادات}};$$

— منفعة الأصول (AU) ويسمى استعمال الأصول، حيث يدل هذا المؤشر على الاستغلال أو الاستعمال الأفضل للأصول، أي إنتاجية الأصول، وتقاس بالعلاقة التالية:

$$\text{منفعة الأصول} = \frac{\text{إجمالي الإيرادات}}{\text{إجمالي الأصول}};$$

وعليه فإن (أبو اسماعيل، 2015، صفحة 58):

$$\text{العائد على الأصول} = \text{هامش الربح} \times \text{منفعة الأصول}$$

$$\text{أي: } ROA = PM \times AU$$

العائد على الأصول = (الدخل الصافي / إجمالي الإيرادات) × (إجمالي الإيرادات / إجمالي الأصول).

علماً أن (أولاد حيمودة، 2017، صفحة 29):

• **العائد على الأصول (Return on Asset (ROA):** يوضح هذا المؤشر كل دينار من الأصول كم حقق من ربح، لذا فارتفاع قيمة هذا المؤشر يدل على الإدارة المثلى للأصول والتوظيف الكفء للمصادر المالية عن طريق المفاضلة المدروسة والممتازة لأوجه الاستخدامات الأكثر ربحية؛

• **معدل منفعة الأصول (AU) (Asset Utilization) أو دوران الأصول (Asset Turnover):**

يعكس هذا المؤشر مدى تحقيق الأصول للربح أو للإيراد، لذا كلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دل ذلك على جودة الأصول، يُحسب بالمعادلة التالية: $AU = \frac{\text{إجمالي المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}};$

هذه الصيغة تركز الانتباه إلى مصدر الأداء الأفضل أو الأداء السيئ (فمثلاً) إذا حققت مؤسسة ما عائد على الأصول مرتفع فيكون سببه أنها أكثر كفاءة في التحكم ومراقبة التكاليف وهو ما يعكسه مؤشر هامش الربح المرتفع، أو باستخدام أفضل للأصول وهو ما يعكسه مؤشر منفعة الأصول أو إنتاجية الأصول أو عن طريق التحسين في كلا المجالين، بالمقابل فإن الأداء الضعيف قد يعود لجانب منهما أو لكليهما (قريشي، 2004، صفحة 91)؛

وبعدها تم تطوير النموذج ليتحول من معدل العائد على الاستثمار إلى معدل العائد على حقوق الملكية وهذا عن طريق إضافة نسبة ثالثة له تخص المخاطرة، وهي النسبة المتعلقة بمضاعف الرفع المالي وهي أحد نسب هيكل

رأس المال والمتمثلة في نسبة إجمالي الأصول إلى حقوق الملكية (باكرية، دوبيي، وبيض القول، 2024، صفحة 441)؛

وتتمثل هذه المساهمة الثانية لنموذج Dupont في شرح وتوضيح العلاقة بين ROA و ROE، حيث ينبع الفرق بين الاثنين (العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية) من استخدام الرافعة المالية، إذ عن طريق ضرب العائد على الأصول (ROA) بمضاعف حقوق الملكية (EM) أو ما يعرف بالرافعة المالية (قريشي، 2004، صفحة 91)، وتكون على الشكل الآتي:

$$\text{مضاعف حق الملكية} = (\text{إجمالي الأصول} / \text{حقوق الملكية})$$

فإنه يمكن حساب العائد على حقوق الملكية بالشكل التالي:

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = (\text{إجمالي الإيرادات} / \text{إجمالي الأصول}) \times (\text{الدخل الصافي} / \text{إجمالي الإيرادات}) \times (\text{إجمالي الأصول} / \text{حقوق الملكية})$$

أي:

$$ROE = UA \times PM \times EM$$

علماً أن (أولاد حيمودة، 2017، صفحة 29):

- **معدل هامش الربح (Profit Margin (PM):** يسمى هذا المؤشر أيضاً مؤشر كفاءة إدارة التكاليف، حيث يعكس هذا المؤشر مدى كفاءة المؤسسة في إدارة والتحكم في تكاليفها سواء الخاصة بمرحلة الاستغلال أو خارجه، لذا فكل مؤسسة لا تتحكم في تكاليفها تكون (PM) منخفضة؛
- **معدل الرفع المالي (EM):** يقيس هذا المؤشر النسبة بين الأموال الذاتية والأموال الخارجية، أو بصيغة أخرى كم مرة تفوق الأصول حجم حقوق الملكية؛

ما يستفاد من الصيغة أعلاه أنها تفسر الأداء بشكل أفضل، فإذا حققت مؤسسة ما عائد على حقوق الملكية مرتفع أو منخفض فإنه يمكن تتبع أو إرجاع سبب هذا الارتفاع أو الانخفاض إلى العائد على الأصول أو إلى الرافعة أو لكليهما، إذا كان السبب في ارتفاع العائد على حقوق الملكية يعود إلى الرافعة المالية، فإن المحللين والمساهمين يتعرفون إلى مستوى الخطر الذي يتطلبه ذلك المستوى من العائد والأداء؛ وبالمقابل فإذا تحقق العائد على حقوق الملكية المرتفع من خلال إدارة ممتازة للأصول (محصلة للكفاءة والإنتاجية) فإنه ستكون في هذه الحالة رسالة أخرى للمحللين والمساهمين عن إدارة المؤسسة (قريشي، 2004، صفحة 91)؛

إن نموذج العائد على حقوق الملكية (DuPont Model) يعتبر أحد المؤشرات المهمة لوصف وقياس العلاقة بين العائد والمخاطرة وبالتالي سيقاس أداء المؤسسات فيما يتعلق بمحاولة ادارات تلك المؤسسات تحقيق أقصى

عوائد ممكنة بأقل مخاطر ممكنة من أجل تحقيق أقصى ربحية والتي ستعكس بالتأكيد على ثروة اصحاب المشروع (المساهمين او المالكين) (صالح علاء و فاضل عدي، بلا تاريخ، صفحة 149)؛

وتكمن الميزة الجوهرية لهذه النسبة في أنها ربطت التحليل المالي بالهدف العام للمؤسسة المتمثل في تعظيم العائد على حقوق الملكية، فعلى عكس معادلة دوبونت الأصلية التي اقتصر على تحليل العائد على الاستثمار فقط، وعليه نستنتج أن النموذج الموسع يُمكن المؤسسة من تحليل كلا الطرفين معاً، مما يوفر رؤية شاملة لتشخيص محركات القوة والضعف في أدائها (باصور ، 2017، صفحة 132).

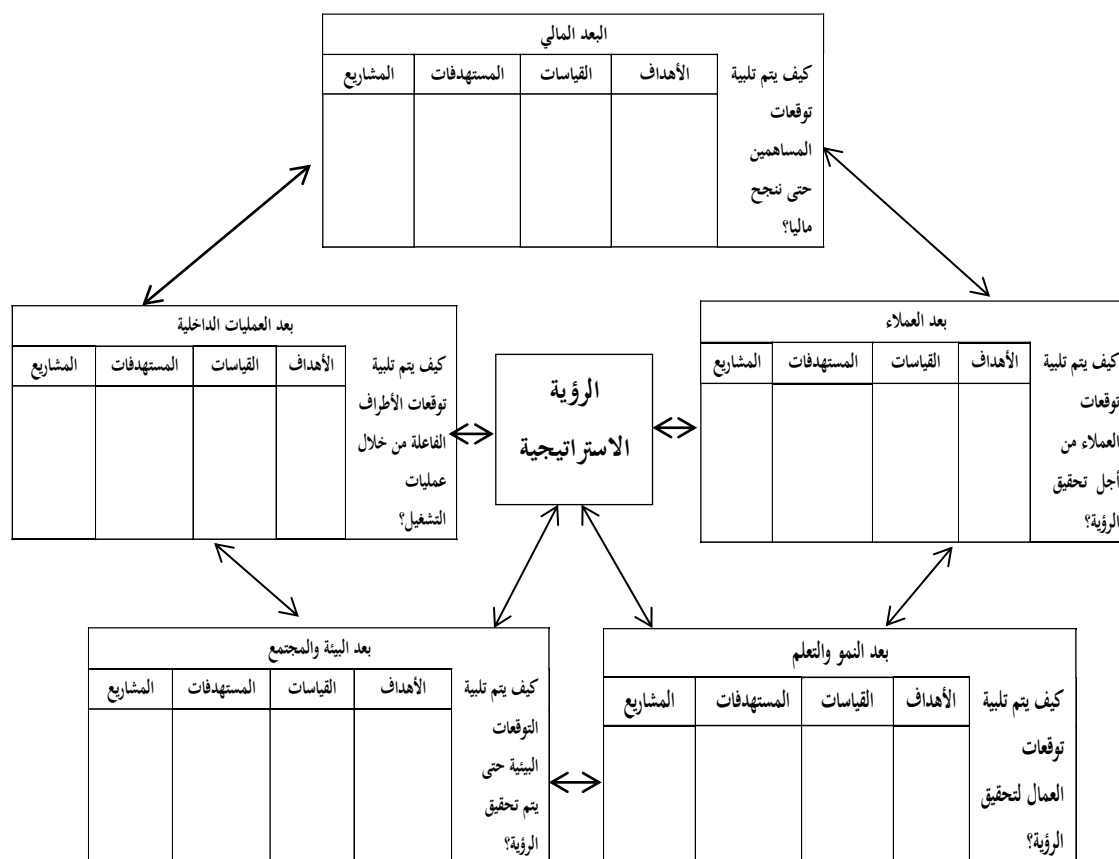
3. بطاقة الأداء المتوازن (Balanced Performance Card):

طرح Kaplan and Norton مفهوم بطاقة الأداء المتوازن كمفهوم لقياس الأداء في المؤسسات لأول مرة عام 1992 عبر مجلة Harvard Business Review، وذلك بهدف معالجة القصور الذي يرافق استخدام المقاييس المالية لارتكازها على الأداء المالي فقط، ويعتبر هذا ثغرة في تقييم الأداء (لصاق، 2023، صفحة 77)، حيث تقوم بطاقة الأداء المتوازن بترجمة رسالة المؤسسة واستراتيجيتها إلى مجموعة شاملة من مقاييس الأداء (المؤشرات) التي توفر إطار عمل لنظام القياس والإدارة الاستراتيجي (Kaplan & Norton, 1996, p. 02).

كما عرفتها Alazard و Sépari على أنّها: مجموعة مؤشرات في جدول القيادة توفر إطاراً شاملاً للمديرين لترجمة مشروع مستقبلي إلى مؤشرات أداء، حيث تختص هذه الأخيرة بالجوانب المالية، جانب العملاء، جانب العمليات الداخلية وجانب التعلم والنمو (Alazard & Separi, 2010, p. 243).

وعليه يأخذ هذا النموذج في الاعتبار المقاييس المالية الضرورية، بالإضافة إلى المقاييس غير المالية لتحديد مستوى أداء المؤسسات، وتتضمن بطاقة الأداء المتوازن مقاييس للأداء من المنظورات التالية: المنظور المالي، ومنظور العملاء، ومنظور العمليات الداخلية، ومنظور التعلم والنمو (Sahiti, Ahmeti, Sahiti, & Aliu, 2016, p. 60)، كما هو مبين في الشكل الآتي:

الشكل البياني رقم (II - 4): النموذج المقترح لبطاقة الأداء المتوازن المستدامة.



Source : Kaplan, Norton, Using the balanced scorecard as strategic management system, op. cit, P4. (Adapted)

يوضح الشكل أعلاه نموذجاً مطوراً لبطاقة الأداء المتوازن (SBSC)، حيث يتميز بإضافة بُعد خامس وهو البعد البيئي والمجتمعي، إلى جانب الأبعاد الأربعة التقليدية (المالي، العملاء، العمليات الداخلية، والتعلم والنمو)، ويهدف هذا التعديل إلى دمج أهداف المسؤولية الاجتماعية والاستدامة في صلب الإطار الاستراتيجي للمؤسسة، مما يوفر تقييماً أكثر شمولية وتكاملاً لأدائها؛

ويعكس هذا التعديل الهيكلي تحولاً أعمق، إذ تنقل البطاقة المستدامة التركيز من خدمة المساهمين (Shareholders) فقط، إلى خلق قيمة متوازنة لجميع أصحاب المصالح (Stakeholders)، بمن فيهم الموظفون والمجتمع والبيئة، وبهذا لا تعد البطاقة المستدامة مجرد إضافة بسيطة، بل هي إعادة تعريف لمفهوم الأداء المؤسسي الشامل والمستدام، وفيما يلي نستعرض تفاصيل كل بعد من أبعاد بطاقة الأداء المتوازن المستدامة:

1.3. البعد المالي: يهدف هذا المحور إلى الإجابة عن تساؤلين: هل حققت المؤسسة المنافع والنائج التي ترضي المساهمين؟ كيف تبدو صورة المؤسسة في أذهان المساهمين؟، ويأتي قياس هذا البعد من خلال مجموعة من الأهداف قصيرة المدى والتي يمكن أن تتغير بحسب قطاع الأنشطة أو الاستراتيجية (كمعدل نمو رقم الأعمال، رقم الأعمال المحقق من المنتجات الجديدة) وبحسب المرحلة التي وصلت إليها دورة حياة المنتجات، فإذا كانت في مرحلة النضج فعادة ما يستعمل النتيجة الصافية، الهامش الإجمالي، معدل العائد على الاستثمار، أما إذا

وصلت إلى المرحلة النهائية فغالبا ما يتم التركيز على المؤشرات المالية قصيرة المدى كرسيد الخزينة مثلا (يحياوي و لدرع، يومي 22 و 23 نوفمبر 2011، صفحة 79)، إن كل هذه المؤشرات في المنظورات الأخرى لجدول القيادة الاستراتيجية يجب أن ترتبط بتحقيق واحد أو أكثر من الأهداف في المنظور المالي، وإن هذا الربط بالأهداف المالية يدرك بصورة واضحة أن الأهداف بعيدة المدى للأعمال هي خلق قيمة للمستثمرين وكل الاستراتيجيات والبرامج ينبغي أن تمكن المؤسسة من تحقيق أهدافها المالية (Kaplan & Atkinson, 1997, p. 369).

2.3. بعد العملاء: يركز هذا البعد على تحديد الشرائح السوقية المستهدفة وقياس مدى نجاح المؤسسة في خدمتها (محمد رضا، فاضل علي، و كريم جاسم، 2019، صفحة 505)، وذلك باستخدام مؤشرات أساسية للتعبير عن الأداء ضمن هذا البعد، والتي تشمل: الحصة السوقية (أو نصيب المؤسسة من القطاعات المستهدفة)، اكتساب عملاء جدد، الاحتفاظ بالعميل، رضا العميل وربحية العميل (ريغة، 2014، الصفحات 80-81)، ويجب التأكيد على أن هذه المقاييس ليست غاية في حد ذاتها، بل هي محركات أساسية للأداء المالي، فالهدف النهائي هو ترجمة رضا وولاء العملاء إلى ربحية مستدامة ضمن القطاعات السوقية المستهدفة (محمد عبد الكريم، محمد اسمية، و احمد ابورزينة، 2025، صفحة 03).

3.3. بُعد العمليات الداخلية: يركز هذا البعد على كيفية زيادة كفاءة وفعالية العمليات الداخلية التي تمكن المؤسسة من تحقيق أهدافها الاستراتيجية، وهو بذلك يدعم كلاً من منظور العميل عبر خلق قيمة مضافة لهم، والمنظور المالي من خلال المساهمة في تعظيم ثروة المساهمين (محمد رضا، فاضل علي، و كريم جاسم، 2019، صفحة 506)، حيث تتكون من ثلاثة أبعاد فرعية على النحو الآتي (يحياوي و لدرع، يومي 22 و 23 نوفمبر 2011، صفحة 80):

– بعد الإبداع: يهتم بخلق منتجات تتناسب واحتياجات الزبائن، ويركز على تحسين تقنية الإنتاج، تخفيض التكاليف ويشجع النمو، ومن بين المؤشرات المستعملة في هذا الفرع: عدد المنتجات الجديدة، آجال التطوير منتجات جديدة، عدد الرخص المودعة؛

– بعد العمليات: يركز على تصنيع وتسليم المنتجات للزبائن، تحسين الجودة، تخفيض آجال التسليم من خلال قياس معدل المردودات، معدل المعيب، آجال تسليم المنتجات للزبائن، الأجل المتوسط لإنتاج طلبه؛

– بعد ما بعد البيع: يعمل على توفير خدمات ما بعد البيع للزبائن أو عند التسليم، ويقاس أداء هذا الفرع من خلال المدة اللازمة لتعويض أو تصليح المنتجات المعيبة، الساعات الضرورية لتعليم الزبائن كيفية استعمال المنتج.

4.3. بعد التعلم والنمو: يركز هذا المحور على تفعيل قدرة المؤسسة نحو التعلم والتطور والنمو من خلال تطوير منتجات جديدة واستخدام التكنولوجيا المتقدمة وتطبيق سياسات إدارية حديثة، ويمثل هذا المحور البنية الأساسية والمهمة لنجاح المؤسسة حيث إنه يعمل على تهيئة المناخ ورفع مستوى المهارات والكفاءات لدى القاعدة العريضة

من العاملين بالمؤسسة، حتى يمكنها أن تتعامل مع عمليات التحديث والتطوير التي يمكن أن تتم في عمليات التشغيل الداخلية (منصور حماد، 2017، صفحة 13)، ويؤدي ذلك إلى تحقيق مرونة أكبر في الانتاج ورفع وتحسين الجودة وخفض التكلفة ومنه تحقيق رضا العملاء وتحسن الوضع المالي ككل، ومن ثم تحسين وتعزيز الموقف التنافسي للوحدة الاقتصادية (باصور، 2017، صفحة 148)؛

ويأتي التقييم على أساس المؤشرات التالية: عدد المنتجات المقدمة الجديدة في مدة معينة، ساعات التكوين لكل موظف، سلوك العاملين بعد التكوين والتأهيل، نسبة الرضا لدى العاملين، معدل دوران العمال، رقم الأعمال للعامل، نسبة المبادرات والاستقلالية والذي تقاس بعدد الاقتراحات المقدمة من طرف العاملين، عدد التحسينات المنفذة (Skinner, 2025).

5.3. بعد المسؤولية البيئية والمجتمعية: نظراً لأهمية هذا البعد في سيرورة عملية تقييم أداء المؤسسة، فقد قام كل من Kaplan and Reisen خلال الفترة الممتدة من 2003 إلى 2007، بإضافته إلى الأبعاد الأساسية الأخرى، ويتمثل الهدف الأساسي من هذه الإضافة في ربط إدارة المؤسسات باستراتيجيات المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، وهذا لتمكين هذه المؤسسات من خلق قيمة اقتصادية وبيئية ومجتمعية مستدامة، وبالتالي، يسعى هذا البعد للإجابة على التساؤل التالي: لتحقيق رؤية المؤسسة، كيف يجب الإيفاء بالمتطلبات البيئية والاجتماعية؟ (Kaplan & Reisen de Pinho, Amanco: Developing the sustainability scorecard, 2007, pp. 1-24)، وتجدر الإشارة إلى أن المؤسسة يمكن أن تدمج هذا البعد في كل منظور من المناظير الأربعة، أو أن تضيفه كبعد خامس مستقل (Al-Zwayali, 2017, p. 121)، أو أن تنشئ بطاقة أداء مجتمعية منفصلة تسمى ببساطة الأداء المتوازن للصحة والسلامة البيئية (HSE Balanced Scorecard) تتضمن رؤية، استراتيجية، الأهداف ومفاتيح النجاح الأساسية، ومؤشرات الأداء الخاصة (Zingales & Hockerts, 2003, p. 07)، وعليه، يُقاس الأداء البيئي ضمن هذا الإطار عبر مؤشرات متنوعة، مثل: نسب استعمال التكنولوجيا في تعزيز الفرص البيئية، ونسب القيام بالبرامج الثقافية والتعليمية والمهنية، عدد المخالفات البيئية، نسب الغرامات، عدد المنتجات الصديقة للبيئة، مؤشر التنمية البشرية HDI (Sardinha, Reijnders, & Antunes, 2007, pp. 13-34).

تستند بطاقة الأداء المتوازن إلى إطار مفاهيمي مترابط، يقوم على سلسلة من العلاقات السببية التي تربط بين أبعادها الخمسة، حيث تشكل مخرجات كل منظور مدخلات للمنظور الذي يليه، هذه البنية المنطقية لا تكتفي بقياس الأداء، بل تشرح آلية خلق القيمة داخل المؤسسة، تنطلق هذه السلسلة من منظور التعلم والنمو، الذي يُعتبر القاعدة التأسيسية لبناء القدرات التنظيمية ورأس المال البشري، فلا استثمار في مهارات الموظفين يمكن المؤسسة من تطوير وأمثلية عملياتها الداخلية الحرجة (باصور، 2017، صفحة 149)، بدوره يترجم هذا التميز التشغيلي إلى تحسين جودة المنتجات والخدمات المقدمة، مما يؤدي إلى تحقيق درجة عالية من رضا العملاء

وكسب ولائهم (لصاق، 2023، صفحة 89)، وفي المحصلة النهائية يُعد الأداء المتميز في منظور العملاء المحرك الأساسي لتحقيق النتائج المالية المستهدفة (باصور، 2017، صفحة 149)، مثل زيادة الإيرادات ونمو الأرباح، وبهذا تعمل بطاقة الأداء المتوازن على ترجمة الأصول غير الملموسة إلى نتائج مالية ملموسة، وتوفر إطاراً واضحاً يوضح كيف تقود المبادرات التشغيلية في النهاية إلى تعظيم القيمة للمساهمين (ريغة، 2014، صفحة 87).

6.3. مميزات بطاقة الأداء المتوازن:

تمثل بطاقة الأداء المتوازن، التي طورت من قبل "كابلن" و"نورتن"، نقلة نوعية في مجال أدوات التحليل المالي كونها أداة شاملة للقياس والإدارة، فقد جاءت هذه الأداة كاستجابة مباشرة للحاجة الملحة لتجاوز المقاييس التقليدية، حيث قدمت إطار عمل متكامل يربط بين الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة وأدائها المالي والتشغيلي، وذلك في مواجهة الضغوط التنافسية المتزايدة التي تتطلب رؤية أكثر شمولية ودقة، وتتلخص الخصائص الرئيسية التي تميز هذا المقياس في النقاط التالية (محمد رضا، فاضل علي، و كريم جاسم، 2019، الصفحات 504-505):

- يتضمن كل منظور من بطاقة الأداء المتوازن خمسة عناصر أساسية: الهدف الاستراتيجي، ومؤشرات القياس، والقيم المستهدفة، والمبادرات المقترحة، والنتائج الفعلية المحققة؛
- يتميز هذا المقياس بتركيزه على عدد محدود من مؤشرات الأداء الأساسية، وذلك استناداً إلى مبدأ الرشد المحدود، وخاصة عدم إتاحة معلومات أكثر من الطاقة التحليلية لمتخذ القرار؛
- يركز مقياس الأداء المتوازن على أساس مجموعة من الروابط الرأسية السببية بين الأهداف الإستراتيجية الفرعية وبعضها بعض الآخر وبين مؤشرات الأداء الأساسية وبعضها بعض الآخر، وذلك من خلال ما يعرف بعلاقات السبب والنتيجة التي تتضمنها الخريطة الإستراتيجية؛
- يستلزم تطبيق مقياس الأداء المتوازن وجود بنية تحتية تكنولوجية ونظام معلوماتي يدعم تدفق البيانات بشكل رأسي وأفقي في التوقيت المناسب، مما يسهل استخدام أنظمة إعداد التقارير البرمجية؛
- يقتضي تطبيق هذا المقياس إنشاء وحدة إدارية متخصصة ومستقلة ضمن الهيكل التنظيمي، تكون مسؤولة بشكل مباشر أمام مجلس الإدارة، وتتولى مهمة الإشراف على إدارة الأداء الاستراتيجي وربطه بالأداء التشغيلي.
- إضافة لمزايا أخرى متمثلة في (منصور حماد، 2017، الصفحات 14-16):
- يتميز هذا المقياس بجمع المؤشرات غير المالية نظراً لأن المؤشرات المالية وحدها لا تقيس أو تصف السلوك أو التصرف المرغوب للمؤسسة فهي مقاييس غير مكتملة، وبالأخذ في الاعتبار المقاييس غير المالية للأداء فإن المؤسسة سيكون لديها تصور أفضل للعناصر المؤثرة في تحقيق أهدافها الإستراتيجية من الناحيتين الكمية والمالية؛

- يحقق مقياس الأداء المتوازن رؤية شاملة للأداء سواء من جهة القياس أو التقييم، في ضوء الإستراتيجية العامة سواء لكل من المستويات الإدارية بالمؤسسة أو للمؤسسة ككل؛
- توفر بطاقة الأداء المتوازن إستراتيجية متكاملة لتقييم الأداء يشتمل على مقاييس مخرجات ومحركات أداء لهذه المخرجات ويرى (Hanna, 2002, pp. 339-363) إن ذلك يؤدي إلى الربط بين المخرجات التي ترغب المؤسسة في تحقيقها مع محركات تلك المخرجات ومساعدة المديرين في توجيه الطاقات والقدرات والمعلومات تجاه تحقيق أهداف المؤسسة في الأجل الطويل؛
- يمثل هذا المقياس نظاماً قياسياً يمكن المؤسسة من تحديد الرؤية المستقبلية Vision والرسالة (المهمة التنظيمية) Mission بوضوح وتحويلها إلى خطة عمل، كما يحقق هذا المدخل العديد من التوازنات بين المفاهيم والمقاييس التقليدية والحديثة، فهو لا يعتمد فقط على المؤشرات المالية التاريخية بل يتعدى ذلك ليضمن العديد من المؤشرات المستقبلية التي تحدد مدى قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها الإستراتيجية؛
- تساعد هذه البطاقة في التعرف المبكر على أي انحرافات عن الخطة، وما يتطلبه من إجراءات تصحيحية مع إتاحة التغذية العكسية تحسناً وتفعيلاً للأداء؛
- يمثل هذا المقياس نظاماً شاملاً لتقييم ورقابة الأداء حيث يربط جميع جوانب الأداء برؤية وإستراتيجية المؤسسة ويركز على كلاً من الأداء الداخلي والخارجي، ويسعى لتحقيق التوازن بين كافة الجهات التي لها الحق في مساهمة الإدارة وتتبع اقتصاديات المؤسسة من خلال تحقيق التوازن بين المقاييس الخارجية (قياس الأداء من محور كلاً من المساهمين - العملاء) والمقاييس الداخلية (قياس الأداء من محور العمليات الداخلية والتعلم والنمو)؛
- يؤدي استخدام هذه البطاقة إلى الحد من مشكلات تعظيم الربحية، حيث تأخذ في الاعتبار كل المقاييس التشغيلية المهمة، وبالتالي يستطيع مدير المؤسسة تحديد ما إذا كان التحسين في مقياس ما يكون على حساب المقاييس الأخرى، فعلى سبيل المثال يمكن للمؤسسة أن تخفض الزمن اللازم لتسويق المنتجات باستخدام أساليب عديدة مثل تطوير عملية إدخال منتجات جديدة، وإدخال منتجات تختلف اختلافاً كبيراً عن المنتجات القائمة؛
- يمكن مقياس الأداء المتوازن من إدارة متطلبات الأطراف ذات العلاقة (المساهمين، العملاء، الموظفين، العمليات التشغيلية)، كما يساعد على الإدارة الفعالة للموارد البشرية من خلال تحفيز الموظفين على أساس الأداء، بالإضافة إلى أن تطبيق التقييم المتوازن للأداء يسهل ويحسن طريقة تدفق المعلومات وتوصيل وفهم أهداف العمل لكل مستويات المؤسسة؛
- تستخدم بطاقة الأداء المتوازن مقاييس الأداء بطريقة مختلفة عن أنظمة الرقابة التقليدية والتي تجعل الأفراد والأقسام داخل المنظمة يعملون في إطار الخطة المرسومة مقدماً، بينما تستخدم مقاييس الأداء في التقييم المتوازن

للأداء كنظام للمعلومات والتوصيل والتعليم وليس كنظام رقابة تقليدي، وحتى يحقق التقييم المتوازن للأداء هذا الدور فإن مقاييس الأداء يجب أن تمثل الإستراتيجية طويلة الأجل للمنظمة تمثيل واضحاً وذلك لتدعيم مركزها التنافسي؛

— يساعد هذا المقياس على توصيل الإستراتيجية لجميع العاملين بالمؤسسة، عن طريق ترجمة تلك الإستراتيجية إلى مجموعة مترابطة من الأهداف التشغيلية التي تتصف بسهولة الفهم والقياس أيضاً، حيث يقوم العاملون والمديرون باتخاذ القرارات التي تمكنهم من تحقيق أهداف إستراتيجية المؤسسة؛

4. شجرة القرار (Decision tree):

تستحوذ القرارات المالية (الاستثمارية والتمويلية) على اهتمام الكثير من المؤسسات الاقتصادية، إلا أن التحدي الأكبر يكمن في اتخاذها ضمن بيئة تتسم بعدم التأكد وتعدد الاحتمالات وتباينها، ولمواجهة هذا التحدي جاءت أهمية شجرة القرار كأداة تحليلية تجمع بين الأساليب الكمية وغير الكمية لهيكلة المشكلة واختيار البديل الأكثر واقعية بناءً على المعايير والمتغيرات المحددة (الشمرى، 2010، الصفحات 114-115)، أي أنها توفر توجيهاً واضحاً ومنطقياً لاتخاذ القرارات، من خلال تحليل المعلومات وتقدير الاحتمالات وتقييم البدائل، كما أنها تسهل فهم القرارات وتوضيح العلاقة بين القرارات المتعددة (سحر، صفحة 25).

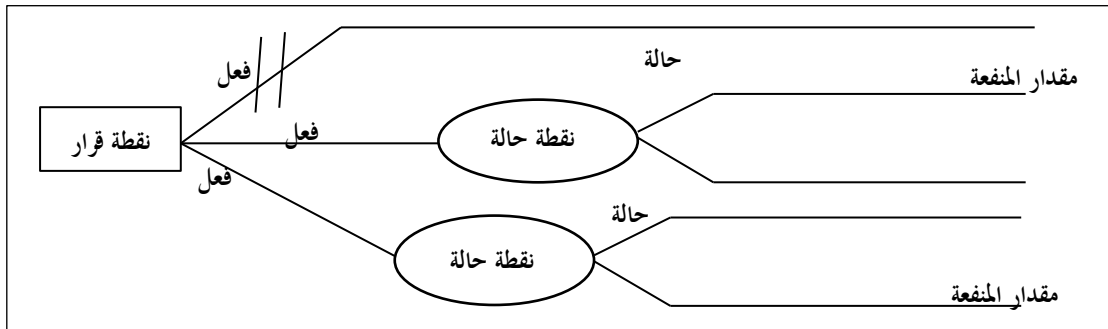
يستخدم التحليل الشجري للقرار كهيكل بياني لتبسيط وتحليل مسائل اتخاذ القرار التي يكون فيها عدد الأفعال وحالات الطبيعة محدوداً، وتتجلى فائدته في شفافية وسهولة تحليله حيث يتيح رؤية واضحة لجميع أفرع عملية اتخاذ القرار بيانياً، وتعرف شجرة القرار على أنها رسم بياني يوضح الأفعال الممكنة اتخاذها، حالات الطبيعة واحتمالاتها، والمنافع المرتبطة بكل زوج من الأفعال وحالات الطبيعة (برحومة و زغبة، 2009، صفحة 15). ويمكن تعريفها أيضاً على أنها أسلوب كمي تصويري وبياني للعناصر والعلاقات التي تتكون منها المشكلة وذلك في ظل حالات المخاطرة المختلفة لحالات الطبيعة؛

وفي ظل هذه التعريفات لابد أن نشير الى مسألة مهمة وهي أن الشكل البياني لشجرة القرار يعتبر كدليل ومرشد لمتخذ القرار نحو حالة الطبيعة أو الفرصة الاستثمارية التي تحقق أفضل النتائج وأقل التكاليف والمخاطر (رجب، 2023، صفحة 134)، وتستخدم شجرة القرار المصطلحات التالية (بابكر، 2008، الصفحات 24-25):

— النقاط التي عندها يجب أن يتخذ القرار تعرف بنقاط القرار ويرمز لها بشكل مربع في شجرة القرارات أنه يجب اختيار إحدى الإستراتيجيات أي الفروع المتاحة والمنبثة من هذه النقطة؛

- النقاط التي عندها تحدث حالات الطبيعة تعرف بنقاط الحالة ويرمز لها بشكل دوائر أي رمز O وهي تعتبر الأحداث المختلفة التي يمكن أن تواجه الإستراتيجيات التي تم اختيارها في نقطة القرار؛
 - أي ممر يخرج من نقطة قرار يمثل فعل مختلف، وأي ممر يخرج من نقطة حالة يمثل حالة مختلفة للطبيعة؛
 - بالقرب من أي ممر يخرج من نقطة حالة يسجل الاحتمال المسبق لتلك الحالة ويجب أن يكون مجموع الاحتمالات مساوياً للواحد الصحيح؛
 - في نهاية أي فرع للشجرة يخرج من نقطة حالة يكتب مقدار المنفعة المتحصل عليها؛
 - يكتب حاصل ضرب احتمالات الفروع ومقادير المنفعة المتحصلة عند نهاية الفرع في داخل دائرة نقطة الحالة التي تنشأ منها تلك الفروع وتمثل هذه القيمة المنفعة النقدية المتوقعة لذلك الفعل؛
 - يلي ذلك فحص كل الأفعال المنبثقة عن نقطة القرار واختيار الفعل ذو أكبر قيمة نقدية متوقعة ويتم إلغاء الأفعال الأخرى بوضع خطين متوازيين صغيرين على الأفرع التي تمثلها؛
- وبين الشكل التالي تمثيلاً لما سبق:

الشكل البياني رقم (II -5): اتخاذ القرار باستخدام شجرة القرار.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- مصطفى بابكر، "التحليل باستخدام شجرة القرار"، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2008، ص25.
- ويتم تحليل شجرة القرارات دائماً عن طريق الاستقرار العكسي، وذلك بهدف تحديد تتابع القرارات التي تحقق أفضل قيمة متوقعة، وتبدأ عملية الاستقرار العكسي بالجانب الأيسر من شجرة القرارات ثم تتجه إلى اليمين وذلك تبعاً للخطوات التالية: أولاً حساب القيمة عند كل رمز للحدث، ثانياً عند كل رمز للقرار اختر البديل الذي يحدث أفضل قيمة متوقعة واستبعد البدائل الأخرى، ثم اكتب قيم المتوقعة عند المربع، وتستمر هذه العملية حتى نصل إلى المربع الذي يقع على أقصى اليمين والذي عنده نصل إلى تتابع القرارات الذي يحقق أفضل قيمة متوقعة عند وتستمر هذه العملية حتى نصل إلى المربع الذي يقع على أقصى اليمين والذي عنده نصل إلى تتابع القرارات الذي يحقق أفضل قيمة متوقعة عند المربع (عامر و المصري، 2015، صفحة 18).

تكمن الأهمية الجوهرية لشجرة القرار كأداة حديثة في التحليل المالي، في قدرتها على بناء جسر بين التحليل المالي التقليدي وتقنيات الذكاء الاصطناعي المتقدمة، فهي تتميز بقابليتها العالية للتفسير، حيث تترجم البيانات المالية المعقدة إلى مسارات قرار منطقية وواضحة (If-Then Rules) التي يمكن للمحللين والمديرين فهمها وشرحها بسهولة، وهي بذلك تنقل المؤسسة من التحليل الوصفي الذي يفسر الماضي (Retrospective) إلى التحليل التنبؤي الاستشرافي القادر على بناء أنظمة إنذار مبكر (Prospective)، كالتنبؤ بالجدارة الائتمانية للعملاء أو توقع احتمالات التعثر المالي للمؤسسات، ويتحقق ذلك من خلال قدرتها على نمذجة العلاقات غير الخطية والتفاعلات المعقدة بين مختلف المؤشرات المالية، وهو ما تعجز عنه الأدوات الإحصائية التقليدية، وبذلك، تتجاوز شجرة القرار كونها مجرد أداة إحصائية، بل أداة استراتيجية تُمكن المؤسسات الاقتصادية من تحويل بياناتها الخام إلى رؤى قابلة للتنفيذ واتخاذ قرارات أسرع وأكثر دقة ومبنية على أدلة كمية واضحة.

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لدراسات الجدوى

تمثل دراسات الجدوى ركيزة أساسية في تقييم المشاريع الاستثمارية، فهي توفر إطاراً تحليلياً دقيقاً لتقدير العوائد المتوقعة والمخاطر المحتملة، بما يضمن استدامة وربحية القرار الاستثماري، في هذا السياق، تتجلى أهمية هذه الدراسة كأداة لا غنى عنها لصُناع القرار والمستثمرين، إذ تمكنهم من اتخاذ قرارات رشيدة بناءً على أسس علمية ومالية متينة، وتحويل الأفكار الواعدة إلى مشاريع واقعية ناجحة، وهو ما يمهد الطريق لاستعراض أعمق للمنهجيات والمعايير المستخدمة في بناء تقييم شامل وفعال للمشاريع.

المطلب الأول: مدخل لدراسات الجدوى

حظي موضوع دراسة الجدوى باهتمام كبير في الآونة الأخيرة خاصة في الدول المتقدمة، باعتباره إحدى الوسائل التي تمكن من تحقيق الاستخدام والتوزيع الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة، إضافة إلى كونه إحدى المقومات الأساسية التي تعتمد عليها عملية اتخاذ كل من القرارات الاستثمارية والتمويلية الرشيدة، وعلى هذا الأساس يمكن القول أن هناك علاقة وثيقة بين دراسة الجدوى والقرارات الاستثمارية والتمويلية، حيث كلما ارتكز اتخاذ القرار على دراسات دقيقة وشاملة وموضوعية كلما اتسمت القرارات برشد ومنه تحقيق الأهداف المرجوة، أما إذا اتصف بالارتجالية والعشوائية وعدم اعتماده على مثل هذه الدراسات فسيقود ذلك إلى قرارات غير رشيدة وفي بعض الأحيان تكون فاشلة مما يترتب عليها ظهور مشاريع غير مجدية اقتصادياً (اليساوي، 2004، صفحة 41).

1. ماهية دراسة الجدوى وأهميتها في المؤسسة الاقتصادية:

تُعرف الجدوى في سياق المشاريع الاستثمارية بأنها قياس للعائد المتوقع من تنفيذ المشروع، وتتضمن هذه العوائد أبعاداً مادية واجتماعية، يُمثل العائد المادي الربح المالي الذي يعود على صاحب المشروع، بينما يُمثل العائد الاجتماعي الفوائد غير المالية التي يعود بها المشروع على المجتمع ككل، وتشمل الفوائد الاجتماعية تلبية احتياجات المجتمع، توفير فرص العمل لمعالجة مشكلة البطالة، أو سد احتياجات السوق المحلية من منتجات أو خدمات محددة (يوسف و مرهج، 2018، صفحة 06).

تتمثل دراسة الجدوى في مجموعة من الدراسات التحليلية التي تهدف إلى تقييم وتحديد مدى صلاحية مشروع استثماري ما أو مجموعة من المشاريع الاستثمارية من جوانب عدة: سوقية، فنية، مالية، تمويلية، اقتصادية واجتماعية (الطيلوني، 2010، صفحة 21). كما تعتمد هذه الدراسة على مجموعة متكاملة من الأسس والقواعد العلمية المستمدة من علوم الاقتصاد والإدارة والمحاسبة وبحوث العمليات، وتستخدم هذه العلوم مجتمعة في جمع ودراسة وتحليل البيانات المتعلقة بالمشروع الاستثماري وهذا بهدف تقييمه (نشأت خليل، 2007، صفحة 62).

وإعداد دراسات الجدوى بشكل علمي سليم يترتب عليها توفير للموارد حيث إن الشروع في تنفيذ مشروع دون دراسة كافية يمكن أن يتسبب في فشل المشروع نتيجة اكتشاف صعوبات فنية أو تسويقية أو قانونية أو بيئية قد يترتب عليه هدر للموارد وتكبيد خسائر مالية هائلة بدلاً من استثمار تلك الموارد في دراسات الجدوى المربحة (خليل عطية، 2008، صفحة 5).

تقوم دراسة الجدوى في المؤسسة الاقتصادية على المفاضلة بين المشروعات المقترحة وصولاً إلى اختيار البديل الأفضل، مما يساعد على توجيه الأموال المعدة للاستثمار نحو تلك الفرص أو المشروعات الناجحة وتجاوز المشروعات الفاشلة، وهذا يعني، أن الاهتمام بدراسات الجدوى يأتي من خلال أهميتها كوسيلة للوصول إلى قرارات استثمارية وتمويلية ناجحة، وما لتلك القرارات من أهمية لتوفير مستوى معين من الأمان للأموال المراد استثمارها من جهة، مقابل الحصول على عائد مناسب، إضافة إلى توجيه الأموال المعدة للاستثمار بشكل صحيح (العيساوي، 2004، صفحة 42). ومن هنا يمكن الإشارة إلى أن دراسات الجدوى تحظى باهتمام أطراف عديدة، وذلك لأهميتها البالغة في صناعة كل من القرار الاستثماري والتمويلي، ويبرز ذلك فيما يلي:

- بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية (الطيلوني، 2010، الصفحات 22-23):
- تساعد دراسة الجدوى في تحقيق أفضل توزيع ممكن للموارد الاقتصادية المحدودة من خلال تحديد أكثر الخيارات كفاءة؛

- توضح دراسات الجدوى العوائد المتوقعة مقارنة بالتكاليف المتوقعة للمشروع الاستثماري خلال فترة عمره الافتراضي؛
- التفكير في طرق وبدائل مختلفة (دراسة وتقييم خيارات الإنتاج البديلة)، ومقارنة المشاريع بناءً على طاقاتها الإنتاجية والتقنيات المستخدمة ونوعية العمالة واعتماد الخيار الذي يوفر أفضل مزيج من هذه العوامل؛
- تقدم دراسة الجدوى خطة أو برنامجاً مفصلاً للمشروع، وتحدد أسلوب إدارة المشروع والآليات اللازمة لتحقيق التكامل والتفاعل بين مختلف جوانب التشغيل والتمويل والتسويق مما يضمن التنفيذ الناجح للمشروع؛
- تحدد دراسة الجدوى الاستثمارات المطلوبة والعائد الاستثماري الذي يمكن أن يحققه المشروع في ظل فرص مدروسة تحدد بشكل كبير درجة المخاطرة في الاستثمار؛
- تعرض دراسة الجدوى منظومة كاملة عن بيانات المشروع وتحليلها بصورة تساعد المستثمر على اتخاذ كل من القرار الاستثماري والتمويلي المناسبين؛
- إتمام الدراسة المالية من معرفة العوائد المتوقعة والفترة الزمنية التي يمكن أن يسترد فيها المشروع رأس المال المستثمر؛
- تساعد الدراسة في وضع الخطط والبرامج الخاصة بمراحل الإعداد والتنفيذ والمتابعة، كما تساعد أيضاً في إعداد برامج توفير المعدات والآلات والمباني والعمالة والتدريب وتخطيط الإنتاج؛
- توفير الموارد المالية يُعد من أهم العوامل لضمان قيام ونجاح المشروع، وتساعد الدراسة المستثمر في تحديد احتياجات المشروع من الموارد المالية وتوقيت توفيرها؛
- إن مدى دقة وتفصيل دراسة الجدوى يُسهم في زيادة درجة الاعتماد عليها كأساس لتقييم فرص نجاح المشروع؛
- تُبرز دراسة الجدوى مدى إمكانية المشروع في تحقيق أهداف المؤسسة بشكل فعال؛
- **بالنسبة للبنك ومؤسسات التمويل (الشواري و الشواري، 2002، الصفحات 109-110):**
- يتخذ كل من البنك والمؤسسات المالية قرار تمويل المشروع بعد التحقق من جدواه اقتصادياً وذلك من خلال تقييم كل من الجدوى المالية والجدوى التشغيلية للمشروع؛
- استخدام الأساليب التحليلية التي تمكن البنك والمؤسسات المالية من تقييم الجدوى الاقتصادية للمشروع بشكل أكثر دقة واتخاذ قرارات تمويل رشيدة، ومن بين هذه الأساليب:
- **الموازنات التخطيطية:** تستخدم الموازنات التخطيطية لتقدير الأداء المالي المتوقع للمشروع، بما في ذلك الإيرادات والنفقات والأرباح؛

- **تقدير التدفقات النقدية المستقبلية:** يتم استخدامها في تقييم قدرة المؤسسة الاقتصادية على توليد التدفقات النقدية الكافية لسداد القرض؛
- يعد تقييم المخاطر أمراً ضرورياً لاتخاذ قرارات الاقتراض في المستقبل وضمان استرداد القروض في موعد استحقاقها، ويرجع ذلك إلى أن معظم موارد البنك تمثل ودائع عملائه، وبالتالي تمتد القرارات التمويلية إلى سيولة البنك ودراسة ربحية البنك؛
- **بالنسبة للدولة (خضر و وآخرون، 1996، صفحة 26):**
- تشكل المشروعات أساس خطط التنمية، حيث تقوم دراسات الجدوى بتحليل علاقة كل مشروع بالمشاريع الأخرى لضمان تناسق الأهداف المحددة في الخطة التنموية.
- لا تمنح الدولة تراخيص لإقامة أي مشروع إلا بعد التأكد من أن تكاليفه الاجتماعية أقل مما يمكن ومنافعه الاجتماعية أكبر ما يمكن.
- مع تسارع التقدم التكنولوجي وتزايد بدائل التكنولوجيا في أساليب الإنتاج، أصبحت دراسات الجدوى ضرورية بشكل متزايد للدول المتقدمة والنامية على حد سواء. فهي تمكن الدول من متابعة التطورات التكنولوجية واختيار الأنسب منها، وبالتالي تخصيص الموارد النادرة بشكل أكثر فعالية وتحقيق أهدافها التنموية.
- تساعد دراسات الجدوى الاقتصادية تساعد في اختيار المشاريع الاستثمارية ذات القدرة على مساهمة بشكل فعال في حل المشاكل الاقتصادية والاجتماعية مثل: البطالة، التضخم، وعجز ميزان المدفوعات... الخ.

2. أهداف ومبررات دراسات الجدوى:

تحقق دراسة الجدوى جملة من الأهداف التي تساعد المؤسسة الاقتصادية على اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية المثلى، فدراسة الجدوى تهدف إلى تقييم وتحليل الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة وقياس مدى ملاءمتها وقدرتها على تحقيق أهداف المؤسسة وأهمها تحقيق الربحية والعائد على استثمارها. كما تساعد دراسة الجدوى المؤسسة على اختيار أفضل بديل استثماري وأقل قدر من المخاطر بناء على تقييمها الدقيق للعوامل والمتغيرات الاقتصادية والفنية والمالية والبيئية وغيرها من العوامل المؤثرة على المشروع المقترح، وهذا ما يعود على المؤسسة بتحقيق أعلى منفعة صافية ومنه تحقيق التخصيص الأمثل للموارد.

إضافة لذلك فإن دراسة الجدوى تهدف أيضاً إلى (نادي، مغتات، و ختو، 2016، صفحة 06):

- توفير فرص لاقتراح واختيار المشاريع التي تهدف إلى معالجة التحديات التنموية في القطاعين الاقتصادي والاجتماعي؛

- توفير فرص لاختيار المشاريع التي تسعى لتحقيق العدالة في توزيع الدخل ومعالجة قضايا التفاوت الاجتماعي، من خلال أخذ بعض العوامل الاجتماعية في الاعتبار عند تقييم واعتماد هذه المشاريع؛
- الحصول على ترخيص إقامة المشروع من الجهات الحكومية المختصة، والتي بدورها ستقوم بتقييم هذه الدراسة وإجراء التعديلات اللازمة لاختبار إمكانية تحقيق الربحية في جميع مستويات المشروع؛
- تقديم دراسة الجدوى للبنوك لإثبات جدارة المشروع ائتمانياً وقدرته على تحقيق الربحية، مما يجعلها تقبل تمويله كمستند يوضح فرص نجاحه؛
- تمديد دراسة الجدوى الحصانة على اموال المستثمرة وهذا من خلال معرفة: معدل العائد على الاموال المستثمرة، نسب الضرائب، الزيادة في رأس المال، فترة الاسترداد، احتمالات التوسع، تكلفة التمويل، التدفقات النقدية للمشروع.

ان أي قرار استثماري أو تمويلي، يجب أن يخضع لعملية تحليل وتقييم دقيقة لتحديد التوازن بين تكاليفه وأعبائه من جهة مقابل المنافع والمردودات التي يمكن أن يحققها من جهة أخرى، مما يضمن اتخاذ قرار سليم اقتصادياً. وبعبارة أخرى، لا ينبغي أن يعتمد تحديد الفرص الاستثمارية المجدية على التفضيلات الشخصية للمستثمر، بل يجب أن يستند الى تحليلات فنية واقتصادية منهجية، ثم تقييم تلك التحليلات بمعايير موضوعية لضمان صحة وسلامة كل من القرار الاستثماري والتمويلي.

وإذا كانت تستند المؤسسات الحكومية في اختيار مشاريعها الى معايير اقتصادية-اجتماعية مثل: زيادة الناتج القومي وتوزيعه، وتوفير فرص العمل، وتنويع وتطوير الاقتصاد الوطني وغيرها، فان المستثمر في القطاع الخاص يركز على اختيار المشروع الذي يحقق له أعلى عائد على رأسماله المستثمر وفي أقصر فترة استرداد ممكنة. وكحوصلة لما سبق، تعد دراسات الجدوى أداة قيمة للمستثمرين، فهي تمكنهم من تحديد أفضل الفرص الاستثمارية المتاحة واتخاذ قرارات استثمارية وتمويلية رشيدة تستند إلى معايير وأولويات محددة، وهذا بما يتماشى مع أهدافهم (اسطيفان كجة جي، 2008، صفحة 09).

المطلب الثاني: كل ما يتعلق بدراسة الجدوى

يستوجب إعداد دراسة الجدوى تحديد الأطراف ذات الصلة والمصلحة المباشرة، فضلاً عن توفير جملة من المتطلبات والبيانات الأساسية اللازمة للانطلاق في عملية التقييم، لذا يهدف هذا المطلب إلى التعريف بهذه الجهات الفاعلة، واستعراض المرتكزات الفنية والتنظيمية التي تشكل شروطاً ضرورية لضمان دقة الدراسة وموثوقيتها.

1. أهم الأطراف والعناصر ذات الصلة والارتباط بدراسات الجدوى:

إن إعداد دراسات الجدوى بشكلها النموذجي المتكامل يتطلب مراعاة التناسق والتكامل بين مساهمات وتخصصات جميع الأطراف الرئيسية ذات الارتباط والصلة، والمتمثلة في نحو سبع جهات وعناصر وهي كالاتي (صالح الاشوح، 2016، الصفحات 21-25):

– **المكتب المختص بدراسة الجدوى** (عرض الخدمة المتمثلة في اعداد الدراسات التقييمية المستهدفة وتقديم التقارير الإرشادية اللازمة): تتوفر مجموعة متنوعة من المكاتب المتخصصة في دراسات الجدوى، والتي تختلف في مجالات التركيز والخبرة، من أبرز هذه المكاتب:

• **المكاتب الهندسية:** تتميز بتركيزها على التقييم الفني للمشاريع الهندسية، وتقدم دراسات جدوى للمشاريع المتعلقة بالبنية التحتية والتشييد والتصنيع؛

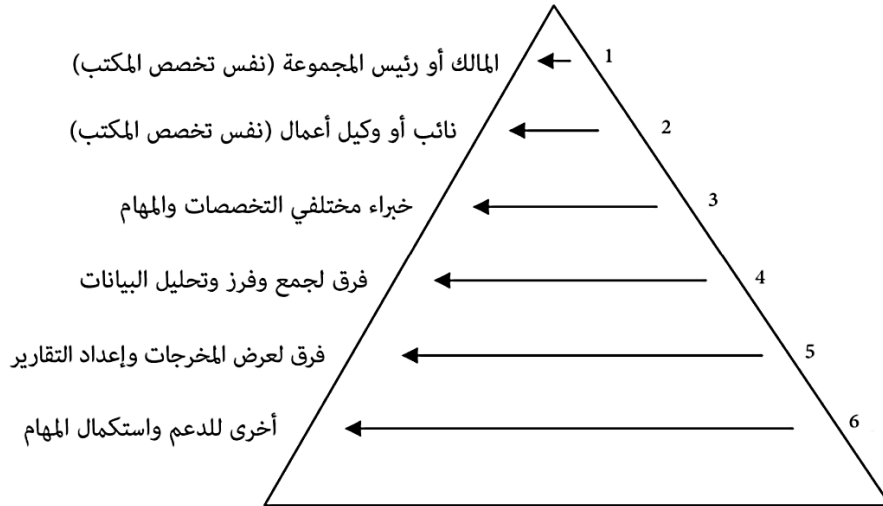
• **مكاتب الاستشارات الاقتصادية:** تركز على تحليل الجانب الاقتصادي للمشاريع، وتقدم دراسات جدوى تُساعد على تقييم الجدوى الاقتصادية للمشروع، وتحديد المخاطر والفرص الاقتصادية، وعادةً يمتلكها أو يرأسها متخصص أو خبير اقتصادي؛

• **المكاتب المحاسبية:** تركز على الجانب المالي للمشاريع، وتقدم دراسات جدوى تُساعد على تقييم الجدوى المالية للمشروع، وتحديد كلفة التنفيذ والاستثمار وتقييم العوائد المتوقعة، حيث يديرها أو يرأسها مجموعة من المحاسبين المتخصصين؛

• **مكاتب الاستشارات الإدارية:** تركز على التقييم الاستراتيجي للمشروع، وتقدم دراسات جدوى تُساعد على تحديد مُناسب structure لتنظيم المشروع وإدارته، ووضع خطة للتسويق والترويج للمنتج Product أو الخدمة service؛

لضمان إجراء الدراسات المستهدفة بالكفاءة والفعالية المطلوبة، يتعين على المكتب الاستشاري بغض النظر عن تخصصه الدقيق، الاستعانة بمجموعة متنوعة من الكوادر المتخصصة تتفاوت في أحجامها ونسب توزيعها وفقاً لمتطلبات الدراسة الشاملة، ويوضح الشكل أدناه نموذج هيكل العمالة التخصصية المتكاملة لأي مكتب استشاري ناجح؛

شكل رقم (II -6): الهرم الوظيفي والتشغيلي للمكتب الاستشاري المتخصص.



ملاحظة: الترتيب تصاعدي وفقاً للأهمية النسبية للمهام

المصدر: زينب صالح الاشوح، " دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات "، المجموعة العربية للتدريب والنشر، مصر، القاهرة، سنة 2016، ص 22.

يسلط هذا النموذج الضوء على أهمية تشكيل فريق متعدد التخصصات لنجاح إعداد دراسات الجدوى، فمن الضروري وجود رئيس مجموعة متخصص في المجال المستهدف للدراسة، يقوم بدور قيادي بتصنيف المهام، تعيين الكوادر المطلوبة، وتدير الموارد المالية. كما يجب أن يكون قادراً على اتخاذ القرارات النهائية بشأن التقارير المقدمة إلى الجهة الطالبة، ويُفضل أن يكون لديه مساعد ذو كفاءة مماثلة لمساعدته في إنجاز المهام التكميلية، بالإضافة إلى ذلك، قد يكون من المفيد إشراك خبراء علم النفس لدراسة سلوك الجهة الطالبة وتسهيل التواصل معها، ومستشارين قانونيين لضمان التوافق مع القوانين السارية، وإشراك منظمين لتنسيق اللقاءات والفعاليات اللازمة؛

– صاحب المشروع محل الدراسة (جانب الطلب على الخدمة المذكورة): يُعدّ تخصص صاحب المشروع في المجال المستهدف شرطاً أساسياً لنجاح دراسة الجدوى وتنفيذ المشروع، إذ إنّ ترك إدارة المشروع لغير متخصص قد يُعرضه لمخاطر كبيرة. ومع ذلك، فإنّ التخصص وحده لا يكفي لضمان نجاح المشروع، بل يتطلب من صاحب المشروع صدقاً ودقة في تقديم البيانات والمعلومات حول تمويل المشروع والخبرات الإدارية والإشرافية والتقييم اللازمة لضمان تنفيذه. كما يُفترض أن يكون مرناً في التعامل مع تغيرات الواقع وتصحيح الأخطاء المحتملة في التقرير والتقييم والالتزام بتنفيذ الارشادات الواردة فيه؛

– الفئات المستهدفة من إقامة المشروع (المستهلكين): يُعدّ فهم خصائص ورغبات المستهلكين أساساً لنجاح دراسة الجدوى، فمن خلال جمع البيانات اللازمة يمكن تحديد الاستراتيجيات التي تجذب أكبر عدد من المستهلكين وتحويل الرغبة إلى طلب فعلي، يجب أن تُلبّي مقترحات المشروع احتياجات المستهلك وتُرْضي رغباته قدر الإمكان، كما يفعل المنتجون الصينيون الذين يُركزون على فهم خصائص المستهلك وتحديد طرق جذبته ثم

ينتجون منتجات تُلبّي احتياجاته وتُثير رغبته فيها، هذا النجاح يعتمد على تقديم المنتجات والخدمات في حدود الإمكانيات والموارد المتاحة لخلق طلب فعلي بدلاً من الاعتماد على الأحلام والخيالات، من المؤكد أنّ المنتج أو الخدمة المرتقبة يكون أكثر جدوى كلما كانت مساهمته فعالة في تيسير الأمور المعيشية والأنشطة المهنية والتكسبية وتحركات الفئات المستهدفة؛

— **الجهات الحكومية الرسمية** (ضوابط وقوانين ولوائح ومتطلبات وإجراءات لإمكانية التطبيق): تُعدّ الحصول على الموافقات والتصاريح من الجهات الحكومية الرسمية شرطاً ضرورياً لنجاح أي مشروع، حتى لو أثبتت دراسات الجدوى جدواه، يُلزم إتمام الإجراءات الرسمية، من حصول على التصاريح والاشتراك في النقابات والاتحادات ذات الصلة، كما يُلزم الاطلاع على القوانين واللوائح المنظمة للمشروع لتجنب من الوقوع في مخالفات تُعيق بدء المشروع أو استمراره، ويُعتبر العمل الإداري والإجراءات الرسمية من أبرز التحديات التي تُواجه المشاريع الاستثمارية وتُعرق نجاحها في بعض الأحيان، لذلك فإنّ من أهم مهام صاحب المشروع الوعي بالجانب الرسمي والالتزام بالمتطلبات والإجراءات اللازمة لضمان نجاح المشروع وحمايته من التوقف أو التحول إلى القطاع غير الرسمي؛

— **مصادر البيانات والمعلومات ذات الصلة:** اللازمة للقياس والتحليل واستخراج النتائج وصرف التوصيات الجانب الميداني؛

— **العمالة والمداخلات الإنتاجية المختلفة** (المطلوبة لتنفيذ المشروع وما يرتبط بها من عمليات وأنشطة أخرى الإنتاج والتحميل والنقل): من الضروري توفر القوى العاملة المؤهلة ذات الخبرة والمهارات المتخصصة بذات الخصائص المطلوبة، مع توفير التمويل اللازم لرواتبهم والتزاماتهم الاجتماعية، كما يجب أن تكون المعدات والآلات والمواد الخام المطلوبة للإنتاج متاحة، بما في ذلك إمكانية استيرادها عند الضرورة. وينبغي على القائمين على الدراسات تقديم بدائل إنتاجية متنوعة مرتبة وفقاً لقدرات المشروع وتوافر الموارد المحلية، مع الأخذ في الاعتبار توفير العملة الصعبة واستثمار لموارد الدولة الأولى بالاهتمام والتنمية؛

— **جهات ووسائل التسويق:** إجراء مسح ميداني شامل للأماكن البديلة المتاحة للتسويق، بما في ذلك حجمها ومدى سهولة الوصول إليها، كما يجب دراسة أحوال المشاريع الأخرى المكتملة أو البديلة أو المنافسة للمشروع محل الدراسة، والمشاريع التي من المحتمل أن تتبادل معه تأثيرات قوية في الدفع الأمامي والموازي والخلفي... الخ، وينبغي إيلاء اهتمام خاص بوجود أعداد كافية من الفئات المستهدفة من أنشطة المشروع في أماكن التسويق المختارة، مثل وجود أعداد كبيرة من الأطفال في مكان إعداد مشروع حضانة أو تعليم بعض المواد الدراسية الأولية؛

– المنتج أو الخدمة المستهدف تقديم المشروع المقترح له أو لها: التركيز على تحصيل بيانات أكثر تفصيلاً حول خصائص المنتج أو الخدمة المستهدف تقديمها. ويجب ربط هذه الخصائص وتحليلها بشكل متكامل، مما يساعد على اتخاذ القرارات الصحيحة بشأن قبول أو رفض أو تعديل المشروع، ومن أهم الخصائص التي يجب أخذها في الاعتبار هي خاصية المرونة، نظراً لتأثيرها الكبير على الإيراد الكلي المتوقع (صالح الاشوح، 2016، الصفحات 21-25).

2. متطلبات وأساسيات دراسة الجدوى:

نظراً لأهمية دراسة الجدوى على النحو الذي سلف ذكره يصير من المتعين أن تستند هذه الدراسات على معلومات وبيانات دقيقة وكافية تساعد على صياغة كل من القرار الاستثماري والتمويلي، فالمعلومات الخاطئة قد تؤدي إلى قرارات خاطئة بشأن تنفيذ مشروع ما يثبت التطبيق العملي فيما بعد عدم جدواه الاقتصادية. ونظراً لتعدد جوانب دراسات الجدوى وتشعبها فإنه من الصعب على الأفراد القيام بتنفيذها بمفردهم، خاصةً في ظل المشروعات الذي يتطلب تنفيذها توافر موارد مالية ضخمة، لذلك يتطلب الأمر توافر فريق عمل من الخبراء المتخصصين في مجالات عدة كالإدارة، المحاسبة، الاقتصاد، القانون، الهندسة، التسويق واستراتيجياته لتحديد حجم السوق ونمط الطلب المتوقع، كما تحتاج إلى خبراء في مجال الهندسة المدنية لتحديد موقع المشروع وصلاحيته تربته، كما تحتاج إلى خبراء في التمويل لتحديد أفضل طرق التمويل التي يتم استخدامها لتغطية تكاليف المشروع (أندراوس، 2006، صفحة 42).

ان حجم وتنوع فريق العمل يتوقف على طبيعة وحجم المشروع، حيث كلما زاد حجم المشروع، ازداد الحاجة إلى تقنيات متطورة وخبراء متنوعين. هناك بعض الأساليب المقترحة لتشكيل فريق العمل المناسب لإجراء دراسات الجدوى نختصرها فيما يلي (الصيرفي، 2005، صفحة 24):

– إدارة متخصصة في إعداد دراسات الجدوى يتم تشكيلها من قبل أصحاب المشروع، هذا الأسلوب يناسب الشركات والمشروعات الكبيرة التي تحتاج إلى خدمات هذه الإدارة بشكل مستمر، وذلك نظراً لتعدد واستمرارية تنفيذ هذه الشركات لمشروعات جديدة سواء كانت مشروعات إحلالية أم مشروعات توسع، ومع ذلك هناك بعض العيوب في هذا الأسلوب حيث قد تفتقر الإدارة المعنية بدراسات الجدوى إلى بعض عناصر الخبرة في مجالات معينة والتي قد تتوافر فقط خارج المشروع؛

– تكليف مكتب فني متخصص بإعداد دراسات الجدوى وذلك على نفقة المشروع؛

– أن يقوم المشروع بتكوين فريق عمل متخصص عندما تنشأ الحاجة إلى إجراء دراسات الجدوى، وعادة ما يتكون هذا الفريق من بعض العناصر ذات الخبرة من كوادرات المشروع الداخلية إلى جانب عناصر خبرة أخرى يتم

استقطابها من خارج المشروع، ويتيح هذا الاستفادة من الكفاءات والخبرات المتوفرة داخل المشروع، مع إمكانية تعزيزها بخبرات إضافية من الخارج عند الحاجة.

في حالة المشروعات القومية ذات الأبعاد الاقتصادية والاجتماعية والسياسية المتعددة قد تنفذ دراسات الجدوى الخاصة بهذه المشروعات في إطار بروتوكول يتم بموجبه تقديم دعم أو إعانة للدولة أو إحدى هيئاتها العامة من بعض حكومات الدول أو إحدى المؤسسات الدولية أو الإقليمية.

فإذا استقر أصحاب المشروع على تشكيل فريق لدراسة الجدوى وفقاً لأحد الأساليب السابقة، فإنه يصبح من الضروري البحث وتحديد المتطلبات أو الشروط التي يتعين توافرها لضمان إجراء دراسات الجدوى فعالة وموثوقة، والتي يتمثل أهمها فيما يلي:

– توافر البيانات والمعلومات اللازمة:

يعتبر ذلك من الشروط الأساسية لعملية دراسة الجدوى، وهذا أن كل من دراسات الجدوى التسويقية، الفنية، المالية والاقتصادية تستدعي توافر المعلومات اللازمة، في حال عدم توافرها فإن ذلك يحول دون إمكانية إجراء هذه الدراسات، إضافة لذلك فإنه يجب اتصاف هذه البيانات بالدقة والتفصيل بحيث يمكن التعويل عليها في إجراء الدراسات ومن ثم صياغة كل من القرار الاستثماري والتمويلي السليمين. ويمكن حصر أهم البيانات التي يتعين توافرها فيما يلي:

- بيانات عن السوق وحجم الطلب الحالي (داخلي وخارجي)؛
 - بيانات عن كميات وأسعار مدخلات الإنتاج المحلية والمستوردة؛
 - بيانات عن أسعار الآلات والمعدات ومصادرها المختلفة؛
 - إضافة لذلك (حمودة، 2016، صفحة 318): تحديد طبيعة وحجم السلع والخدمات التي سينتجها المشروع ومستويات الطاقة الإنتاجية، لغرض معرفة مدى قدرته على تلبية الطلب المحلي والخارجي معاً، وبناءً على هذه المعلومات يمكن تقدير العوائد المتوقعة للمشروع خلال فترات عمره المتوقعة، كما أن المعرفة الدقيقة والتفصيلية لمراحل تنفيذ المشروع وعمره الإنتاجي وتثبيت ذلك بوحدات زمنية متعارف عليها تعد من المتطلبات الأساسية لدراسة الجدوى، فهذه المعلومات تساعد في التخطيط الزمني الدقيق لتنفيذ المشروع و تقدير التكاليف المرتبطة بكل مرحلة، مع ضرورة قابلية تكاليف ومخرجات المشروع للقياس والتعبير عنها بوحدات نقدية؛
- كفاءة وخبرة الفريق المكلف بالدراسة (أندراوس، 2006، صفحة 44):

يجب أن يتكون الفريق المكلف بإجراء دراسة الجدوى من أفراد ذوي خبرة في مجال دراسات الجدوى والتحليل الاقتصادي والمالي، كما يجب أن يكون لديهم القدرة على جمع البيانات وتحليلها باستخدام الأساليب العلمية

والإحصائية، بالإضافة لذلك يجب أن يكون الفريق قادراً على إجراء التنبؤات والتقديرات المالية والتشغيلية بدقة، وتقييم المخاطر المحتملة والاستراتيجيات الممكنة للتخفيف منها، وعليه يمكن للفريق تقديم تقييم موثوق وشامل للجدوى الفنية والاقتصادية والمالية للمشروع.

كما تتطلب دراسات الجدوى خبرة تكنولوجية واسعة لأعضاء الفريق المنفذ لها، فالهدف الأساسي لدراسة الجدوى هو تحديد أفضلية الاستثمار في مشروع معين في مجال محدد، وذلك من خلال المفاضلة واختيار التكنولوجيا الأنسب من بين البدائل المتاحة في مختلف الصناعات. ونظراً لتعدد النواحي التكنولوجية التي يواجهها فريق العمل وبسبب التطور التكنولوجي السريع والانتشار الواسع لتكنولوجيا المعلومات، بات من الضروري أن يتمتع أفراد فريق الدراسة بالإلمام الكافي والخبرات اللازمة للتعامل مع المشكلات التكنولوجية في جميع المجالات ذات الصلة.

يتعين على فريق الدراسة ان يكون ملماً بالعناصر التالية:

- التوجه الاستراتيجي للمشروع؛
 - نطاق المشروع؛
 - التغيرات البيئية والاثار المتبادلة بين المشروع الاستثماري والمجتمع.
- **توافر القدرة على تجهيز والتعامل مع البيانات إلكترونياً** (أندراوس، 2006، الصفحات 44-45):
- مع تزايد حجم المشروعات وتشعب أنشطتها ازداد حجم ودرجة تعقد البيانات المطلوبة، هذا أدى إلى عدم قدرة فريق الدراسة على التعامل مع هذه البيانات بالأساليب التقليدية، لذلك أصبح من الضروري التعامل الآلي من خلال الحواسيب الآلية، سواء في إعداد وتجهيز البيانات أو استخدام الأساليب الإحصائية والنماذج الكمية لقياس متغيرات الدراسة كمياً، كحجم الطلب المتوقع، والاحتياجات الفنية والمالية المطلوبة، والموقع الأفضل للمشروع في ظل تعدد البدائل.

— **توفير الموارد المالية والتقنية اللازمة، وهذا من خلال:**

- توفير التمويل اللازم لإجراء الدراسة بشكل شامل وموسع؛
 - توفير البرمجيات والأدوات التحليلية اللازمة لإجراء التحليلات والنمذجة المالية؛
 - توفير الموارد التقنية اللازمة لجمع البيانات وتحليلها بكفاءة.
- كما يتعين على القائمين بدراسة الجدوى أن يكونوا ملمين بمجموعة من **الأساسيات** تتمثل خاصة في (أبو الفتوح، 2003، صفحة 31):

— **الإلمام بالتوجه الاستراتيجي:** يشير إلى توافر المرونة في الاستراتيجية الأساسية للمشروع، وهذا يعني القدرة على التكيف لمواجهة التغيرات والمخاطر في عالم الأعمال، ولا يتحقق ذلك إلا من خلال الاختيار السليم

للاستثمارات القدرة على تحقيق الأهداف والاستمرار في بيئة غير مستقرة، وتتطلب هذه القدرة على التكيف إدراك أسباب التغيرات السريعة في المجتمع، والعمل على تطوير المهارات اللازمة للبقاء في هذه البيئة المتقلبة، فالمرونة الاستراتيجية تمكن المشروع من التكيف مع الظروف المتغيرة وتحقيق أهدافه، حتى في ظل عدم الاستقرار البيئي؛

— **المعرفة النامة بنطاق المشروع:** يشير إلى لتحديد نطاق المشروع بدقة، هذا التحديد الدقيق للنطاق يمكن من وضع تقديرات دقيقة لتكاليف المشروع، ويشمل تحديد نطاق المشروع جميع الأنشطة المقرر تنفيذها في موقع المنشأة، بما في ذلك: الأنشطة والعمليات المساعدة المتعلقة بالإنتاج، العمليات الخاصة بمعالجة المخلفات وآثار التلوث، الأنشطة المتعلقة بنقل وتخزين المدخلات والمخرجات خارج الموقع، إن هذا التحديد الشامل للنطاق يضمن دقة التقديرات المالية للمشروع، وبالتالي يساهم في تخطيط وتنفيذ المشروع بكفاءة؛

— **الاختيار بين البدائل والتحقق منها:** عملية اتخاذ القرار الاستثماري تتضمن دراسة وتحليل البدائل المتاحة بشكل منهجي. فبعد تحديد البدائل الاستثمارية المختلفة، يتم تحليل وتقييم كل بديل من خلال دراسة الجدوى الفنية والاقتصادية له، وتحليل التكاليف والعوائد المتوقعة، وتقييم المخاطر المرتبطة به، ثم يتم مقارنة البدائل وفقاً لمعايير محددة كالربحية والمخاطر والقيمة الحالية للتدفقات النقدية، ليتم في النهاية اختيار البديل الأمثل الذي يحقق أفضل عائد مقابل المخاطر المقبولة، مع تقديم التبرير والمبررات الموضوعية لهذا الاختيار. هذه العملية المنهجية تساعد متخذي القرار الاستثماري في اتخاذ قرارات مدروسة وموضوعية، مما ينعكس إيجاباً على نجاح المشروع الاستثماري.

— **الحصول على البيانات اللازمة وجودتها:** تُعد دقة وسلامة البيانات المستخدمة في دراسات الجدوى أمراً بالغ الأهمية، ويتم تحديد نوعية البيانات المطلوبة بشكل كبير من خلال قيود الوقت والتكلفة، لذا، ينبغي التأكد من دقة مصادر جمع البيانات وتوثيقها بشكل واضح، ويُفضل الاستعانة بمصادر موثوقة، مثل الأبحاث الأكاديمية أو بيانات المؤسسات الحكومية، لضمان دقة البيانات المستخدمة، بحيث يُمكن الرجوع إلى مصادر البيانات الأصلية في حال الحاجة إلى التحقق من صحة المعلومات أو لطلب مزيد من التوضيح.

المطلب الثالث: مجالات وتصنيفات دراسة الجدوى

تقتضي المنهجية العلمية لتقييم المشاريع عدم الاكتفاء بنمط واحد للدراسة، بل ضرورة تكيفها وفقاً لطبيعة المشروع والغرض منه، لذا يُخصص هذا المطلب لتوضيح المجالات المتعددة التي تغطيها دراسة الجدوى، وتبيان التصنيفات المختلفة التي تندرج تحتها.

1. مجالات دراسة الجدوى:

تتنوع المجالات التطبيقية لدراسة الجدوى، ومن أبرزها ما يلي (شقيري و أسامة عزمي، 2009، الصفحات 29-30):

• دراسة الجدوى للمشروعات الاستثمارية الجديدة:

يُعد هذا المجال من أكثر المجالات التطبيقية انتشاراً وأهمية، حيث أن المشروع الاستثماري الجديد (ذو المردود القابل للقياس الكمي، أو غير قابل للقياس الكمي) يحتاج إلى دراسات وتقديرات دقيقة تقوم على منهجية وأساليب محددة، وذلك في ظل ظروف عدم التأكد المصاحبة له، تتم هذه الدراسات قبل البدء في تنفيذ المشروع، مع الأخذ في الاعتبار المتغيرات الداخلية والخارجية المؤثرة على المشروع؛

— دراسة الجدوى للتوسعات في المشروعات القائمة:

في هذا المجال، تكون دراسة الجدوى أمام مشروع قائم بالفعل وعامل، ولكن لأسباب معينة يتم التوسع الاستثماري فيه، سواء من خلال إقامة مصنع تابع له أو إضافة خط إنتاج جديد، أو زيادة الطاقة الإنتاجية باقتناء آلات إنتاج إضافية، أو توسيع حجم النشاط في كل الحالات، يحتاج قرار التوسع إلى دراسة جدوى لاتخاذ القرار الاستثماري الأمثل؛

— دراسة جدوى المشاريع القائمة:

في هذا النوع من المشاريع لا يراد توسيع نشاطها بل التعرف على فعالية النشاط ومستوى الانحرافات عن أهم معطيات ومعايير الدراسة التفصيلية التي على ضوئها تم بناء المشروع، يقتصر الأمر هنا على دراسة تفصيلية مقارنة فقط، وهي التي يطلق عليها دراسة الجدوى لما بعد تنفيذ وتشغيل المشروع، حيث تحجم إدارات الكثير من المشاريع (خاصة مشاريع القطاع العام)، عن القيام بها لأسباب متنوعة مثل نقص الخبرة والكوادر الضرورية اللازمة للقيام بمثل هذه الدراسات، والكلفة الكبيرة نسبياً، والوقت الذي قد يستغرق عدة أشهر، والأهم من كل ذلك الخوف من انكشاف الكثير من الانحرافات التي قد تكون خطيرة مما يعرض الإدارة للمساءلة من جهات عليا أو يجعل مواقف هذه الإدارات مهزوزة ويشوبها الكثير من الغموض؛

— دراسات الجدوى الاقتصادية للإحلال والتجديد:

تتم هذه الدراسة عندما يكون القرار الاستثماري متعلقاً بإحلال أو استبدال آلة جديدة محل آلة قديمة بعد انتهاء عمرها الافتراضي. هنا تحتاج المنشأة إلى أداة للاختيار بين الأنواع المختلفة للآلات، وتقدير التدفقات النقدية الداخلة والخارجة المتوقعة والعائد من كل بديل، ثم اختيار البديل الأفضل، وتتمثل هذه الأداة في دراسة الجدوى الاقتصادية؛

— دراسة الجدوى للتطوير التكنولوجي:

تبرز أهمية هذا المجال نظرًا للدخول في مرحلة الثورة التكنولوجية والمعلوماتية، والتغيرات المصاحبة للنظام الاقتصادي العالمي الجديد وتزايد التنافسية، هذا يدفع الشركات والمنظمات إلى المزيد من البحث والتطوير والاتجاه نحو التطوير التكنولوجي؛

2. تصنيفات دراسات الجدوى:

تصنف دراسات الجدوى للمشاريع الاستثمارية إلى ثلاث فئات رئيسية وفقًا لثلاثة معايير مختلفة، الفئة الأولى هي "التصنيف النفعي" والذي يقسم دراسات الجدوى حسب الغرض أو المنفعة المرجوة منها، فهناك دراسات تُعد لتقييم المشروع من منظور المستثمر الخاص وجدواه المالية والربحية، وهناك دراسات أخرى تركز على تقييم المشروع من زاوية مساهمته في الاقتصاد الوطني ومنافعه للمجتمع ككل، أما الفئة الثانية فهي "التصنيف الوظيفي" والذي يميز بين دراسات الجدوى بناءً على الوظيفة المحددة لكل دراسة. فعلى سبيل المثال، هناك دراسة الجدوى الفنية التي تركز على تقييم الجوانب التقنية والهندسية للمشروع، ودراسة الجدوى المالية التي تقيم الجدوى من المنظور المالي، ودراسة الجدوى الاقتصادية التي تحلل المنافع والتكاليف الاقتصادية للمشروع، وهكذا، بحيث يتيح هذا التصنيف المزدوج إمكانية تقسيم دراسات الجدوى إلى مكونات متخصصة تغطي جميع الجوانب الرئيسية للمشروع، مع إمكانية تركيز كل دراسة على الهدف أو الغرض المحدد، سواء من وجهة نظر المستثمر الخاص أو المجتمع ككل (نشأت خليل، 2007، صفحة 73)، كما تتمثل الفئة الثالثة في: "التصنيف التحليلي" و على أساسه يمكن تقسيم دراسات الجدوى إلى دراسات جدوى تمهيدية وأخرى تفصيلية ففي أحيان كثيرة يتم الاكتفاء بدراسة الجدوى التمهيدية خاصة في المشروعات الصغيرة نتيجة لملاحظة التكاليف وقد يتضح عند إجراء الدراسة التمهيدية وجود عوائق جوهرية تمنع وجود المشروع سواء كانت قانونية أو بيئية أو تسويقية، ويمكن تلخيص هذه النقاط في الجدول التالي:

جدول رقم (II - 1): تصنيفات دراسات الجدوى.

تصنيفات دراسات الجدوى	التصنيف النفعي: يتميز دراسات الجدوى وفقاً لصاحب المنفعة	دراسات الجدوى على مستوى المشروع - مفهوم الربحية الخاصة (الربحية التجارية) Private Profitability : تعبر هذه الدراسة عن الربحية الخاصة للمشروع الاستثماري أو ما يُعرف بالربحية الذاتية، وتقيس هذه الربحية مقدار المنافع المالية المباشرة التي يحققها المشروع لصالح ملاكه أو المستثمرين فيه، دون النظر إلى آثار هذه الربحية الذاتية على ربحية المشروعات الأخرى التي يمتلكها الغير، أو آثارها على الاقتصاد القومي للدولة المقام بها المشروع، وبالتالي قد يكون المشروع مربحاً من هذا المنظور الضيق، ولكن قد لا يكون كذلك من المنظور الاقتصادي الأشمل.
		دراسات الجدوى على مستوى الاقتصاد القومي - مفهوم الربحية الاجتماعية Social Profitability : وتعني قياس مدى ما يجنيه المجتمع ككل نتيجة إقامة المشروع الاستثماري المقترح أو بمعنى آخر المنافع التي يحققها المشروع على مستوى الاقتصاد القومي.

الفصل الثاني: التحليل المالي ودراسات الجدوى في المؤسسة

تصنف دراسات الجدوى طبقاً للوظيفة الأساسية التي تحققها كل دراسة، على سبيل المثال، إذا كان اتخاذ القرار الاستثماري في المشروع يتطلب بحثاً مستفيضاً عن السوق الذي يتعامل معه المشروع المقترح من خلال منتجاته وخدماته، فإن هذا يستدعي إعداد تقرير حول السوق والعملية التسويقية والعملاء الرئيسيين... إلخ، بحيث يطلق على هذا التقرير اصطلاحاً "دراسة الجدوى التسويقية"، وهكذا الحال بالنسبة لأي دراسة جدوى أخرى حيث يتم تصنيفها وفقاً للوظيفة الرئيسية التي تؤديها. ويمكن تصنيف دراسات الجدوى من الناحية الوظيفية إلى الأقسام التالية: — دراسة الجدوى القانونية. — دراسة الجدوى الفنية والهندسية. — دراسة الجدوى الاجتماعية. — دراسة الجدوى البيئية. — دراسة الجدوى التسويقية. — دراسة الجدوى المالية. — دراسة الجدوى الاقتصادية.	التصنيف الوظيفي: يركز على الوظائف المتعددة لإعداد دراسة الجدوى	
دراسات الجدوى التمهيديّة (المبدئية): تُجرى هذه الدراسة في المراحل المبكرة للتفكير بالفكرة الاستثمارية، وتشكل نواة أساسية لسلسلة من التحليلات الوصفية والكمية. تهدف هذه الدراسة إلى اختبار جدوى الفكرة الاستثمارية وتحديد فرصها، مما يُمكن المستثمر من اتخاذ قرار أولي بخصوص تنفيذ الفرصة الاستثمارية. دراسات الجدوى التفصيلية: تُجرى هذه الدراسة كامتداد لدراسة الجدوى المبدئية لبعض الأفكار الاستثمارية التي تجاوزت مرحلة الفحص الأولي. تُغطي هذه الدراسة جوانباً متعددة وذات اتجاهات متنوعة، تشمل الدراسات التسويقية، الفنية، المالية، وغيرها. تُقدم دراسة الجدوى التفصيلية تحليلاً معمقاً لجميع جوانب المشروع، مما يُمكن المستثمر من اتخاذ قرار مُستنير بخصوص تنفيذه.	التصنيف التحليلي: يصنف دراسات الجدوى حسب مستوى التفصيل وعمق التحليل المستخدم في الدراسة	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- مراد علي نشأت خليل، "دراسات الجدوى وتقييم المشروعات الاستثمارية"، دار النهضة العربية للنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، سنة 2007، ص 74-76.
- منال بن عمار، عمر آيت مختار، "دور دراسات الجدوى في ترشيد قرارات التمويل للمشاريع الاستثمارية-دراسة حالة لبنك الفلاحة والتنمية الريفية بالشلف"، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 09، العدد 02، 2021، ص 266-267.
- محمود واضح، جمال جعيل، "واقع دراسات جدوى المشاريع الإنشائية في الجزائر: الصعوبات والحلول"، مجلة الاقتصاد الصناعي، المجلد 09، العدد 01، 2019، ص 66.
- حليلة شابي، "دراسة جدوى المشاريع الاستثمارية في الجزائر: عرض وتقييم"، مجلة معارف، العدد 22، 2017، ص 383.

المطلب الرابع: المشاكل والصعوبات المصادفة لعملية إجراء دراسات الجدوى

تُعَدّ دراسات الجدوى أداة أساسية في عملية اتخاذ كل من القرار الاستثماري والتمويلي، سواء بالنسبة للمستثمرين أو الحكومات، كونها تساعد على تقييم جدوى المشروعات وتحديد قدرتها على تحقيق أهداف التنمية. رغم ذلك، تواجه هذه الدراسات العديد من التحديات التي تؤثر على جودتها وقد تؤدي إلى ارتفاع معدلات الفشل في المشاريع الاقتصادية. يمكن تحديد أهم هاتين التحديات في نقطتين رئيسيتين (تمجدين، 2009، صفحة 211):

— **عدم توافر ودقة المعلومات:** تُعَدّ مشكلة عدم توافر المعلومات الدقيقة عائقاً رئيسياً أمام تنفيذ دراسات الجدوى. فغياب البيانات الدقيقة، أو عدم دقة المعلومات الصادرة من الجهات المختلفة، يُعيق إعداد التقديرات الصحيحة التي تعتمد عليها القرارات الاستثمارية والتمويلية. يُفاقم هذه المشكلة أيضاً الامتناع عن توفير المعلومات المطلوبة، غالباً بدعوى سرية البيانات، ويرجع ذلك بصفة أساسية إلى عدم وضوح دور أجهزة المعلومات في توفير المعلومات للمستفيدين بشكل سلس، ما يؤدي إلى عدم الثقة في نتائج الدراسات المقدمة، وهذا يُقلل من أهميتها في دعم القرارات؛

— **نقص الخبراء المتخصصين في دراسات الجدوى:** تتطلب دراسات الجدوى وجود فريق متعدد التخصصات من الخبراء المختصين في مجالات مختلفة، حيث يؤدي النقص في توافر هؤلاء الخبراء إلى دخول غير المتخصصين في مجال دراسات الجدوى، مما يؤدي إلى ضعف وقصور الدراسات المقدمة، ويُقلل من مصداقيتها. تُمثل هذه التحديات مُعَوَّقات كبيرة لإنجاز دراسات جدوى فعّالة، وتؤثر بشكل مباشر على جودة القرارات المتخذة، مما يُعرّض المشروعات للفشل ويُعيق خطط التنمية المستدامة؛

— **تقدير المتغيرات الداخلة في دراسات الجدوى:** تواجه هذه العملية تحديات عدة فعلى سبيل المثال، يصعب التنبؤ بدقة بمستويات الطلب وتكاليف التشغيل على المدى الطويل للمشاريع كبيرة الحجم وذات العمر الافتراضي الممتد لعدة سنوات، حيث تزداد درجة عدم اليقين مع زيادة الأفق الزمني للتنبؤ، كما تبرز صعوبات إضافية عند محاولة قياس وتقدير بعض المتغيرات غير الملموسة أو غير المباشرة بشكل كمي، على سبيل المثال، في حالة المشروعات العامة التي تقدم خدمات مثل التعليم والرعاية الصحية، تصبح عملية تقييم المخرجات وقياسها كميًا أكثر تعقيداً، نظراً لطبيعتها غير المادية، هذه التحديات في تقدير المتغيرات الرئيسية بدقة تزيد من درجة عدم اليقين المحيطة بنتائج دراسات الجدوى، وبالتالي ترفع من مخاطر اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة بناءً على توقعات وافتراضات قد تكون غير دقيقة أو مضللة (كداوي، 2008، الصفحات 33-34)؛

كذلك هناك (الوادي، سمحان، و خريس، 2014، الصفحات 55-56):

– **الوقت الزمني اللازم لإنجاز الدراسة:** إن إعداد دراسة الجدوى لمشروع ما يستغرق وقتاً طويلاً نظراً لتعدد جوانبها المختلفة، مثل الدراسة الفنية، والمسح السوقي، والدراسة المالية والاقتصادية. خلال هذه الفترة، قد تتغير عوامل مثل أسعار الآلات والمدخلات، مما قد يؤثر على دقة النتائج النهائية للدراسة. لذلك، يجب أن تكون دراسة الجدوى مرنة وقابلة للتحديث بشكل دوري لضمان توافقها مع الواقع العملي للمشروع.

– **التنسيق بين أجزاء الدراسة:** نظراً لتعقيد دراسة الجدوى وتعدد جوانبها المختلفة، قد يتم تقسيم هذه الدراسة وتوزيعها على مجموعة من الخبراء والبيوت الاستشارية، هذا الأسلوب قد ينطوي على بعض التحديات، حيث إن اختلاف وجهات النظر بين المشاركين في إعداد الدراسة قد يؤدي إلى ضعف التنسيق بين مختلف أجزاء الدراسة.

إضافة إلى (أوسرير، بن حاج، و مغراوة، 2009، الصفحات 333-334):

– **ارتفاع التكاليف:** تتصف دراسات الجدوى بتكاليف عالية، حيث تتزايد هذه التكاليف بشكل طردي مع زيادة تعقيد نشاط المشروع المقترح وحجمه. هذه التكاليف المرتفعة تشكل عقبة كبيرة خاصة أمام المشاريع الصغيرة والشركات الناشئة التي تواجه قيوداً مالية صارمة، مما يحد من قدرتها على الاستفادة من إجراءات دراسات جدوى شاملة ومتخصصة لتقييم فرص المشروع بدقة قبل اتخاذ قرار الاستثمار؛

– **المعوقات الإدارية والتنظيمية:** تواجه المشاريع الاستثمارية سلسلة معقدة من الإجراءات البيروقراطية والتنظيمية التي يتعين على المستثمرين استيفائها في جميع مراحل دورة حياة المشروع، بدءاً من عملية التخطيط والترخيص، ومروراً بإبرام العقود والتعاقدات اللازمة لإنشاء المشروع وتشغيله، على سبيل المثال، في مرحلة التخطيط، قد يحتاج المستثمرون إلى الحصول على تراخيص وموافقات من مختلف الجهات الحكومية المعنية. وفي مرحلة الإنشاء، قد يتعين عليهم إبرام عقود مع مقاولين وموردين وفقاً للوائح واللوائح المعمول بها، هذه الإجراءات المعقدة والروتينية تضيف أعباءً إدارية وتكاليف إضافية على المشاريع، مما يؤثر سلباً على ربحيتها وجدواها الاقتصادية ويزيد من مخاطر فشلها؛

– **مخاطر عدم التأكد:** نتيجة للاتجاه المتزايد نحو العولمة وترابط الأنشطة الاقتصادية عبر الحدود، أصبحت المشاريع الاستثمارية معرضة بشكل أكبر للتقلبات والتغيرات في البيئة الاقتصادية المحلية والدولية، فعلى سبيل المثال، قد تؤثر التغيرات في أسعار الصرف أو أسعار السلع العالمية أو السياسات التجارية على تكاليف المدخلات والطلب على منتجات المشروع، هذه التغيرات والتقلبات تزيد من درجة عدم اليقين المحيطة بتقدير المتغيرات الرئيسية للدراسة، مثل الإيرادات والتكاليف والعوائد المستقبلية للمشروع. وكلما زادت درجة عدم اليقين، ارتفعت مخاطر أن تكون التوقعات والافتراضات الأساسية للدراسة غير دقيقة، مما يزيد من مخاطر فشل المشروع؛

— اختيار المعيار أو المعايير الملائمة للتقييم: تشكل عملية اختيار المعايير المناسبة لتقييم جدوى المشاريع الاستثمارية تحدياً رئيسياً، حيث لا توجد معايير موحدة صالحة للتطبيق في جميع السياقات الاقتصادية المختلفة. فالمعايير المستخدمة في الدول المتقدمة قد لا تكون مناسبة بالضرورة للدول النامية نظراً لاختلاف هيكلها الاقتصادي وأهدافها التنموية، لذا، يتعين على صانعي القرار اختيار المعايير التقييمية بحذر، مع مراعاة السياق الاقتصادي والاجتماعي الخاص بكل دولة، فضلاً عن الأولويات التنموية طويلة الأجل، كما ينبغي مراجعتها بشكل دوري لضمان مواكبتها للتغيرات المحيطة (كداوي، 2008، الصفحات 33-34).

على الرغم من الدور المحوري لدراسات الجدوى في تقييم فرص نجاح المشاريع الاستثمارية، إلا أن هناك حالات يتعارض فيها الواقع العملي مع نتائج هذه الدراسات، فقد تفشل بعض المشاريع رغم امتلاكها لدراسات جدوى واعدة، بينما تنجح مشاريع أخرى على الرغم من ضعف دراسات جدواها، ويعزى ذلك لعدة عوامل ترتبط ارتباطاً وثيقاً بدراسات الجدوى، من أبرزها (عرفة و شلي، 2005، الصفحات 200-207):

- وجود ثغرات أو أخطاء في تقدير بعض المتغيرات الرئيسية كالتكاليف بشكل غير دقيق أثناء إعداد الدراسة؛
- تقييم المشروع خلال فترة زمنية غير كافية للحكم على نجاحه أو فشله؛
- تغير الظروف المحيطة بالمشروع كدخول منافسين جدد أو ارتفاع معدلات التضخم بما لم يتم توقعه في الدراسة؛
- الانحراف عن المعايير الأخلاقية والمهنية أثناء تنفيذ المشروع مما يفقده ثقة العاملين والعملاء. نقص المهارات الإدارية والفنية اللازمة لدى القائمين على المشروع مما يؤدي لارتكاب أخطاء جوهرية؛
- إغفال أهمية التحديث المستمر للعمليات والاستراتيجيات لمواكبة التغيرات البيئية. لذا، يجب إجراء دراسات الجدوى بدقة متناهية وتحديثها بشكل مستمر، مع الأخذ بعين الاعتبار جميع المتغيرات المحتملة لضمان تقييم أكثر موضوعية لفرص نجاح المشاريع الاستثمارية.

على الرغم من التحديات والصعوبات المرتبطة بإعداد دراسة الجدوى، فإنها تظل أمراً ضرورياً وحيوياً لنجاح أي مشروع، فدراسة الجدوى تتيح فرصاً كبيرة للتفكير الواقعي والشامل في مختلف جوانب المشروع، بما في ذلك مكوناته وتكاليفه والبدائل الممكنة للمشروع أو مداخلته. بالإضافة إلى ذلك، أصبحت دراسة الجدوى أمراً لا غنى عنه للحصول على الموافقات اللازمة من الجهات المختصة للبدء في تنفيذ المشروع، فهي تقدم الأساس الموضوعي والعلمي لتقييم جدوى المشروع وإمكانية نجاحه، مما يعزز ثقة الجهات المانحة والمستثمرة في المشروع.

المبحث الثالث: مراحل دراسة جدوى المشاريع الاستثمارية

يقتضي ترشيد القرار الاستثماري اعتماد منهج تحليلي متدرج، ينتقل بالمشروع من مجرد فكرة أولية إلى " خطة عمل دقيقة، وهو ما يستدعي استعراض التسلسل المنطقي لمراحل دراسة الجدوى، بدءاً من التشخيص المبدئي في الدراسات السابقة للجدوى، وصولاً إلى التحليل الشامل في المراحل التفصيلية.

المطلب الأول: الدراسات السابقة للجدوى التفصيلية

تُعد مرحلة إعداد دراسة الجدوى خطوة حاسمة لضمان نجاح المشاريع الاستثمارية، فالتحليل المنظم الذي تُقدمه دراسة الجدوى يُسهم في تحسين كفاءة المشروع، وزيادة احتمالية تحقيق عوائد مالية جيدة، وبالتالي فإن دراسة الجدوى تُعتبر أداة أساسية تُنفذ قبل الشروع في أي مشروع استثماري، وذلك لتقييم جدواه ووضع خطة تنفيذية شاملة تُساهم في ضمان نجاحه (يعقوب، 2009، الصفحات 07-08).

ان الهدف الأساسي من عملية دراسة الجدوى هو اتخاذ كل من القرار الاستثماري والتمويلي الرشيد، أي أن هذه الدراسات تهتم بمدى جدوى إنشاء المشروع المقترح قبل تنفيذه بطريقة علمية (قيام المشروع على أسس اقتصادية وفنية سليمة)، ويستلزم ذلك إجراء دراسات مسبقة توضح وجود سوق كافٍ يتم فيه تصريف إنتاج المشروع وإمكانية تنمية هذا السوق، فضلاً عن توفر الخامات والأيدي العاملة والبنية الأساسية اللازمة، بالإضافة إلى توافر مصادر التمويل بالقدر الكافي وفي الوقت المناسب، والأهم من ذلك كله أن هذا المشروع يجب أن يحقق في النهاية عائداً يتناسب مع طبيعة المشروع ودرجة المخاطرة التي يتضمنها هذا من وجهة النظر القومية، فالأمر يتطلب تقدير مساهمة المشروع في تحقيق كافة الأهداف الأساسية للتنمية الاقتصادية كانت أو غير اقتصادية، وكل هذا يقتضي إعداد تقارير ودراسات لصالح أصحاب رؤوس الأموال أو السلطات العامة وقد تكون هذه التقارير مبسطة كما في حالة المشروعات الكبيرة والضخمة (كافي، 2009، صفحة 5)؛

تتضمن دراسة الجدوى سلسلة من الدراسات المتتابعة التي تمكن القائمين بها في النهاية من اتخاذ القرار بشأن تنفيذ المشروع أو صرف النظر عنه، وهذه الدراسات تتطلب بالضرورة معلومات تختلف من مشروع لآخر حسب طبيعة المشروع وحجمه، وعليه يمكن القول انه لا يوجد نموذج محدد يجب اتباعه في إعداد دراسة الجدوى للمشاريع الاستثمارية وهذا نظراً لاختلافها، إذ تتطلب كل دراسة نموذجاً خاصاً بها يتناسب مع طبيعة المشروع وحجمه والأهداف المرجوة منه، ومع ذلك يمكن أن تتم دراسة جدوى المشاريع الاستثمارية من خلال الإطار العام الفكري التالي (السيد البدوي الدسوقي طلحة، 2017، صفحة 13):

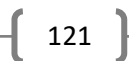
- تحديد الهدف من الدراسة؛
- دراسة الفرص (ما قبل دراسة الجدوى)؛

– دراسة الجدوى التمهيدية أو الاستطلاعية (المبدئية): أي فحص جوانب المشروع بصفة عامة باستخدام المعلومات المحدودة المتوفرة في تلك المرحلة المبكرة من عمر المشروع الاستثماري وهذا لغرض تبرير القيام بالدراسة التفصيلية، تحديد الأمور التي تحتاج الى اهتمام أكبر في الدراسة التفصيلية، تقدير تكاليف اعداد الدراسة التفصيلية (عبد الهادي، 2007، الصفحات 187-188)؛

– تقييم وتحليل الحساسية للمشروع الاستثماري واتخاذ القرارات وتشمل: التقييم المالي والاقتصادي للمشروع وهذا لتقدير كل من الربحية التجارية والربحية الاجتماعية؛

— متابعة وتقييم المشروع؛ اتخاذ الإجراءات التصحيحية وفقا للتقييم.

الشكل البياني رقم (II-7): مراحل دراسة جدوى المشاريع الاستثمارية.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- أحمد غنيم، " دور دراسات الجدوى والتحليل المالي في ترشيد قرارات الاستثمار والائتمان "، المكتبات الكبرى، القاهرة، مصر، سنة 2002، ص20.
- محمد السيد البدوي الدسوقي طلحة، " النموذج التطبيقي لإعداد دراسة جدوى فعالة"، دار العلوم للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، سنة 2017، ص14.
- مصطفى يوسف كافي، " تقنيات دراسة الجدوى الاقتصادية للمشاريع السياحية والفندقية ومشروعات ال BOT "، دار ومؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، سنة 2009، ص7.
- تُظهر محتويات دراسة الجدوى مدى شمولية وخطورة هذه المرحلة، إذ يتم فيها اتخاذ القرار الأمثل سواء بالمضي قدماً في إقامة المشروع أو دراسة البدائل الأخرى الممكنة الأكثر فعالية وكفاءة (الوادي، سمحان، و خريس، 2014، صفحة 57)، كما تجدر الإشارة إلى أن جميع الدراسات السابقة هي دراسات مكتملة لبعضها البعض وليست بديلة، وبمفهوم آخر تتسلسل مراحل دراسة الجدوى بحيث تؤثر نتيجة كل مرحلة على تنفيذ المرحلة التي تليها وقد ينتهي الأمر بعدم التنفيذ إذا ما تبين عدم جدوى بعض هذه المراحل؛
- يجب الأخذ في الاعتبار أن الشكل المحدد لدراسة الجدوى سابقاً قد لا يكون مناسباً لجميع أنواع المشاريع خاصة تلك التي تنفذها الحكومات ولا تحقق منها عائداً مادياً، فبدلاً من التركيز على العائد المالي تهدف هذه المشاريع إلى تقديم خدمات ضرورية لقطاعات معينة من الاقتصاد أو لجهة معينة، وهذا بغض النظر عن الجدوى المالية للمشروع، وبالتالي في كثير من الأحيان تتجاوز المشاريع الحكومية المقدمة لمثل تلك الخدمات الأساسية معايير الجدوى المالية والاقتصادية التقليدية عند تنفيذها (الوادي، سمحان، و خريس، 2014، صفحة 57).
- من خلال الشكل أعلاه سأقوم بشرح كل مرحلة على حدى:

1. تحديد الهدف من الدراسة:

ويتمثل هدف دراسة الجدوى في التأكد من إمكانية إنشاء مشروع جديد، سواء كان يتعلق بتصنيع منتج، أو إضافة خط إنتاج، أو اقتناء آلة متطورة، وتستمد المؤسسة هذه الأفكار من مصادر متنوعة، منها مصادر خارجية كطلبات العملاء واقتراحات الموردين وتوجهات السوق... الخ، وأمن مصادر داخلية تتمثل في الدراسات والبحوث التي تجربها الإدارات المختلفة في المؤسسة (عبد الهادي، 2007، صفحة 187)؛

يعد تحديد الهدف المراد تحقيقه نقطة الانطلاق والبداية في تحليل جدوى المشروع، وتصنف هذه الأهداف عادةً إلى فئتين:

الجدول رقم (II - 2): أهداف دراسة الجدوى حسب طبيعة المشروع.

الفصل الثاني: التحليل المالي ودراسات الجدوى في المؤسسة

أهداف المشروعات الخاصة	أهداف المشروعات العامة
بالنسبة لمثل هذا النوع من المشاريع، تفترض النظرية الاقتصادية أن الهدف الأساسي هو تحقيق أقصى ربح ممكن، والذي يُحسب عن طريق طرح إجمالي تكاليف الإنتاج (النفايات التي يتكبدها المشروع) من إجمالي الإيرادات الناتجة عن المبيعات؛ صحيح أن الربح يمثل حجر الزاوية في استمرار ونمو المشروع، إلا أن هناك مجموعة أخرى من الأهداف التي لا تقل أهمية وتسعى هذه المشروعات إلى تحقيقها جنباً إلى جنب مع الربح، ومن أهمها: ● تحقيق أقصى قدر ممكن من المبيعات كوسيلة لحصول المشروع على شهرة كبيرة في الأسواق، حتى ولو أدى ذلك إلى تقليل الأرباح الموزعة على المساهمين في الأجل القصير، ومن جهة أخرى، فإن المشروع الحديث قد يعمل على تتبع أقصى قدر ممكن من المبيعات تحقيقاً لما يلي: ○ العمل على زيادة الإيرادات كخطوة أولى نحو تحقيق نمو مستدام في الأرباح؛ ○ تحقيق الأهداف الخاصة للمديرين الذين ترتبط مصالحهم برقم الأعمال، حيث يتوقف ما يحصل عليه هؤلاء من مرتبات ومكافآت بطريقة مباشرة بمستوى النشاط وحجم المبيعات وليس بالأرباح؛ ○ الاحتفاظ بدرجة سيولة مناسبة وموقف مالي سليم؛ ● قد يكون الهدف من الإنفاق الاستثماري للمشروع القائم هو حماية النشاط الرئيسي له من خطر توقف الإنتاج، فمثلاً تهتم شركات الغزل والنسيج الكبرى بإنشاء وحدات إنتاجية مستقلة "ورش" لتصنيع أهم قطع الغيار التي تحتاجها حتى لا تتعرض لخطر توقف الإنتاج وتعطله نتيجة لعدم ورودها في الوقت المناسب.	تمثل الغاية الأساسية للمشروعات العامة في تحقيق المنفعة العامة، حتى لو لم يكن ذلك مصحوباً بتحقيق أرباح، وقد يشمل ذلك توفير السلع والخدمات بأسعار مدعومة أو بأسعار السوق، ولكن يجب ألا يؤدي تجاهل تحقيق الربح إلى إهمال الأهداف الأساسية التي أنشئ من أجلها المشروع: ● قيام بعض المشروعات الوطنية المرتبطة بالأمن القومي للدولة مثل صناعة الأسلحة والذخائر، أو لاعتبارات اقتصادية قومية كإنشاء الدولة المنتجة للبترول مصانع لتكريره أو أسطولاً بحرياً لنقله أو إنشاء قاعدة من الصناعات الثقيلة كأساس للتنمية؛ ● قد تقوم الدولة بإنشاء مشروعات وبيع منتجاتها بأقل من التكلفة لاعتبارات اجتماعية كما في حالة الخبز والحليب والأدوية... الخ؛ ● قد يكون الغرض من إنشاء الدولة لمشروعات إنتاجية هو الحصول على موارد مالية لتمويل نفقاتها بدلاً من التجاها لفرض ضرائب جديدة؛ ● مشروعات المنافع العامة التي تنتج خدمات أساسية مثل النقل والمواصلات والكهرباء... الخ، فنظراً للأهمية الاستراتيجية لهذه الخدمات قد ترى الدولة قصر القيام بها عليها وحدها دون الأفراد.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- مصطفى يوسف كافي، " تقنيات دراسة الجدوى الاقتصادية للمشاريع السياحية والفندقية ومشروعات ال BOT"، دار ومؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، سنة 2009، ص 10-08.

2. دراسة الفرص Opportunity Studies (ما قبل دراسة الجدوى):

الهدف الرئيسي خلال مرحلة ما قبل دراسة الجدوى هو الوصول إلى أفضل الخيارات المتاحة والممكنة، والتي تُعرف أيضاً باعتماد أفضل سيناريو ممكن، بحيث تُعد هذه المرحلة نقطة البداية للأنشطة المتعلقة بالاستثمار، على الرغم من أن البعض قد يشير إليها باسم "دراسة الجدوى التمهيديّة" إلا أن الواقع يشير إلى وجود اختلاف بين المفهومين؛

على الرغم من أن المشاريع غالباً ما تنطلق من فكرة تجذب المستثمرين حتى في ظل المخاطر، وأن هذا الأمر يرتبط أحياناً بطبيعة النشاط الذي يقام فيه المشروع، إلا أنه يختلف بين المشاريع التي تهدف إلى تحقيق الربح وتلك التي لا تهدف لذلك، كما أن الوضع قد يتفاوت من قطاع لآخر، فقد لا تكون المغامرة أمراً جيداً في بعض القطاعات بسبب عدم القدرة على التنبؤ بالنتائج المستقبلية، وقد تلعب الصدفة دوراً في نجاح المشروع، في حين أنه في قطاعات أخرى تكون المغامرة مقبولة حيث يمكن توقع الأحداث المستقبلية بدرجة مقبولة من الدقة (يوسف و مرهج، 2018، صفحة 21)؛

فمن الواجب اعتماد دراسة الفرصة الاستثمارية المتاحة كقرار أولي، ويتطلب هذا الأمر اتباع منهجية عملية دقيقة لضمان الحصول على نتائج موثوقة، حيث تساعد الدراسة المنهجية للفرص الاستثمارية التي تمثل مرحلة ما قبل دراسة الجدوى في (يوسف و مرهج، 2018، صفحة 21):

- تطوير منتجات أو خدمات تلبي احتياجات الزبائن والمستخدمين؛
 - تعزز هذه الدراسة قدرة المؤسسة على إعادة توجيه فكرة المشروع بناءً على الأنشطة الحالية؛
 - تحسين فرص الحصول على التمويل؛
 - تقليل مخاطر الفشل؛
 - دعم وجهة نظر المؤسسة لتكون أكثر ربحية؛
- فدراسة فرص الاستثمار هي عملية تتعلق بتحديد مقدار البيانات والمعلومات اللازمة لتحويل فكرة المشروع إلى مقترح قابل للتنفيذ، وتتضمن هذه العملية تقديرات إجمالية أكثر من اعتمادها على التحليل التفصيلي، في هذه المرحلة قد تستند بيانات التكلفة إلى معلومات استرشادية من مشاريع مشابهة، فالمعلومات المستخدمة خلال مرحلة دراسة الفرص تكون عامة أو ملخصة مثل سعر الصرف، نمو الناتج المحلي، واهتمامات المستهلكين... الخ، لذلك تتطلب مرحلة دراسة الفرص إجراء تحليل أكثر فيما يتعلق بالعناصر الآتية (يوسف و مرهج، 2018، صفحة 22):

- المناخ العام للاستثمار؛
- السياسات المالية والنقدية؛
- معدلات نمو السكان واتجاهات الطلب؛
- التكامل والترابط مع الصناعات والمشاريع الأخرى؛
- إمكانية تنويع المخرجات بشكل مرّن لتحقيق وفورات الحجم؛
- توافر خدمات عوامل الإنتاج وتكلفتها؛

- تحديد الاستراتيجيات العامة للتسويق؛
 - إضافة لعناصر أخرى ألا وهي (سراج، 2017، الصفحات 21-22):
 - مدى توافر الموارد الطبيعية اللازمة لإقامة المشروع؛
 - الطلب المستقبلي: توقع الطلب الاستهلاكي المستقبلي على منتجات المشروع، التي قد ترتبط بمعدلات نمو السكان في الدولة، أو القدرة الشرائية للسكان، ومدى إقبالهم على المنتجات الجديدة؛
 - الواردات: مدى توفر البدائل المستوردة؛
 - الأثر البيئي للمشروع؛
 - إمكانية التوسع في خطوط الإنتاج القائمة، من خلال الاندماج، عن طريق الروابط الأمامية والخلفية Backward or forward integration للقطاعات الصناعية القائمة في الدولة؛
 - السياسات الصناعية القائمة؛
 - إمكانية التصدير؛
- قد تُجرى دراسة ما قبل الجدوى في المرحلة الأولى للمساعدة في ترتيب البدائل المتاحة بشكل المناسب، قبل المضي قدماً في تنفيذ دراسة الجدوى والوصول إلى مراحل متقدمة، قد يتطلب الأمر إجراء بعض التحليلات الأولية إذا أظهرت هذه التحليلات أن المشروع المقترح غير مجدي، فإنها تساعد في تجنب الهدر والخسائر المحتملة، أما إذا أظهرت التحليلات جدوى المشروع، فإنها تكون مفيدة في معالجة بعض القضايا الأساسية التي قد نواجهها، وبالتالي يمكن القول إن الهدف الرئيسي من دراسة ما قبل الجدوى هو الوصول إلى اختيار تمهيدي لتحديد ما يلي (يوسف و مرهج، 2018، صفحة 22):
- فيما إذا تم دراسة واختبار جميع البدائل الممكنة للمشروع؛
 - تصميم المشروع يبرر إجراء دراسة تفصيلية تتم من خلال دراسة الجدوى؛
 - ما إذا كانت هناك بعض الجوانب السلبية للمشروع والتي قد تؤثر بشكل سلبي على صلاحية المشروع والجدوى منه؛
 - ما إذا كان المشروع الأولي، واعتماداً على المعلومات المتوفرة، جذاباً لمستثمرين محددين، أو لمجموعة من المستثمرين، والمؤسسات المالية؛
- تكمن فائدة دراسة الفرصة في تصميم المشروع الاستثماري في الكشف عن عدد كبير المشاريع التي يتم العدول عنها في هذه المرحلة، وذلك نتيجة لعدم وجود التزامات رئيسية أو صعوبات في تطوير مشاريع محددة أو نقص في الموارد المتاحة، وإذا لم يتم إجراء هذه الدراسة فقد يتم المضي قدماً في تنفيذ المشروع، ولكن الأهم هو أن ذلك

قد يؤدي إلى استهلاك موارد كبيرة للوصول إلى النتائج التي يمكن تحقيقها بسهولة من خلال دراسة ما قبل الجدوى أو دراسة الجدوى (يوسف و مرهج، 2018، صفحة 22).

3. دراسة الجدوى التمهيديّة أو الاستطلاعية Preliminary Feasibility Study:

قبل الشروع في إعداد دراسة جدوى تفصيلية لأي فكرة استثمارية وما يترتب عنه من إنفاق مالي كبير وضياح وقت ثمين بالنسبة للمؤسسة، فإنه من اللازم إعداد دراسة جدوى مبدئية مبسطة للفكرة الاستثمارية (الطيلوني، 2010، صفحة 56)، وهذا بهدف (حمدي، 2008، الصفحات 34-35):

— مواءمة أهداف المشروع مع أهداف خطة التنمية الاقتصادية للدولة، أو مع هدف أو أهداف المستثمرين المساهمين في المشروع المقترح؛

— إقناع صاحب القرار بأهمية المشروع وجدوى مواصلة العمل في إجراء دراسة تفصيلية للمشروع المقترح (أي أن فكرة المشروع تبرر إجراء تحليل تفصيلي في دراسة الجدوى)؛

— تحديد أهم الجوانب التي ينبغي التأكيد عليها في دراسة الجدوى التفصيلية، والتي تتطلب بحثاً متعمقاً من خلال دراسات وظيفية أو داعمة مثل استقصاءات السوق والفحوص المخبرية والاختبارات في مصانع تجريبية وغيرها؛

— الحصول على مؤشرات تبرر القيام بدراسة جدوى تفصيلية وإنفاق المال اللازم لإعدادها وتخصيص الفترة الزمنية المطلوبة لذلك (الطيلوني، 2010، صفحة 56)؛

— تحذير صاحب العلاقة من أهم جوانب الاختناقات ونقاط الضعف في جدوى المشروع المقترح، وبيان فيما إذا كانت فكرة المشروع غير قابلة للنجاح أو غير مغرية لاجتذاب ما يكفي من المستثمرين؛

— محاولة جذب وإغراء مساهمين ومستثمرين في المشروع المقترح عند الترويج له بعد إنجاز الدراسة الأولية، خاصة حينما يراد تشجيع القطاع الخاص في المساهمة بمشاريع معينة من قبل الدولة أو من قبل جهة استشارية ترغب بالترويج لمشاريع مشتركة إقليمية؛

— مدى ملاءمة الموقع المقترح للمشروع والحالة البيئية له والأثر المحتمل لعملية الإنتاج المتوقعة وتوافقها مع المعايير الوطنية للبيئة؛

— تعد الدراسة الجدوى المبدئية بمثابة صمام أمان أمام إنفاق الكثير من الأموال الاستثمارية المخصصة لإجراء الدراسات التفصيلية للمشاريع التي قد تكون غير جذابة أو غير مجدية بالشكل المطلوب الذي يبرر هذه النفقات، وتحذر صاحب المشروع في الوقت المناسب، وهذا قبل اتخاذه لقرار الإنفاق على دراسات الجدوى التفصيلية التي

تعتبر بمثابة خسائر وإهدار للأموال العامة والخاصة (حينما يتضح بأن المشروع غير مجدي أو غير جذاب بالنسبة لرؤوس الأموال والمساهمين فيه).

فدراسات الجدوى الأولية هي عبارة عن دراسة أو تقرير أولي يمثل الخطوط العامة عن مختلف جوانب المشروع أو المشروعات المقترحة، من خلالها يمكن التوصل إلى قرار إما بالتخلي عن المشروع أو الانتقال إلى دراسة أكثر تفصيلاً، وهذا يعني أن دراسات الجدوى الأولية هي وسيلة للتعرف على مدى جدوى المشروع المقترح اقتصادياً (العيساوي، 2004، صفحة 42)، ووضع الملامح الرئيسية للمشروع.

ولا تستلزم هذه الدراسة القيام بدراسات تفصيلية ومعمقة للمشروع المقترح، بل تعتمد على تقديرات وأرقام تقريبية للاسترشاد بها في اتخاذ قرار مبدئي بشأن قبول أو رفض المشروع (كداوي، 2008، صفحة 32)، ولكي تكون هذه الدراسة الأولية قابلة للتقييم ويمكن الاعتماد عليها في اتخاذ القرار الأولي بشأن المشروع المقترح، فإنها لا بد أن تغطي مجموعة واسعة من الجوانب المتعلقة بالمشروع (العيساوي، 2004، صفحة 43). ويمكن إجمال أهم المسائل التي تعالجها دراسات الجدوى الأولية فيما يلي (العيساوي، 2004، الصفحات 43-44):

— دراسة أولية عن الطلب المتوقع على منتجات المشروع المقترح واتجاهات ذلك الطلب سواء على المنتجات المحلية أو المستوردة، وقياس حجم الصادرات الحالية والمستقبلية لمثل تلك المنتجات وما هي الطاقة الاستيعابية للسوق المحلية؛

— دراسة أولية عن التكاليف الإجمالية للمشروع سواء كانت بشكل تكاليف ثابتة أو متغيرة، مع الإشارة إلى بعض الدراسات المتوفرة للمشروعات المشابهة سواء كانت مقامة في الداخل أو في الخارج، مع الأخذ بعين الاعتبار التغيرات الممكنة حدوثها في التكاليف والأسعار واختلاف الأحجام؛

— دراسة أولية عن مدى جدوى المشروع فنياً، ويتضمن هذا الجانب من الدراسة تحديد مدى حاجة المشروع المقترح إلى المواد الأولية والنصف مصنعة، وحاجته إلى المكينات والآلات والقوى العاملة، وتحديد أساليب الإنتاج الممكنة استخدامها والخدمات الإنتاجية كخدمات الخزن والصيانة والتسويق وتصميم المباني اللازمة؛

— دراسة أولية عن المواقع البديلة للمشروع المقترح وصولاً إلى تحديد الموقع المناسب، على ضوء العوامل المحددة للموقع الأمثل؛

— دراسة للمنافع القومية المتوقعة للمشروع المقترح كتحديد مدى أهميته في سد حاجة السوق المحلية من بعض المنتجات، ومدى إمكانية تصدير جانباً من إنتاجه للحصول على بعض العملات الصعبة من أجل تحسين ميزان المدفوعات، ومدى أهمية المشروع في توفير فرص الاستخدام للحد من مشكلة البطالة، ومدى ما يتميز به

المشروع من ارتباطات أمامية وخلفية مع المشروعات القائمة، وبالتالي تحديد مدى أهمية المشروع في زيادة الدخل القومي أو في تحقيق عملية التنمية الاقتصادية؛

— دراسة أولية عن مصادر تمويل المشروع، وهل أن ذلك يعتمد على مصادر محلية أو على مصادر تمويل أجنبية، وما مقدار سعر الفائدة؛

— دراسة أولية عن العوائد المتوقعة للمشروع المقترح؛

— دراسة أولية عن مدى توافق المشروع المقترح مع العادات والتقاليد والقوانين السائدة في المجتمع؛ وعلى الرغم من اختلاف هذه الدراسات من مشروع لآخر، نظراً للاختلاف بين أهداف وطبيعة المشروعات المقترحة، إلا أن تكاليف إعداد هذه الدراسات لا تتجاوز في حال من الأحوال 2% من الكلفة الإجمالية للمشروع المقترح (اليساوي، 2004، صفحة 44).

تجدر الإشارة إلى أن الدراسة الاستطلاعية قد تسفر عن ترشيح أكثر من مشروع واحد، خاصة إذا كانت الأفكار الاستثمارية متعددة، في هذه الحالة تلعب الخبرة دوراً حيوياً في عملية الاختيار وهذا نظراً إلى أنه من غير المنطقي القيام بدراسة تفصيلية لأكثر من مشروع واحد وهذا راجع لعامل الكلفة والوقت، ويمكن الاسترشاد ببعض المؤشرات في عملية الاختيار، ويتم ذلك عبر تحليل الصفات الرئيسية للمشاريع والتعرف على الوفورات التي تخلقها أو تولدها سواء ما يتعلق منها بالنقل أو العمل أو المواد الأولية أو رأس المال، وذلك بقصد الخروج بنتيجة واضحة بخصوص المضي في الدراسة التفصيلية (كداوي، 2008، صفحة 33).

فإذا أظهرت الدراسة التمهيديّة التي تُعرض على صاحب قرار الاستثمار وتُسمى بـ "الاختيار الأولي باتخاذ القرار لفكرة المشروع" نتائج إيجابية ومشجعة، فإن ذلك يمثل موافقة مبدئية أو اختياراً أولياً للمشروع، هذه المرحلة تضع الملامح الرئيسية للمشاريع المراد القيام بها أمام أصحاب القرار، وبناءً على هذا الاختيار المستند إلى المعلومات المقدمة في الدراسة التمهيديّة، يتم الانتقال إلى المرحلة التالية والمهمة (الشمري، 2010، صفحة 26).

4. دراسة الجدوى التفصيلية:

تُعد دراسة الجدوى التفصيلية مرحلة متقدمة تلي الدراسة الأولية، لكنها تتميز عنها من حيث العمق والدقة والشمول، فهي تقدم تقرير شاملاً ومتكاملاً لكافة أبعاد المشروع المقترح، مما يوفر الأساس لاتخاذ قرار حاسم بشأنه، سواء بإلغائه أو إدخال تحسينات عليه أو الانتقال مباشرة لمرحلة التنفيذ، ومن المهم التأكيد على أن الدراستين الأولية والتفصيلية، هما مرحلتان متتاليتان ومكملتان لبعضهما البعض، ولا يمكن اعتبار إحداها بديلاً يغني عن الأخرى، وفي ضوء نتائج الدراسة التفصيلية، يتم حسم مصير المشروع إما بالتخلي عنه نهائياً أو بالشروع

في تنفيذه (يوسف و مرهج، 2018، صفحة 25)، لذا يمكن القول، أن دراسات الجدوى التفصيلية تصبح ضرورة لا بد منها، كما تعتبر أحد مقومات القرار الاستثماري الناجح، وتزداد أهمية مثل هذه الدراسات وبخاصة للمشروعات الكبيرة التي يتطلب إقامتها رؤوس أموال كبيرة؛ إن أهم المسائل التي تعالجها دراسات الجدوى التفصيلية يمكن إجمالها بما يلي (العيساوي، 2004، الصفحات 45-47):

- دراسة مفصلة حول طبيعة واتجاهات الطلب على منتجات المشروع المقترح، متضمنة الطلب المتوقع سواء الطلب المحلي أو الطلب الخارجي، والعوامل المؤثرة على ذلك الطلب ومرونة الطلب السعرية والدخلية والمقاطعة، مع الأخذ بنظر الاعتبار معدلات النمو السنوية لكل من الاستيرادات والصادرات والإنتاج المحلي من المشروعات القائمة لنفس المنتجات، مع دراسة وافية لكافة جوانب السوق المحلية، وما هي الأسعار المتوقعة لبيع المنتجات، وما هي الحصة المتوقعة لمنتجات المشروع من السوق المحلية، كما يتضمن دراسة للأثار الناجمة عن إنتاج السلع المكملة والبديلة للسلع المنتجة، وما هي طبيعة المستهلك المتوقع لمنتجات المشروع؛
- دراسة مفصلة عن طبيعة السلع التي ينتجها المشروع المقترح، وهل هي سلع نهائية أم سلع وسيطة، إضافة لوصف متكامل لهذا المنتج المقترح من حيث الشكل العام، تركيبه الصناعي، فوائد استخدامه، مميزاته عن البدائل المتاحة ومدى تكامله مع منتجات أخرى في الأسواق (ساحل، 2019، صفحة 41)؛
- دراسة مفصلة عن عملية الإنتاج، والأساليب الفنية الممكن استخدامها في المشروع، ومدى ملائمة الأسلوب التكنولوجي المقترح مع حجم المشروع، كما لا بد أن تضمن الدراسة وصف دقيق لعملية الإحلال في عناصر الإنتاج، والبدائل الفنية الأخرى، إضافة إلى تحديد الأعمال الفنية الأخرى التي تتعلق بعملية الإنتاج، كالأعمال الهندسية، والمدينة، وأعمال الصيانة والخدمات الأخرى؛
- التقدير الدقيق لمجموعة عناصر التكلفة الاستثمارية بشكل عام، ثم تقدير كامل لتكاليف التشغيل آخذاً في الحسبان الأسعار المختلفة للتكاليف سواء الأسعار الرسمية أو أسعار السوق مع مراعاة تجنب المبالغة في تحديد التكلفة سواء كانت التقديرات المذكورة مرتفعة أو منخفضة (ساحل، 2019، صفحة 41)؛
- دراسة مفصلة عن العوائد المتوقعة أو بما يعرف بمعدل العائد على الاستثمار للمشروع المقترح، التي تتضمن الإيرادات والأرباح قبل استقطاع الضرائب، ومعدل كلفة كل وحدة، مع توضيح الأسعار للسلع المستوردة والمماثلة للسلع المتوقع إنتاجها قبل وبعد إضافة الضرائب والرسوم الجمركية وتكاليف النقل لمراكز التوزيع النهائي؛
- دراسة مفصلة عن مصادر تمويل المشروع، وهل يتم التمويل ذاتياً من قبل أصحاب المشروع، أو الاعتماد على القروض المحلية، أم التمويل عربياً أو أجنبياً، وما هي أسعار الفائدة على القروض ومعدلات نموها؛

- دراسة مفصلة عن الموقع المناسب للمشروع المقترح، مع دراسة لأهم العوامل المحددة في اختيار الموقع المناسب، كالتقرب من الأسواق، أو من مصادر المواد الأولية أو تكلفة النقل سواء نقل السلع الجاهزة من المشروع إلى الأسواق، أو نقل المواد والخامات من السوق إلى المشروع، ومدى توفر البنى التحتية، رأس المال، والقوى العاملة، ومدى علاقة المشروع مع المشروعات القائمة وأثر ذلك في اختيار موقع المشروع؛
- الأخذ بعين الاعتبار لآثار المشروع المقترح على البيئة، وعلى التحضر الاجتماعي، مع تحديد أثر الموقع على التوزيع الجغرافي للصناعة، في البلد أو الإقليم، كما لا بد أن تتضمن الدراسة في جانبها هذا مقارنة للفوائد والمنافع الاجتماعية المتوقعة من أي موقع من المواقع المختلفة سواء كانت اقتصادية أو اجتماعية، مع ضرورة الأخذ بعين الاعتبار، مدى ملائمة الموقع المختار للمشروع المقترح مع القوانين والتشريعات السائدة؛
- دراسة مفصلة عن السعات والطاقات الإنتاجية المختلفة للمشروع المقترح سواء كانت بشكل طاقات قصوى أو متاحة أو فعلية، ومدى القدرة على استغلال تلك الطاقات، وهذا يعني ضرورة تضمين الدراسة على تحديد الحجم المناسب للمشروع، إذا أخذنا بنظر الاعتبار أن هناك أحجاماً مختلفة مع الاستعانة بالأحجام القياسية أو المعيارية؛
- دراسة مفصلة عن عملية الإحلال في عناصر الإنتاج والتي أصبحت مظهر من مظاهر الإنتاج الحديث؛
- دراسة مفصلة عن البنى التحتية ومدى توفرها في المنطقة المراد إقامة المشروع فيها، والتي تتمثل بشبكات الماء والكهرباء والهاتف والمجاري إضافة إلى مدى توفر الخدمات الصحية والتعليمية والإسكان، إذ أن عدم توفر هذه البنى، قد يتطلب كلفة إضافية إلى الكلفة الإجمالية اللازمة لإقامة المشروع؛
- دراسة مفصلة عن قوة العمل المتاحة سواء كانت الإدارية والفنية اللازمة لتشغيل المشروع، إضافة إلى ضرورة تضمين الدراسة برامج للتدريب والتأهيل لتلك القوى، نظراً لأن عملية التدريب عملية مستمرة، ولا تشمل العمال الجدد، بل تشمل أيضاً العمال القدماء، من أجل مواكبة التغيرات التكنولوجية السريعة، والاطلاع على كل ما هو جديد في مجال العلم والتكنولوجيا؛
- حصر السياسات الاقتصادية الهامة في الدولة وكيفية التعامل معها ومدى تأثير المشروع بها من النواحي الاقتصادية الإنتاجية بالإضافة إلى درجة التأثير المتوقع للمشروع المقترح على المنطقة المقترحة إقامته عليها، وهذا بالإضافة إلى تحديد واضح لآثار المشروع الاجتماعي ومدى مساهمته في تنمية وتطور المجتمع المحلي لإقامته (ساحل، 2019، صفحة 42).

المطلب الثاني: الدراسات الداعمة للجدوى التفصيلية: الأبعاد البيئية والضوابط القانونية والتنظيمية

تُعد الدراسات الداعمة جزءاً لا يتجزأ من منظومة الجدوى التفصيلية، حيث تمثل البيئة القانونية والتنظيمية الإطار الحاكم الذي يحدد القواعد والإجراءات الإدارية التي ينشط ضمنها المشروع، بينما تشكل الضوابط البيئية شرطاً أساسياً للقبول الاجتماعي والرسمي للاستثمار. وعليه، يسלט هذا المطلب الضوء على هذه الأبعاد باعتبارها محددات رئيسية لضمان مشروعية الاستثمار، وسلامة وضعيته التنظيمية، واستدامته البيئية.

1. دراسة الجدوى البيئية:

وتأسيساً لما سبق، تعتبر دراسة المناخ الاستثماري حجر الزاوية في الدراسات الاستطلاعية، حيث يُشار إليه بـ "الدراسة البيئية للمشروع"، فالمشروع يتميز بكونه نظاماً مفتوحاً يتفاعل بشكل متبادل مع محيطه، فهو يستورد عناصر (مدخلات) من بيئته المحيطة ويحولها إلى مخرجات يصدرها لذات البيئة مرة أخرى، كما يجب أن يتفاعل المشروع بشكل إيجابي مع بيئته المحيطة من أجل بقاءه واستمراره ونموه، ولا يمكن له أن يكون منعزل ومتجاهلاً لها، حيث أن الحصول على "موافقة البيئة" يعتبر شرطاً أساسياً لوجود المشروع، وتتضمن هذه الموافقة عدة جوانب:

- مدى القبول القانوني للمشروع؛
 - مدى تقبل المجتمع للمشروع وآثاره؛
 - مدى ملائمة المناخ السياسي والاقتصادي للمشروع؛
 - مدى ملائمة مرافق ومشروعات البنية التحتية لقيام وتشغيل مثل هذه النوعية من المشروعات؛
- يتضح من ذلك أن المناخ الاستثماري، بما يشمل من عوامل قانونية واجتماعية وسياسية ومالية واقتصادية، يمثل قيداً على قدر كبير من الأهمية وذو تأثير حاسم في قرار الاستثمار للاحية قبول المشروع أو رفضه نظراً لارتباطه الشديد باحتمالات نجاح المشروع أو فشله (كداوي، 2008، الصفحات 33-34).
- وعليه يعتبر تحليل المناخ الاستثماري وتحديد أبعاده على قدر كبير من الأهمية، لتحديد مدى توافق العلاقة بين فكرة المشروع والبيئة المحيطة، مما يساعد على استبعاد فرص استثمارية وخلق فرص أخرى من خلال عمليات التصفية الأولية للمشروعات (كداوي، 2008، الصفحات 33-34)، والتي تنتهي بوضع ترتيب تنازلي للمشروعات المطروحة حسب فرص نجاحها، حيث يمكن تقسيم عمليات التصفية الأولية إلى مرحلتين هما (الطيلوني، 2010، الصفحات 72-73):

1.1. أولاً، يتم في هذه المرحلة استبعاد المشاريع التي لا تستوفي المعايير الأساسية التالية:

- عدم إحداث أية تأثيرات سلبية على البيئة التي سينشأ فيها المشروع؛

- عدم وجود تعارض بين أهداف المشروع وبين أهداف المناخ الاستثماري العام؛
- درجة احتياج السوق لمنتجات المشروع، والذي يمكن قياسها من خلال تحديد حجم الطلب المتوقع؛
- درجة توافر التمويل المحلي والأجنبي وكيفية التصرف في عوائدها داخل وخارج موطن المشروع؛
- مدى قدرة المشروع على مواجهة المنافسة؛
- درجة العلاقة بين إمكانيات المشروع التي سيبدأ بها واحتمالات التوسع المستقبل وبين الإمكانيات التي يتيحها المناخ الاستثماري للبيئة الاقتصادية للمشروع؛

2.1. ثانياً، تهدف هذه المرحلة إلى استكمال عملية التصفية التي انتهت إليها المرحلة السابقة:

- حيث يتم الاستقرار على ذلك المشروع أو تلك المشروعات الأكثر ملائمة للمناخ الاستثماري من جهة وللمستثمر من جهة أخرى من حيث:
- وجود تقارب بين تكاليف الإنتاج المرتبطة بالمشروع موضع الدراسة وبين تكاليف الإنتاج المرتبطة بالمشروعات المنافسة؛
 - وجود تناسب بين معدلات إنتاج المشروع وبين القدرة الشرائية للأسواق المتاحة والمتوقعة؛
 - ضمان التوافق بين نمو وتطور الأسواق المستهدفة وبين معدلات النمو وتطور حجم المشروع وقدرته الإنتاجية؛
 - أن تكون معدلات العائد المتوقعة قادرة على تنمية وتوسع المشروع مستقبلاً.
- وبشكل عام يمكننا توضيح المكونات التفصيلية للعوامل البيئية التي تخضع للدراسة والتحليل في الجدول التالي:
- جدول رقم (II - 3): المكونات التفصيلية للعوامل البيئية التي تخضع للدراسة والتحليل.**

عناصر البيئة الخارجية	المنافسين	يعتبر القدرة على المنافسة عاملاً حاسماً في نجاح أي مشروع واستمراره ونموه، ولتحقيق ذلك، يجب إجراء تحليل شامل للمنافسين المحتملين، وتحديد نقاط قوتهم وضعفهم، وتطوير استراتيجية فعالة لمواجهةهم، كما يجب فهم وتحديد الدقيق لطبيعة السوق الذي سيمارس نشاطه والتي يمكن أن تأخذ أحد الأشكال التالية: ● سوق الاحتكار: يتميز هذا السوق بوجود مشروع واحد أو عدد محدود من المشروعات ذات تأثير جوهري على أسعار المنتج، مما يجعل دخول المشروعات الجديدة لهذا السوق أمراً صعباً، كما هو الحال في قطاع المياه؛ ● سوق المنافسة الاحتكارية: يتميز هذا السوق بوجود العديد من المشروعات التي تقدم منتجات أو خدمات ماثلة بأسعار متقاربة، وللنجاح في هذا السوق، يجب تقديم منتج مختلف من حيث الشكل أو السعر أو كليهما، كما هو الحال في صناعة الأدوية؛ ● سوق المنافسة الكاملة: يتميز هذا السوق بوجود عدد كبير من المشروعات الممارسة لنفس النشاط الإنتاجي أو الخدمي مثل سوق المواد الغذائية والملابس، حيث ليس بإمكان أي منها التأثير بشكل جوهري على الأسعار.
	العملاء	يتمثل الهدف الأساسي من دراسة هذا العنصر، الذي يمثل جزءاً لا يتجزأ من البيئة الداخلية للمشروع، في إجراء تقدير مبدئي لحجم الطلب الحالي والمتوقع على المنتج أو الخدمة محل الدراسة، وقياس مدى ولاء المستهلكين لهذا المنتج أو الخدمة، فضلاً عن تقييم إمكانية استحداث سوق للمنتج موضع الدراسة فيما لو كان منتجاً جديداً من خلال إجراء دراسات ميدانية متخصصة.

الفصل الثاني: التحليل المالي ودراسات الجدوى في المؤسسة

	المورد	تتمثل في: - القوى العاملة: تحديد الاحتياجات الدقيقة من الموظفين بمختلف تخصصاتهم (إدارية، فنية، خدمية)، وتحديد مصادر الحصول عليها، وتقييم مدى توفر هذه الكفاءات والتكاليف المرتبطة بتوظيفهم؛ - الخامات ومستلزمات الإنتاج: تقييم إمكانية توفير الكميات اللازمة المطلوبة منها، ومعرفة أسعارها، وتحديد ما إذا كان سيتم الحصول عليها محلياً أو عن طريق الاستيراد؛ - الآلات والمعدات: تحديد الآلات والمعدات المطلوبة بدقة ومواصفاتها الفنية، والتحقق من مدى توفرها في الأسواق المحلية، بالإضافة إلى ذلك، يجب بحث جدوى استخدامها عن طريق الاستئجار التمويلي، ووضع تقديرات مبدئية لتكلفة الشراء الكلية التي تشمل مصاريف النقل والتركيب.
عناصر البيئة العامة	البيئة الفنية (التكنولوجيا)	هي مجموعة الأساليب والعمليات الفنية المتاحة من البسيطة إلى المتقدمة، بالإضافة إلى التاريخ العلمي المتاح والذي ينعكس أساساً في مدى تقدم العلوم الهندسية والتطبيقية، ويكمن الهدف منها في تحديد الامكانيات الفنية لإنتاج المنتج أو المنتجات المرتبطة بالمشروع المقترح، وهل يمتلكها المشروع أم لا؟ وماهي تكلفة الحصول عليها؟ وهل هناك توقعاً محسوباً لاحتمالات تطويرها؟
	البيئة السياسية والقانونية	يُعد الاستقرار السياسي والتشريعي عاملاً حاسماً يؤثر بشكل ملموس على حركة الاستثمار وهذا الوضع ينعكس على مناخ الاستثمار؛ فالبيئة المستقرة تُجذب مناًحاً استثمارياً جذاباً يشجع على جذب الاستثمارات سواء كانت وطنية أم أجنبية، ويرجع ذلك إلى أن الاستقرار يحد من المخاطر المتوقعة ويعزز فرص نجاح المشاريع الاستثمارية، لذا، فإن تحليل الإطار السياسي والقانوني ضروري للتحقق من غياب أي عوائق تنظيمية أو قانونية قد تمنع إطلاق المشروع، بالإضافة إلى فهم القوانين التي تحكم قطاع الاستثمار المعني وتلك التي تؤثر على عملياته كتشريعات العمل، قوانين التحويل الخارجي، تعليمات التصدير، قوانين الضرائب .. الخ.
	البيئة الاقتصادية	والتي تعبر عن طبيعة المناخ الاقتصادي وأوضاعه الحالية والمتوقعة، ويستلزم ذلك فحص الموارد الطبيعية المتوفرة، والتوجهات الاقتصادية للدولة (بما فيها التجارية والمالية والنقدية)، وفعالية الأسواق المالية، ومستوى تطور المؤسسات المصرفية، ويهدف هذا التحليل إلى تكوين تصور شامل عن المناخ الاقتصادي وقياس مدى استقرارها.
	البيئة الاجتماعية	والتي تتمثل في القيم والمعايير السائدة ضمن المجتمع والقوى المؤثرة فيه، وكيف ينعكس ذلك على التوجهات الفكرية والأخلاقية للأفراد، ويكتسب تحليل البيئة الاجتماعية أهمية بالغة للمشروع، فهي تمثل المنبع الأساسي الذي يزوده بمتطلباته، وخصوصاً الموارد البشرية، وفي المقابل، فإنما المستقبل الرئيس لنتاج المشروع، وللحصول على فهم دقيق للبيئة الاجتماعية السائدة، يجب توفر معلومات حول: - درجة تقبل المجتمع لمنتجات المشروع؛ - مدى تعارض منتجات المشروع مع القيم والعادات السائدة في المجتمع؛ - ما هي آفاق التغيرات المتوقعة في البيئة الاجتماعية وآثارها المحتملة على المشروع.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

— جهاد فراس الطيلوني، "دراسات الجدوى الاقتصادية للمشاريع"، دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، عمان، سنة 2010، ص 73-74.

— طلال محمود كداوي، "تقييم القرارات الاستثمارية"، دار اليازوري العلمية للنشر، عمان، الأردن، سنة 2008، ص 36-38.

2. دراسة الجدوى القانونية:

تعد معرفة وتحديد الصلاحيات القانونية للمشروع الاستثماري المقترح عنصراً جوهرياً ضمن الدراسة القانونية الشاملة له، فالغاية منه التأكد من عدم وجود قوانين وتعليمات تمنع قبول المشروع، ولهذا لا بد من معرفة القوانين التي سيعمل بموجبها المشروع، وكذلك الاجراءات المطلوبة لقيام المشروع، وهذا من أجل انتقاء الصيغة أو الشكل القانونية الأكثر توافقاً مع طبيعة وحجم المشروع المقترح (ساحل، 2019، الصفحات 42-43)،

ومن هنا يتعين على فريق دراسة الجدوى أن يمتلك فهماً عميقاً للخيارات القانونية (الأنواع المختلفة للأشكال والصيغ القانونية) المتاحة للمشروعات، ومدرراً للإيجابيات والسلبيات المرتبطة بكل خيار منها (أندراوس، 2006، صفحة 134)، والوقوف على كافة القوانين والتعليمات ذات العلاقة بإقامة وتأسيس المشروع والقيام بمهامه الانتاجية، ونوع الحوافز المتوفرة للاستثمار.

– محددات اختيار الشكل القانوني للمشروع:

عند اختيار الشكل القانوني للمشروع يجب مراعاة العديد من العوامل والمحددات عديدة لعل أهمها ما يلي (أندراوس، 2006، الصفحات 141-145):

• نوع وطبيعة نشاط المشروع المقترح:

يُعد نوع وطبيعة النشاط الاقتصادي للمشروع عاملاً محورياً قد يوجه أو حتى يفرض اختيار شكل قانوني محدد، يمكن أن ينشأ هذا الإلزام من مصدرين رئيسيين:

○ **النصوص القانونية الملزمة:** في بعض الحالات، قد تشترط القوانين واللوائح المنظمة لقطاع معين أو نشاط بذاته شكلاً قانونياً محدداً لممارسة هذا النشاط، وفي حال وجود مثل هذا النص القانوني الصريح لا يكون أمام المستثمر أي خيار سوى الالتزام به، ويصبح البحث عن أشكال أخرى غير ذي جدوى؛

○ **طبيعة ومتطلبات النشاط:** حتى في غياب نص قانوني مباشر، فإن طبيعة النشاط بحد ذاتها قد تجعل شكلاً قانونياً معيناً هو الخيار الأكثر واقعية أو الأنسب عملياً، يتضح هذا بشكل خاص في المشروعات التي تتطلب استثمارات رأسمالية ضخمة جداً (المشروعات كثيفة رأس المال)، والتي تحتاج أيضاً إلى فترات زمنية طويلة نسبياً قبل البدء في تحقيق إيرادات كافية لاسترداد التكاليف الاستثمارية الأولية، ومن الأمثلة على ذلك: الصناعات الثقيلة كالحديد والصلب، قطاعات الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات المتقدمة، مشاريع البنية التحتية الكبرى (كمحطات الطاقة أو شبكات النقل)، فمثل هذه المشروعات تحتاج إلى آليات فعالة لتجميع موارد مالية هائلة تفوق قدرة المستثمر الفرد أو عدد محدود من الشركاء، في هذه الحالات، غالباً ما تكون الشركة المساهمة هي الصيغة القانونية المفضلة، بل وربما الوحيدة القادرة على تلبية هذه الاحتياجات التمويلية الضخمة من خلال طرح الأسهم للاكتتاب العام أو الخاص، وتوزيع المخاطر على قاعدة واسعة من المساهمين؛

لذلك، فإن التحليل الدقيق لطبيعة النشاط ومتطلباته، إلى جانب مراجعة الإطار القانوني المنظم له، يمثل خطوة أساسية لتحديد الشكل القانوني الأمثل للمشروع المقترح؛

• حجم النشاط:

تتباين احتياجات المشروعات المالية حسب حجم النشاط المقترح، وبداية كلما زاد حجم أنشطة المشروع وتعددت زادت الحاجة إلى المزيد من الموارد التمويلية اللازمة لتنفيذ المشروع. وكما سلف الذكر تتميز شركات المساهمة بارتفاع قدرتها على حشد وتعبئة الموارد المالية مقارنة بالأشكال القانونية الأخرى، وتأسيساً على ذلك يمكن القول بأنها الأكثر ملائمة للمشروعات كبيرة الحجم ومتعددة الأنشطة. فيما يمكن أن يتخذ المشروع شكل شركة توصية أو شركة تضامن إذا كان متوسط الحجم وغير متعدد الأنشطة حيث يحتاج في هذه الحالة إلى موارد مالية أقل؛

• أحكام القوانين المتعلقة بنشاطات المشروعات:

يجب على فريق دراسة الجدوى دراسة وتحليل القوانين المتعلقة بتنظيم أعمال المشروعات وتحديد الأشكال القانونية المناسبة وحقوق وواجبات الملاك في المشروع، كما يلزم هذا الفريق على الموازنة بين اختيار شكل قانوني معين وبين الاشتراطات والواجبات التي تفرضها عليه هذه القوانين، وطالما أنه لا يوجد ثمة الزام قانوني باختيار شكل معين للمشروع المقترح، فإن المنطق يقتضي مع افتراض بقاء العوامل الأخرى على حالها، أن يختار الفريق الشكل القانوني الذي يضمن الحد الأدنى من القيود والالتزامات مقابل تحقيق أقصى قدر ممكن من المزايا؛ تستخدم العديد من الدول تشريعاتها الضريبية كأداة للتأثير على اختيار الشكل القانوني للمشروعات المقترحة، وذلك عبر منح مزايا ضريبية محددة لأشكال قانونية بعينها، فنجد مثلاً أن بعض هذه التشريعات قد تهدف إلى تشجيع تكوين كيانات اقتصادية أكبر حجماً وأكثر قدرة على المنافسة في السوق، وذلك من خلال تخفيض اندماج المشروعات الصغيرة أو دمج مشروعات قائمة لتشكيل كتلت أكبر. ويتحقق هذا التشجيع باستخدام حوافز ضريبية متنوعة، قد تشمل إعفاءات جزئية أو كاملة على الأرباح لفترات معينة، أو تسهيلات ضريبية أخرى؛

• مدى مساهمة الحكومة في رأس المال:

تلجأ الحكومة أو إحدى هيئاتها أحياناً للمشاركة في رأس مال المشروعات، مما يؤدي إلى إنشاء مشروع مشترك يجمع بين القطاعين العام والخاص، وتتم هذه الشراكة من خلال عقود قانونية واضحة تحدد الإطار القانوني للمشروع، وغالباً ما يتخذ هذا النوع من المشروعات شكل الشركة المساهمة كونه الأكثر ملاءمة للشراكة بين الجهات الحكومية والقطاع الخاص؛

• حجم المخاطرة التي ينطوي عليها المشروع:

ترتبط المخاطرة في أي مشروع باحتمالية تحقيق خسائر، وهي مرتبطة بشكل مباشر بتقلبات التدفقات النقدية لهذا المشروع، فكلما ارتفعت درجة المخاطر المحتملة كان من الأفضل توزيعها على قاعدة أوسع من المستثمرين،

لذلك، تعتبر الشركة المساهمة الصيغة القانونية الأمثل للمشروع المزمع تنفيذه زمع بقاء باقي العوامل الأخرى على حالها، وفي المقابل، عندما تكون درجة المخاطر التي يتوقع أن يتعرض لها المشروع منخفضة، يمكن اللجوء إلى أشكال قانونية بديلة مثل شركات الأشخاص أو شركات التوصية، والتي توفر مرونة أكبر في الهيكل التنظيمي والإداري؛

ومن ناحية أخرى تتناسب درجة المخاطر طردياً مع العمر المتوقع للمشروع، فكلما طال أمد المشروع، زادت احتمالات التعرض لمخاطر مختلفة. وبناءً على هذا المبدأ ومع بقاء العوامل الأخرى على حالها، يُفضل اختيار الشركة المساهمة كشكل قانوني للمشاريع طويلة الأجل، بينما تكون شركات الأشخاص أو التوصية أكثر ملاءمة للمشاريع قصيرة المدة؛

• رغبة صاحب المشروع في إدارته:

مع افتراض ثبات العوامل الأخرى، حينما يرغب صاحب أو أصحاب المشروع في الاضطلاع (تولي مسؤولية) بعملية إدارة المشروع فقد يكون من المناسب اختيار الشكل القانوني للمشروع، أي تتجه خيارات صاحب المشروع عادة نحو شركة أشخاص أو التوصية أو ذات المسؤولية المحدودة، في المقابل، إذا لم تكن لديهم الرغبة في الإدارة أو لا يملكون الوقت الكافي لها، فإن الشركة المساهمة غالباً ما تصبح البديل المفضل، لا سيما إذا كان المشروع يتطلب استثمارات ضخمة وتمويلاً كبيراً، مما يستدعي غالباً فصلاً بين الملكية والإدارة.

وفي ضوء التحليل القانوني المقدم، تجدر الإشارة إلى أن النتيجة تعتبر إيجابية لصالح المشروع إذا كشفت الدراسة عن بيئة قانونية وتنظيمية مستقرة ومشجعة، ويشمل ذلك:

— مجموعة من التشريعات الواضحة والبسيطة الخالية من أي غموض أو تعقيدات مقرونة بوجود آلية فاعلة لفصل المنازعات وتنفيذ الأحكام؛

— مجموعة من حوافز الاستثمار التي تعمل على تخفيض تكاليف الاستثمار؛

— نظام ضريبي بسيط وواضح تنخفض فيه الأعباء الضريبية إلى أدنى حد ممكن؛

— برنامج لضمانات الاستثمار يحظر أساليب المصادرة والتأميم والاستيلاء وفرض الحراسة ونزع الملكية ويؤمن حقوق المستثمرين؛

— شكل قانوني مناسب للمشروع ويراعي الاعتبارات والمحددات التي سلف ذكرها.

3. دراسة الجدوى التنظيمية والإدارية:

حتى يكون المشروع سليماً من الناحية التنظيمية والإدارية يجب أن تتوفر فيه النقاط التالية (كافي م.، تقنيات دراسة الجدوى الاقتصادية للمشاريع السياحية والفندقية ومشروعات ال BOT، 2009، صفحة 21):

- إذا كان الهيكل التنظيمي مصمماً بشكل سليم؛
 - إذا كانت هيئة الإدارة طموحة قادرة ذات أخلاقيات عالية ومتكاملة الخبرات؛
 - إذا كانت أعداد الموظفين التنفيذيين معروفة وبرامج الاختيار والتدريب ملائمة؛
 - إذا كانت طريقة الإدارة سليمة لضمان حجم التمويل طوال فترة المشروع.
- إن جانب دراسة الجدوى التنظيمية والإدارية لا يقل أهمية عن باقي الجوانب الأخرى للدراسة، إذ أن عبئ قيادة وإدارة وتنفيذ المشروع ومتابعته يقع على عاتق إدارة المشروع، فلا قيمة لجدوى المشروع اقتصادياً وفنياً ومالياً إذا لم يتوافر له فريق ماهر من الإداريين، حيث كلما زاد حجم المشروع وتعدد عملياته الفنية وتعدد وحداته وبساطة أو تشابك هيكله الإداري والتنظيمي وارتفاع تكاليف الاستثمار كلما ازدادت أهمية الجانب الإداري فيه؛

وتولي مؤسسات التمويل اهتماماً بالغاً لهذا الجانب حيث تطلب عادة تقديم بيانات تفصيلية حول الكفاءات الإدارية والفنية الأساسية للمشروع وأعضاء مجلس الإدارة، وتشمل هذه البيانات: المؤهلات العلمية، الخبرات العملية السابقة، التدرج الوظيفي السابق مدى تفرغهم من عدمه، وما إذا كانوا مساهمين بالمشروع أم يعملون به كعناصر إدارية وفنية متخصصة، ويهدف ذلك إلى التحقق من توافر ما يعرف بالجدارة أو الأهلية الإدارية **MANAGERIAL COMPETENCE** والتي تعد ضرورية لقيادة المشروع بكفاءة وفعالية؛

ويتصل بذلك أيضاً تصميم الهيكل التنظيمي الملائم للمشروع وتحديد شبكة الاتصال بداخله وآليات تفويض السلطات ومستويات اتخاذ القرار، طبيعة العمالة المطلوبة، مؤهلاتها، خبراتها، تخصصاتها، أعدادها، هيكل الأجور، نظم الحوافز، نظم الاختيار والتعيين وبرامج التدريب وغير ذلك، بالإضافة إلى تحديد مصادر الحصول على العمالة وأماكن تواجدها ومدى قربها لموقع المشروع (غنيم، 2002، صفحة 88).

تكتسب جميع هذه الجوانب أهمية كبيرة نظراً لتأثيرها البالغ على تسيير مجريات العمل بالمشروع وسلامة اتخاذ القرارات به، وبالتالي على مجمل مراحل صنع القرار ومستوى جودة القرار النهائية.

ومن ثم يتم الانتقال إلى المرحلة التالية من دراسات الجدوى التفصيلية، وهي الدراسة التسويقية، والتي نظراً لأهميتها وحجمها خصصنا لها مطلباً مستقلاً، بينما دمجنا الدراسة التنظيمية ضمن الدراسة البيئية والقانونية.

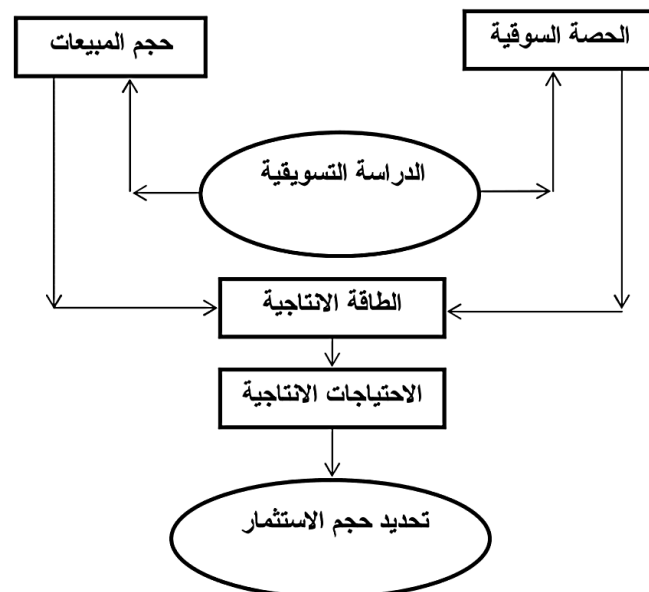
المطلب الثالث: دراسة الجدوى التسويقية وتقدير الطلب

تعد دراسة الجدوى التسويقية بمثابة مجموعة من التحليلات والتقديرات والأساليب والأسس التي تهدف لتحديد مدى وجود طلب فعلي على منتجات المشروع على طوال فترة تشغيله المتوقعة، كما أنها تسعى إلى

تقدير الإيرادات المتوقعة في ضوء الظروف المختلفة للسوق من حيث درجة المنافسة وما إذا كانت أسواقاً محلية أو أسواقاً خارجية يتم التصدير إليها (شقيري و أسامة عزمي، 2009، صفحة 59)؛
تشكل الدراسة التسويقية أهم جزء في دراسة الجدوى التفصيلية، إذ تستهلك عادة 50 % من الوقت، و50% من التكاليف المخصصة للدراسة، ويمكن توضيح أهمية الدراسة التسويقية من خلال عرض النقاط التالية (ساحل، 2019، الصفحات 45-46):

- التعرف على إمكانية تسويق السلعة أو الخدمة المزمع إنتاجها وتقديمها إلى السوق؛
- التعرف على خصائص السلعة أو الخدمة المزمع إنتاجها من حيث المواصفات والجودة والشكل والتي يرغبها المستهلك؛
- توصيف سوق أو أسواق منتجات المشروع الذي تدرس جدواه وما يرتبط بذلك من توصيف للمستهلك وتشريح لأبعاد السوق وإرساء لسياسته؛
- تقدير الطلب على المنتج ومن ثم التنبؤ بحجم الطلب في المستقبل؛
- إمكانية تقدير حجم العرض الحالي والتنبؤ بالعرض في المستقبل؛
- الوقوف على إجمالي الإيرادات المتوقعة والتي إذا ما قورنت بالتكاليف في الدراسة المالية يمكن تحديد ربحية المشروع؛
- تعتبر الدراسة التسويقية الأساس أو الجوهر لإعداد الدراسة الفنية وبالتالي يمكن تحديد الطاقة المطلوبة لإنتاج الكميات المتوقعة بيعها والتي بدورها تساهم في تحديد مساحة الأرض والمباني والتجهيزات ومستلزمات الإنتاج وغيرها من مدخلات الدراسة المالية والهندسية.

الشكل البياني رقم (II -8): أهمية الدراسة التسويقية.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

— محمد إبراهيم عبد الرحيم، "دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم أصول المشروعات"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، سنة 2007، ص 11.

تحتل الجوانب التسويقية بأهمية بالغة، إذ تُعتبر نقطة الانطلاق الفعلية لدراسة فرص الاستثمار واتخاذ القرارات النهائية المتعلقة بها، ويستند ذلك إلى فهم دقيق لاحتياجات المستهلكين وحجم العرض والطلب والفجوة بينهم، وهو ما يرتبط بحجم الطاقة الانتاجية المتوقعة للمشروع وبرامج الانتاج التي سيتم تخطيطها (غنيم، 2002، صفحة 27)، وتتعدد جوانب هذا الموضوع ويمتد ليشمل نواحي عديدة منها:

— دراسة المستهلك:

وهي عبارة عن دراسة سيكولوجية اقتصادية اجتماعية شاملة للمستهلكين الحاليين والمرتقبين، وتشمل كل من (سلوكه، أذواقه، رغباته، دوافعه، أنواعه، موقعه، احتياجاته، القوة الشرائية المتاحة لديه، نمطه الانفاقي، ميله الحدي للادخار، بالإضافة الى التركيب العمري للسكان ومتوسط حجم الأسرة (غنيم، 2002، صفحة 27)؛

— دراسة السوق:

ننظر إلى سوق على أنه مجموعة من المستهلكين الحاليين والمستهلكين المرتقبين، حيث يستوجب على دراسة السوق أن توفر معلومات أساسية للمنتجات المزمع إنتاجها، فيما يتعلق بمواصفاتها وخصائصها الفنية التي يُفترض أن يتمتع بها المنتج في بداية إنتاجه بالإضافة إلى بيانات وافية عن أسواقها (أندراوس، 2006، صفحة 162)، ويقتضي ذلك دراسة العناصر التالية (يعقوب ع.، 2007، الصفحات 24-25):

• نظام السوق ومؤسساته: الأسعار والطلب، قنوات التسويق، الخدمات التسويقية المختلفة، درجة المنافسة في السوق؛

- شكل سوق منتج المشروع: هل هو سوق احتكار كامل أو سوق احتكار قلة، أو احتكار تنافس، أو سوق منافسة كاملة؟
- نوع السوق: هل هو سوق ناتج المشروع وسوق استهلاكي أو سوق منتجات وسيطة أو سوق لسلع رأسمالية؟ لأن تحديد نوع يشكل أساساً للقطاع الذي سيعمل فيه المشروع المقترح وتحديد نوع المنتج أو الخدمة التي سيقوم بإنتاجها (نشأت خليل، 2007، صفحة 108)؛
- حدود سوق ناتج المشروع المقترح: سوق داخلي (محلي) أو سوق خارجي أم كليهما؟
- صفات وجودة السلع المماثلة والبديلة في السوق؛
- تكاليف إنتاج السلع المماثلة والبديلة في السوق؛
- أسعار السلع المماثلة والبديلة في السوق؛
- بيانات عن المنافسين لمنتجات المشروع في السوق وعددهم ومراكزهم التنافسية والخصائص المميزة لكل منهم؛
- تحديد الشريحة التسويقية وتحليل أنماط الاستهلاك وتوجهات المستهلكين، وكذا التعرف على وجهات نظر المستهلكين نحو السلعة أو الخدمة التي سيقدمها المشروع والأشكال والأحجام المناسبة من السلعة، ويمكن الحصول على هذه المعلومات بالمقابلة الشخصية لعينة المستهلكين؛
- بيانات عن مستهلكي السلعة أو الخدمة التي سينتجها المشروع، أي الفئات الرئيسية المستهلكة لنتائج المشروع (الجنس/ العدد/ متوسط الدخل)؛
- تحديد نقطة البيع الأولى لمنتجات المشروع؛
- وأيضاً (سراج، 2017، صفحة 33):
- تحليل قائمة الموردين لمدخلات الإنتاج المطلوبة؛
- تحليل مهارات العمالة المتاحة في السوق، والتي يخطط للاعتماد عليها في الإنتاج؛
- بالإضافة إلى (أندراوس، 2006، صفحة 162):
- تحديد قطاعات السوق وفقاً للآتي:
- الاستخدام النهائي (مستهلكين)؛
- مجموعات المستهلكين (تصنيفهم مثلاً وفقاً لمستويات الدخل)؛
- أقسام جغرافية (أسواق إقليمية، أسواق قومية أو وطنية، أسواق تصديرية)؛
- تقديرات الطلب المتوقع في السوق الكلية وقطاعاته خلال فترة معينة يفضل أن تغطي العشرة أعوام الأولى من العمر المتوقع للمشروع المزمع تنفيذه؛

- درجة اختراق السوق Market Penetration Ratio التي يتوقع أن يحققها المشروع خلال الفترة المحددة في إطار المنافسة الدولية والمنافسة المحلية المتنامية والتغيرات في سلوك واستجابات المستهلكين؛
- هيكل التسعير الذي سيتم على أساسه تقدير نمو ودرجة اختراق السوق؛
- الخطوط العريضة لسياسة ترويج المبيعات وأنواع خدمات ما بعد البيع المزمع تقديمها للمستهلكين والعملاء، ومواصفات التعبئة، وتنظيم عملية البيع، والتي تشكل جميعاً جزءاً من استراتيجية التسويق المتوقعة التي تمثل جزءاً من الدراسة التسويقية.

من تحليل هذه البيانات والمعلومات يمكن توصيف سوق السلعة التي سينتجها المشروع المقترح وتقدير كل من الحصة السوقية المتوقعة للمشروع، الطلب القائم بالسوق وكذا العرض المتاح، كما يتضمن التحليل أيضاً تحديد أنسب للأساليب واستراتيجيات اختراق السوق وغزوه لتقديم المنتجات الجديدة (غنيم، 2002، صفحة 27).

– دراسة الطلب الحالي للمنتج:

يعد تحديد الطلب الفعال الجاري Current Effective Demand للمنتج بمثابة الركيزة الأساسية لتحليل السوق والطلب لأغراض دراسة الجدوى التسويقية للمشروع المقترح تنفيذه، ويستند تقدير الطلب الجاري إلى الاستهلاك الفعلي الحالي للمنتج، ونظراً لصعوبة الحصول على البيانات الفعلية لاستهلاك الكثير من المنتجات يتم استخدام ما يسمى بالاستهلاك الظاهري Apparent Consumption للمنتج في عملية التقدير (أندراوس، 2006، صفحة 163)؛

ويمكن استخراجها من خلال المعادلة التالية:

$$\text{الاستهلاك الظاهري} = \text{ك} + (\text{و} - \text{ص}) + (\text{م} - \text{م}^2)$$

حيث: ك: حجم الإنتاج من المنتج خلال فترة معينة؛

و: حجم الواردات من المنتج خلال نفس الفترة؛

ص: حجم الصادرات من المنتج خلال نفس الفترة؛

م: مخزون أول المدة الحالية (أو مخزون آخر الفترة السابقة) من المنتج؛

م²: مخزون آخر المدة الحالية من المنتج؛

ويستند تقدير الاستهلاك الظاهري إما على أساس استهلاك السنة السابقة أو إلى متوسط استهلاك عدد من السنوات السابقة للدراسة (أندراوس، 2006، صفحة 164)؛

بناءً على ما تقدم يعد تقدير الطلب بمثابة حجر الزاوية التي تستند إليه عملية تحديد الطاقة الإنتاجية وحجم المشروع وكذا تقدير الإيرادات المتوقعة، وتتوقف درجة الدقة في التقدير أو في التنبؤ بالطلب على مدى توافر

المعلومات والبيانات الضرورية اللازمة للتقدير (ساحل، 2019، صفحة 49)، وفي هذا السياق، يُعتبر تقدير الطلب أساساً لجميع التقديرات والذي يُبنى عليه تحديد مدى الحاجة إلى التوسع في المشروعات القائمة، أو اتخاذ قرار بإقامة مشروعات جديدة، بما في ذلك اختيار مواقعها وتحديد التوقيت الزمني الأمثل لإنشائها، بالإضافة إلى ذلك، يلعب تقدير الطلب دوراً أساسياً في توجيه الاستثمارات نحو مشروعات معينة دون غيرها (رفعت خليل، 2017، صفحة 143)، ومن أهم الأساليب أو الطرق المستخدمة في التقدير أو التنبؤ بالطلب (ساحل، 2019، الصفحات 49-52):

- **النماذج البسيطة التي تعتمد على الخبرة والتقدير الشخصي:** وهي شائعة الاستخدام نظراً لبساطتها، فهي تعتمد أساساً على خبرة الأشخاص القائمين على إعدادها، ويشترط فيها مراعاة الظروف الاقتصادية والاجتماعية في المجتمع قيد الدراسة لضمان نجاحها، ومن أمثلة ذلك: طريقة حصر العوامل، المقارنة التاريخية، التنبؤ بالصناعة، التحليل العام للسوق، تحليل مستخدمي المنتج؛
 - **طرق الاستقصاء:** تميزها بدقة أكبر مقارنة بالنماذج البسيطة، واعتمادها على استقصاء آراء قطاع أوسع من الأفراد والاعتماد على آرائهم؛
 - **النماذج الرياضية (الكمية):** اعتبارها من أدق النماذج في عمليات التنبؤ، خاصة بعد التحقق من البيانات واختبارها، ومن أهم هذه النماذج:
 - **تحليل السلاسل الزمنية:** وتستخدم لدراسة التغيرات المحققة لظاهرة معينة خلال فترة زمنية معينة؛
 - **أسلوب تحليل الارتباط والانحدار:** تتأثر ظاهرة طلب السلع بمجموعة من المتغيرات المستقلة تعرف بمحددات الطلب، فيما تُعرف درجة استجابة الطلب للتغير النسبي في هذه المحددات بمفهوم المرونة، وبناءً عليه، يُستخدم هذا الأسلوب لتقدير قوة واتجاه العلاقة بين الطلب على سلعة معينة ومحدداته، والتي قد تكون قوية أو ضعيفة، وتشمل هذه المحددات بشكل رئيسي: أسعار السلع المعنية، أسعار السلع ذات الصلة (منافسة، بديلة، مكمل)، مستويات الدخل، الأذواق، وعدد المستهلكين... إلخ، ومن أمثلة هذه النماذج: نموذج الانحدار الخطي البسيط والانحدار غير الخطي؛
 - **النماذج الاقتصادية:** وفيما يتعلق بهذه النماذج يمكن التمييز بين نوعين رئيسيين: متوسط استهلاك الفرد من السلعة، المرونة (تشمل كل من مرونة الطلب السعرية ومرونة الطلب الداخلية).
- تقدير العرض الكلي وتحديد الفجوة التسويقية:

إن تحليل الطلب يتطلب منهجية متعمقة نظراً لكونه يخضع لقوى العرض والطلب، أما تقدير العرض يتم بعملية سهلة تستند إلى معطيات أكثر واقعية، حيث تعكس دراسة العرض الكميات الفعلية المعروضة من السلع وتوقعات نموها في المستقبل (علام، 2007/2008، صفحة 185)؛

ويمثل العرض الكلي الكميات الحالية المعروضة من هذا المنتج وأيضاً المتوقعة مستقبلاً سواء كانت محلية أو مستوردة، ويبنى تقدير هذا العرض على بيانات من مصادر ثانوية وأولية، ويتطلب تحديد العرض الحالي والمتوقع الوقوف على بيانات حول الطاقات الحالية للمنتجين الفعليين لنفس المنتج وكذا الطاقة المتوقعة لهذه المشروعات بجانب طاقات المشروعات تحت التنفيذ أو المزمع إنشاؤها (ملوخية، 2006، صفحة 157)، ومن الضروري التمييز بين حالتين عند تقدير العرض الكلي حتى يمكن تحديد الفجوة التسويقية (خليل عطية، 2008، صفحة 35):

— الحالة الأولى: في الحالة التي يتم فيها تقديم منتج جديد كلياً، أي أنه لا يوجد له مثيل أو بديل مباشر في السوق الراهنة، ومع غياب أي منافسة إنتاجية حالية أو متوقعة، فإن الطلب الكلي التقديري على هذا المنتج يتساوى بالضرورة مع حجم الإنتاج المتوقع أو الفجوة التسويقية نفسها، أي أن:

$$\text{الطلب المقدر} = \text{حجم الإنتاج المتوقع} = \text{الفجوة التسويقية}$$

الحالة الثانية: عندما يكون المنتج المقترح له نظائر قائمة في السوق، يصبح تحديد الفجوة التسويقية هو المنطلق الأساسي لتقدير حجم الإنتاج المتوقع. ويتطلب تحديد هذه الفجوة تقديراً شاملاً للعرض الكلي، وذلك من خلال المعادلة التالية:

العرض الكلي = إجمالي الإنتاج الحالي + الواردات + الطاقة التوسعية للمشروعات القائمة في سنة التقدير + الإنتاج المتوقع لمشروعات جاري تنفيذها + الإنتاج المتوقع لمشروعات مزمع إدراجها بالخطة + مخزون الطوارئ إن وجد.

$$\text{الفجوة التسويقية} = \text{الطلب الكلي المتوقع} - \text{العرض الكلي المتوقع}$$

والنتيجة قد تكون بالزيادة أو بالنقصان أي وجود فائض عرض (العرض الكلي المتوقع أكبر من الطلب الكلي المتوقع) أو وجود عجز في العرض الكلي المتوقع مقارنة بالطلب الكلي المتوقع يشير إلى وجود فرصة أو فجوة تسويقية يمكن إشباعها عن طريق مشروع جديد، وبظهور هذه الفرصة يمكن القيام بباقي الدراسات التفصيلية من فنية وهندسية، ومالية.

— إعداد الميزج التسويقي:

يُنظر للتسويق باعتباره عملية تتضمن تخطيط وتنفيذ التصور والتسعير والترويج والتوزيع للأفكار والسلع والخدمات، وهذا بهدف إتمام عملية التبادل التي تحقق أهداف المؤسسات، وهذه الأخيرة تعتمد في نجاحها على إدارة فعالة لمجموعة من المتغيرات، ومن أبرزها متغيرات المزيج التسويقي (سليماني، 2010، صفحة 1)، وتكمن أهمية هذه الأخيرة في كونها تشكل قاعدة لإشباع حاجات ورغبات الزبائن المستهلكين (الشريحة التسويقية)، وبالتالي تحقيق المؤسسة لميزة تنافسية تمكنها من الصمود والمنافسة في السوق من خلال الترويج لسلعة أو خدمة ما عن طريق تصميم خطة تتضمن خطوات محددة (بن قطاف و بن حمودة، 2017، صفحة 13)؛

يأخذ مفهوم المزيج التسويقي Marketing Mix في الاعتبار أربعة أركان أساسية يجب أن تتضمنها أي استراتيجية تسويقية ألا وهي: المنتج PRODUCT، التوزيع أو المكان PLACE، التسعير PRICE، الترويج وطرق الاتصال PROMOTION، وتعرف هذه الأركان التسويقية باسم (4Ps) والتي يجب دائماً أن تكون في حالة توازن لتمكن المؤسسة من تحقيق أهدافها سواء بتعظيم الربحية أو زيادة الحصة السوقية أو زيادة المبيعات... إلخ (عثمان، 2023، صفحة 99)، وكذا يجب أن تتناسب وتتناسق فيما بينها وكذا مع احتياجات وظروف الشريحة التسويقية المستهدفة لاعتبارها المعيار الإستراتيجي لاتخاذ القرار التسويقي من أجل إرضاء القطاعات السوقية المختارة (بن قطاف و بن حمودة، 2017، صفحة 13)، والجدول أسفله يبين تفصيلات مهمة لهذه الأركان:

جدول رقم (II - 4): تفصيلات عناصر المزيج التسويقي.

المنتج Product	- تحليل الخصائص الجوهرية للمنتج أو الخدمة ومواصفاته؛ - تحديد المواد الخام والأجزاء المستخدمة في تصنيعه؛ - تحديد الاستخدامات الأساسية والثانوية المتوقعة للمنتج؛ - تقييم المزايا التنافسية للمنتج مقارنة بالمنتجات المثلثة أو البديلة المتاحة في السوق؛ - البحث والتطوير المستمر لتحسين كفاءة وأداء المنتج في ضوء المستجدات العلمية والتكنولوجية الحديثة؛ - دراسة وتحليل المراحل المختلفة لدورة حياة المنتج وتأثيرها على القرارات التسويقية، نظراً للأهمية البالغة لهذه القرارات وارتباطها بتوقيت إطلاق المنتج في السوق لتعزيز القبول المبدئي وتحفيز الطلب المناسب عليه؛ - استراتيجيات التعامل مع كل مرحلة من مراحل دورة حياة المنتج، بما في ذلك توقيت إطلاق المشروع لمنتجات جديدة أو تطوير المنتجات الحالية؛ - تحليل مدى الحاجة إلى تنويع مزيج المنتجات أو تشكيلتها؛ - تحديد المستوى الأمثل لجودة المنتج بما يتوافق مع توقعات العملاء والقدرة التنافسية.

الفصل الثاني: التحليل المالي ودراسات الجدوى في المؤسسة

التوزيع PLACE	– اختيار شبكة التوزيع؛ – تحديد أنسب لأساليب التوزيع؛ – طول قناة التوزيع؛ – حلقات الوساطة الممكن قبولها؛ – تكلفة التوزيع؛ – تحليل استراتيجيات التوزيع التي يتبعها المنافسون؛ – تحديد الموارد المالية المتاحة للمشروع والميزانية التي يمكن رصدها من موارده لإنشاء شبكة التوزيع الخاصة به.
التسعير PRICE	يعد التسعير قراراً حاسماً في نجاح مسيرة المشروع، لارتباطه المباشر بالإيرادات والتدفقات النقدية (الداخلية والخارجية) للمشروع ومن ثم جدواه المالية والاقتصادية كما أن له دوراً محورياً في تحديد القدرة التنافسية للمشروع واستمراره، ويتأثر بمدى استجابة الطلب للتغيرات السعرية، وتبنى قرارات التسعير النهائية للمنتجات على أسس تحليلية تشمل نظم التكاليف المتبعة وهامش الربح المقبول إدارياً؛ مكونات استراتيجية التسعير الفعالة: – تحديد طرق التسعير المناسبة وما إذا كانت الأسعار ثابتة أو متغيرة، موحدة أم متفاوتة؛ – تقييم مرونة سياسات التسعير وقدرتها على الاستجابة للتغيرات في: أحوال السوق. مواقف المنافسين؛ – تحديد المستوى الإداري المسؤول عن اتخاذ قرارات التسعير؛ – دراسة هيكل التكاليف بشكل عام كخطوة تمهيدية لتحديد الأسعار المثلى لمنتجات المشروع؛ – تحليل هيكل الأسعار المقترح؛ – النظر في أنواع الخصومات وسياسات التسعير المختلفة وقراراتها.
الترويج PROMOTION	– ميزانية الترويج؛ – طرق قياس فاعليته؛ – تصميم الحملة الإعلانية وتحديد عدد مرات تكرارها؛ – اختيار رجال البيع وتدريبهم وتحديد معايير تقييم أدائهم؛ – تحديد أشكال الإعلان ووسائله المناسبة؛ – توقيت بدء الجهود الترويجية؛ – تحديد أفضل قنوات الترويجية وتحليل سياسات المنافسين الترويجية؛ – تحديد النصيب السوقي المستهدف للمشروع. – بناء تصور شامل لبرامج الترويج في مرحلة التخطيط المبني للمشروع، وتوقيتات الإنفاق.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- أحمد غنيم، " دور دراسات الجدوى والتحليل المالي في ترشيد قرارات الاستثمار والائتمان "، المكتبات الكبرى، القاهرة، مصر، سنة 2002، ص30-32.
- إيمان جمال علي محمد بكير، أحمد عادل حماد، دعاء سمير حزة، " دور الجدوى التسويقية في نجاح المشروعات السياحية"، مجلة كلية السياحة والفنادق، المجلد 08، العدد 08، 2018، ص234.
- مروان عثمان، "استراتيجيات التسويق للمبتدئين"، عصير الكتب للترجمة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، ص100-103.

وتجدر الإشارة إلى أنه في السياق المعاصر شهد مفهوم المزيج التسويقي تطوراً، حيث أُضيفت مجموعة من العناصر الجديدة إلى العناصر الأربعة التقليدية (Ps4)، وبذلك، اتسع نطاق المزيج ليشمل مكونات إضافية أساسية مثل التعبئة، التغليف، خلق المكانة، بالإضافة إلى أهمية دور الأشخاص في تقديم الخدمة، وعناصر أخرى ذات صلة (عثمان، 2023، صفحة 99).

– المنافسة:

غالباً ما تُتخذ قرارات الاستثمار في ظل بيئة تنافسية تضم مشروعات قائمة تنتج سلعة أو خدمات مثيلة لتلك التي يهدف المشروع المقترح إنشاؤها، ويعد التقييم والتقدير السليم لطبيعة وحجم هذه المنافسة عاملاً حاسماً في تجنب مشكلات عديدة، وعدم اتخاذ القرار في ظل افتراضات غير دقيقة، ويرتبط هذا الموضوع بدرجة كبيرة بتحديد حجم الحصة السوقية التي يستهدف المشروع الحصول عليها ويتم بناء خطته وقراراته المختلفة في ضوءها (غنيم، 2002، صفحة 32)، وعليه يصبح من الضروري إجراء دراسة شاملة لكل من (دروازي، 2010-2011، صفحة 122):

- تقدير حجم الإنتاج المتوقع من المنتجين المنافسين على مدار العمر الافتراضي، وبالتالي يمكن تحديد حجم فائض الطلب غير المشبع في السوق، ومن ثم تقييم قدرة المشروع المقترح على إشباع هذا الفائض كلياً أو جزئياً؛
- تحديد الإستراتيجية التسويقية للمشروع، فإذا كانت الإستراتيجية المعتمدة تتضمن اختراق سوق السلعة أو الحصول على أكبر حصة منها، فإن ذلك قد يكون عبر الاستحواذ على قدر من حصص المنتجين المنافسين، إضافة إلى فائض الطلب غير المشبع، رغم أن ذلك ليس عملية سهلة، وتتوقف إلى حد كبير على درجة المنافسة في السوق، وردود أفعال المشروعات المنافسة تجاه سياسة الاختراق لحصصهم من قبل المشروع، وكذلك حجم المشروع، ومدى إمكانية الاستفادة من مزايا وفوائد الإشباع الكبير في حالة زيادة الإنتاج؛ إضافة إلى (غنيم، 2002، صفحة 32):

- دراسة ردود أفعال المنافسين المتوقعة، واستراتيجيتهم الحالية في التسعير، الترويج، تشكيلة المنتجات، التوزيع وغير ذلك، وهل سيقدم المشروع بدائل جديدة أم سيقدم نفس المنتجات بمستويات أعلى من الجودة أو بأسعار تنافسيه؛ تحليل نوع المنافسة القائم بالسوق هل هي تامة أم غير تامة هل هناك موقف احتكاري داخل السوق، هل تتم في صورة عادله ونظيفة أم لا وغير ذلك من الاعتبارات؛
 - تحديد القيمة المضافة التي تميز المنتج أو الخدمة عن المنافسين وكيف يمكن أن تقدم قيمة أعلى للعملاء
- Good value for money

- دراسة المنافسين المحتملين وتحليل نقاط القوة والضعف لكل منهم، والتعرف على الفجوات في السوق التي يمكنك الاستفادة منها.

— تحديد حجم المتوقع لمبيعات المشروع:

يصعب اتخاذ قرار استثماري سليم لأي مشروع كان دون دراسة علمية لتنبؤ بالمبيعات المتوقعة (نشأت خليل، 2007، صفحة 125)، حيث تعد هذه الأخيرة نقطة الانطلاق نحو تقرير نشاط المشروع من إنتاج وتسويق وتمويل (غني، 2002، صفحة 34)، فعلى أساس ذلك يتم (يعقوب ع.، 2007، الصفحات 26-27):

- اعداد الميزانية التقديرية للمشروع، وكذا مختلف برامج الإنتاج والمخزون ومستلزمات الإنتاج والعمالة والتمويل، وتحديد حجم المشروع وتحديد حجم الإيرادات المتوقعة؛
- تقدير مندوبي المبيعات الذين يعيشون الميدان وخاصة فيما يتعلق بالسلع التي ينتجها المشروع والمناطق التي يعملون بها ويحسون بجزء المنافسة واستعدادات المستهلكين واتجاهات الطلب على السلع؛
- تقدير الاتجاه العام لحجم مبيعات السلعة في فترة سابقة ثم التنبؤ باتجاه وحجم المبيعات في الفترة المقبلة؛ بالإضافة إلى:

- تحديد الطاقات الإنتاجية اللازمة لتقديم المبيعات المتوقعة، وما يرتبط بذلك من تحديد حجم وطاقة خطوط الإنتاج اللازمة وتقديرات دورة التشغيل ورأس المال العامل اللازم للتشغيل وعدد ساعات العمل اللازمة للإنتاج وغير ذلك من القرارات الهامة في حياة المشروع؛
 - تقدير حجم التدفقات النقدية الداخلة للمشروع من خلال إيرادات المبيعات.
- وسياق تقدير المبيعات المتوقعة للمشروع تستخدم عدة طرق تحليلية تشمل بشكل أساسي: طريقة المسار الزمني لنسبة التشغيل، وطريقة النصيب السوقي وطريقة بيرت.

— تقدير الطلب المتوقع على منتجات المشروع:

يشكل تحديد حجم الطلب المتوقع على سلعة عند نقطة زمنية معينة منطلقاً جوهرياً، بل يتعين أن نتأكد من وجود طلب مستمر على السلعة في المستقبل، ويستند تحديد هذا الطلب إلى عملية التنبؤ بالمبيعات المتوقعة مستقبلاً مُقترنة بدراسة دقيقة لسلوكيات الإنتاج الحالي لهذه السلعة، ومن خلال تقدير الفارق بينهما يمكن تحديد سلوك فجوة الطلب المتوقع مستقبلاً (أحمد الأحمد، 2013، صفحة 09).

— بحوث التسويق:

تُعد بحوث التسويق أداة فعالة لتعزيز رشادة القرارات التسويقية المتنوعة، وذلك من خلال استنادها إلى مناهج البحث العلمي وتوظيف الأساليب الرياضية والإحصائية لتحليل البيانات واستخلاص النتائج، ويتم ذلك بهدف الوصول إلى قرارات أكثر موضوعية ورشادة، وبما يخدم صالح المشروع وأهداف التنمية المجتمعية، لا سيما في سياقات تتسم بشح الموارد وارتفاع تكاليف الحصول عليها، ويتصل بهذا الموضوع تحديد ميزانية بحوث التسويق، والجهة التي يسند إليها تنفيذها، والمجالات التي توظف إليها هذه البحوث (غنيم، 2002، صفحة 33).

المطلب الرابع: الجدوى الفنية والمالية

تعد الجدوى الفنية والمالية من الجوانب الأساسية في دراسة جدوى المشاريع، حيث تسلط الدراسة الفنية الضوء على الإمكانيات التقنية والموارد المطلوبة لضمان تنفيذ المشروع بكفاءة، بينما تركز الدراسة المالية على تحليل التكاليف والعوائد المتوقعة لضمان جدوى الاستثمار واستدامته، ويأتي هذا المطلب ليتناول هذين الجانبين الحيويين بأسلوب متكامل وشامل.

1. دراسة الجدوى الفنية:

تعد دراسة الجدوى الفنية ركيزة جوهرية ضمن الإطار العام لدراسات الجدوى، حيث تهدف إلى تقييم مدى الصلاحية الفنية لتأسيس المشروع الاستثماري، علاوة على ذلك، توفر هذه الدراسة الفنية للقائمين بدراسة الجدوى للمشروع أساساً واضحة ومحددة لتحليل التكاليف الاستثمارية والتشغيلية، فضلاً عن تحديد المخاطر الفنية الجوهرية التي قد تواجه المشروعات، وفي هذا السياق تعرف دراسة الجدوى الفنية للمشروع على أنها: "نسق متكامل من الاختبارات والتقديرات والتصورات المنهجية التي تهدف إلى بحث مدى إمكانية إقامة المشروعات الاستثمارية من منظور فني، وتتضمن إطاراً من الدراسات المتخصصة التي يتم من خلالها التحقق من جدوى وسلامة تنفيذ المشروع المقترح من الناحية الفنية أو عدم صلاحيته " (كافي م.، مسرعات الأعمال في إدارة المشاريع الريادية الصغيرة والناشئة، 2022، صفحة 125)، ويتشكل الإطار التحليلي لمكونات الدراسة الفنية من المفردات الآتية:

— تقدير الحجم الأمثل للمشروع وطاقته الإنتاجية:

وفي هذا المجال، لا بد من الأخذ بعين الاعتبار أن لكل حجم طاقته الإنتاجية المناسبة، وأن هذه الطاقات لها حدود قصوى ودنيا لا يمكن تجاوزها، وكل حجم يقع بين تلك الحدود يعتبر مقبول اقتصادياً، وعليه فإن مسألة تحديد الحجم المناسب تستدعي دراسة وتحليل معمق للوصول إلى اختيار ما يسمى بالحجم الأمثل (العيساوي، 2004، صفحة 50)، ويقصد به هو ذلك الحجم الذي يحقق للمشروع أفضل مستوى للتشغيل اقتصادياً، بما يرشد استخدامه لموارده الموظفة في الانتاج وبما يعظم من ربحيته، وبعبارة أخرى هو ذلك الحجم

الذى يحقق الرشادة في تكاليف الانتاج عند أقل مستوى لها ويحقق اعلى مستوى ممكن من الربحية ، ومن جانب آخر فهو الحجم الأمثل يرتبط بالعلاقة بين مدخلات المشروع ومخرجاته، ويتضح من خلال هذا التعريف أن تحديد الحجم الأمثل يرتبط بمختلف جوانب المشروع المالية والاقتصادية والفنية، والادارية والإنتاجية، كما يتصل بكافة القرارات الحيوية والهامة والتي تؤثر على مستقبله، ومن أمثلة ذلك ما يلي: موقع المشروع، خصائص المنتج النهائي، تشكيلة منتجاته، الحصة السوقية التي يستهدف تحقيقها، الموقف التنافسي في السوق؛ سياسات التوزيع وقنواته وطول هذه القنوات، تكاليف الإنتاج، تكاليف النقل، احتمالات التوسع مستقبلا في اعمال المشروع، الموارد المالية المتاحة لدى المستثمرين، نمط الاستثمار المستخدم (كثيف العمل ، كثيف رأس المال) (غنيم، 2002، صفحة 59)؛

يرتبط كل من مفهوم حجم المشروع وطاقته الإنتاجية ارتباطا وثيقا، إذ يعبر كلاهما عن عدد الوحدات التي يمكن إنتاجها خلال فترة زمنية إنتاجية محددة، والمعبرة عن العمر الافتراضي للمشروع قيد الدراسة، وفي ضوء العلاقة الجوهرية القائمة بين حجم الإنتاج، التكاليف، والأرباح، فإن القرار بشأن جدوى المشروع وصلاحيته يتأثر بدرجة كبيرة بحجم الإنتاج المستهدف الذي يتم تحديده له، ويجدر التنويه إلى أنه كلما تجاوزت الطاقة الإنتاجية الفعلية للمشروع نقطة حجم الإنتاج التعادلي (وهي النقطة التي يتساوى عندها الإيراد الكلي مع التكاليف الكلية) فإن ذلك يعزز من قدرة المشروع على تحقيق أرباح تشغيلية ضمن النطاق الفاصل بين طاقته الإنتاجية ونقطة التعادل، وعلى النقيض من ذلك، عندما تقل الطاقة الإنتاجية المتاحة عن نقطة التعادل الإنتاجية، فإن قدرة المشروع على تحقيق أرباح تكون محدودة، بل وقد يتكبد خسائر، نتيجة عدم كفاية هذه الطاقة لتغطية التكاليف الثابتة والوصول إلى مستويات إنتاج ربحية (كداوي، 2008، صفحة 51)؛

– اختيار موقع المشروع:

يرتبط نجاح وفشل المشروع المقترح بموقعه الملائم، ولاختياره من بين عدة مواقع بديلة لا بد وأن يأخذ في الاعتبار العوامل المحددة للموقع الأمثل، والمتمثلة في تكاليف النقل، مدى القرب أو البعد من السوق، الطاقة، المواد الخام، القوى العاملة، درجة التوطن (تركز الصناعة في المنطقة المراد إقامة المشروع فيها)، التشابك الصناعي (ارتباط المشروع المقترح بالمشاريع القائمة من حيث اعتماده عليها للحصول على المواد الأولية والخامات، أو تزويدها بما ينتجه من سلع نصف مصنعة)، توفر أو عدم توفر البنية التحتية، رأس المال، إضافة إلى العادات والتقاليد والقوانين السائدة (العيساوي، 2004، الصفحات 51-55)؛

– تقدير احتياجات المشروع:

ويمكن حصرها من وجهة النظر الفنية في الآتي (كداوي، 2008، الصفحات 56-58):

● **استثمارات المشروع خلال فترة الإنشاء:** تعبر عن مجمل التكاليف اللازمة لإقامة المشروع وتجهيزه للانطلاق التشغيلي، وتتوزع هذه التكاليف على عدة فئات وهي:

○ **التكاليف الرأسمالية:** وتشمل: تكاليف الموقع (تكلفة الأراضي والأبنية والخدمات)، تكاليف الآلات والمعدات والتي تتضمن ثمن شراءها مضافاً إليه تكاليف النقل والتأمين والضرائب الجمركية وتكاليف التركيب والتجريب، وكذا تكلفة الأثاث والتركيبات والمهمات المكتبية؛

○ **تكاليف التأسيس:** وتشمل: تكاليف تكوين المشروع، تكاليف دراسة الجدوى الابتدائية والتفصيلية، تكاليف براءات الاختراع والعلامات التجارية، تكاليف التوظيف وتدريب العاملين، تكاليف بدء التجارب، احتياطي الطوارئ لمواجهة التغير في التكاليف الرأسمالية، بالإضافة إلى تكاليف استخراج الرخص وتسجيل المشروع، تكاليف الاستشارات القانونية في مرحلة تأسيس المشروع، تكاليف الدعاية والإعلان (يعقوب ع.، 2007، الصفحات 29-30)؛

○ **رأس المال العامل الابتدائي:** وهي تهدف لسد الفجوة النقدية الأولية التي تنشأ لعدم قدرة المشروع في بداياته على تحقيق إيرادات كافية لتغطية مصروفاته، وهذا إما بسبب عدم قدرة المشروع على الشراء بالأجل لعدم ثقة المجهزين به مما يجعله مضطراً إلى الشراء نقداً، أو اضطراره إلى البيع بالأجل لاجتذاب زبائن، ومن الضروري إيلاء مسألة تقدير رأس المال العامل اهتماماً خاصاً لأن هناك العديد من المشاريع كان السبب في فشلها هو نقصان رأس المال العامل في السنوات الأولى من عمر المشروع، وهذا الصدد من المفيد أن يقدر رأس المال العامل بما يؤمن على الأقل مواد أولية لمدة ثلاثة أشهر ورواتب وأجور لشهر واحد ونسبة 5% من قيمة الآلات والمعدات للصيانة؛

● **تكاليف التشغيل السنوية:** وهي التكاليف التي يتحملها المشروع بشكل دوري خلال سنوات تشغيله، وتتمثل في: المستلزمات السلعية (نفقات الإنتاج) من مواد أولية ووقود وقطع غيار ومواد تعبئة وتغليف، الأجور والرواتب والمكافآت والخوافز، الصيانة، الإيجارات، البحوث والتطوير، التأمين، التسويق، الاتصالات، الضرائب؛

● **القوى العاملة:** لضمان كفاءة تشغيل المشروع يتم تحديد العدد المطلوب من العمال بمختلف تخصصاتهم ومستوياتهم (من عمالة عادية وماهرة إلى إداريين، مشرفين، وفنيين في مجالات الصيانة، النقل، الأمن، والخدمات المساندة)، ويتم كذلك تحديد الأجور والتكاليف المقابلة لكل فئة، وتصميم برامج تدريبية تهدف إلى رفع مستوى أدائهم وكفاءتهم للوفاء بمتطلبات التشغيل المخطط لها (يعقوب ع.، 2009، صفحة 29)؛

● **تحديد كميات عوامل الإنتاج المطلوبة:** وتشمل تقدير احتياجات المشروع من المواد الأولية والخامات والطاقة المحركة ومستلزمات الانتاج كمياً ونوعاً وأسعار هذه الاحتياجات مع الأخذ بنظر الاعتبار الفوائد التي تحصل أثناء

العملية الإنتاجية (كدادي، 2008، صفحة 58)، ويركز على: تحديد نوعية المواد الخام المطلوبة ومواصفاتها، إمكانية الحصول عليها ومدى قربها من موقع المشروع، شروط التوريد واستمرار التوريد في المستقبل، تحديد الكميات المطلوبة لدورة التشغيل كاملة، التعرف على أسعار المواد الخام وتقدير تكلفة كل منها وتقدير إجمالي تكاليف المواد الخام والوقود، تقدير الاحتياطي المطلوب تخزينه من الخامات، تكاليف نقل الخامات إلى موقع المشروع، أنواع الطاقة المحركة للمشروع (كهرباء - بنزين - ديزل)، الحجم الكلي للطاقة المطلوبة والأسعار التي يمكن بها الحصول عليها، المياه ومصدرها وأسعارها وتكلفتها (يعقوب ع.، 2009، الصفحات 28-29)؛

– تحديد العمليات الإنتاجية وطريقة الإنتاج والتكنولوجيا المستخدمة (الدراسة الهندسية للمشروع):

وتشمل: الدراسات والاختبارات الأولية، اختيار طريقة الإنتاج، اختيار التجهيزات ومواصفاتها، تصميم الابنية ومواقعها، تصميم المصنع، المشروعات الهندسية التكميلية، كفاءة المشروع، مرونة الطاقة الانتاجية، جدول التوقيت الزمني لإنجاز الاعمال (الوادي، سمحان، و خريس، 2014، صفحة 60)، وحصر الأساليب التكنولوجية المناسبة لنوع الإنتاج الخاص بالمشروع، مع إجراء تقييم في لها من حيث مدى ملاءمتها وسهولة عملية التشغيل والصيانة ودرجة الأمان التشغيلي ومقدار التلوث الناتج عنها (يعقوب ع.، 2009، صفحة 28)؛ بالإضافة إلى (يعقوب ع.، 2009، الصفحات 28-30):

– التخطيط الداخلي للمشروع:

ويعني بتحديد هيكل الأقسام المختلفة للمشروع وتوزيع مواقع المباني والإنشاءات الخاصة لكل منها وذلك ضمن إطار المساحة الكلية للمشروع، وتشمل أيضاً تحديد مساحات وموقع الآلات والمعدات والمخازن وعناصر الإنتاج ومكاتب الإدارة ونظم التخزين سواء للمدخلات أو المنتج وخطط الإنتاج، ويركز هذا التخطيط بشكل أساسي على تسهيل حركة انتقال المواد الخام بسلاسة منذ البدء بالعملية الإنتاجية حتى الوصول للمنتج النهائي؛

– إنشاء المشروع: وهو التصميم الهندسي للمشروع ويتضمن: الشكل النهائي للمشروع، إعداد المواصفات، طرح العطاءات، الجدول الزمني لتنفيذ المشروع بدءاً من إعداده حتى بداية التشغيل وخطة التوسيع؛

2. دراسة الجدوى المالية والتمويلية:

يُعنى بهذه الدراسة قياس ربحية المشروع من المنظور المالي، وذلك بمقارنة إيراداته بالتكاليف المتوقعة له، وباستخدام أدوات قياس تشمل مؤشرات ومعايير متنوعة للربحية المالية، ومن المهم التأكيد على أن نتائج كل من الدراسة السوقية والفنية تشكل الركيزة الأساسية للتقييم المالي، إذ يقوم التحليل المالي بترجمة هذه النتائج إلى تدفقات مالية تمثل الإيرادات والتكاليف المتوقعة (الوادي، سمحان، و خريس، 2014، صفحة 63)؛

تقدم هذه الدراسة في شكل قوائم مالية تحدد احتياجات المشروع من الأموال وكيفية تغطيتها، ويستلزم إعداد هذه القوائم الجمع بين تقديرات البيع وتكاليف الإنتاج والتي تُبنى على أساسها كل من قائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية وقائمة المركز المالي والميزانية العمومية، وتصدر الإشارة إلى أن هذه القوائم المالية لا تتبع شكلاً موحداً بل يتوقف شكلها ومكوناتها على عوامل كثيرة مثل طبيعة المشروع وحجمه وشكله القانوني وغير ذلك من العوامل، ومع ذلك هناك أسس مشتركة تحكم حساب مكوناتها الأساسية، ومن أبرز هذه القوائم: قائمة تكاليف الاستثمار الثابت، قائمة تكاليف التأسيس، جدول متطلبات رأس المال العامل، جدول تكاليف التشغيل، جدول هيكل تمويل المشروع و جدول إيرادات المشروع (عبد الهادي، 2007، الصفحات 189-191)؛

تتمحور الدراسة المالية والتمويلية للمشروع المقترح حول: تحديد مصادر الأموال الخاصة بتمويل المشروع (Sources of Finances) وكيفية الحصول عليها، وتكلفتها (Cost of Capital) وتقدير متوسط تكلفة الأموال، وشروط الحصول عليها من حيث فترة السداد وفترة السماح وسعر الفائدة والعملة التي سيتم بها سداد الأموال المقترضة، وفترة مصادر التمويل (طويلة الأجل أو قصيرة الأجل أو كليهما معاً)، وتشكيلة مصادر الأموال أو هيكل رأس المال Capital Structure، وما يستلزم من ضرورة دراسة فعالية وجدوى الأموال المقترضة وتعظيم منافعها العامة، ونظريات هيكل رأس المال، أو دراسة العلاقة المثلى بين الملكية والمديونية (Equity/Debt)، وما هي السياسات المقترحة الخاصة بأرباح الأسهم (Dividend Policies) وطرق توزيعها على حملة الأسهم والتفضيلات الخاصة باحتجاز أو إعادة استثمار الأرباح، بالإضافة إلى ضرورة تحديد الحجم المتوقع لكميات المنتجات النهائية السنوية القابلة للتسويق، والأسعار المقترحة أو المتوقعة للبيع لتحديد العوائد السنوية والأرباح الممكن تحقيقها، والتي يمكن من خلالها تحديد بعض المعايير الخاصة بالتقييم التجاري للمشروع من حيث: فترة استرداد رأس المال، والمعدل البسيط لعائد الاستثمار، ونقطة التعادل، وتحليل الحساسية، وصافي القيمة الحالية، ومعدل العائد الداخلي للاستثمار وتحليل السيولة النقدية، وتحليل هيكل الاستثمار (حمدي، 2008، صفحة 121)؛

1.2. الفرضيات المعتمدة في دراسة الجدوى المالية والتمويلية:

تعتمد دراسة الجدوى المالية في إعدادها على فرضيات وتقديرات مالية لأداء المشروع المستقبلي، مثل قوائم الدخل والميزانية العمومية والتدفقات النقدية السنوية، ولضمان قدرة المستثمر على تقدير دقة هذه الفرضيات والنتائج المالية للدراسة وجب تحديدها بوضوح، وتتضمن فرضيات دراسة الجدوى المالية التالية (الداود، 2021، الصفحات 12-19):

- **تسعير مدخلات ومخرجات المشروع:** يجب أن تعكس الأسعار المستخدمة في دراسة الجدوى القيم الاقتصادية الفعلية (الحقيقية) لمدخلات ومخرجات المشروع على مدى عمره، وعليه تعتمد الدراسة المالية على الأسعار الحالية (متضمنة نسب التضخم) للمدخلات والمخرجات، مقومة بتكلفة الشراء أو سعر السوق، أيهما أقل؛
- **تقدير تكلفة رأس المال:** تعبر تكلفة رأس المال عن التكلفة الموزونة لمصادر التمويل بالمؤسسة، وتتأثر هذه التكلفة بمستوى المخاطر المالية المرتبطة بالمشروع، فعلى سبيل المثال تعد المشاريع الممولة 100% عبر حقوق الملكية الأقل خطورة مقارنة بتلك التي يتم تمويلها مناصفة بين القروض وحقوق الملكية، وعليه فإن المشاريع ذات المخاطرة المالية والتجارية العالية يترتب عليها ارتفاع في تكلفة التمويل، وذلك لتعويض الممول أو المستثمر عن ارتفاع المخاطرة (مثل احتمال الخسارة وضياع ماله بالمشروع)؛
- **تقدير معدل النمو السنوي:** يتوجب أن تفترض الدراسة المالية نسبة نمو سنوية سواء كانت ثابتة أو متغيرة للمبيعات والمصروفات والأرباح السنوية، والتي تعتمد على ظروف السوق وكفاءة تشغيل المشروع وغيرها، فمثلاً يمكن افتراض نسبة نمو للمبيعات والمصاريف والأرباح السنوية على أساس 3% للسنوات الخمسة الأولى و1% سنوياً للسنوات التالية، ويؤثر معدل النمو السنوي بشكل طردي وكبير في أرباح المشروع وجدواه؛
- **تقدير التدفقات النقدية السنوية المستقبلية:** تشكل التدفقات النقدية السنوية المستقبلية للمشروع الأساس في تقييم الجدوى المالية للمشروع، ويتم تحديد هذه التدفقات الصادرة من التشغيل في تقدير كل من صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي ومدة التغطية والعائد على الاستثمار، وفي سياق تعزيز دقة التحليل المالي قد تعتمد دراسة الجدوى على التدفقات النقدية الحرة (حاصل طرح الانفاق الاستثماري السنوي من التدفقات النقدية التشغيلية السنوية) كبديل للتدفقات النقدية السنوية التشغيلية كونها أكثر دقة وموجهة تماماً لمصادر التمويل الأساسية للمشروع (كقروض وحقوق ملكية)، ويتوجب على دراسة الجدوى تقدير التدفقات النقدية السنوية للخمس سنوات الأولى وكذلك القيمة النهائية للمشروع بنهاية السنة الخامسة كأساس لقياس جدوى المشروع المالية؛
- **تقدير الكلفة الاستثمارية للمشروع:** تتضمن دراسة الجدوى المالية تقدير الكلفة الاستثمارية الابتدائية للمشروع ويمكن التعبير عنها بصافي رأس المال العامل مضاف إليه تكلفة الأصول الثابتة، أو رأس المال المستثمر بالمشروع (حاصل جمع صافي حقوق الملكية أو رأس المال والقروض)؛
- **استدامة المشروع:** تستند دراسة الجدوى المالية إلى فرضية استدامة المشروع وديمومته لسنوات مستقبلية غير محدودة، مما يلزم تطبيق معادلات معينة لتقدير قيمة التدفقات النقدية السنوية المستقبلية وقيمة المشروع المستقبلية وفقاً لهذه الفرضية؛

- **تقدير المصاريف التشغيلية السنوية:** تُمثل هذه المصاريف الأعباء المالية النقدية وغير النقدية الضرورية لتمكين المؤسسة من تنفيذ عملياتها وتحقيق أهدافها، وتشمل دراسة الجدوى المالية تقدير المصاريف التشغيلية (المتغيرة والثابتة) والمصاريف المالية السنوية للمشروع، وذلك لفترة مستقبلية لا تقل عن خمس سنوات؛
 - **تقدير القوائم المالية السنوية:** تتضمن دراسة الجدوى المالية إعداد تقديرات للقوائم المالية السنوية للمشروع وذلك لفترة مستقبلية لا تقل عن خمس سنوات، وتشمل التقارير المالية للمؤسسة كل من قائمة الدخل، والميزانية العمومية، كشف التدفقات النقدية؛
 - **تقدير القيمة المستقبلية للمشروع:** يتبع تقدير القوائم المالية للمشروع تقدير القيمة المستقبلية له في نهاية السنة الخامسة وذلك عبر المعادلة الرياضية: ((التدفق النقدي التشغيلي بالسنة السادسة) مضروب (1 + معدل النمو)) مقسومة على (معدل الخصم - معدل النمو السنوي)؛
بالإضافة إلى (عرفة س.، 2011، صفحة 104):
 - **تقدير القيمة الحالية للنقود:** إن أهم ما يميز دراسات الجدوى المالية هي إيجاد القيمة الحالية للنقود سواء تلك التي سيتم إنفاقها أو التي سيحصل عليها المشروع خلال سنوات تشغيله، فمن المنطقي أن حصول صاحب المشروع على مبلغ ألف دولار بعد 10 سنوات من بدأ التشغيل لا يعادل قيمة ألف دولار أنفقت عند تأسيس المشروع، وتستخدم جداول الخصم الدولية لتحديد القيمة الحالية للنقود والتي يوضح المحور الرأسي فيها قيمة الوحدة من العملة بعد سنة أو سنتين و ... حتى خمسون عاماً، ويوضح المحور الأفقي قيمة الوحدة عند أسعار خصم مختلفة 1% - حتى 50%؛
 - **اختيار سعر الخصم:** ويعبر عنه بتكلفة الفرصة البديلة للنقود مثلاً المعدل الذي يستطيع عنده المشروع اقتراض النقود (سعر الفائدة في حالة الاقتراض)، وفي حالة تكاليف المشروع سيتم تغطية جزء منها من رأس المال المملوك لصاحب المشروع، والجزء الباقي سيتم اقتراضه فإن سعر الخصم يتم حسابه: $\text{سعر الخصم} = \text{رأس المال المملوك} \times \text{معدل العائد المطلوب لصاحب رأس المال} \times \text{رأس المال المقترض} \times \text{الفائدة على القروض} / \text{إجمالي رأس المال}$ ؛
- 2.2. اختبارات الجدوى المالية:**
- من الواجب عند تقييم الجدوى المالية للمشروع الاستثماري والمقارنة بين قرارات ومقترحات الانفاق الاستثماري، اتباع منهجية منظمة تركز على محورين أساسيين وهما:
- **أهم طرق تقييم المشروعات الاستثمارية:**
- قبل استعراض أبرز هذه الطرق من الضروري تحديد أهم المعايير التي ينبغي توافرها في أسلوب التقييم الفعال، وتشمل هذه المعايير ما يلي (غنيم، 2002، صفحة 60):

✓ **المعيار الأول:** أن يكون الأسلوب قادراً على إبراز ربحية المشروع وعائد استثماره بوضوح وبأقصى قدر من الدقة؛

✓ **المعيار الثاني:** قدرت الأسلوب المتبع على أن يعكس كافة المتغيرات والمعلومات ذات الصلة، بما يُمكن من قبول أو اتخاذ قرار الاستثمار من عدمه؛

✓ **المعيار الثالث:** الأخذ في الاعتبار القيمة الزمنية للنقود وتوقيت حدوث التدفقات النقدية وبالنسبة لطرق التقييم الشائعة فنميز بين نوعين (طرق الخصم، الطرق الغير مخصومة) وهذا وفق خصم التدفقات النقدية لمقترح الاستثمار من عدمه، حيث تشمل طرق الخصم كل من صافي القيمة الحالية، دليل الربحية ومعدل العائد الداخلي للاستثمار، أما الطرق الغير مخصومة فتشمل فترة الاسترداد ومعدل العائد المتوسط؛

إن المعيار الرئيسي لتقييم أي استثمار هو تقدير صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية للمشروع طوال دورة حياة المؤسسة، بعد حساب هذه القيمة تتم مقارنتها بالكلفة الاستثمارية الابتدائية للمشروع، ويُعتبر المشروع مربحاً أو مجدداً مالياً إذا أظهرت هذه المقارنة أن المشروع حقق فائضاً مالياً في القيمة الحالية للتدفقات النقدية عن الكلفة الاستثمارية وهنا يوصى بتبنيه (الداود، 2021، صفحة 22)، وفيما يلي مجمل أبرز طرق التقييم المالية المعتمدة في قياس ربحية المشروع (أو ما يسمى بربحية التجارية للمشروع) وتحليلها:

• **طرق التقييم في ظل ظروف التأكد:** فترة الاسترداد، معدل العائد المحاسبي، صافي القيمة الحالية، دليل الربحية (معيار مؤشر الربحية)، معدل العائد الداخلي للاستثمار، وهي أكثر الطرق شيوعاً وتطبيقاً في المؤسسات الاقتصادية عند اتخاذ القرارات الاستثمارية أي تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل، كما يطلق على هذه الطرق مصطلح: "أساليب الموازنة الرأس مالية؛

• **طرق التقييم في ظل ظروف المخاطرة وعدم التأكد:** سعر الخصم المعدل، القيمة النقدية المتوقعة أو تحليل شجرة القرار، تحليل الحساسية، تحليل نقطة التعادل، الانحراف المعياري، وتُستخدم هذه الطرق في الممارسة العملية والتحليل المالي المتقدم، وهي مهمة للتعامل مع الطبيعة غير المؤكدة للمستقبل والمخاطر المرتبطة بالاستثمارات ودعم اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة؛

• **التحليل المالي باستخدام النسب والمؤشرات المالية:** نسب النشاط أو الكفاءة، نسب المديونية، نسب السيولة، نسب الربحية (وسيتم التطرق إليها بتفصيل في المبحث اللاحق)؛

خلاصة الفصل:

- بناءً على التأصيل النظري الذي تضمنه هذا الفصل حول أدوات التحليل المالي ومنهجيات دراسات الجدوى، أفضت الدراسة إلى جملة من الاستنتاجات الجوهرية التي تؤسس للفصول اللاحقة:
- تتأثر مخرجات التحليل المالي بشكل مباشر بطبيعة المحتوى الإعلامي للبيانات المحاسبية. حيث توصلنا إلى أن فعالية أي نموذج تحليلي تظل محدودة بمدى التزام المؤسسة بالشفافية والمعايير المحاسبية، مما يجعل من جودة المعلومات متغيراً مستقلاً حاكماً لنتائج عملية التقييم.
 - ان الاعتماد المنفرد على أدوات التحليل المالي التقليدية يقدم تقييماً تاريخياً للأداء (Ex-post Evaluation)، ولمعالجة هذا القصور تبرز ضرورة تبني أدوات التحليل الحديثة، لا سيما بطاقة الأداء المتوازن التي تتيح تقييماً متعدد الأبعاد (مالي وغير مالي) وتمنح الإدارة قدرة استشرافية تدعم التخطيط الاستراتيجي.
 - تتجاوز دراسة الجدوى كونها إجراءً شكلياً لتكون منهجية علمية استباقية، فهي تمثل عملية محاكاة كاملة للمشروع على الورق قبل تنفيذه على أرض الواقع، تهدف أساساً إلى التحقق من توافر المقومات اللازمة للنجاح، وتحديد ما إذا كانت الفكرة الاستثمارية قابلة للتحويل إلى كيان اقتصادي منتج أم يجب صرف النظر عنها.
 - تتسم مراحل إعداد دراسات الجدوى بالتكامل الهيكلي، إذ تمثل مخرجات كل مرحلة مدخلات إلزامية للمرحلة التي تليها (مخرجات الدراسة التسويقية تحدد حجم الإنتاج في الدراسة الفنية، والأخيرة تحدد حجم الإنفاق في الدراسة المالية)، هذا الترابط يعني أن دقة النتائج النهائية هي محصلة تراكمية لدقة كافة المراحل الجزئية.
 - تكمن القيمة المضافة لدراسات الجدوى في قدرتها على تقليص حالة "عدم التأكد" المحيطة بالاستثمار، فهي تعمل كأداة علمية للمفاضلة بين البدائل وتوجيه الموارد الاقتصادية النادرة نحو المشاريع التي تحقق الكفاءة الإنتاجية والاستدامة المالية، مما ينقل القرار الاستثماري من العشوائية إلى الرشد الاقتصادي.
 - إن العلاقة بين التحليل المالي ودراسة الجدوى هي علاقة تكامل، إذ تمثل مخرجات التحليل المالي الركيزة التي تحدد القدرة التمويلية للمشروع، في حين تشكل أدواته الآلية الكمية المعتمدة داخل دراسة الجدوى لمعالجة البيانات التقديرية، وقياس العوائد والمخاطر المتوقعة للمشروع بشكل دقيق.

الفصل الثالث: دراسة الجدوى
والتحليل المالي كأساس لترشيد اتخاذ
القرارات الاستثمارية والتمويلية

تمهيد:

في ظل محدودية الموارد الاقتصادية المتاحة، يُعد ترشيد اتخاذ القرارات التمويلية والاستثمارية محكاً أساسياً لنجاح المؤسسات وقدرتها التنافسية، فالقرار المرشد هو الذي يوجه الموارد بكفاءة نحو الأهداف الأكثر فعالية، وهو أساس تحقيق القيمة المستدامة وتجاوز تكلفة الفرصة البديلة، لتحقيق هذه الكفاءة التوزيعية المثلى، يقدم هذا الفصل التحليل المالي كأداة لا غنى عنها لقياس الأداء ودراسة الجدوى كإطار شامل لتقييم الفرص، معاً يضمنان اتخاذ قرارات تساهم بفاعلية في نمو المؤسسة واستدامتها.

وفي هذا الإطار، تتجاوز عملية "صناعة القرار المالي" كونها مجرد إجراء إداري روتيني، لتُمثل منهجية استراتيجية تستهدف التوفيق بين الغايات المالية للمؤسسة، فهي تتطلب من الإدارة المالية القدرة على تحقيق الموائمة بين "قرار التمويل" الذي يسعى لتدنية التكلفة وضبط المخاطر المالية، وبين "قرار الاستثمار" الذي يهدف لتعظيم العائد والقيمة السوقية، هذه العملية لا تعتمد على الحدس بل تستلزم استناداً صارماً إلى نظريات علمية ومعايير ومؤشرات كمية، تسمح بالمفاضلة بين البدائل في ظل بيئات تتراوح بين اليقين التام وعدم التأكد، مما يجعل من الرشادة المالية نتاجاً لتفاعل مدروس بين الأدوات التحليلية والمتغيرات المحيطة.

وتأسيساً على ذلك، لا تتم هذه العملية بمعزل عن المرجعية الفكرية، بل تستند إلى تطور نظري عميق يفسر سلوكيات التمويل والاستثمار، فمن النظريات الكلاسيكية التي انطلقت من فرضيات كمال السوق، وصولاً إلى الطروحات الحديثة والمعاصرة التي عاجلت قضايا عدم تماثل المعلومات، تشكلت الأرضية المعرفية التي تضبط آليات المفاضلة، وتوضح كيف يمكن للمؤسسة اختيار مسارها المالي الأمثل وتحديد أدوات التقييم المناسبة لكل ظرف.

واستكمالاً لمنظومة الترشيح، يستعرض هذا الفصل في المبحث الأول النظريات المفسرة للقرارين الماليين، وينتقل في المبحث الثاني لتحديد القيود والمعايير الكمية المتحركة في اتخاذ القرار التمويلي، ثم يتناول المبحث الثالث معايير تقييم الاستثمار والتمييز بين مقتضيات البيئة المؤكدة وبيئة المخاطرة، ليختتم بالمبحث الرابع الذي يعالج أدوات الضبط النهائي المتمثلة في تحليل الرفع (المالي والتشغيلي) ونماذج العائد والمخاطرة، باعتبارها الميزان الحقيقي لسلامة الموقف المالي.

المبحث الأول: النظريات المفسرة للقرار التمويلي والاستثماري

سعت الكثير من النظريات الاقتصادية إلى تفسير الهيكل المالي للمؤسسات، ومدى تأثيره على القيمة السوقية لها، وانشقت هذه النظريات إلى تيارين أساسيين، تيار يؤيد ويقر بوجود هيكل مالي أمثل، يحدث من خلاله تحقيق أدنى مستوى لتكلفة التمويل، مقابل أقصى قيمة للمؤسسة، أما التيار الثاني لا يقر بذلك. بدأت هذه النظريات في الظهور في خمسينيات القرن الماضي، وتصدرتها النظريات التقليدية، ثم جاءت نظرية موديليان وميل (Modigliani & Miller)، التي بدورها شكلت إطاراً مرجعياً تم الاعتماد عليه في معظم النظريات التي جاءت بعدها، وقد شهدت المرحلة التالية ظهور النظريات الحديثة، والتي من بينها نظرية التوفيق بين المصادر التمويلية (Pecking Order Theory)، وفيما يلي نفضل في هذه النظريات باختلاف توجهاتها (حاي، 2023، الصفحات 28-29).

المطلب الأول: النظريات التقليدية

تركز النظريات التقليدية على قرار التمويل، وتبحث في كيفية اختيار هيكل رأس المال الأمثل بناء على معادلة التكلفة والعائد، وقد وضع (David Durant) مَدَاخِلًا تقليدية مثلت النظريات التقليدية منها وما تبعها، مع التركيز بشكل خاص على نظرية (Modigliani & Miller) التي تم طرحها في عامي 1958م و1963م.

1. نظرية المدخل التقليدي:

تقوم هذه النظرية على مجموعة من المرتكزات الأساسية، حيث تتمحور حول أن تكلفة الاقتراض تظل ثابتة نسبياً حتى الوصول إلى عتبة محددة، ثم تعاود الارتفاع التدريجي بعدها، وذلك نتيجة تصاعد المخاطر المالية المرتبطة أساساً بزيادة نسبة المديونية.

وفي السياق ذاته، فإن تكلفة الأموال الخاصة والتي تُمثل العائد المتوقع الذي يطالب به المساهمون، تشهد هي الأخرى ارتفاعاً مقروناً مع ارتفاع مستوى الاقتراض، مما ييصم على وجود علاقة طردية بين تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الاقتراض ومستوى المديونية، كما تُشير هذه النظرية أيضاً إلى أن التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (WACC) تسلك مساراً تنازلياً، وذلك بفضل المزايا الضريبية والتمويلية للديون، وهذا في المراحل الأولى من الاعتماد على الاقتراض، إلا أنه يعاود الارتفاع تدريجياً، ويحدث ذلك بعد تجاوز نقطة معينة تُعرف بـ"النقطة

المثلى للاقتراض" أو "الهيكل المالي الأمثل"، والتي عندها تتحقق أدنى تكلفة ممكنة لرأس المال، كما تستند هذه النظرية إلى مجموعة من الفرضيات، نستعرضها فيما يلي: (حاي، 2023، صفحة 29):

- مخاطر الأعمال تبقى ثابتة.

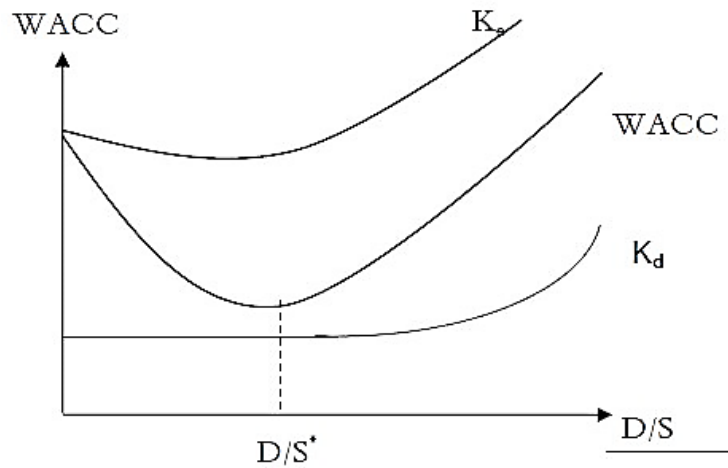
- عدم وجود ضرائب.

- لا وجود لتكاليف على المعاملات.

- توزّع المؤسسة كافة أرباحها.

والشكل الموالي يوضح أكثر مفهوم هذه النظرية:

الشكل البياني رقم (III-1): تكلفة رأس المال ونسبة الاقتراض (الاستدانة) وفق المدخل التقليدي



Source: Javad Afrasiabishani et al, "A Comprehensive Review on Capital Structure Theories ", School of Doctoral Studies European Union Journal, No 04, 2012, p39

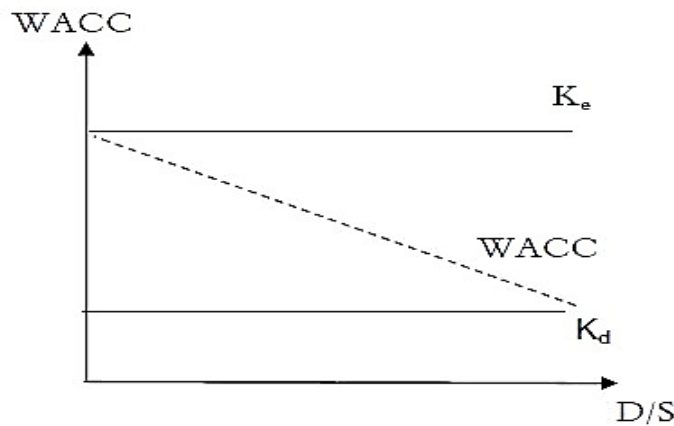
2. نظرية صافي الربح:

في سنة 1958م طرح الاقتصادي "ديفيد دوراند" منظوراً مغايراً لفهم العلاقة بين مصادر التمويل وقيمة المؤسسة، حيث بنى تصوره على ملاحظة جوهرية مفادها أن المقرضين يقبلون بعوائد أقل من المساهمين نظراً لاختلاف درجة المخاطرة بين الطرفين، هذا الفارق في التكلفة يعكس واقعاً هيكلياً في الأسواق المالية، فالدائنون يتمتعون بالأولوية القانونية في استرداد أموالهم عند التصفية، بينما يتحمل المساهمون المخاطر المتبقية، وترتكز هذه النظرية على مجموعة من الفرضيات وهي (Khan, Rehan, Chhapra, & Sohail, 2021, p. 1563):

الفصل الثالث: دراسة الجدوى والتحليل المالي كأساس لترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية

- تعتمد المؤسسات الاقتصادية في تمويل أنشطتها على بديلين رئيسيين هما الاستدانة، والموارد المالية المملوكة لأصحاب المشروع.
 - العبء المالي المرتبط بحقوق الملكية يفوق نظيره الناتج عن الاقتراض.
 - تُخصص كامل العوائد المحققة للتوزيع على المساهمين، دون الاحتفاظ بأي جزء منها ضمن الاحتياطات المتراكمة.
 - تظل الأعباء المالية المترتبة على الاقتراض عند مستوى موحد بصرف النظر عن حجم المديونية التي تتحملها المؤسسة.
 - لا يترتب على استقرار معدل الرافعة المالية المستخدمة أي انعكاسات على إجمالي التعرض للمخاطر التمويلية التي تواجهها المؤسسة.
 - تنعدم الأعباء المرتبطة بالإجراءات التعاقدية والالتزامات الضريبية المفروضة على المؤسسات الاقتصادية.
- من الممكن توضيح فكرة هذه النظرية بيانيا كالتالي:

الشكل البياني رقم (III-2): التوضيح البياني لنظرية صافي الربح.



Source: URL :<https://www.taxmann.com/post/blog/financial-management-financial-capital-structure>.

يوضح الشكل رقم (III-2) المفهوم الذي تؤكدته نظرية صافي الربح، إذ تشير إلى أن زيادة الاعتماد على التمويل بالدين تؤدي إلى انخفاض التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (WACC) وارتفاع قيمة المؤسسة K بناءً عليه، يرى هذا الإطار النظري أن الهيكل المالي الأمثل يتحقق عندما يشكل الدين الجزء الأكبر من مزيج التمويل.

3. نظرية صافي ربح العمليات (الربح التشغيلي):

أسهم David Durand في تقديم صيغة متطورة لنظرية صافي الدخل عُرفت بـ "نظرية صافي دخل العمليات"، حيث احتفظ بالركائز الأساسية للإطار النظري الأصلي مع إدخال مجموعة من المقترحات والمفاهيم المستحدثة، ويرتكز هذا التوجه النظري على أن التقييم السوقي للمؤسسة يتم عبر خصم التدفقات الربحية القابلة للتوزيع، كما يذهب إلى أن الخيارات المتعلقة بتكوين البنية التمويلية تبقى دون أثر على القيمة الاقتصادية للمؤسسة وتتسم بالحيادية التامة (Khan, Rehan, Chhapra, & Sohail, 2021, p. 1564)، بافتراض ثبات تكلفة الاقتراض (معدل الفائدة) بغض النظر عن تغير نسبة الاقتراض، بالإضافة إلى الفرضيات السابقة، تُفترض أيضاً أن التكلفة الإجمالية لرأس المال تبقى مستقرة بغض النظر عن مستوى الاعتماد على الدين، ويرجع ذلك إلى أن تمويل الديون عادة ما يكون أقل تكلفة مقارنة بتمويل الأسهم، إلا أن الارتفاع في نسبة الدين يزيد من مستوى المخاطر، مما يدفع حملة الأسهم إلى طلب زيادة معدل العائد المتوقع، وهو ما يؤدي بدوره إلى رفع تكلفة حقوق الملكية (صديقي، فقيقي، و صبرو، 2017، صفحة 82)، وعليه تبقى درجة الاعتماد على التمويل بالدين دون تأثير ملموس على المتوسط المرجح لتكاليف التمويل أو القيمة الاقتصادية للمؤسسة، وهو ما يعكس رفض هذا الإطار النظري لفكرة وجود تركيبة تمويلية مثلى، وفيما يتعلق بالمقترحات المستحدثة التي أُدرجت ضمن هذا التوجه النظري، يمكن إبراز الجوانب التالية (Khan, Rehan, Chhapra, & Sohail, 2021, p. 1564):

تحسب قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية:

$$V = \frac{EBIT}{WACC}$$

حيث أن:

EBIT: يمثل الأرباح قبل الفوائد والضرائب.

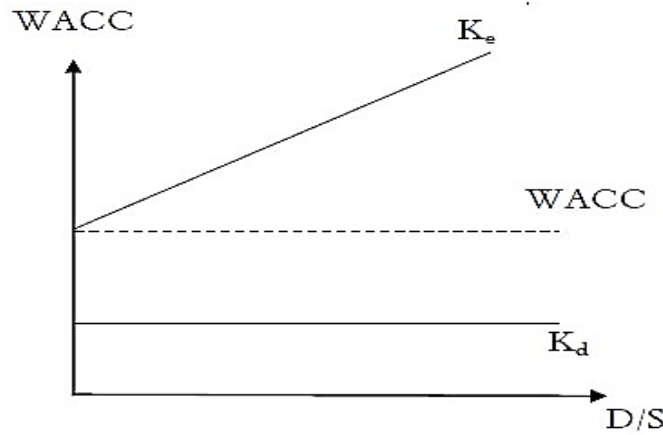
WACC: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (التكلفة الإجمالية للأموال).

الشرح المكمل للمعادلة:

- استقرار الأعباء المالية المترتبة على الاقتراض مع تصاعد تكلفة رأس المال السهمي كلما ازداد التوجه نحو التمويل بالدين.
- يظل المتوسط المرجح لتكاليف التمويل مستقراً بمعزل عن التقلبات في درجة الرافعة المالية أو حجم الالتزامات المقترضة.

ويمكن إبراز هذه النظرية من خلال الشكل البياني الآتي:

الشكل البياني رقم (III-3): التوضيح البياني لنظرية صافي ربح العمليات.



المصدر: - رضوان العمار، دانيا إبراهيم غايا، "نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المنشأة: عرض وتحليل"، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 40، العدد 06، 2018، ص 68.

4. نظرية Miller و Modigliani (1958):

وقد جاءت هذه النظرية على شكل مقترحين أولهما سنة 1958م، والثاني ظهر سنة 1963م (مونة و نجماوي، 2021، صفحة 28):

1.4. الحالة الأولى (Miller و Modigliani (1958): يتجلى هذا المقترح في فرضية "غياب الضرائب"

التي قُدمت عام 1958، والتي تركز على مجموعة من الفرضيات النظرية المثالية، أبرزها افتراض وجود سوق تنافسي تماماً يتمتع المشاركون فيه بمعرفة كاملة وشاملة بكل الظروف والعوامل السوقية (هندي، 2002، صفحة 316)، ويرتكز أيضاً على انعدام الاقتطاعات الضريبية من العوائد المتحققة عبر الأنشطة السوقية، فضلاً عن تماثل التطلعات المستقبلية لدى كافة المتعاملين حول أداء الأوراق المالية، وفي ضوء هذه المعطيات، خلص الباحثان إلى أن اختيارات المؤسسة للمصادر التمويلية تبقى محايدة دون انعكاس على تقييمها السوقي (يوسف، 2006).

تنطلق هذه النظرية من فرضيتي كمال الأسواق المالية وعدم وجود الضرائب، حيث بنيت على قضيتين رئيسيتين تتمثلان في (Modigliani & Miller, 1958, p. 268):

— **القضية الأولى:** نأخذ بعين الاعتبار أي مؤسسة (j) ونجعل $(\bar{X}_j)$ أرباحاً متوقعة لها قبل خصم الفوائد، حيث يشار إلى القيمة السوقية للديون بـ (D_j) وإلى القيمة السوقية لأسهمها العادية بـ (S_j) ، وإلى القيمة السوقية لكافة أوراقها المالية أو ما يعرف بالقيمة السوقية للمؤسسة بالعلاقة التالية: $(V_j = S_j + D_j)$ ، على أن تراعي هذه القضية التوازن التالي:

$$V_j = S_j + D_j = \frac{\bar{X}_j}{\rho_k} \quad (1-1)$$

وهذا لكل مؤسسة (j) في الفئة (k) مع العلم أن:

$$\rho_k = \frac{\bar{X}_j}{\rho_j} \quad (2-1) , \quad \rho_j = \frac{1}{\rho_k} \bar{X}_j \quad (3-1)$$

استناداً إلى فرضية التماثل بين فئات الأوراق المالية في سوق يتميز بالكفاءة والاستقرار، يجب أن تتساوى العوائد المتوقعة لجميع الأسهم التي تنتمي إلى نفس الفئة من حيث مستوى المخاطرة، كما ينبغي أن يعكس سعر السهم تقييماً متناسقاً مع عائده المتوقع، بغض النظر عن الفئة التي يصنف ضمنها، وعامل التناسب هنا هو k والذي يحسب بالعلاقة (jp)، مع العلم أن (kp) هو ثابت في كل المؤسسات (j) المنتمية للفئات (kp).
تُبين المعادلة رقم (1-1) أن التقييم الاقتصادي للمؤسسة يظل بمنأى عن طبيعة بنيتها التمويلية، وهو ما يدحض فرضية وجود تركيبة رأسمالية مثلى، إذ يُحدد هذا التقييم عبر رسملة المردودية المنتظرة باستخدام معدل الخصم الملائم للشريحة التي تنتمي إليها المؤسسة، وعلى هذا الأساس، تتجسد هذه العلاقة كميّاً من خلال المتوسط المرجح لتكاليف التمويل على النحو الآتي:

$$\frac{\bar{X}}{S_J + D_J} = \frac{\bar{X}_j}{V_j} = \rho_k \quad (4-1)$$

حيث تمثل العلاقة: $\frac{\bar{X}_j}{V_j}$ نسبة العائد المتوقع إلى القيمة السوقية لجميع الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسة. ولإثبات صحة هذه الفرضية، استخدم Modigliani و Miller آلية المراجعة كأداة تحليلية، حيث يتمكن المستثمر من إعادة هيكلة محفظته عبر عمليات البيع والشراء للأوراق المالية، بهدف استبدال تدفقات نقدية بتدفقات أخرى ذات خصائص مماثلة ولكن بتكلفة أقل، يؤدي استغلال المستثمرين لهذه الفرص الربحية إلى ضغط الأسعار، مما يقلل من قيمة الأسهم المبالغ في تقييمها ويرتفع بأسعار الأسهم التي كانت أقل من قيمتها الحقيقية، وبالتالي يُعاد التوازن والتكافؤ بين القيم السوقية للشركات المختلفة، وقد دعما هذه الفكرة بمثال توضيحي:

توجد شركتين من نفس الفئة لهما نفس العائد المتوقع (X) الشركة الأولى يتم تمويلها بالأسهم العادية فقط (الأموال الخاصة) والشركة الثانية تعتمد على الأسهم العادية والديون بافتراض أن قيمة الشركة المستدينة (V2) أكبر من قيمة الشركة غير المستدينة (V1) وأن مستثمر يملك ما قيمته (S2) من الأسهم في الشركة الثانية وهو جزء صغير من أسهمها، وبالتالي العائد على هذه المحفظة (Y2) هو جزء بسيط من الدخل المتاح للمساهمين في هذه الشركة، ما يعادل العائد الإجمالي (X2) مطروحا منه الفوائد مستحقة الدفع (rD2) ونظرا لافتراض

التجانس، فإن كلا العائدين المتوقعين للشركتين (X1) و (X2) يصبح رمزها مشتركا (X)، ومن هذا المنطلق تكتب الصيغة الرياضية للعائد على هذه المحفظة كما يلي:

$$Y_2 = \alpha(X - rD_2) \quad (5-1)$$

ثم بعد ذلك يقوم المستثمر ببيع ما قيمته (Sα2) من أسهم الشركة الثانية (ذات القيمة المرتفعة)، والحصول بدلا من ذلك على مبلغ قيمته: $S_1 = \alpha(S_2 + D_2)$ من أسهم الشركة الأولى (ذات القيمة المنخفضة)، من خلال ما حصل عليه وباقتراض مبلغ على حسابه الخاص (حاي، 2023، الصفحات 33-34)، وتكتب الصيغة الرياضية للعائد الجديد على المحفظة كما يلي:

$$Y_1 = \frac{\alpha(S_2 + D_2)}{S_1} X - r\alpha D_2 = \alpha \frac{V_2}{V_1} X - r\alpha D_2 \quad (6-1)$$

وفي المقابل، فإن اتجاه شريحة واسعة من المستثمرين نحو تبني الاستراتيجية ذاتها يترتب عليه تضخم في عرض الأوراق المالية للمؤسسة الثانية، الأمر الذي يفرض ضغوطاً هبوطية على تقييمها السوقي، وفي الوقت نفسه تشهد المؤسسة الأولى تحسناً في قيمتها السوقية بفعل تصاعد الإقبال على أدوات رأس مالها، ويظل هذا التفاوت في التقييمات قائماً بين الكيانين الاقتصاديين إلى حين بلوغ السوق مرحلة التوازن والاستقرار.

— **القضية الثانية:** عندما يختار عدد كبير من المستثمرين في الأسواق المالية اتباع نفس الاستراتيجية الاستثمارية، يؤدي ذلك إلى زيادة في المعروض من أسهم الكيان الثاني، مما يخلق ضغطاً بيعياً يدفع سعر هذه الأسهم إلى الهبوط، بالمقابل يستفيد الكيان الأول من ارتفاع قيمته بسبب تزايد الطلب على حصصه الاستثمارية، وتستمر هذه الفجوة في التقييم بين الكيانين حتى تعمل قوى السوق على تحقيق توازن جديد يعيد الاستقرار للسوق، حيث تصاغ القضية رياضياً كآتي:

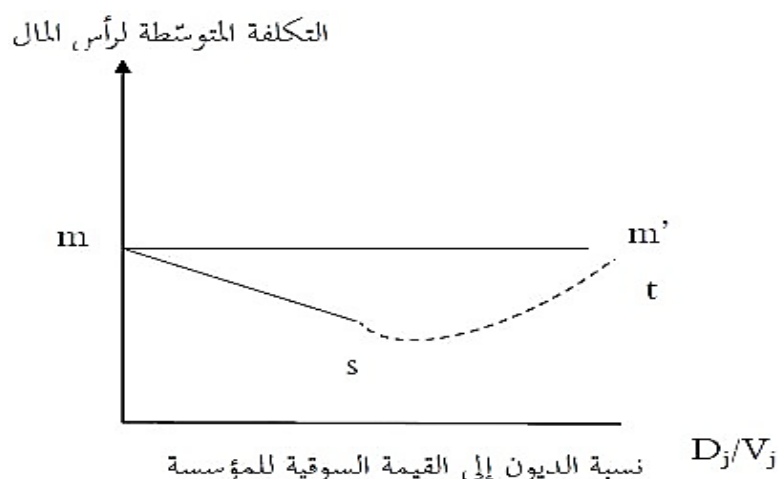
$$i_j = \rho_k + (\rho_k - r) \frac{D_j}{S_j} \quad (7-1)$$

وهذا يعني أن العائد المتوقع من الأسهم يساوي معدل الرسملة المناسب (kp) لتدفق الأموال الخاصة بالإضافة لعلاوة خاصة بالمخاطر المالية والتي تحسب بالعلاقة:

$$\rho_k - r) \frac{D_j}{S_j}$$

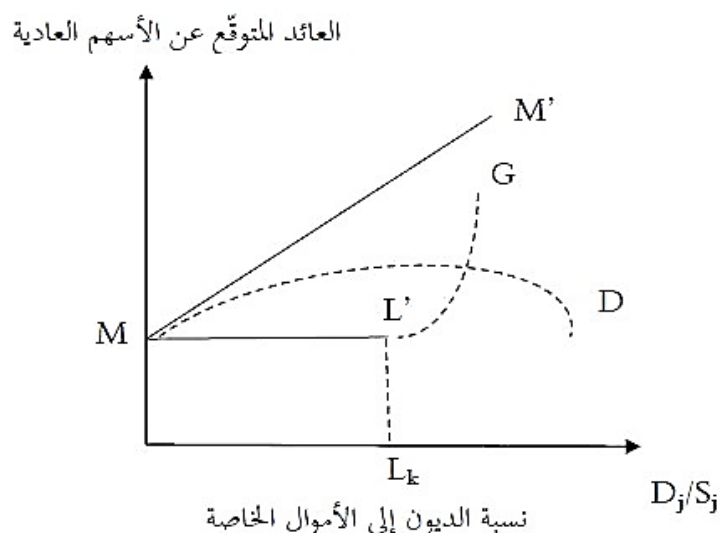
حينما تشهد تكلفة الأموال الخاصة ارتفاعاً ملموساً، يغدو هذا الإجراء حتمياً للمحافظة على ثبات تكاليف التمويل الإجمالية، لا سيما عند وجود اتكال مكثف ومتنامٍ على مصادر الاقتراض في التركيبة التمويلية للمؤسسة (حايي، 2023، صفحة 35)، ويمكن توضيح هذه النظرية بيانياً من خلال الشكلين المواليين:

الشكل البياني رقم (III-4): الشكل البياني للقضية الأولى لنظرية MM لسنة 1958



Source: Franco Modigliani, Merton Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment", The American Economic Review, Vol 48, No 03, 1958, p275.

الشكل البياني رقم (III-5): الشكل البياني للقضية الثانية لنظرية MM لسنة 1958



Source : Franco Modigliani, Merton Miller, Op, Cit, p275.

يوضح الشكل (III-4) أن تكلفة رأس المال تظل ثابتة لدى جميع المؤسسات (j) المنتمية لنفس الفئة (k) مهما كان هيكلها المالي، وبأخذ عينة ما من مؤسسات في فئة معينة ورسم منحني نسبة العائد المتوقع إلى القيمة السوقية لكل مؤسسة من هذه المؤسسات مقابل بعض من مقاييس الرافعة المالية أو الهيكل المالي ستتجه هذه النقاط نحو الانخفاض على خط مستقيم مثل الخط (mm')، كما يوضح هذا الشكل أن تكلفة رأس المال ليست مستقلة عن الهيكل المالي ولكن يجب أن تنخفض عند المستويات المعتدلة من الديون مثلما يوضحه الخط (ms)، أما الشكل (III-5) فيتبين من خلاله أن () تمثل نسبة الاستدانة القصوى المعقولة بالنسبة للمؤسسات من الفئة (k) حيث يعبر عن العلاقة بينها وبين العائد بالخط (ML') ، وأن الخط (L'G) يشير إلى إمكانية الاعتماد على الرافعة المالية بشكل متزايد*.

2.4. الحالة الثانية (Modigliani و Miller 1963): تكمن في "وجود النظام الضريبي"، إذ أشار الباحثان إلى أن الفارق التقييمي بين الكيان الاقتصادي الذي يدمج مصادر الاقتراض ضمن تركيبته الرأسمالية والكيان الذي يقتصر على الموارد الذاتية، يتجسد في القيمة الآتية للمزايا الجبائية المحققة، كما أكد أن القيمة السوقية للمنشأة ذات الرافعة المالية تعادل القيمة السوقية للمنشأة الخالية من الرافعة، بالإضافة إلى القيمة الحالية للمنافع الضريبية المترتبة على استخدام الديون (مونة و نجماوي، 2021، صفحة 29)، كانت هذه النظرية بمثابة امتداد لنظرية 1958 حيث أجرى و بعض التعديلات بعدما تعرضا إلى جملة من الانتقادات، والتي أبرزها عدم أخذ الضريبة على أرباح المؤسسات بعين الاعتبار، إذ تم في هذه النظرية أخذ الضريبة بالحسبان وكان محتواها (النظرية) كما يلي (Modigliani & Miller, Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction, 1963, pp. 433-443):

نظراً لأن التكاليف التمويلية التي تتحملها الشركات تؤهل للخصم الضريبي، والمعروفة بالمنافع الضريبية، فإن هذه الميزة تشجع المؤسسات على اختيار الاقتراض كأداة تمويلية مفضلة، إذ يتم اعتبار هذه التكاليف قابلة للخفض عند احتساب الضرائب على الدخل، وبناءً على ذلك، كان Modigliani و Miller يرون أن القيمة السوقية للشركة التي تمول نفسها بمزيج من رأس المال الذاتي والاقتراض تفوق نظيرتها التي تعتمد على التمويل الذاتي فقط، من الضروري أن يعكس الفرق في التقييم بين هذين النموذجين القيمة الحالية للمنافع الضريبية المحققة، وإلا ستتدخل آليات السوق لضبط هذا الفارق عبر المراجعة، مما يعيد التوازن بينهما، وبهذا يُستخلص أن الهيكل الرأسمالي الأمثل لأي مؤسسة يتعزز بزيادة الاعتماد على الاقتراض ضمن مكونات رأس مالها، وعليه تعطى الصيغة الرياضية لقيمة المؤسسة المعتمدة على الديون كما يلي:

* وضع Modigliani و Miller هذين الشكلين من أجل اختصار نظريتهما وتوضيح الفارق الجوهرى بينها وبين النظريات التقليدية التي كانت سائدة في ذلك الوقت.

$$V_L = \frac{(1-T)TR}{\rho^T} + \frac{TR}{r} = V_U + TD_L \quad (8-1)$$

حيث أن:

p^T : يمثل معدل رسملة السوق للعوائد المتوقعة بعد خصم الضرائب على أرباح مؤسسة غير مستدينة، والذي

يحسب وفقا للعلاقة التالية:

$$\rho^T = \frac{(1-T)\bar{X}}{V_u} \quad (9-1)$$

بحيث أن: V_u هي قيمة المؤسسة غير المستدينة، وتحسب بالعلاقة الآتية:

$$V_u = \frac{(1-T)\bar{X}}{\rho^T} \quad (10-1)$$

ويشير $\bar{X}$ إلى متوسط العوائد المتوقعة بعد الضريبة، و T إلى معدل الضريبة، أما D فهو يعبر عن مستوى الديون و TD_L القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

المطلب الثاني: النظريات الحديثة

بعد النظريات التقليدية ظهرت نظريات حديثة درست الهيكل المالي وعلاقته بقيمة المؤسسة، حيث جاءت هذه النظريات ببعض الأفكار الجديدة، وتمثل هذه النظريات في:

1. نظرية التوازن (1973) (Kraus & Litzenberg, 1973, pp. 911-922):

تعرف أيضا بنظرية المراجعة بافتراض أنه يوجد عدد n من حالات الطبيعة وأن أسواق رأس المال كاملة، نضع jP السعر السوقي لورقة مالية مع العلم أن $0 \leq jP \leq 1$ ، وبالنسبة للمؤسسة الفردية التي تؤخذ بعين الاعتبار نضع للإشارة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب التي ستحققها المؤسسة في الحالة j ، وباعتبار أن تقيم الحالات هو افتراضي نجعل الحالة مرتبة حسب قيم X_j ، ومع افتراض أن المؤسسة تقوم بإصدار مطالبتين فقط هما الديون والأموال الخاصة، حيث تعتبر الديون على أنها تعهد بدفع مبالغ ثابتة (D) بغض النظر عن الحالة التي ممكن أن تحدث وأيضا قدرة المؤسسة على الوفاء بهذا التعهد في الحالة الممكنة ولهذا يعتمد السعر السوقي للتعهد على نسبة D إلى X_j وفي حالة حدوث العكس أي عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بديونها تصبح في حالة عسر الذي قد يجعلها تفلس وهو ما يترتب عنه تكاليف الإفلاس وبعد دفع هذه الأهمية توزع أي أرباح متبقية على الدائنين، نضع Y_j المبلغ المستلم من طرف الدائنين في حالة حدوث الحالة j حيث :

$$Y_j = \begin{cases} D, & D \leq X_j \\ X_j - C_j, & D > X_j \end{cases}$$

حيث: يشير C_j إلى تكاليف الإفلاس.

تشير العلاقة إلى أن المبلغ المدفوع إلى حملة الديون سيقبل عن المبلغ الموعود به في الحالات التي تكون فيها المؤسسة معسرة، بكون أن القيم Y_j تعتمد على المبلغ الموعود (D).

2. نظرية الوكالة (1976):

مع انفصال وظائف التسيير عن حقوق الملكية، خاصة في المؤسسات ذات الحجم الضخم، ظهرت إشكالية تعارض المصالح بين مختلف الأطراف ذات العلاقة بالمؤسسة، وقد استهدفت هذه النظرية الحد من تداعياتها عبر معالجة محاور متعددة مرتبطة بالمؤسسة، يأتي في مقدمتها الهيكل المالي، حيث (Jensen & Meckling, 1976, pp. 334-347):

— تعبر علاقة الوكالة عن اتفاق يتولى من خلاله أحد الأطراف أو عدة أطراف (الموكلون) تفويض طرف آخر (الوكيل) للقيام بمهام محددة نيابة عنهم، تشمل بشكل أساسي اتخاذ القرارات الاستراتيجية، غير أن الواقع العملي يُظهر أن الوكيل يميل إلى تفضيل مصالحه الشخصية على حساب تحقيق أفضل النتائج التي يطمح إليها الموكل، وللتعامل مع هذه المشكلة، يتعين على الموكل تكبد مصاريف تعرف بتكاليف الوكالة، والتي تشمل تكاليف الرقابة والإشراف، تكاليف الالتزام بالعقد، بالإضافة إلى الخسائر الناشئة التي لا يمكن تفاديها.

— لا تعتمد الكيانات الاقتصادية الضخمة على الاقتراض كمصدر تمويلي وحيد، وذلك بسبب تأثير هذه البنية الرأسمالية على تصرفات الملاك أو القائمين على الإدارة، على سبيل التوضيح، يستحيل على الجهات الدائنة منح تسهيلات ائتمانية بقيمة مائة مليون دولار لمستثمر لا تتجاوز حصته الرأسمالية عشرة آلاف دولار، ففي ظل هذا السيناريو، يتولد لدى صاحب رأس المال حافز قوي نحو تبني سلوكيات استثمارية عالية المخاطر، تستهدف أنشطة ذات عوائد محتملة مرتفعة، حتى وإن كانت احتمالات تحقيقها ضئيلة، إذ في حالة النجاح ستكون المكاسب كبيرة لصالحه، بينما في حالة الإخفاق، ستتركز الخسائر والتبعات السلبية على عاتق الدائنين حصراً.

1.2. دور تكاليف المراقبة وتكاليف الترابط: يمتلك الممولون، وخاصة المكتتبون في أدوات الدين، القدرة على إدراج شروط تعاقدية تهدف إلى تقليل المخاطر المحتملة، لا سيما تلك الناجمة عن توجهات المدراء أو الملاك نحو استثمارات ذات مخاطرة عالية، وتشمل هذه الضوابط تنظيم استراتيجية توزيع الأرباح، والحفاظ على مستوى مناسب من سيولة رأس المال التشغيلي، بالإضافة إلى تحديد حد للاعتماد على مصادر تمويل إضافية في المستقبل،

وهو ما يُعرف بتكاليف الإشراف والرقابة، أما بالنسبة لتكاليف الالتزام التعاقدية، فتتمثل في تحمل المسير للمسؤوليات الناتجة عن الاتفاق المالي، والتي تؤثر بشكل مباشر على التدفقات النقدية المستقبلية للشركة، مما يدفعه إلى تقليص هذه التكاليف قدر الإمكان، ومن الأمثلة على ذلك إعداد التقارير المالية والمحاسبية المطلوبة من قبل الممولين والمساهمين كجزء من آليات الرقابة، ولكن مع الحرص على تقليل التكاليف التشغيلية المرتبطة بها (حابي، 2023، صفحة 39).

2.2. تكاليف الإفلاس وإعادة التنظيم: مع تصاعد نسبة الموارد المقترضة في البنية التمويلية حتى بلوغ عتبة محددة، تبدأ أعباء الوكالة الناجمة عن الاقتراض في تخطي نظيرتها المترتبة على التمويل بالأموال الذاتية؛ علاوة على ذلك، ثمة أعباء إضافية لا يمكن إغفالها، تتمثل في نفقات الإعسار المالي وإعادة الهيكلة، والتي تجعل الاعتماد الكلي على مصادر الاقتراض أمراً غير قابل للتطبيق، ففي حالة عجز المؤسسة عن الوفاء بالتزاماتها، يخسر حملة الأسهم كافة استحقاقاتهم المالية، فيما يتحمل الممولون الخسائر المتبقية التي تعكس الفجوة بين القيمة الدفترية للالتزامات الثابتة والقيمة التقييمية السوقية للمؤسسة، هذا التقييم السوقى بدوره يتعرض للتآكل عند وجود نفقات مرتبطة بالإعسار، وهو واقع شائع وحتمي عملياً، حيث تؤدي هذه النفقات إلى تدهور قيمة الكيان بشكل طردي مع ارتفاع حجمها (حابي، 2023، صفحة 39).

3.2. هيكل الملكية: يستخدم Jensen و Meckling مصطلح هيكل الملكية بدلا من الهيكل المالي من أجل توضيح أن المتغيرات الأساسية التي يجب تحديدها ليست فقط المبالغ النسبية للديون والأموال الخاصة بل ذلك الجزء من الأموال الخاصة المحتفظ بها من طرف المدير، حيث تم تحديد ثلاث متغيرات كما يلي:

S_i : الأموال الخاصة الداخلية

S_0 : الأموال الخاصة الخارجية

B : الديون

وعليه تكون القيمة السوقية للأموال الخاصة وفق العلاقة: $S_i = S + 0$ والقيمة السوقية للمؤسسة ككل

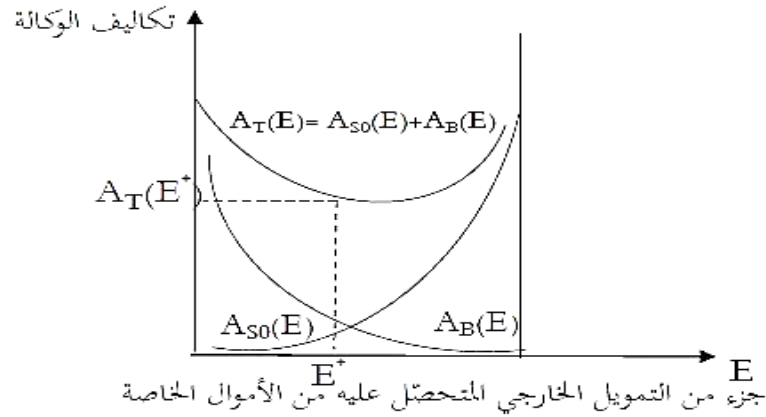
$$V = S + B \quad (11-1) \quad \text{وفق العلاقة:}$$

4.2. تحديد النسبة المثلى للأموال الخاصة الخارجية إلى الديون: هذه النسبة يعبر عنها ب E^* والتي تقاس

$$E^* = S_0 \frac{B}{S_0} \quad (12-1) \quad \text{بالعلاقة الآتية:}$$

بحيث أن هذه النقطة هي التي تكون فيها تكاليف الوكالة في أدنى المستويات، وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل البياني رقم (III-6): تحديد النسبة المثلى للأموال الخاصة الخارجية إلى الديون



Source: Michael C. Jensen, William H. Meckling, "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure ", Journal of Financial Economics, Vol 03, 1976, p344.

من خلال الشكل رقم (III-6) يمكن اعتبار الدالة $A_{S0}(E)$ عندما $E = S_0/B + S_0$ تكون مساوية للصفر، أي في حالة عدم وجود الأموال الخاصة الخارجية تكون الحوافز لدى المسير للاعتماد على الأموال الخاصة الخارجية مساوية للصفر أي عند حدها الأدنى، وكلما زادت نسبة (E) باتجاه 100% زادت حوافزه نحو استغلال الأموال الخاصة الخارجية ومنه تزيد تكاليف الوكالة $A_{S0}(E)$ ، ويشير المنحنى $(A_T(E))$ إلى التكاليف الإجمالية للوكالة التي تجمع بين التمويل بالديون والأموال الخاصة.

5.2. آثار مقدار التمويل الخارجي: تمثل الدوال التالية: $A_{S0}(E)$ ، $(A_B(E))$ ، $(A_T(E))$ دوال تكلفة الوكالة لمستويين مختلفين من التمويل الخارجي بحيث يقاس مقدار التمويل الخارجي عند حجم معين (V^*) من المؤسسة بالمؤشر الموالي: $K = B + S_0 / V^* \quad (13-1)$

عندما تتزايد حصة رأس المال الخارجي، تنقلص مستحقات المالك من المؤسسة، مما يدفعه نحو الاستحواذ على منافع غير نقدية إضافية من المؤسسة، نظراً لانخفاض نسبة تحميله للتكلفة. وبالتزامن مع ذلك، ترتفع العوائد الحدية الناتجة عن الأنشطة الرقابية، مما يحفز التوجه صوب المستوى الأمثل للإشراف، وكلا هذين المتغيرين يساهمان في تحويل موضع أعباء الوكالة ضمن البنية التمويلية $A_{S0}(E; K)$ نحو الأعلى مع زيادة جزء من التمويل الخارجي (حابي، 2023، صفحة 38).

3. نظرية Miller وMerton (1977):

قام Miller بإنشاء نظريته الخاصة بعد النظريتين اللتين أنجزهما مع Modigliani وذلك في سنة 1977، إذ تضمنت هذه النظرية ما يلي (Miller, 1977, pp. 261-275):

تصبح البنية الرأسمالية محايدة الأثر على التقييم السوقي للمؤسسة عند إدراج كل من الضريبة على الدخل الفردي والضريبة على أرباح الشركات ضمن المعادلة، حيث تتلاشى الامتيازات الجبائية من الناحية التطبيقية، في المقابل فإن نفقات الإعسار المالي وأعباء الوكالة يظل إسهامها في تشكيل التركيبة التمويلية ضئيلاً ومحدود الفاعلية، إذ يُفترض نظرياً أن تتعادل بالكامل مع المنافع الضريبية المتحققة. تأسيساً على هذا المنطلق، تُمنح مكاسب الرافعة المالية (G) لحملة الأسهم في مؤسسة تمتلك موجودات ملموسة طبقاً للصيغة الرياضية الآتية:

$$G_L = \left[1 - \frac{(1-T_c)(1-T_{ps})}{1-T_{pB}} \right] B_L \quad (14-1)$$

حيث أن:

T_c : يمثل معدل الضريبة على أرباح المؤسسات.

T_{ps} : يمثل معدل الضرائب على الدخل المطبق على الأسهم العادية.

T_{pB} : يمثل معدل الضرائب على الدخل المطبق على السندات.

L_B : يمثل القيمة السوقية لديون المؤسسة المعتمدة على الديون.

من خلال العلاقة رقم (14-1) يلاحظ أنه في حالة غياب الضرائب على الدخل الشخصي تصبح المكاسب من الرفع المالي هي $L_B c T$ ، وفي حالة كان معدل الضرائب على الدخل من الأسهم أقل من معدل الضرائب على الدخل من السندات تكون مكاسب الرفع المالي أقل من $L_B c T$ ، ففي هذه الحالة يجب أن تكون العوائد من السندات كبية بشكل يكفي لتعويض هذا الارتفاع في معدل الضرائب، بحيث يشار إلى وجود حالة توازن التي لا ينتج خلالها استفادة من الوفورات الضريبية عند اللجوء إلى الاستدانة كونها (الوفورات الضريبية) تكون متساوية مع الصفر مما يعني :

$$(1-T_{pB}) = (1-T_c) (1-T_{ps}) \quad (15-1)$$

4. نظرية الإشارة (1977):

تُبنى هذه النظرية على فكرة عدم تكافؤ المعلومات في أسواق المال، حيث لا تكون البيانات التي تقدمها المؤسسات دائماً دقيقة أو موثوقة بشكل كامل؛ بناءً على ذلك، تفترض النظرية أن المديرين في المؤسسات ذات الأداء العالي يمتلكون القدرة على إرسال إشارات سوقية مميزة وموثوقة، تمكن من التفرقة بينها وبين المؤسسات

ذات الأداء الأقل كفاءة (بن ساسي و قريشي، 2011، الصفحات 430-432)، ويمكن تبسيط النظرية كما يلي (Ross, 1977, pp. 23-40):

تكون البداية بمثال بسيط يوضح العلاقات بين الإشارات وهيكل الحوافز الإدارية في الأسواق المالية بافتراض أنّ هذه الأخيرة تتسم بالكمال والتنافسية وبدون أي آثار ضريبية أو تكاليف للمعاملات، لنفترض أن السوق يتكوّن من نوعين من المؤسسات A و B الزمن الحالي هو 0 وعند الزمن 1 سيكون للمؤسسات A عائدا إجماليا يرمز له بـ a وللمؤسسات B عائدا إجماليا (قيمة) يرمز له بـ b مع افتراض أن $a > b$ ، وبافتراض أيضا أنّ التسعير في السوق يكون حياديا عن المخاطر، وبالتالي في حالة تداول السندات الخالية من المخاطرة تقيّم الأصول بقيمتها المتوقعة المخصومة، فيما يخصّ حيادية المخاطر هي أمر غير ضروري ولكن يعتمد فقط من أجل عدم تعقيد النموذج.

1.4. في حالة التأكد: أي في حالة لم يكن هناك عدم اليقين والمستثمرين بإمكانهم تحديد المؤسسات A و B تعطى قيمهما في الزمن 0 كما يلي:

$$V_0^A = a / (1+r) \quad (16-1)$$

$$V_0^B = b / (1+r) \quad (17-1)$$

يشير r إلى معدل الفائدة المؤكد.

2.4. حالة عدم التأكد والإشارات: في ظل هذه الحالة يفترض أن المستثمرين ليس لهم القدرة على التفريق بين المؤسسات A والمؤسسات B، حيث تمثل q نسبة المؤسسة A وعليه يفترض جميع المستثمرين أن كل مؤسسة ستكون لها فرصة بنسبة q لتكون من النوع A، العوائد a و b مرتبطان الآن بالمعلومات الخارجية وبالنظر إلى المعلومات المتاحة في الزمن 0 فالمؤسسات لها فرصة بنسبة q لتكون من النوع A وفرصة بنسبة $1-q$ لتكون من النوع B وهو ما يعني أن كل المؤسسات ستكون لها نفس القيمة كما يلي:

$$V_0 = q a + (1-q) b / (1+r) \quad (18-1)$$

$$\text{مع: } V_0^A > V_0 > V_0^B$$

تشير هذه العلاقة إلى نفس ما توصلت إليه نظرية Miller و Modigliani سنة 1958 بخصوص عدم تأثير الهيكل المالي للمؤسسة على قيمتها.

3.4. توازن إشارات الحوافز الإدارية: من الآليات الناجعة لتجاوز المحددات المتعلقة بتقييم المؤسسات A و B يكمن في منح دور استراتيجي للمسير التنفيذي، فعندما يتولى هذا المسير مسؤولية صنع القرارات في اللحظة

الزمنية 0، يصبح بالإمكان توظيفه كآلية للتحقق من مصداقية الإشارات السوقية وتفادي إشكالية المخاطر السلوكية؛ بالإضافة إلى ذلك، يُشترط أن يمتلك معطيات داخلية حصرية بشأن طبيعة المؤسسة، إذ أنه من غير المعقول أن يتحمل المسير كامل التبعات لقراراته في ظل توافر المعلومات ذاتها لدى المتعاملين العاديين في السوق الرأسمالية (حاي، 2023، صفحة 47).

المطلب الثالث: النظريات المعاصرة

بعد النظريات الحديثة ظهرت نظريات أخرى معاصرة، حيث أدخلت هذه النظريات العوامل السلوكية والنفسية للمديرين، وتوقيت السوق، والمرونة المالية كمحددات رئيسية للقرارات التمويلية، متجاوزة التركيز التقليدي على معادلة التكلفة والعائد فقط، وتتمثل هذه النظريات في:

1. نظرية الالتقاط التدريجي (1984):

تسمى كذلك بنظرية التسلسل الهرمي للتمويل والنظرية السلمية أبرز فرضياتها ما يلي (Myers, 1984, pp. 581-592):

- تفضل المؤسسات التمويل الداخلي.
- تقوم المؤسسات بتكييف نسب توزيعات الأرباح المستهدفة مع الفرص الاستثمارية، بالرغم من أن توزيعات الأرباح ثابتة ولا يتم تعديل نسب توزيعات الأرباح المستهدفة إلا بصفة تدريجية مع التحولات في مدى الفرص الاستثمارية.
- سياسات توزيع الأرباح الثابتة إضافة إلى التقلبات غي المتوقعة في الربحية وفرص الاستثمار تعني أن التدفق النقدي الذي تم ت وليده داخليا قد يكون أكبر أو أقل من نفقات الاستثمار.
- إذا كان التمويل الخارجي ضروريا بالنسبة للمؤسسة تلجأ للمصادر التمويلية الأكثر أمانا، حيث تبدأ بالديون ثم الأوراق المالية الهجينة مثل السندات القابلة للتحويل ثم في الأخير تلجأ إلى الأسهم، وكما هو ملاحظ لا يوجد مزيج مستهدف من الديون والأموال الخاصة، فالأموال الخاصة تنطوي على نوعين الداخلية والخارجية يقع الأول في أعلى الهرم التمويلي والثاني في قاعدته، ونسبة الديون في كل مؤسسة هي من تعكس متطلبات التمويل الخارجي التراكمي لها.

1.1. التمويل الخارجي وعدم تماثل المعلومات: بافتراض أنه على مؤسسة جمع ما قدره N من الأموال لاستغلال الفرصة الاستثمارية المحتملة، إذ أن y هي القيمة الحالية الصافية لهذه الاستثمارات (VAN) أو (NPV) و x هي القيمة التي ستحققها المؤسسة في حالة تفويت هذه الفرصة، مسير المؤسسة يعرف ما هي x

و y أما المستثمرين في أسواق رأس المال لا يعرفونها، كل ما يرونها هو التوزيع المشترك للقيم الممكنة x و y ، بغض النظر عن عدم تماثل المعلومات تعتبر الأسواق كاملة وتتسم بكفاءة شبه قوية (متوسطة)، الفائدة من جمع N بإصدار ورقة مالية هي y والتي هي فرصة الاستثمار للمؤسسة، كما توجد تكلفة محتملة وهي عندما تضطر المؤسسة لبيع الأوراق المالية بأقل من قيمها الحقيقية، بفرض قيام المؤسسة بإصدار سهم بقيمة سوقية إجمالية عند إصدارها من N رغم علم المسير بأنه فعلاً تساوي $N1$ والتي هي قيمة الأسهم الجديدة (بن ساسي و قريشي، 2011، الصفحات 431-432).

نعتبر ΔN على أنه المبلغ الذي يعبر عن قيمة السهم عندما يكون مقيماً بأكبر أو أقل من قيمته حيث أن:

$$\Delta N = N1 - N$$

ثم سيقوم المستثمر بالإصدار ويستثمر عندما: $y \geq \Delta N$ ، إذا كانت المعلومات الداخلية غير مناسبة فإن ΔN يكون سلبياً، وعليه ستقوم المؤسسة دائماً بالإصدار أما في حالة حدوث العكس فستفوت المؤسسة على نفسها فرصة الاستثمار من إصدار أسهم مقومة بأقل من قيمها الحقيقية. لنفترض أن V هي القيمة السوقية للمؤسسة محسوبة بضرب عدد الأسهم في سعر السهم الواحد التي لا تقوم بإصدارها، و V' هي القيمة السوقية للمؤسسة إذا قامت بإصدارها مع العلم أن V' تشمل الإصدارات الجديدة، وبالتالي الجميع يعلم بأن المسيرين سيتصرفون وفقاً لعدم المساواة، حيث تكون شروط توازن التوقعات العقلانية كما يلي:

$$V = E(\bar{x}) \quad y < \Delta N \quad (19-1)$$

$$V' = E(\bar{x} + \bar{y} + N) \quad y \geq \Delta N \quad (20-1)$$

2.1. تكلفة التمويل الخارجي: في الغالب، تتضمن أعباء الموارد الخارجية نفقات الإصدار والمصاريف الإجرائية، بيد أنه قد تنشأ تكلفة إضافية مرتبطة باحتمال امتناع المؤسسة عن طرح أدوات تمويلية، مما يترتب عليه ضياع فرصة استثمارية ذات قيمة حالية صافية موجبة، ويمكن تفادي هذه الإشكالية عبر الاحتفاظ بمخزون كافٍ من السيولة النقدية المتحققة داخلياً لتغطية هذه القيمة الحالية الصافية

3.1. تفضيل الديون على الأموال الخاصة: في الغالب عند الحاجة إلى تمويل خارجي، تميل المؤسسة إلى اختيار الاقتراض كخيار أول بدلاً من إصدار أسهم رأسمالية، حيث ينص المبدأ الأساسي على البدء بالأدوات المالية ذات المخاطر المنخفضة قبل التدرج نحو تلك التي تحمل مخاطر أعلى.

2. نظرية التوقيت "Timing Theory":

إن اختيار الطريقة في تمويل المؤسسات واختيار الهيكل المالي للمؤسسة، يعد موضوعاً مهماً وقضية رئيسية من قضايا المؤسسة الأساسية، وذلك من أجل زيادة قدرة المؤسسة على تطوير أعمالها، وهناك اثنين من المصادر الأساسية لتمويل المنظمات، أما زيادة عدد الأسهم وأما الدين الخارجي أو المزج بينهما، وخلال السنوات الماضية القليلة ظهرت نظرية أخرى خاصة بهيكل رأس المال ألا وهي نظرية التوقيت.

أول من أشار إلى نظرية التوقيت باحثين هما "Baker & Wurgler"، وقدموا أدلة على أن وقت السوق مهم، وله أثر على هيكل رأس مال المؤسسة، ولقد أكدت الدراسة التي حاولت التحقيق ضمن أثر الوقت المستمر على الرفع المالي الذي يمتد إلى ما بعد 10 سنوات لدى المؤسسات الأمريكية، ووجدت هذه الدراسة أن هيكل رأس المال الحالي للمؤسسة يرتبط ارتباطاً وثيقاً مع قيم السوق، فضلاً عن أن الوقت مهم بالنسبة لقرار إصدار الأسهم، ووفقاً لتقسيمات السوق على المؤسسات أن تقتصر أو تصدر الأسهم فقط إذا كانت ظروف السوق ملائمة، ووفقاً لهذه النظرية فإن المديرين يصدرون السندات المالية، اعتماداً على اختلاف الوقت بالنسبة إلى التكاليف النسبية لرأس المال والديون (تركي ناجي و قاسم هاشم، جوان 2015م، صفحة 71).

وتفترض نظرية توقيت السوق بأن مديري المؤسسات يصدرون الأوراق المالية اعتماداً على توقيت التكاليف النسبية للأسهم والقروض، وأن لقرارات الإصدار هذه تأثيرات طويلة الأجل لاحقاً على هيكل رأس المال، لأن هيكل رأس المال الملاحظ لوقت معين هو نتيجة لقرارات إصدار الأوراق المالية لفترة سابقة (Huang و Ritter، 2006، صفحة 04).

3. نظرية دورة حياة المؤسسة:

لقد تبينت وجهة نظر الكتاب والباحثين في مفهوم دورة حياة المؤسسة، وذلك بتباين مداخلهم في دراسة التنظيم والمؤسسة، وأن مدخل التغيير التنظيمي حيث أن البيئة الخارجية هي مصدر الحياة لكل المؤسسات ومصدر لمدخلات المؤسسة ومواردها، وبالمقابل فإن الشركات تسعى لمقابلة احتياجات البيئة، لذلك يجب أن يؤسس نظام للربط بين المؤسسة وبيئتها من شأنه أن يدعم ويصون صحة المؤسسة ونموها، وأن هذا المفهوم يبين كيف أن المنظمة تعتمد على البيئة الخارجية، وهي تمضي خلال مراحل دورة حياتها وأن المؤسسات تعمل كما تعمل كل الانظمة البيولوجية والاجتماعية، فهي تولد وتنمو وتنضج وتموت، وأن أي جهد أو مسعى للتطوير يجب أن يمر عبر مراحل دورة حياة المؤسسة، وذلك من خلال تغيير المدخلات والعمليات والمخرجات، بهدف إنجاح التطوير التنظيمي، وتوجد ثلاثة أهداف رئيسية خاصة للمؤسسات وهي النمو والربح والبقاء على قيد الحياة، والاهداف العامة ضمن هياكل معظم الشركات وأن هذه الاهداف الثلاثة يتم التركيز عليها من قبل المؤسسات، وتحاول تحقيقها مع مرور الوقت، إن المؤسسات في مرحلة الولادة يكون مصدر التمويل المتاح أمامها هو الأموال الخاصة بشكل رأس المال الذي يقدمه حمله الأسهم، أما بالنسبة للمؤسسات في مرحلة النضج والتي

تتصف بالاستقرار النسبي، فهي لا تحتاج إلى التمويل الخارجي، وإنما تمول نفسها عن طريق الأرباح المحتجزة، وهذا ما نصت عليه نظرية الالتقاط سابقاً، وهرميه مصادر التمويل بالنسبة لدورة حياة المؤسسة واختيار هيكل رأس المال (Chen, 2007, p. 14).

إن أي مؤسسة صغيرة كانت أو متوسطة أو كبيرة لابد أن تمر بمراحل تمويلية ثلاثة كبيرة تتوافق مع ثلاثة أنواع من رؤوس الأموال بدءاً بمرحلة الولادة ومروراً بمرحلة النمو، ومن ثم التضج، وقد تختلف مصادر بديلة التمويل تعد أولى وأهم المشاكل التي تواجه المؤسسات وخاصة في مرحلة نموها، وذلك لأن المؤسسة في هذه المرحلة تتميز من قلة وبساطه حجم رأس المال اللازم، وتكمن الصعوبات في عدم قدرة المؤسسة على زيادة رأس مالها سواء عن طريق المدخرات أو عن طريق تقديم الضمانات للبنوك الائتمانية والمنظمات التمويلية، كما أن شروط الاقتراض تشكل عبئاً كبيراً بالنسبة للمؤسسات نظراً لارتفاع أسعار الفائدة والعمولات التي تتقاضاها البنوك، فضلاً عن عجزها عن توفير الضمانات الكافية اللازمة للحصول على الائتمان وعدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها المالية في المستقبل (تركي ناجي و قاسم هاشم، جوان 2015م، صفحة 72).

المبحث الثاني: مرتكزات اتخاذ القرار التمويلي: قيود ومؤشرات

يرتبط اتخاذ القرار التمويلي بتحديد مصادر التمويل وتوازن هيكل رأس المال ومستوى المخاطر، ولا يتم بمعزل عن منظومة من القيود البنوية والمالية التي تحكم بدائل التمويل المتاحة، كما يستند هذا القرار إلى مجموعة من المؤشرات الكمية التي تُستخدم في تقييم هذه البدائل والمفاضلة بينها.

المطلب الأول: القيود المتحركة في عملية التمويل

يخضع متخذ القرار التمويلي عند اختياره لمورد مالي معين إلى مجموعة من القيود التي لا يمكن إغفالها، لأن تجاهلها يخلف أثراً سلبية تؤثر على تحقيق أهداف أخرى، فاتخاذ قرار تمويلي دون مراعاة قيد المردودية على سبيل المثال، من شأنه أن يضخم المصاريف المالية وينعكس ذلك سلباً على نتائج المؤسسة، لذا لا بد من حصر كافة القيود والتقيد بها من أجل سياسة تمويلية خالية من العيوب.

– القيود الكلاسيكية:

تُعد هذه القواعد من الركائز الأساسية للتحليل المالي الكلاسيكي، وعلى الرغم من تطور الفكر المالي وظهور مناهج تحليلية أكثر حداثة، إلا أن القواعد الجوهرية التي أرساها هذا التحليل الكلاسيكي لا تزال ثابتة، وتشكل المنطلق الأساسي للعديد من القرارات المالية (بن ساسي و قريشي، 2006، صفحة 301)، وتتمثل هذه القواعد في:

● **قاعدة التوازن المالي الأدنى:** تنص هذه القاعدة على ضرورة تمويل الموارد الثابتة (الاستخدامات طويلة الأجل) بواسطة الموارد المالية الدائمة، على سبيل المثال كأن تمول الاستثمارات بديون متوسطة الأجل أو طويلة الأجل أو عن طريق التمويل الذاتي أو الأموال الخاصة، كما يتوجب أن تمول استخدامات الاستغلال باستخدام موارد الاستغلال، أي يجب أن تغطي حقوق العملاء والمخزون وما يماثلهما عن طريق ديون الموردين وما يماثلها، ويترتب على الإخلال بهذه القاعدة عند اتخاذ القرارات التمويلية عدة مشاكل، أبرزها العجز المفاجئ في الخزينة وانخفاض حاد في رأس المال العامل (زهواني، وصيف فائزة، و بوعافية، 2017، صفحة 243).

● **قاعدة الاستدانة العظمى (الاستقلالية المالية):** مفاد هذه القاعدة أن مجموع الديون المالية (باستثناء الاعتماد البنكية) يجب ألا تفوق الأموال الخاصة (زهواني، وصيف فائزة، و بوعافية، 2017، صفحة 243)، ويمكن التعبير عن هذه القاعدة باستعمال نسبة الاستقلالية المالية والتي يمكن أن تأخذ عدة أشكال (بن ساسي و قريشي، 2006، صفحة 302):

$$\text{الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الديون المالية}}$$

الالتزام بهذه القاعدة يوجب أن تكون النسبة أعلاه أكبر من الواحد.

$$\text{الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الديون المالية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

الالتزام بهذه القاعدة يوجب أن تكون النسبة أعلاه أقل من الواحد.

$$\text{الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الموارد الدائمة}}$$

لضمان التقيد بهذه القاعدة ينبغي ألا يؤثر قرار التمويل على النسبة أعلاه، والتي يجب ألا تتخطى النصف (2/1) قبل اتخاذ القرار وبعده، والهدف الأسمى من هذه القاعدة هو تمكين المؤسسة من التمتع بالاستقلالية المالية، أي ألا يتعدى مجموع ديونها حجم الأموال الخاصة، بمعنى أن يظل ملاك المؤسسة مساهمين في احتياجاتها أكبر من مقرضيهما، وهذا أمر مهم خصوصا فيما يتعلق بحالات التوقف عن الدفع والعسر المالي ومخاطر الإفلاس، فإذا كان قرار الاستدانة يجعل أموال المقرضين أعلى من مساهمة المالكين، فإن هذا القرار غير عقلاني من منظور الاستقلالية المالية، ويجب أن يعوض بقرار آخر وليكن فتح رأس المال للمساهمة أو التنازل عن بعض الاستثمارات أو التخلي عن بعض النشاطات ... إلخ.

● **قاعدة القدرة على السداد:** تركز هذه القاعدة على ضرورة ألا تتجاوز الديون المالية للمؤسسة ثلاث أضعاف قدرتها على التمويل الذاتي السنوية المتوسطة المقدرة، ويعتمد متخذ القرار المالي على النسبة التالية كأداة مساعدة في المراقبة والتقيد بهذه القاعدة (بن ساسي و قريشي، 2006، الصفحات 302-303):

القدرة على السداد= الديون المالية / القدرة على التمويل الذاتي

تجسد هذه النسبة عن متوسطة المدة بين المؤسسة ودائتيها والتي تقل عن ثلاث سنوات ولهذا يتعين أن تكون النسبة المحققة أقل من ثلاثة، فهي تعكس مدى مقدرة المؤسسة على تغطية أعباء التزاماتها المالية بالاعتماد على طاقتها التمويلية الذاتية، وذلك مؤشر على زيادة احتمال عدم القدرة على السداد وبالتالي التوقف عن دفع الديون في آجال استحقاقها وبالتالي ارتفاع احتمال الإفلاس، كما قد تؤثر هذه النسبة على سمعة المؤسسة تجاه القروض فهي تمثل بالنسبة إليهم قدرة المؤسسة على السداد (زهواني، وصيف فائزة، و بوعافية، 2017، صفحة 243).

وملخص ذلك أن نسبة القدرة على السداد تعد دعامة أساسية للمراقبة الداخلية من قبل متخذ القرار المالي، وأساساً للمراقبة الخارجية عن طريق المقرض، ففي بعض الحالات حتى إذا تم اتخاذ القرار دون احترام لهذه القاعدة، فقد يمتنع المقرض عن تقديم القرض للمؤسسة، لاسيما إذا كانت معايير الاقراض موحدة على مستوى البنوك والمؤسسات المالية (بن ساسي و قريشي، 2006، صفحة 303).

● **قاعدة الحد الأدنى للتمويل الذاتي:** تستهدف هذه القاعدة تحقيق تنوع في مصادر تمويل المشاريع الاستثمارية للمؤسسة، بمعنى أن يتم تمويل مشاريع المؤسسة بنسبة لا تقل عن الثلث من مواردها الذاتية، بينما يغطي الجزء المتبقي عبر الاستدانة، ويأتي هذا لتجنب للمؤسسة جملة من المخاطر كزيادة مصاريف خدمة الديون مقارنة بمردودية المشروع الاستثماري (زهواني، وصيف فائزة، و بوعافية، 2017، صفحة 243).

– قيود أخرى:

إلى جانب القيود المالية السابقة، تبرز مجموعة من القيود التي تفرض مسار محددًا لعملية التمويل على المسؤول المالي، ومن بينها (بن ساسي و قريشي، 2006، صفحة 304):

- **الشكل القانوني للمؤسسة:** تتنوع الطبيعة القانونية للمؤسسات فقد تتخذ هيئة مؤسسة خاصة أو عمومية، وقد تندرج ضمن شركات الأموال (مثل الشركة المساهمة وشركة التوصية بالأسهم، ...)، أو ضمن شركات الأشخاص (كشركة التضامن، شركة المسؤولية المحدودة)، ولكل شكل قانوني مصدر تمويلي يتوافق مع أسسه القانونية، فعلى سبيل المثال للشركة العمومية إصدار أوراق الاكتتاب العام للجمهور بمختلف أنواعها، ويمكن لشركة المساهمة أن تفتح رأسمالها للمساهمة دون تحديد عدد معين للمساهمين ... إلخ؛
- **حجم المؤسسة:** تتخذ المؤسسات عدة أحجام، وبعد الحجم عاملاً مؤثراً في اختيار مصادر التمويل، فمن المنطقي أنه كلما زاد حجم المؤسسة كلما وسع ذلك من إمكانية تنويع مصادر التمويل والعكس،

فالمؤسسات الصغيرة لا يمكنها طرح أسهم أو سندات للاكتتاب العام، لأن حجمها لا يتطلب رأس مال كبير، وبالتالي فهي تميل أكثر للاقتراض من البنوك، أما المؤسسات الكبيرة والتي تنمو بتسارع كبير فهي بحاجة إلى كل مصادر التمويل تقريباً من فتح رأس المال والاقتراض والتمويل الذاتي والتنازل عن بعض الاستثمارات وأشباه الأموال الخاصة ... إلخ.

● **حالة سوق المال:** بعد الأزمات المالية التي شهدتها الأسواق المالية سنة 1987 وبين 1997 و1998 أصبح الاستثمار في الأوراق المالية يشكل مخطراً لمصدرها والمستثمرين فيها على حد سواء لذا فإن حالة السوق المالي يؤثر على إمكانية تنوع مصادر تمويل المؤسسة، فإذا كانت السوق غير مشجعة للإصدار، أي أن الأوراق المالية تفقد قيمتها أكثر مما تزداد فمن الأفضل البحث عن موارد بديلة وأهمها الاعتماد على النظام البنكي والائتمان التجاري، أما إذا كانت السوق في حالة طبيعية فأمام المسير المالي مصادر تمويل متنوعة سواء داخل السوق وخارجها.

المطلب الثاني: المعايير الكمية لاختيار التمويل

في ظل التحديات الاقتصادية المتغيرة والتقلبات في أسواق المال، يجد المدير المالي نفسه أمام ضرورة الموازنة بين عدة عوامل عند اختيار هيكل التمويل الأمثل، وتبرز هنا أهمية الاعتماد على معايير كمية واضحة، حيث توفر هذه المعايير إطاراً تحليلياً لتقييم الخيارات التمويلية المختلفة، وتساعد على اتخاذ قرارات رشيدة تتماشى مع الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة.

1. المردودية *Rentabilité*:

تعرف على أنها عبارة عن: الفائض النقدي الناتج عن الفرق بين العمليات الخارجية والداخلية للمؤسسة، وتطبيق على كل الأنشطة الاقتصادية، أي هي عبارة عن العلاقة بين النتيجة المحققة وحجم تكلفة الأموال المستثمرة، وترتبط بمجموعة من المفاهيم: الربحية، العائد، الفائدة، الربح، وتتكون المردودية من مجموعة من العناصر تتمثل فيما يلي: الإنتاجية، السيولة، الربحية، الفاعلية، الكفاءة (مجلخ، بن يونس، و بشيشي، 2020، صفحة 473).

كما تعرف المردودية بأنها: مدى قدرة المؤسسة على تحقيق نتائج إيجابية مقارنة بالإمكانات والوسائل التي سخرت لتحقيقها، ويقاس ذلك بنسبة النتيجة المستهدفة إلى الوسيلة التي خصصت لتحقيقها، ومن هذا المنطلق هناك الكثير من النسب التي تحسب نسبة النتيجة إلى الوسيلة، إلا أن أكثرها استخداماً هي كل من المردودية المالية والمردودية الاقتصادية (بن يونس، بشيشي، و مجلخ، 2021، صفحة 191).

– أنواع المردودية في المشاريع الاستثمارية:

يستعمل مصطلح المردودية بصورة متكررة في إطار التحليل المالي بغرض تحليل أداء المشروعات الاستثمارية، حيث نجد حسب المراحل الموصلة إلى تشكيل نتيجة المشروع ثلاثة أنواع من المردودية هي مردودية الاستغلال

والمردودية الاقتصادية والمردودية المالية، إضافة إلى مؤشر عتبة المردودية الذي يكون مهما في تحليل التكاليف (رحيم و خلدون، 2018، صفحة 58).

— **مردودية الاستغلال أو معدل الهامش (Rex)** (رحيم و خلدون، 2018، صفحة 58): وتُعبّر عن العلاقة بين نتيجة الاستغلال ومستوى النشاط، وتحسب بالصيغة الآتية:

$$\text{مردودية الاستغلال} = \text{نتيجة الاستغلال} / \text{مستوى النشاط}$$

حيث يمكن أن تأخذ نتيجة الاستغلال الشكلين التاليين: الفائض الخام للاستغلال (EBE)/ الفائض الخام الصافي للاستغلال (النتيجة المحاسبية)، أما مستوى النشاط فيمكن أن يكون في صورة: رقم أعمال، مستوى الإنتاج، أو مجموع رقم الأعمال والإنتاج (مامش و دادي عدون، 2008، صفحة 17).

— **المردودية الاقتصادية (Return on Assets (ROA)** : وهي تقيس قدرة المؤسسة على تحقيق المردودية انطلاقاً من نشاطها الأساسي فقط، لذلك تسمى أحياناً بمعدل المردودية الجزئية لأنها لا تأخذ بعين الاعتبار الأنشطة المالية والاستثنائية وتقيس فقط نسبة نتيجة الاستغلال إلى الأصول الاقتصادية (أو الأصول الصافية) أي مدى مساهمة الأصول الاقتصادية المستثمرة المكونة من الاستثمارات الصافية والاحتياج في رأس المال العامل في تحقيق نتيجة الاستغلال المحصل عليها بالفرق بين إيرادات ومصاريف الاستغلال (بن ساسي و قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، 2011، صفحة 214)؛

كما يمكن تعريفها بأنها المردودية التي تحتم بالنشاط الرئيسي وتستبعد الأنشطة الثانوية وتلك ذات الطابع الاستثنائي، حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال من جدول حسابات النتائج والأصول الاقتصادية من الميزانية، وتقاس بالعلاقة التالية (سعادي و طيبي، 2021، صفحة 580):

$$\text{معدل المردودية الاقتصادية} = \text{نتيجة الاستغلال بعد الضريبة} / \text{الأصول الاقتصادية}$$

وبمعنى آخر: **المردودية الاقتصادية = (نتيجة الاستغلال / رقم الأعمال خارج الرسم)* (رقم الأعمال خارج الرسم / الأصول الاقتصادية)**؛

حيث تمثل النسبة الأولى نسبة الهامش ويمثل النشاط التجاري أو الاستغلالي خلال الدورة المالية من إنتاج وبيع وما ينتج عنه من تكاليف (حسابات)، أما النسبة الثانية تمثل معدل دوران الأصول الاقتصادية له علاقة مباشرة في التأثير على المردودية بمعنى كلما ارتفع هذا المعدل كلما زادت المردودية العامة للمؤسسة، يكون كبير فيما يخص الخدمات أو التوزيع الكبير وضعيفة فيما يخص الصناعات الثقيلة (بن يونس، بشيشي، و مجلخ، 2021، صفحة 193).

وتسمى المردودية الاقتصادية أيضا بالعائد على الموجودات، حيث تعكس نتيجتها قدرة المؤسسة على توليد الأرباح من جميع موجوداتها وأصولها، وتقيس مدى نجاح الإدارة في استعمال هاته الأصول التي عهدت إليها (هبور و شوام، 2021، صفحة 34).

– المردودية المالية (ROE) Return on Equity :

ويطلق عليه بالعائد على حقوق الملكية أو على الأموال الخاصة، حيث تم هذه النسبة بالدرجة الأولى المساهمين والمستثمرين المحتملين بالإضافة إلى المسيرين، وهي مؤشر على قدرة المؤسسة على مكافأة المساهمين وزيادة ثروتهم الصافية الناتجة عن أنشطتها العادية، سواء على شكل أرباح موزعة أو على شكل تخصيص في الاحتياطات من شأنه رفع القيمة الجوهرية للأسهم التي يحملونها، وحتى يرضى المساهم أو المستثمر ويقبل بوضع وعهد مدخراته لدى المؤسسة يجب أن تكون مردوديتها المالية مرتفعة (هبور و شوام، 2021، الصفحات 34-35)، وتحسب بالعلاقة التالية (Visczavona, 1996, p. 413):

$$\text{المردودية المالية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{أموال الخاصة}}$$

وتبين النتيجة مقدار الربح الصافي الذي يعود على المستثمرين عن كل دينار مستثمر في رأس مال المؤسسة، فكلما كان المعدل مرتفعاً كلما كان أفضل للمؤسسة، وتعتبر هذه المردودية الممثل الرئيسي للمردودية العامة للمؤسسة.

والجدول التالي يوضح المعدلات الممكنة للمردودية المالية وتقييماتها:

جدول رقم (III-1): تقييم معدل المردودية المالية.

التقييم	معدل المردودية المالية
لا توجد مردودية مالية	$0 > ROE$
مردودية مالية ضعيفة	$5 > ROE > 0$
مردودية متوسطة	$10 > ROE > 5$
مردودية مرتفعة ومرضية	$ROE > 10$

SOURCE : Patrick Piget, « Gestion financière de l'entreprise » 2ème édition, Economica, Paris, France, 2005, P : 105.

كما يوجد ملاحظة أخرى حول النتيجة وهي أنها قد تكون النتيجة الصافية بعد دفع ضرائب الأرباح وهذا لمعرفة المكافأة الحقيقية لأصحاب المؤسسة وقد تكون النتيجة الجارية مطروحا منها ضرائب الأرباح، بمعنى أن تأثير العناصر الاستثنائية قد أهمل، وهذا يساعد على تحديد العلاقة الفعلية بين المردودية الاقتصادية والمردودية المالية؛ والحكم على مدى كفاية هذه النسبة يتم بالمقارنة مع مؤسسات نفس القطاع أو المقارنة مع أسعار الفائدة والمستوى العالي لهذه النسبة دليل على كفاءة المؤسسة إلا أنه في بعض الحالات لا يعتبر كذلك، لأن النسبة

العالية الناتجة عن مستوى عال من الديون ومستوى منخفض من الأموال الخاصة يصحبها مستوى عال من الخطورة (غياط و مهري، 2013، صفحة 142).

تكمن أهمية المردودية المالية في أنها ليست مجرد هدف فقط، بل هي أيضا وسيلة لتحقيق الإستراتيجية كتطوير وتوسيع المؤسسة مثلا أو خلق منتجات جديدة، ولها دور تكميلي للحفاظ على توازن المؤسسة وهي أساس لتقييمها وبالتالي التعرف على مراكز القوة والضعف فيها، وكذا تحديد ومعرفة وضعيتها داخل القطاع الذي تنشط فيه، وتساعد في عملية اتخاذ القرار وتتخذ كأساس لتصحيح الانحرافات وذلك بمقارنتها بنتائج السنوات السابقة (مجلخ، بن يونس، و بشيشي، 2020، الصفحات 474-475).

2. تكلفة الأموال (تكلفة رأس المال (Cost of Capital):

يمثل رأس المال المصدر الأساسي لتمويل طويل الأجل للمؤسسة، وحفاظاً على هذا التمويل تسعى المؤسسة لتحقيق عائد يكون مساوياً أو أكبر من العائد الذي يمكن أن يحققه مانحو هذا التمويل من الاستثمارات ذات المخاطر المماثلة، ومن وجهة نظر المؤسسة فإن هذا العائد يمثل تكلفة هذا التمويل، وعليه يمكن القول أن تكلفة رأس المال هي مفهوم هام باعتبارها حلقة وصل بين القرارات الاستثمارية طويلة الأجل وثروة مالكي المؤسسة، وهي المعيار الذي يستخدم عند تحديد ما إذا كان استثمار ما سيزيد أو سينقص من سعر سهم المؤسسة (تايه النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 367).

وتعرف تكلفة رأس المال من الناحية النظرية بأنها معدل العائد الأدنى الذي يتوجب على المؤسسة تحقيقه من استثماراتها والعائد الأدنى الذي يطلبه المستثمرون، أما من الناحية الرياضية، فتعبر تكلفة رأس المال عن المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف مصادر التمويل المختلفة، 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 كل من القرار التمويلي والاستثماري (غربي و بدروني، 2019، صفحة 148).

وعليه فالتكلفة المرجحة للأموال تعبر عن كلفة المزيج الأمثل من مصادر الأموال المتاحة المشكلة للهيكل المالي، وتُحسب هذه التكلفة على أساس المعدل المرجح لمساهمة كل مصدر تمويل في هيكل رأس مال المؤسسة للوصول إلى تكوين الهيكل الأمثل لرأس المال، ولتحديد الكلفة المتوسطة المرجحة للأموال (Weighted Average Cost of Capital) يجب احتساب كلفة كل عنصر من عناصر التمويل ثم تضرب كلفة كل عنصر بالوزن النسبي لمساهمة في هيكل رأس المال ونجمع النتيجة لتحصل على الكلفة المرجحة للأموال، أما الكلفة المرجحة المتوسطة للأموال فهي تستخدم كمعيار أساسي للمقارنة بين بدائل مصادر التمويل المتاحة للاستثمار مع العائد وهذا بهدف تحديد المزيج التمويلي الأمثل الذي يحقق أقل تكلفة ممكنة مع الحفاظ على مستوى معين من المخاطر أي اتخاذ قرارات تمويلية رشيدة (ال شبيب، 2010، صفحة 195).

وقبل التطرق لتقدير تكلفة مصادر التمويل يجب معرفة ماذا يعني الهيكل المالي الأمثل أي توليفة مصادر التمويل المثلى:

1.2. الهيكل المالي الأمثل:

يشير الهيكل التمويلي إلى الجانب الأيسر من الميزانية العمومية (جانب الخصوم وحقوق الملكية)، ويعكس توليفة أو مزيج مصادر الأموال المختارة من طرف المؤسسة والتي بموجبها يتم تمويل الأصول أو تغطية استثماراتها، ويشمل ذلك التمويل مصادر متعددة سواء كانت مصادر طويلة أجل أو متوسطة الأجل، وسواء كانت أموال مقترضة أو أموال ملكية (قوادر، 2021، صفحة 41).

ويجدر الإشارة إلى أن الهيكل المالي (Financial structure) ليس نفسه هيكل رأس المال (Capital structure)، أي أن الهيكل المالي هو عبارة عن مجمل مصادر التمويل سواء كانت طويلة أو قصيرة الأجل وحقوق الملكية، والمعبر عنها بكافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم وحقوق الملكية، أما هيكل رأس المال فهو تشكيلة المصادر طويلة الأجل (التمويل الدائم) بمعنى آخر أنها تتضمن كافة رؤوس الأموال الدائمة المكونة لجانب الخصوم (دلفوف، 2018، صفحة 192)، والمتجسدة في كل من الأسهم الممتازة إن وجدت، وحقوق الملكية المكونة من كل من الأسهم العادية والأرباح المحتجزة، والاستئجار المالي طويل الأجل (تايه النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 349).

يعبر الهيكل المالي الأمثل عن التركيبة أو مزيج مصادر التمويل المختلفة، والذي يضمن تحقيق أعلى عائد على الأصول بأقل تكلفة ممكنة وبأدنى مستوى من المخاطر المالية، وهذا يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للمؤسسة وبالتالي تعظيم عوائد المساهمين (صديقي و آخرون، 2017، صفحة 81)، وبمفهوم آخر يعني الهيكل المالي الأمثل إيجاد التركيبة المثلى لعناصر الهيكل المالي بحيث تكون التكلفة المرجحة في حدها الأدنى، وذلك حسب المعطيات والبيئة المحيطة بالمؤسسة من حيث مصادر التمويل المتاحة والقيود المفروضة على تلك المصادر وكذلك الشروط والفوائد المفروضة، بالإضافة إلى ذلك، تلعب السياسات التي تتبناها المؤسسة دورًا هامًا، بما في ذلك نسبة الرفع التي تفرضها المؤسسة، وسياسة توزيع الأرباح، إضافة إلى معدل العائد الداخلي المتوقع على الاستثمار في المشروع المنوي تمويله (نعيم نمر، 2011، صفحة 180).

يمكن القول بأن هيكل التمويل، بشكل عام، يتضمن كل من التمويل المقترض والتمويل الممتلك، حيث يترتب عن التمويل بالتمويل المقترض (التمويل بالدين) دفع فوائد دورية، التي تكون ثابتة عادة، إضافة إلى أصل المال المقترض إلى المقرضين، فإذا حققت المؤسسة عوائد تزيد عما هو مطلوب تسديده للمقرضين، فإن بالإمكان أن توزع هذه الفوائض على المالكين أو قد يعاد استثماره (بن عمار و آيت مختار، 2021، صفحة 270)، أما بالنسبة للتمويل الممتلك (التمويل بالملكية) فهو ينشأ بشكل أساسي من المبالغ النقدية التي يقدمها المالكين لشراء الأصول المطلوبة للبدأ بعمليات المؤسسة، ويمكن أن تزداد حقوق الملكية عن طريق احتجاز الأرباح وإعادة

استثمارها في توسيع عمليات المؤسسة (تايه النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 362)، حيث تم استعراض كل عنصر من هذه العناصر في الفصل الأول بالإضافة لشكل تفصيلي بعنوان مصادر تمويل الاستثمارات.

2.2. تقدير تكلفة مصادر التمويل:

تعرف تكلفة التمويل بأنها الحد الأدنى من العائد الذي يجب تحقيقه من المشاريع الاستثمارية التي تم تمويلها إما من مصادر داخلية أو خارجية أو كلاهما، بحيث تؤدي هذه عوائد الاستثمارات إلى تحقيق الأهداف الرئيسية للمؤسسة.

وتكمن أهمية تكلفة التمويل في النقاط الأساسية التالية (زنانرة و العيد، 2023، صفحة 337):

- ✓ إن حساب تكلفة التمويل يتيح للإدارة المالية استخدام مصادر التمويل بحذر وذلك يجنبها تحمل المخاطر الإضافية كمخاطر الرفع المالي والمخاطر المالية؛
- ✓ تعتبر تكلفة التمويل أحد المعايير التي يتم من خلالها قبول أو رفض المشاريع الاستثمارية وذلك عن طريق المقارنة بين تكاليف المشروع والعوائد المتوقعة؛
- ✓ حساب تكلفة التمويل يتطلب تحليل مكونات رأس المال ولكل منها طريقة مختلفة في حساب التكاليف؛
- ✓ هدف المدير المالي هو تعظيم ثروة المساهمين ولا يتحقق ذلك إلا بالعمل على تخفيض التكاليف وأهمها تكلفة التمويل.

ويقتضي حساب تكلفة التمويل الوقوف على تكلفة كل عنصر من عناصر الهيكل المالي للمؤسسة، أي تكلفة التمويل من المصادر طويلة وقصيرة الأجل، والجدير بالذكر أن الاستثمارات يتم تمويلها من المصادر طويلة الأجل فقط، وبما أننا بصدد تقدير تكلفة التمويل التي تستخدم كمعيار أساسي عند اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية، يجب علينا التركيز على تكلفة هيكل رأس المال والمتكون من الأسهم العادية والممتازة، والأرباح المحتجزة، بالإضافة إلى الديون طويلة الأجل وليس على تكلفة الهيكل المالي ككل (قريني، 2023، صفحة 64).

— حساب تكلفة التمويل بحقوق الملكية **Cost of Equity Financing**:

تُعد عملية تحديد تكلفة تمويل حقوق الملكية معقدة وذات أهمية بالغة في التمويل المؤسسي، من جهة خصوصيتها ومن جهة أخرى لصعوبة تقدير تكلفتها، يكمن التعقيد والصعوبة في غياب أسلوب مباشر يمكن المؤسسة من تحديد معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين، والذي يمثل تكلفة الفرصة البديلة للاستثمارات ذات المخاطر المتساوية (الزبيدي، 2008، الصفحات 501-502).

● تكلفة الأسهم العادية:

تعرف تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية على أنها العائد الذي يطلبه حملة الأسهم لقاء امتلاكهم له، وتمثل كلفة الأسهم العادية رياضياً بمعدل الخصم الذي يستخدمه المستثمرون لحساب القيمة الحالية لمقسوم أرباح

السهم الدورية المتوقع توزيعها في المستقبل من قبل المؤسسة (غربي و بدروني، 2019، صفحة 149)، ويمكن أن يأخذ التمويل بالأسهم العادية شكلين: الشكل الأول يتمثل باحتجاز الأرباح ومن ثم رصمتها، والشكل الثاني يتمثل بإصدار أسهم جديدة (تايه النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 372).

ويتم حساب كلفة الأسهم العادية وفق أربع نماذج، وهي كالآتي:

○ **طريقة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية:** تتمثل تكلفة الأسهم العادية حسب هذا النموذج في معدل الخصم الذي يستخدم لحساب القيمة الحالية للأرباح المتوقع توزيعها في المستقبل من طرف المؤسسة، ويفترض هذا النموذج أن الأرباح التي سوف تقوم المؤسسة بتوزيعها في السنوات القادمة ستتمو بنسبة ثابتة، وهذا ما يتطلب تحديد الأرباح المتوقع توزيعها من طرف المؤسسة بعد نهاية المدة الأولى فقط (قريني، 2023، الصفحات 64-65)، كما يواجه تطبيق هذا النموذج صعوبات أهمها: صعوبة تحديد العائد المتوقع من السهم (توزيعات الأرباح المتوقعة)، وصعوبة تحديد معدل النمو المتوقع لهذه التوزيعات (أندراوس، 2006، صفحة 416).

وبذلك فإن كلفة السهم العادي بموجب النموذج المذكور يتم باستخدام المعادلة أدناه (تايه النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 372):

$$\text{كلفة السهم العادي} = (\text{العائد المتوقع من السهم} / \text{صافي السهم}) + \text{معدل النمو في الأرباح}$$

$$= (\text{العائد المتوقع من السهم} / \text{سعر السهم}) - \text{كلفة الإصدار} + \text{معدل النمو في الأرباح}$$

$$K_e = \left(\frac{D_1}{NP} \right) + g = \left(\frac{D_1}{P_0(1 - F)} \right) + g$$

حيث:

K_e : تكلفة السهم العادي؛

D_1 : العائد المتوقع من السهم (توزيعات الأرباح المتوقعة على السهم)؛

NP : صافي سعر السهم؛

P_0 : السعر السوقي للسهم؛

F : تكلفة الإصدار؛

g : معدل النمو المتوقع في توزيعات الأرباح.

○ **طريقة الأرباح المنسوبة أو المعدلة بسعر السهم:** تقيس هذه الطريقة تكلفة التمويل بدلالة عائدات الأسهم والأرباح التي تحتفظ بها المؤسسة، وتعتمد على أساس أن تكلفة التمويل ترتبط بالمبالغ الموزعة من الأرباح على المساهمين وبالأرباح التي تحتجزها المؤسسة لإعادة استخدامها في الاستثمارات الجديدة التي سترفع من قيمة

المؤسسة ومن ربحيتها (قريني، 2023، صفحة 65)، ويتم حسابها بالطريقة التالية (آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، 2009، الصفحات 318-319):

$$K_e = \frac{EPS}{NP} = \frac{EPS}{P_o - (F + D)}$$

حيث:

EPS: الأرباح الحالية للسهم الواحد؛

NP: القيمة الصافية للسهم؛

Po: سعر بيع السهم؛

F: تكلفة الإصدار؛

D: تكلفة الخصم.

وتعتبر هذه الطريقة بوجه عام غير دقيقة فهي لا تعكس التوقعات الحقيقية لحملة الأسهم، وبذلك تعد طريقة الأرباح الموزعة أدق من هذه الطريقة لكونها تعكس النمو المتوقع في الأرباح (الحجازي، 2001، صفحة 31).

○ نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM: يحتل النموذج **Capital asset pricing model** مكانة كبيرة في حساب تكلفة التمويل بالأسهم العادية، حيث يوازن نموذج تسعير الأصول المالية بين معدل العائد المطلوب من السهم العادي (تكلفته) وبين مخاطرته (غري و بدروني، 2019، صفحة 150)، أي يأخذ بعين الاعتبار العلاقة بين العائد والمخاطرة، حيث يعتمد على المخاطر السوقية المقاسة بمعامل بيتا عند حسابه لتكلفة الأسهم العادية (معدل العائد المطلوب)، وبالتالي فإن التكلفة المحسوبة بموجبه تكون أكثر موضوعية، وينظر هذا النموذج للعائد من خلال معادلة منحني السوق للورقة المالية (حداد، 2008، صفحة 245)، وذلك على النحو الآتي (قريني، 2023، صفحة 66):

$$K_e = E_{xi} = r + (E_{xm} - r) \beta_i$$

فباستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية فإن تكلفة السهم العادي عبارة عن العائد المطلوب من قبل المستثمرين كتعويض عن مخاطر السوق التي يتعرضون لها (حداد، 2008، صفحة 246).

حيث:

E_{xi}: معدل العائد المتوقع (معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين الحاليين على أسهمهم في المؤسسة)؛

r: معدل العائد الخالي من المخاطرة (المعدل على سندات الخزينة)؛

(E_{xm}-r): علاوة مخاطر السوق (عائد السوق المتوقع (أي العائد على محفظة استثمارية تتكون من جميع

الأسهم الموجودة في السوق المالي)نطرح منه معدل العائد الخالي من المخاطرة)؛

β_i: معامل المخاطر النظامية (معامل بيتا).

في الصيغة السابقة، يمكن استخراج المخاطرة النظامية أو مخاطرة السوق، أو كما تسمى بيتا السوق (Market beta)، التي تصاغ كما يلي (غربي و بدروني، 2019، صفحة 151):

$$B_i = \frac{cov(x_i, x_m)}{Var(x_m)}$$

$Cov(x_i, X_m)$: التباين المزدوج بين عائد الأ سهم وعائد السوق؛

$Var(x_m) = \sigma_m^2$: تباين عائد السوق؛

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ميزتان أساسيتان، فالأولى تعديل للمخاطرة، أما الثانية فإن النموذج ينطبق على المؤسسات التي لا يكون فيها نمو أرباح السهم ثابتا. وبذلك، فإن النموذج يطبق على نطاق واسع من المؤسسات.

وبالرغم من أن هذا النموذج يمكن أن يعطي تقديرات دقيقة لتكلفة الأ سهم العادية، إلا أن هناك مشاكل وصعوبات تواجه تطبيقه أهمها: وجود صعوبة في تقدير معامل بيتا، وصعوبة تقدير علاوة مخاطر السوق، كما أن هناك جدل قائم حول اختيار معدل العائد الخالي من المخاطرة، هل يتم اختياره على أساس معدل الفائدة على السندات الحكومية طويلة الأجل، أو على أساس معدل الفائدة على أذونات الخزانة (قصيرة الأجل) (اندراس، 2006، صفحة 415).

○ **طريقة معدل العائد على السندات مضافا إليه علاوة الخطر:** يتم حساب تكلفة الأ سهم العادية (معدل العائد المطلوب) وفق هذه الطريقة بتحديد علاوة خطر تتراوح ما بين 3% و 5%، تضاف إلى معدل الفائدة المدفوع على قروض المؤسسة طويلة الأجل أو سنداها، حيث يخضع تحديد هذه العلاوة لاعتبارات تقديرية، وعليه فإن تقدير تكلفة الأ سهم العادية وفق هذه الطريقة يخضع لاعتبارات التقدير الشخصي، لذلك فمن المحتمل أن يكون التقدير وفق هذه الطريقة غير دقيق (اندراس، 2006، صفحة 415).

● **تكلفة الأ سهم الممتازة:** هي عبارة عن نسبة توزيعات أرباح السهم الممتاز Preferred Stock Dividends إلى المبلغ الذي تم تحصيله Net Proceeds نتيجة لبيع السهم الممتاز، حيث يعبر المبلغ المتحصل نتيجة لبيع السهم الممتاز عن المبلغ الذي تم استلامه ناقص التكلفة العائمة (حداد، 2008، صفحة 242)، والمعادلة التالية تبين كيفية حساب تكلفة السهم الممتاز (بوربيعة، 2011، صفحة 62):

$$K_{ps} = \frac{D_{ps}}{N_p}$$

حيث:

K_{ps} : تكلفة التمويل بالأ سهم الممتازة، ويمثل معدل العائد المتوقع الحصول عليه من حملة الأ سهم الممتازة.

D_{ps} : توزيعات الأرباح السهم الممتاز بالدنانير (تكون بمعدل ثابت في حالة الأ سهم الممتازة)، حيث $D =$

معدل الربح × القيمة الإسمية للسهم الممتاز.

Np : صافي سعر الإصدار (القيمة السوقية الصافية) = القيمة الاسمية - مصاريف الإصدار - خصم الإصدار
أو + علاوة الإصدار

قيمة العائد السنوي للسهم أو حصة السهم الواحد من الأرباح = القيمة الاسمية للسهم معدل العائد السنوي
قيمة الإصدار للسهم = القيمة الاسمية للسهم + - علاوة أو خصم الإصدار للسهم

● **تكلفة الأرباح المحتجزة:** وتمثل جزء من إيرادات المشروع التي لا توزع على المساهمين والاعتماد على الأرباح المحتجزة كمصدر تمويلي لا يكون متاحاً إلا في ظل مشروعات قائمة بالفعل ترغب في تمويل فرص استثمارية جديدة كالفرص الاستثمارية المرتبطة بعمليات الإحلال الرأسمالي أو التوسع (سعدي، 2013، صفحة 83)، وبالرغم من أن المشروع لا يدفع توزيعات عن الأرباح المحتجزة إلا أن لها تكلفة تتمثل في عائد الفرصة البديلة، أي العائد الذي كان بالإمكان تحقيقه لو استثمرت تلك المبالغ في مجالات أخرى، ويتم معاملة هذه الأرباح عند حساب تكلفتها معاملة الأسهم العادية مع ملاحظة أن الأرباح المحتجزة ليس لها تكلفة إصدار، ولا يتحمل المشروع في استخدامها كمصدر تمويلي أية مصاريف إضافية (دوابه، 2008، صفحة 87)، ويمكن حساب تكلفة الأرباح المحتجزة وفقاً لثلاث أساليب وهي:

○ **أسلوب نموذج تسعير الأصل الرأسمالي CAPM:** ويسمح هذا النموذج بحساب معدل العائد المطلوب من السوق على السهم، وبالتالي حساب تكلفة أو مكافئة الأموال الخاصة بالنسبة للمؤسسة، وهو يتكون من جزئين من العائد: معدل العائد خالي المخاطر (معدل الفائدة على سندات الخزينة طويلة الأجل أو معدل الفائدة على أذونات الخزينة قصيرة الأجل)، زائد علاوة مخاطرة لتعويض المستثمر عن تحمله للمخاطر النظامية (مخاطر السوق) التي تتضمنها الورقة المالية، أما المخاطر غير النظامية (مخاطر الشركة) فلا يتضمنها هذا النموذج، لأنه يمكن التخلص منها بالتنوع؛

وبما أن المخاطر النظامية تنقسم إلى خطر اقتصادي مرتبط بطبيعة النشاط، وخطر مالي مرتبط بالهيكل المالي للمؤسسة (وجود الديون ذات التكلفة الثابتة)، فإن العائد المحسوب من خلال نموذج MEDAF، يمثل مكافئة المخاطر النظامية التي تتعرض لها المؤسسة، والتي تشمل المخاطر الاقتصادية (مخاطر الأعمال) والمخاطر المالية (بن داودية، 2019، صفحة 80)، يعطى النموذج بالعلاقة التالية (تايه النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 375):

تكلفة الأرباح المحتجزة = المعدل الخالي من المخاطرة + (عائد السوق - العائد الخالي) بيتا

$$K_S = K_{RF} + (K_M - K_{RF}) \beta_S$$

حيث:

K_S : معدل العائد المطلوب من المستثمر على السهم a ، ويعتبر تكلفة التمويل بالأموال الخاصة (الأسهم) بالنسبة للمؤسسة، أو معدل الخصم المعدل بالمخاطر؛

K_M : معدل العائد المتوقع للسوق المالي، وهو متوسط عائد أسهم الشركات المدرجة على المدى الطويل (على الأقل 5 سنوات)؛

K_{RF} : معدل العائد الخالي من المخاطرة؛

B: مؤشر لحساسية معدل عائد السهم مقارنة بحساسية معدل عائد السوق المتوقع للمخاطر النظامية.

○ أسلوب ناتج السند زائدا علاوة المخاطرة المخاطرة (**Bond-Yield-Plus-Risk-Premium**):
ويعد الأسلوب المذكور من الأساليب التي تعتمد على التقديرات الذاتية للمحللين، الذين يقدرون كلفة حقوق الملكية عن طريق اضافة نسبة لمعدل الفائدة على المديونية طويلة الاجل للمنشأة، وأن تقدير الكلفة باستخدام الأسلوب المذكور هو من السهولة من الناحية النسبية (تايه النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 375)، ولحساب كلفة الأرباح المحتجزة فيمكن لنا الاستعانة بالمعادلة أدناه (بوربيعة، 2011، صفحة 65):

تكلفة الأرباح المحتجزة = ناتج السند Bond Yield + علاوة المخاطرة Risk Premium

= +

○ أسلوب التدفق النقدي المخصوم (**Discounted Cash-Flow**): يعتمد كل من السعر ومعدل العائد المتوقع للسهم العادي بشكل كبير على دفعات المقسوم المتوقعة من السهم، وان قيمة السهم العادي تكتب كما يلي: $[P_N = (D_1 / (k_s - g))]$ (تايه النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 376)، وبلاستفادة من المعادلة المذكورة يمكن اشتقاق المعادلة ادناه لحساب كلفة الأرباح المحتجزة (بوربيعة، 2011، صفحة 66):

كلفة الأرباح المحتجزة = (المقسوم المتوقع / قيمة السهم العادي) + معدل النمو

$$K_s = (D_1 + P_N) + g$$

حيث:

K_s : تكلفة السهم العادي؛

D_1 : العائد المتوقع من السهم الواحد؛

P_N : صافي سعر السهم.

— **حساب تكلفة التمويل بالدين (الاقراض) Cost of Debt:**

يمكن تعريفها على أنها تتضمن تكلفة القروض المصرفية طويلة ومتوسطة الأجل وتكلفة السندات، وتمثل في معدل الفائدة الفعلي الذي تدفعه المؤسسة، وبما أن فوائد الديون تعتبر من الأعباء التي تتضمنها قائمة الدخل فإن المؤسسة تحقق وفورات ضريبية من ورائها تتمثل في مبلغ الفائدة مضروبا في معدل الضريبة، وبالتالي يكون معدل الفائدة الفعلي مساويا للمعدل قبل الضريبة مطروحا منه الوفر الضريبي (الحناوي، مصطفى، و العبد، الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديدة، 2003، صفحة 196).

تتضمن تكلفة التمويل بالدين كل من تكلفة القروض المصرفية طويلة ومتوسطة الأجل وتكلفة السندات، وتتمثل في معدل الفائدة الفعلي الذي تدفعه المؤسسة، وبما أن فوائد الديون تعتبر من الأعباء التي تتضمنها قائمة الدخل فإن المؤسسة تحقق وفورات ضريبية من ورائها تتمثل في مبلغ الفائدة مضروباً في معدل الضريبة، وبالتالي يكون معدل الفائدة الفعلي مساوياً للمعدل قبل الضريبة مطروحاً منه الوفر الضريبي (الحناوي و مصطفى، 2008، صفحة 290)، وتحسب تكلفة الديون بالشكل التالي (تايه النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 368):

كلفة المديونية بعد الضريبة = العائد المطلوب من قبل حملة المديونية - الوفر الضريبي

$$K_{dt} = k_d - k_d \times T = k_d (1-T)$$

ومن المعادلة أعلاه يمكن القول بأن الدولة تتحمل جزء من تكلفة المديونية كون أن الفوائد تعد من التكاليف التي تظهر في قائمة الدخل وتؤدي إلى تخفيض الدخل الخاضع للضريبة، وبالتالي إلى تخفيض مبلغ الضريبة المدفوعة من قبل المؤسسة، أي وجود فوائد في قائمة الدخل يؤدي إلى تخفيف العبء الضريبي المترتب على المؤسسة. إن السبب الذي يدعو المؤسسات إلى استخدام تكلفة الدين بعد خصم الضريبة، هو أن زيادة قيمة السهم تعتمد على التدفقات النقدية بعد خصم الضريبة، وبما أن الفوائد نفقات قابلة للخصم فإنها تولد وفورات ضريبية تخفض التكلفة الصافية للدين، حيث تصبح تكلفة الدين بعد خصم الضريبة أقل من تكلفة الدين قبل خصم الضريبة. وحيث أن التدفقات النقدية ومعدلات العائد تستند على أسس متماثلة فقد تم تعديل سعر الفائدة باتجاه الأسفل مراعاة المعالجة الضريبية المفضلة للدين (بوربيعة، 2011، صفحة 61).

3.2. التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (الكلفة المتوسطة الموزونة لرأس المال):

يمكن تعريف التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (WACC)، والتي يطلق عليها أيضاً تكلفة التمويل Cost of Financing ومعدل خصم الفرص الاستثمارية، على أنها عبارة عن المتوسط المرجح لتكلفة كل مصدر من مصادر التمويل المستخدمة من طرف المؤسسة (قربني، 2023، صفحة 70).

لا يمكننا استخدام المتوسط الحسابي البسيط لتقدير تكلفة التمويل لأن مصادر التمويل غير متساوية، كما أن تكلفة كل مصدر تختلف عن تكلفة بقية المصادر، لذلك نستخدم المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان، حيث يتم ترجيح تكلفة كل عنصر من عناصر هيكل رأس المال بمنحه وزناً يمثل نسبة هذا الأخير إلى مجموع العناصر المكونة لهيكل رأس المال (الحناوي و مصطفى، الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال، 2008، صفحة 303)، ويتم حساب التكلفة الوسيطة بعد حساب التكلفة K_i والوزن النسبي W_i لكل مصدر من مصادر التمويل، وهذا وفق العلاقة التالية:

$$CMP = \sum K_i W_i$$

والوزن W_i هو نسبة كل تمويل بالنسبة إلى مجموع التمويل (صديقي و آخرون، 2017، صفحة 88).

وعليه تعبر التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال عن مجموع كلف مصادر التمويل طويلة الأجل مرجحة بالأهمية النسبية لكل مصدر في مساهمته في تشكيل رأس المال، وتحسب هذه التكلفة بموجب المعادلة التالية:

التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال = (نسبة المديونية × تكلفة المديونية) + (نسبة الأسهم الممتازة × تكلفة الأسهم الممتازة) + (نسبة الأسهم العادية × تكلفة الأسهم العادية) + (نسبة الأرباح المحتجزة × تكلفة الأرباح المحتجزة).

$$WACC = (K_D \times W_D) + (K_{PS} \times W_{PS}) + (K_e \times W_e) + (K_S \times W_S)$$

حيث:

WACC أو **CMPC** : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال **Cout Moyen Ponderee du Capital / Weighted Average Cost of Capital**.

المطلب الثالث: مؤشرات تقييم القرار التمويلي واتخاذ

تُعد المؤشرات المالية من أهم الأدوات التي تعتمد عليها المؤسسة في تحليل قوائمها المالية، وهذا لتمكينها من تشخيص الوضعية المالية بدقة وتقييم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المستقبلية، كما تساهم هذه المؤشرات في توفير أساس موضوعي لاتخاذ القرارات التمويلية الرشيدة، ومن بين هذه المؤشرات نجد:

1. **مؤشرات التوازن المالي:** تسمح دراسة التوازن المالي بتقييم الملاءة والخطر المالي المتعلق بالنشاط الاستغلالي للمؤسسة، وبمفهوم آخر توفير الاحتياجات المالية للمؤسسة بالأحجام المطلوبة بأحسن وبأدنى تكلفة واستخدام هذه الأموال ضمن هيكل مالي لتحقيق المؤسسة توازنا ماليا جيدا أي يضمن لها إمكانية تسديد التزاماتها العامة وديونها القصيرة خاصة بتواريخ استحقاقها وتجنبها لوقوعها في عسر مالي الذي قد يؤدي بها إلى الإفلاس وخروجها من دائرة الأعمال (غالبي، 2018، صفحة 170).

وتكمن أهمية التوازن المالي في (غالبي، 2018، صفحة 170):

- التنبؤ بالنتائج المستقبلية للخزينة العامة للمؤسسة وتقييم المخاطر المرتبطة بها؛
 - تقدير العائدات من فرص الاستثمار المتاحة؛
 - كما يستعمل لفرض الرقابة الداخلية على تدفقات الأموال الداخلية والخارجية من حيث مجالات حسنت استعمالها؛
 - تقييم الأداء المالي للمؤسسة والتعرف على مدى الاستخدام العقلاني للموارد.
- وهناك عدة مؤشرات لإبراز مدى توازن المؤسسة أهمها: رأس المال العامل، احتياج رأس المال العامل والخزينة الصافية.

1.1. مؤشر رأس المال العامل (FR): يعتبر من أهم مؤشرات التوازن المالي، يعرف رأس المال العامل الصافي على أنه الهامش أو الفائض من الأموال الدائمة الذي يزيد عن تمويلها للأصول الثابتة، أي أنه التمويل الدائم الموجه لدورة الاستغلال، ويحسب بأسلوبين هما (نعيم نمر، 2011، الصفحات 133-134):
- أسلوب أعلى الميزانية:

رأس المال العامل = الأموال الدائمة - الأصول الثابتة

رأس المال العامل FR = (الأموال الخاصة + الديون الطويلة الأجل) - الأصول الثابتة
- أسلوب أسفل الميزانية:

رأس المال العامل = الأصول المتداولة - الديون القصيرة الأجل

رأس المال العامل FR = (قيم جاهزة + قيم محققة + المخزونات) - الديون قصيرة الأجل
وبين الجدول التالي الحالات التي يمكن أن يأخذها رأس المال العامل الصافي الإجمالي:

جدول رقم (III-2): الحالات التي يمكن أن يأخذها الرأس المال العامل الصافي الإجمالي.

FR ng>0	يتحقق ذلك عندما تكون الأموال الدائمة < التثبيتات وبالتالي فعلى المسير المالي يجعل المؤسسة تبتعد عن خطر نقص السيولة والتعثر المالي ما يعني ان المؤسسة متوازنة ماليا على المدى الطويل، أي أن المؤسسة، تمكنت من تمويل احتياجاتها الطويلة أجل باستخدام مواردها الطويلة الأجل وحقق فائض مالي يمكن استخدامه في تمويل الاحتياجات المالية المتبقية، وهذا ما يشير إلى توازن في الهيكل المالي للمؤسسة.
FRng < o	يتحقق ذلك عندما تكون الأموال الدائمة > التثبيتات وبالتالي فإن المسير المالي يجعل المؤسسة تقترب من خطر العسر المالي بسبب أن المؤسسة قامت بتمويل الاستخدامات المستقرة ذات العمر الاقتصادي الطويل بموارد الدورة القصيرة الأجل، المؤسسة في هذه الحالة عاجزة عن تمويل استثماراتها وباقي الاحتياجات المالية باستخدام مواردها المالية الدائمة، وبالتالي فهي بحاجة إلى تقليص مستوى استثمارها إلى حد الأدنى الذي يتوافق مع مواردها المالية الدائمة.
FR = o	في هذه الحالة تغطي الأموال الدائمة التثبيتات فقط، أما الأصول فتغطي عن طريق القروض القصيرة الأجل، فهذه الوضعية لا تتيح أي ضمان تمويلي في المستقبل، وترجم هذه الحالة الوضعية الصعبة للمؤسسة.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

— زبيدة سمروود، جمال الدين سحنون، " دور التحليل المالي في تقييم الأداء المالي عن طريق مؤشرات التوازن (دراسة حالة المؤسسة الوطنية للسكك الحديدية ANESRIF للفترة 2017-2018)", مجلة الريادة لاقتصاديات الاعمال، المجلد 06، العدد 03، 2020، ص 351-352.

2.1. احتياجات رأس المال العامل BFR: ينتج عن دورة الاستغلال تدفقات نقدية داخلية وأخرى خارجة وفي كثير من الحالات لا تستطيع المؤسسة تغطية ديونها للاستغلال بواسطة حقوقها ومخزونات نتيجتها وجود فوارق زمنية بين الاستغلال تجعل المؤسسة بحاجة للحصول على أموال لتغطية احتياجاتها والتي يعبر عنها بالاحتياجات من رأس المال العامل BFR (سمروود و سحنون، 2020، صفحة 353)، وتحسب بالعلاقة التالية:

احتياج رأس المال العامل $BFR = \text{احتياجات الدورة} - \text{موارد الدورة}$
 احتياج رأس المال العامل $BFR = (\text{المخزونات} + \text{مدينو الاستغلال} + \text{مدينو خارج الاستغلال}) - (\text{ديون الاستغلال} + \text{ديون خارج للاستغلال})$

ويبين الجدول التالي الحالات التي يمكن أن يأخذها احتياج رأس المال العامل:

جدول رقم (III-3): الحالات التي يمكن أن يأخذها احتياج رأس المال العامل.

$BFR > 0$	يكون احتياج رأس المال العامل موجب عندما يكون مجموع الأصول الجارية ما عدا أصول الخزينة أكبر من مجموع الخصوم الجارية ما عدا خصوم الخزينة.
$BFR < 0$	يكون احتياج رأس المال العامل سالب عندما يكون مجموع الأصول الجارية ما عدا أصول الخزينة أقل من مجموع الخصوم الجارية ما عدا خصوم الخزينة.
$BFR = 0$	يكون احتياج رأس المال العامل يساوي الصفر عندما يكون مجموع الأصول الجارية ما عدا أصول الخزينة يساوي مجموع الخصوم الجارية ما عدا خصوم الخزينة.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

— عميروش بوبكر، " أهمية تحقيق التوازن المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية لعينة من المجمعات البترولية للفترة (2019/2020)", مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد 07، العدد 01، 2022، ص 167.

3.1. الخزينة TR: هي مجموع الأموال الجاهزة (النقدية) تحت تصرف المؤسسة في حالة سيولة التي يمكن التصرف فيها لمقابلة احتياجات دورة الاستغلال من خلال الخزينة تستطيع المؤسسة تحديد التوازن المالي فإذا تمكنت من تغطية مختلف احتياجاتها، يكون رصيد الخزينة موجب وهي حالة فائض وفي العكس تكون الخزينة سالبة وهي عجز (سمرود و سحنون، 2020، صفحة 354)، تعطى بالعلاقة التالية (حجاج و شيخي، 2014، صفحة 253):

$$Tn = \text{رأس المال العامل} - \text{احتياجات رأس المال العامل}$$

$$Tn = \text{القيم الجاهزة} - \text{السلفات المصرفية}$$

ويبين الجدول التالي حالاتها الثلاث:

جدول رقم (III-4): الحالات التي يمكن أن تأخذها الخزينة.

$Tn > 0$	حالة 1: رأس المال العامل الصافي الإجمالي < احتياج من رأس المال العامل، يكون التوازن المالي هنا محقق. أي المؤسسة تتمتع بفائض في الخزينة. حالة 2: رأس المال العامل الصافي الإجمالي > احتياج من رأس المال العامل سالب، يكون هنا التوازن المالي محقق. بشرط أن يتولد عن دورة الاستغلال مورد بصفة متكررة مما يسمح باعتباره مورد دائم المؤسسة تتمتع بفائض في الخزينة.
$Tn < 0$	رأس المال العامل الصافي الإجمالي > احتياج من رأس المال العامل، تعني التوازن المالي غير محقق. تلجأ المؤسسة إلى ديون الخزينة من أجل تمويل الاحتياج من رأس المال العامل في هذه الحالة المؤسسة مرتبطة بالبنوك.

الفصل الثالث: دراسة الجدوى والتحليل المالي كأساس لترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية

Tn = 0	رأس المال العامل الصافي الإجمالي = احتياج من رأس المال العامل، التوازن المالي محقق. يمكن اعتبار هذه الحالة الأفضل من وجهة نظر التحليل الوظيفي.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

— آمنة دراجي، عبد الحميد علوان، " قاعدة التوازن المالي بين النظرية والتطبيق في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة حالة مطاحن عمرين عمر للفترة (2020-2022) "، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد 10، العدد 01، 2025، ص 25.

4.1. شروط التوازن المالي: لكي يتحقق التوازن المالي حسب التحليل الوظيفي، يجب أن يتحقق ما يلي (لقليطي، 2020، الصفحات 42-43):

— الشرط الأول: "رأس المال العامل الصافي الإجمالي موجب"، أي أن: $FRng > 0$ ، ويتحقق ذلك إذا تمكنت المؤسسة من تمويل الاستخدامات المستقرة اعتمادا على الموارد الدائمة، أي تمويل استثمارات المؤسسة اعتمادا على الموارد الطويلة والمتوسطة الأجل والمتمثلة في رؤوس الأموال الخاصة والخصوم غير المتداولة بالإضافة إلى مخصصات الاهتلاكات والمؤونات؛

— الشرط الثاني: "أن يغطي رأس المال العامل الصافي الإجمالي الاحتياج في رأس المال العامل"، أي أن: $FRng > BFR$ إذ لا يكفي أن تحقق المؤسسة رأس مال عامل موجب بل يجب أن يكفي هذا الهامش لتغطية احتياجات دورة الاستغلال؛

— الشرط الثالث: "خزينة موجبة" $Tn > 0$ ويتحقق ذلك بتحقيق الشرطين السابقين، وعندها تتمكن المؤسسة من تغطية موارد الخزينة المتمثلة في المساهمات البنكية الجارية بواسطة استخدامات الخزينة والمتمثلة في المتاحات.

2. النسب المالية الهيكلية:

تتميز النسب المالية بكثرتها وتنوعها سنقتصر على أهم النسب المالية ذات العلاقة بموضوع الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية والتي تعرف بالنسب الهيكلية، تقيس هذه النسب مدى قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها طويلة الأجل، وكذا مدى نجاح السياسة التمويلية لها في الموازنة بين مصادر التمويل الخارجية والداخلية، بالإضافة إلى كفاءة استثمار الأموال الموضوعة تحت تصرف المنشأة بشكل سليم، ونلخص أهم هذه النسب فيما يلي:

جدول رقم (III-5): النسب المالية الهيكلية.

النسبة	الصيغة الرياضية	تفسير النسبة
نسبة التمويل الدائم = $\frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{الأصول}}$ (الثابتة) $\times 100\%$		تشير هذه النسب إلى مستوى تغطية الاستثمارات الصافية بالأموال الدائمة، فهذه النسبة تعتبر صياغة أخرى لرأس المال العامل، أو ما يسمى بهامش الأمن، فإذا كانت هذه النسبة أقل من 100%، فإن رأس المال العامل يكون سالباً، فهذا يدل على أن جزءاً من الأصول الثابتة مغطى بقروض قصيرة الأجل وتكون المؤسسة فيه قد اخلت بشرط الملاءمة بين استحقاقية الخصوم وسيولة الخصوم.

الفصل الثالث: دراسة الجدوى والتحليل المالي كأساس لترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية

نسبة التمويل الخاص (الأموال الخاصة / الأصول الثابتة) $\times 100\%$	وتعني مدى تغطية المؤسسة لأصولها الثابتة بأموالها الخاصة، ويبين النسبة التي تحتاجها المؤسسة من القروض طويلة الأجل لتوفير الحد الأدنى من رأس المال العامل كهامش للأمن.
نسبة الاستقلالية المالية (الأموال الخاصة / الديون) $\times 100\%$	تشير هذه النسبة إلى وزن الديون داخل الهيكل المالي للمؤسسة وبالتالي إلى درجة استقلاليتها، إذا كانت هذه النسبة كبيرة استطاعت المؤسسة التعامل بمرونة مع الدائنين في شكل اقتراض وتسديد الديون، أما إذا كانت صغيرة فهذا معناه أن المؤسسة في وضعية مثقلة بالديون، ولا تستطيع الحصول على قروض إلا بتقديم ضمانات.
نسبة التمويل الخارجي (مجموع الديون / الأصول أو للأصول (الوفاء) (الخصوم) $\times 100\%$	وتسمى هذه النسبة أيضاً نسبة القدرة على الوفاء، وتبين هذه النسبة مدى تغطية الأموال الخارجية (الديون) لمجموع الأصول (موجودات المؤسسة). كلما كانت هذه النسبة صغيرة كانت أموال الدائنين مضمونة ولو تغيرت القيمة السوقية للموجودات.
نسبة الملاءة المالية العامة	وهناك من يعبر عليها بنسبة القدرة على التحويل إلى تسديد ratio de solvabilité تمثل قدرة المؤسسة على تغطية الأصول للديون أي إذا ما حولنا أصول المؤسسة إلى سيولة (قد تكون في حالة تصفية الشركة) هل بإمكان المؤسسة تسديد ديونها القصيرة والطويلة معا.
نسبة التمويل الذاتي للأصول	مدى اعتماد المؤسسة في تمويل استثماراتها على إمكانياتها الخاصة، وارتفاع هذه النسبة مؤشر إيجابي على وضع المنشأة المالي.
نسبة تغطية الديون طويلة الأجل	الأصول الثابتة تعتبر المصدر الأخير لتسديد الديون طويلة الأجل، وارتفاع هذه النسبة يعتبر مؤشراً إيجابياً ودليل على اعتماد الأصول الثابتة في تمويلها على التمويل الداخلي (الذاتي) وانخفاضها عن الواحد مؤشر سلبي في عمليات التمويل في المنشأة، وإذا كانت مساوية للواحد فهذا يعني أن كل الأصول الثابتة ممولة بديون طويلة الأجل، ولا يعتبر ذلك مؤشراً إيجابياً.
نسبة المديونية الكاملة	ويقدر ما تكون هذه النسبة منخفضة يعتبر وضع المنشأة إيجابياً ويجب ألا تتجاوز هذه النسبة الواحد، حيث يعتبر ذلك مؤشراً سلبياً ويفقد المنشأة استقلالها المالي وإذا كانت النسبة تساوي الواحد فهذا يعني أن إجمالي الديون تساوي الأموال الخاصة، وقد لا يكون ذلك من حيث المبدأ إيجابياً.
نسبة المديونية قصيرة الأجل	وكما كانت هذه النسبة منخفضة كلما كان ذلك أفضل للدائنين نظراً لزيادة ضمان ديونهم ولا يجوز أن تكون هذه النسبة أكبر من الواحد في أي حال من الأحوال لأنه لا يجوز أن يتحمل الدائنون مخاطر أكثر من التي يجب أن يتحملها أصحاب المنشأة.
نسبة المديونية طويلة الأجل	وكما كانت هذه النسبة منخفضة كان وضع المنشأة المالي أفضل وإذا تجاوزت الواحد فإن ذلك يعني أن الديون طويلة الأجل أكبر من الأموال الخاصة وهذا وضع خطير على المنشأة والأفضل ألا تزيد هذه النسبة عن 50%.
نسبة تمويل الأصول الثابتة	فإذا كانت النسبة أقل من الواحد فهذا يعني أن جزءاً من الأصول الثابتة ممول بديون قصيرة الأجل وهذا مؤشر سلبي وخطير على المنشأة، أما إذا كانت النسبة تساوي الواحد فهذا يعني أن كل الأصول الثابتة ممولة تماماً من الأموال الدائمة وبالتالي لا يوجد ما يسمى برأس المال العامل الصافي في المنشأة وهذا مؤشر سلبي أيضاً، أما

الفصل الثالث: دراسة الجدوى والتحليل المالي كأساس لترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية

إذا كانت النسبة أكبر من الواحد فهذا يشير الى رأس المال العامل الصافي بشكل نسبي.		
وبالعودة الى قاعدة التوازن المالي نقول أن مصدر تمويل الأصول المتداولة هو الخصوم المتداولة ورأس المال العامل الصافي وانخفاض هذه النسبة يعني ارتفاع رأس المال العامل الصافي والعكس صحيح، وارتفاع هذه النسبة عن الواحد يعتبر مؤشراً سلبياً لأن ذلك يعني أن جزءاً من الأصول الثابتة ممول بديون قصيرة الأجل وهذا غير مقبول، وتشير هذه النسبة الى رأس المال العامل الصافي على شكل نسبة ويجب أن تكون هذه النسبة أكبر من الواحد.	(الخصوم المتداولة/ الأصول المتداولة) $\times 100\%$	نسبة تمويل الأصول المتداولة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

— منير شاكر محمد وآخرون، "التحليل المالي - مدخل صناعة القرارات"، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، عمان، سنة 2008، ص 54-62.

— الشمري خالد توفيق، " التحليل المالي والاقتصادي في دراسات تقييم وجدوى المشاريع"، دار وائل للنشر والتوزيع، سنة 2010، ص 65-66.

— ناصر دادي عدون، "تقنيات مراقبة التسيير"، دار المحمدية، الجزائر، سنة 1999، ص 53.

3. قدرة التمويل الذاتي "La capacité d'autofinancement (CAF) :

تعد قدرة التمويل الذاتي مؤشر يقيس مصادر التمويل الداخلية للمؤسسة والناجمة عن الأنشطة التشغيلية، حيث أنه يمثل خزانة محتملة (ممكنة)، واعتماداً عليه يمكننا الانتقال إلى الخزانة الفعلية، والمعبر عنها بالفائض النقدي عن النشاط التشغيلي (لقلطي، 2020، صفحة 78).

1.3. التمويل الذاتي: يعتبر التمويل الذاتي المحور الأساسي للتمويل خصوصاً في مرحلة النمو، حيث يساهم بشكل مباشر في التقليل من المصادر الخارجية للتمويل، وبالمقابل يلعب دور الطعم لجذب وتحفيز وسائل التمويل الخارجية عند اللجوء إلى الاستدانة و/أو فتح رأس المال للمساهمة ويمكن تعريف التمويل الذاتي على أنه تلك الموارد الجديدة المتكونة بواسطة النشاط الأساسي للمؤسسة والمحتفظ بها كمصدر تمويل دائم للعمليات المستقبلية، أي تلك النتائج الإجمالية التي يعاد استثمارها في المستقبل بعد توزيع مكافأة رأس المال، لينتج عنها فائض نقدي محقق بواسطة النشاط و المخصص لتمويل النمو المستقبلي (بن ساسي و قريشي، التسيير المالي : الإدارة المالية : دروس وتطبيقات، 2006، الصفحات 240-241).

ويسمى كذلك بالتمويل الداخلي، والمعنى المقصود من مصطلح التمويل الذاتي هو اعتماد المؤسسة على الأموال التي تتولد نتيجة العمليات الجارية على مستواها دون اللجوء إلى مصادر خارجية (صديقي و آخرون، 2017، صفحة 80)، أي التمويل الذاتي يوافق الفائض النقدي الذي أفرزته المؤسسة بفضل أنشطتها الحالية (القدرة على التمويل الذاتي)، بعد توزيع الأرباح (ساحل، 2019).

ومن بين المزايا الأساسية للتمويل الذاتي نذكر ما يلي (barreau & delahaye, 1994, p. 352):

— يمنح الاستقلالية المالية للمؤسسة ويزيد من قدرتها على الاستدانة؛

— انعدام تكلفة هذا النوع من التمويل؛
— يتيح هامش من الحرية للمؤسسة عند اختيار الاستثمار دون قيود وشروط الائتمان؛
وهناك بعض الآثار السلبية نتيجة لإتباع هذه الطريقة في التمويل، والتي من بينها (مصيطفى و بن بوزيان، 2015، صفحة 228):

— قد يؤدي التمويل الذاتي إلى ارتفاع الأسعار؛
— قد لا يكون هناك توافق بين المساهمين والمؤسسة التي تسعى إلى تدعيم مركزها المالي على حساب توزيع الأرباح.

ويعتمد التمويل الذاتي على ما يتوافر للمؤسسة من الأصول النقدية السائلة وهذا بدوره يتوقف على الطاقة الإنتاجية للمؤسسة، كما يعتمد كذلك على أشكال السوق، ويرتبط كذلك بطريقة غير مباشرة بالظروف السائدة في السوق النقدية وسوق رأس المال ومدى مرونتها وقدرتها على تجميع المدخرات ومعدلات التضخم السائدة في الاقتصاد (مصيطفى و بن بوزيان، 2015، صفحة 228).

ويتم حساب التمويل الذاتي وفقا للصيغة التالية (مسعودي و طالبي، 2020، صفحة 270):

$$AF = CAF - \text{dividendes distribués}$$

حيث: التمويل الذاتي AF هو الفرق بين القدرة على التمويل الذاتي CAF والعوائد المدفوعة الموزعة (الأرباح الموزعة).

أما القدرة على التمويل الذاتي فتعرف كالاتي:

2.3. مفهوم قدرة التمويل الذاتي CAF: وتمثل في الفرق بين مجموع الإيرادات المحتملة تحصيلها ومجموع التكاليف المحتملة تسديدها، وتعبر عن فائض محتمل للخزينة وليس حقيقي، وتصبح CAF فائض حقيقي للخزينة عندما يتم تحصيل كل الإيرادات وتسديد كل التكاليف، وبمعنى آخر تمثل قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة فائض الموارد الداخلية أو فائض الخزينة المحتمل الناتج خلال دورة معينة عن مجموع الأنشطة، وهي عبارة عن مؤشر حول الاستقلالية المالية للمؤسسة، وتسمى أيضا بالمصطلح الأمريكي "Cash-flow" (قدام، بدون تاريخ، صفحة 01)، وتعطى بالعلاقة التالية (مصيطفى و بن بوزيان، 2015، صفحة 229):

$$CAF = R_n + D.AM \pm PV/MV$$

حيث أن: CAF: القدرة على التمويل الذاتي، R_n : النتيجة الصافية، DAM: الاهتلاكات والمؤونات، PV/MV: فائض القيمة /نقصان القيمة.

وتسمح قدرة التمويل الذاتي بـ: مكافأة الملاك، تحديد وزيادة الاستثمارات، زيادة رأس المال العامل، تسديد الديون المالية، قياس القدرة على النمو، تغطية الخسائر المحتملة والأخطار (قدام، بدون تاريخ، صفحة 02).

3.3. حساب قدرة التمويل الذاتي: تحسب قدرة التمويل الذاتي من خلال جدول حسابات النتائج، ومن المهم التفريق ما بين أنواع التكاليف والإيرادات، وعليه قدرة التمويل الذاتي هي الفرق ما بين:

$$CAF = \text{الإيرادات المحصلة}^* - \text{التكاليف المدفوعة}$$

$$CAF = \text{Produits Encaissables}^* - \text{Charges Décaissables}$$

* ما عدى إيرادات التنازل على الاستثمارات.

وهناك طريقتين لحساب قدرة التمويل الذاتي وهي كآآتي (بصير، 2019، الصفحات 27-28):

– **طريقة الطرح (Methode soustractive):** تعتمد هذه الطريقة على رصيد الفائض الإجمالي للاستغلال (يسمى بقدرة تمويل الاستغلال CAF d'exploitation)، حيث يضاف إليه جميع الإيرادات المقبوضة (النقدية)، وتخصم منه جميع الأعباء المدفوعة (النقدية)، ويتم احتسابه اعتمادا على النشاط من أعلى جدول حساب النتائج إلى الأسفل؛

– **طريقة الجمع (Methode additive):** تعتمد هذه الطريقة على نتيجة الدورة، حيث يخصم منها الإيرادات غير النقدية والتي تم ادماجها سابقا عند حساب النتيجة وإضافة جميع المصاريف غير النقدية (المحسوبة) والمخصومة من قبل، وذلك لاستبعاد أثرها، كما يستبعد هذا الحساب تأثير فوائض ونواقص القيمة المحققة عند التنازل عن الاستثمارات حتى لا يتأثر بالسياسة الاستثمارية للمؤسسة. نبينها في الجدول التالي:

جدول رقم (III-6): طرق حساب قدرة التمويل الذاتي.

طريقة الطرح (Methode soustractive)	طريقة الجمع (Methode additive)
EBE ou IBE	نتيجة النشاط
+ إيرادات عملياتية أخرى ح/75(1)	+ مخصصات الاهتلاكات والمؤنات ح/68.
- أعباء عملياتية أخرى ح/65(2)	- استرجاع المؤنات وخسائر القيمة ح/78.
+ إيرادات مالية ح/76	+ (-) نواقص القيمة (فوائض القيمة) المحققة عند التنازل عن الاستثمارات ح/652، ح/752.
- أعباء مالية ح/66	- أقساط إعانات الاستثمار المحولة لنتيجة السنة المالية ح/754.
- ضريبة على الأرباح ح/695	
+ إيرادات غير عادية ح/77	
- أعباء غير عادية ح/67	
= قدرة التمويل الذاتي CAF	
(1) ما عدا ح/752 فوائض القيمة عن خروج الأصول الثابتة غير المالية (عينية، معنوية، سندات المساهمة) + ح/754 أقساط إعانات الاستثمار المحولة إلى نتيجة السنة المالية.	
(2) ما عدا ح/652 نواقص القيمة عن خروج الأصول الثابتة غير المالية.	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

– هدى بصير، "التحليل المالي المتقدم"، مطبوعة جامعية، جامعة فرحات عباس - سطيف 1، الجزائر، سنة 2019، ص 28.

المبحث الثالث: معايير اتخاذ القرار الاستثماري

تستند عملية اتخاذ القرار الاستثماري إلى مجموعة من المعايير الكمية التي تهدف إلى تقييم الجدوى الاقتصادية للمشاريع، وقياس مساهمتها في تعظيم القيمة المؤسسية، وتتفاوت طبيعة هذه المعايير وأساليبها وفقاً لظروف بيئة اتخاذ القرار، حيث تتطلب حالات اليقين التام نماذج تقييم تعتمد على تدفقات نقدية مستقبلية محددة، في حين تستدعي حالات المخاطرة وعدم اليقين اعتماد نماذج أكثر تعقيداً تأخذ في الاعتبار احتمالات النتائج المختلفة.

المطلب الأول: بيئة وقواعد اتخاذ القرار الاستثماري

يعتبر التردد في اتخاذ القرارات من بين العوامل التي من شأنها إعاقة عملية إصدار القرارات السليمة والمناسبة في الوقت المناسب، مما قد يؤدي إلى التأثير على المشكلة وعن طرق حلها، وتعد العلاقة التي ترتبط بين القرار والمستقبل سبب هذا التردد في اتخاذ القرارات، وتقوم هذه العلاقة على المعلومات المرصودة للمستقبل ودرجة دقتها.

وفي الغالب تكون نتائج هذه العمليات غير معلومة بدقة في المستقبل، مما يؤدي إلى عملية اتخاذ القرارات في ظروف متباينة والتي يمكن أن تتراوح بين درجة التأكد ودرجة عدم التأكد، ويتم اتخاذ القرارات في ظل ثلاث ظروف أو حالات رئيسية، والتي تعتمد على توفر أو عدم توفر احتمالات حدوث حالات الطبيعة، وتتمثل هذه الحالات في: حالات عدم التأكد، حالات التأكد، حالة المخاطرة. والجدول الموالي يبين معايير ظروف اتخاذ القرارات:

جدول رقم (III-7): معايير ظروف اتخاذ القرارات.

البيئة ب البيئة أ	بسيطة	معقدة
مستقرة	بيئة مستقرة بسيطة (حالة التأكد)	بيئة مستقرة معقدة (حالة المخاطرة)
متغيرة	بيئة متغيرة بسيطة (بين المخاطرة وعدم التأكد)	بيئة متغيرة معقدة (عدم التأكد)

المصدر: - محمد موسي فرج الله، دور المعلومات الحاسوبية في اتخاذ القرارات الإدارية في ظل ظروف عدم التأكد، مذكرة ماجستير، تخصص محاسبة وتمويل، جامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2011، ص 30.

1. اتخاذ القرار في حالة التأكد:

ففي هذه الحالة فإن المعلومات تكون كافية وأكيدة لدى القرار مما يمكنه من معرفة نتائج قراره، ويعتبر هذا القرار من أسهل القرارات التي يمكن اتخاذها، حيث أن المعرفة الكاملة للظروف التي يتم اتخاذ القرار فيها متوفرة، أي أن العالم الخارجي لا يوجد له تأثير على النتائج، وبالتالي فإننا نكون متأكدين من نتيجة كل بديل فإذا تعلقت المشكلة بالوصول إلى أدنى حد من التكاليف فإننا نقوم باختيار أقل البدائل تكلفة، أما إذا ما تعلقت المشكلة بالوصول على أقصى حد من الأرباح فإننا سنقوم باختيار أعلى البدائل ربحاً.

وفي حالة التأكد تكون ظروف بيئة القرار مستقرة وبسيطة، حيث تشتمل على عدد قليل من المؤثرات المتشابهة والعوامل، والتي تستمر خلال فترة اتخاذ القرار وكذا خلال عملية تنفيذه، كما أن اتخاذ القرارات في حال التأكد يتم إذا ما كان هناك لكل قرار حالة واحدة للطبيعة، ويكون احتمال حدوث هذه الحالة مساوياً للواحد، وتكون مشكلة اتخاذ القرار في هذه الحالة هي بمثابة اختيار البديل الذي يمكن ان يحقق أعلى ربح. كما أن متخذ القرار في هذه الحالة يكون على دراية ومعرفة دقيقة بالظروف البيئية المحيطة، وتتكون مصفوفة الربح في هذه الحالة من عمودين أحدهما للربح المتوقع والآخر للبدايل، والهدف هنا هو اختيار البديل الذي يحقق اقل تكلفة أو أقصى ربح. كما أن كل المعلومات اللازمة لاتخاذ القرار تكون معروفة بتأكد كامل، وهذا بالتوازي مع وجود استقرار وعدم التباس أو غموض، وبالتالي فإن النتائج تكون مؤكدة ومضمونة. وقد تتوفر لبعض القرارات معلومات كاملة بشكل محدد لا يتخلله أي ظرف من ظروف عدم التأكد. ويعد متخذ القرار في حالة تأكد إذا كان بإمكانه تحديد نتائج هذه القرارات بدقة كاملة (موسي فرج الله، 2011، صفحة 31).

في حالة التأكد التام فإنه باستطاعة متخذي القرار معرفة كل الخيارات المحتملة والنتائج المترتبة عليها، كما أنهم يحوزون على الفرصة لاختيار وانتقاء البديل الذي يمكن أن يحقق أفضل النتائج أو أمثل الحلول وبعقلانية تامة، في تقليل التكاليف أو تعظيم الربح أو غيرها.

ويمكن القول في مجال الأعمال: أن القرارات الروتينية تنسم بحالة التأكد، أما في مجال الاستثمار فإنه يمكن القول أن قرارات الاستثمار في شهادات الاستثمار يمكن أن تتخذ بوجود معلومات كاملة وشبه مؤكدة عن الارباح وعن تاريخ وشروط السداد، ويعني هذا أن لكل بديل أو تصرف احتمال واحد ونتيجة واحدة، حيث يكون متخذ القرار متأكد من نتيجة قراره، وعليه فهو يختار البديل الذي يترتب عليه أفضل النتائج وهذه الحالة هي حالة نظرية بحتة وغير موجودة في الحياة العملية.

2. اتخاذ القرار في حالة المخاطرة:

يجب توفر معلومات جزئية للظاهرة محل اتخاذ القرار، وعلى الرغم من أن القرار المتخذ يكون في ظل نقص المعلومات لكن فإنه يسمح للإداري بتقدير نتائج قراراته ولو كان ذلك على وجه الاحتمال. وتستعمل في هذه الحالة تراكم المعلومات والخبرات السابقة، وعليه فإنه يمكن استعمال هذه التراكمات كنموذج احتمال أو كمعيار لاتخاذ القرار، بحيث يحدد توقع حصول كل نتيجة محتملة، ويتم حساب القيمة المتوقعة لكل قرار كما يلي: مجموع حصول كل حالة ضرب احتمال حدوثها، ومنه يتم اختيار البديل (القرار) الذي يحقق أكبر قيمة متوقعة.

وفي هذه الحالة فإن بيئة القرار تكون مستقرة ومعقدة وتضم عدداً كبيراً من العوامل والمؤثرات التي تؤدي الى التأثير على عملية اتخاذ القرارات، كما أن هذه العوامل تكون مختلفة إلا أنها تبقى ثابتة خلال عملية اتخاذ القرار وأثناء تنفيذه كما في القرارات التشغيلية، ويستلزم هذا الأمر ثلاثة شروط أساسية (موسي فرج الله، 2011، صفحة 32):

- في الغالب تكون المؤثرات والظروف ساكنة، أي أنها لم تتغير؛
- يقابل كل قرار أكثر من نتيجة واحدة؛
- توفر معلومات سابقة وخبرات واسعة يمكن ان تستعمل في تحديد احتمال كل نتيجة ممكنة.
- إن مجموعة القرارات التي تتخذ في حالة المخاطرة تتميز بأن بيئة القرار يسود فيها نوع من الغموض وعدم الوضوح، إذ أن البيئة تكون تحت تأثير نوعين من المؤثرات، وهي (بن داودية، 2019، صفحة 36):
- **المؤثرات الداخلية:** ويقصد بها الظروف التي تكون تحت سيطرة متخذي القرار في المنظمة، خاصة إذا ما تعلق الأمر باستعمال (عناصر الإنتاج) كالأيدي العاملة، المواد الأولية، الطاقة التشغيلية المتاحة...؛
- **المؤثرات الخارجية:** ونقصد بها الظروف والعوامل الخارجة عن سيطرة متخذي القرار في المنظمة، إذ أنها تتعلق بظروف غير واضحة للمنظمة، كمدة تجهيز المواد الأولية من طرف المجهز، أسعار المواد التي تم تجهيزها، الظروف المناخية السائدة كهطول الأمطار، هبوب الرياح والعواصف، ارتفاع درجات الحرارة، وبناءً على ما تم تقديمه فإن متخذ القرار ومن اجل اختيار البديل الأفضل (كأن يكون مشروعاً إنتاجياً، استراتيجية تنافسية، خطة إنتاجية، إستراتيجية تسويقية، مستوى تخزيني معين) فإنه يقوم باللجوء إلى الاستعانة بمجموعة من المعايير التي يمكن أن تساعد على اختيار احسن بديل والذي من شأنه أن يؤدي في النهاية إلى تقليل التكاليف أو تعظيم العائد المرتبط بهذا القرار ومن بين هذه المعايير:

○ معيار القيمة المالية المتوقعة (Expected Monetary Value (EMV ؛

○ معيار خسارة الفرصة البديلة المتوقعة (Expected Opportunity Loss (EOL؛

○ معيار القيمة المتوقعة للمعلومات الكاملة (Expected Value Of Perfect Information (EVPI؛

عند عملية اتخاذ القرارات في حالة المخاطرة فإن كل استراتيجية تكون مصحوبة بمجموعة من النتائج المحتملة في ظل حالات مختلفة للطبيعة، كما أن احتمالات حدوث كل حالة من حالات الطبيعة تكون معروفة لمتخذ القرار، بما أن المعلومات عن حالة الطبيعة هي معلومات احتمالية فإن عملية اختيار أية استراتيجية مرتبطة بالقيمة المتوقعة للنتائج التي تترتب عليها. أي أن اختيار الاستراتيجية يتوقف على الهدف المرغوب تحقيقه، فإذا كان الهدف هو تخفيض التكلفة مثلاً فإننا نختار الاستراتيجية التي تحقق أدنى قيمة متوقعة، في حال الرغبة في تحقيق أقصى نختار الاستراتيجية التي تحقق أعلى قيمة متوقعة للربح.

3. اتخاذ القرار في حالة عدم التأكد (بن داودية، 2019، صفحة 37):

تتميز هذه الحالة بغياب تام للمعلومات، إذ يكون متخذو القرار امام هذه الظروف في وضعية المخاطرة، أي أنهم يعتمدون الى تقدير الاحتمالات واتخاذ القرار يكون بالمفاضلة بين مختلف البدائل المتاحة علماً أنه على دراية بكل البيانات المرتبطة بالنتائج والأرباح.

وتتحقق حالة عدم التأكد في اتخاذ القرارات عند عدم تمكن متخذو القرار من تحديد احتمال تحقق أي حالة من حالات المستقبل المحيط ببدائل القرار، وهذا راجع إما لعدم توفر البيانات أو لصعوبة الحصول عليها وهذا بسبب ارتفاع تكلفتها أو عدم معرفة متخذي القرار بها. حيث يتضح في هذه الحالة أن متخذ القرار لا يمتلك أي معلومات عن العوامل والظروف المحيطة بالقرار، وإنما يلجأ إلى استعمال خبراته السابقة وتقديراته الشخصية، حيث لا يكون باستطاعته توقع أو تحديد احتمال تحقق كل حالة من حالات الطبيعة وهنا يعتمد إلى استخدام المعايير الشخصية وهي معايير متعارف عليها وتستخدم في بيئة الأعمال التجارية.

ومما الشك فيه أن حالات التأكد التام قد لا تكون واقعية في بعض الحالات، ولكن وجب استمرار التفكير في حالات المخاطرة، وذلك لأن متخذي القرار قد يواجهون إمكانية حصول أحداث مختلفة في الحياة العملية. كما التمييز بين درجات عدم التأكد يقوم حول درجة الموضوعية في تحديد الاحتمالات، أي أنه إذا كان متخذ القرارات على معرفة سابقة لاحتمال حصول كل حدث من الأحداث المتوقعة، فإن تخصيصه للاحتمالات سيكون موضوعياً وهذا راجع إلى الخبرات السابقة أو البراهين الرياضية.

أما إذا لم يكن يحوز على خبرة سابقة تمكنه من تحديد الاحتمالات المختلفة، وفي ظل غياب أي براهين رياضية لذلك، وفي حالة الغموض التام فإنه يجب تحديد هذه الاحتمالات بطريقة شخصية، حيث أنه لا تتوفر المعلومات الكافية والصحيحة، وبالتالي فإن النتائج المتوقعة الحصول عليها من هذا النوع من القرارات تكون غير مؤكدة، بل إنه لا يمكن صياغتها على شكل توزيع احتمالي، إذن في ظل ظروف غير مؤكدة يجب على الإدارة أن تتجنب صنع القرارات، لأن ذلك يمكن أن يؤدي إلى وقوع نتائج كارثة تمس بالمؤسسة، وعليه فإن هذا الموقف غير مرغوب فيه، ولكن قد لا يمكن تفاديه لذا فإنه ينبغي البحث عن المعلومات المناسبة التي تسمح بالانتقال من حالة عدم التأكد التام إلى حالة المخاطرة والتمكن من اتخاذ القرار المناسب.

وهناك مجموعة من المعايير التي ينبغي أن تؤخذ بعين الاعتبار عند عملية اتخاذ القرار مثل احتمالات حدوث أي بديل بالاعتماد على الخبرة والرأي الشخصي، وحساب القيمة المتوقعة بناءً على ذلك، وتتلخص هذه المعايير بما يلي: معيار سافاج (معيار الندم)، معيار التفاؤل، معيار والد (معيار التشاؤم)، معيار هورويتز (معيار الواقعية)، معيار لابلاس (المعيار العقلاني).

الجدول رقم (III-8): مقارنة بين الظروف المحيطة بعملية اتخاذ القرار.

الفصل الثالث: دراسة الجدوى والتحليل المالي كأساس لترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية

وجه المقارنة	حالة التأكد	حالة المخاطرة	حالة عدم التأكد
واقعية الحالة	تعتبر حالة التأكد حلة نظرية بحتة لا تقع إلا في الظروف المثالية	تعتبر حالة المخاطرة من الحالات الواقعية الأقل انتشارا	تعتبر حالة عدم التأكد من الحالات الواقعية الأكثر انتشارا
معرفة البدائل ونتائجها	معرفة تامة ودقيقة لكل بديل متاح ونتائجه من قبل متخذ القرار	يكون متخذ القرار على دراية بكافة البدائل المتاحة ونتائجها الممكنة واحتمالات حدوثها	في هذه الحالة لا تتوافر أي معلومات مؤكدة أو احتمالية أمام متخذ القرار عن إمكانية تحقيق أي من النتائج المختلفة المتوقع حدوثها لكل بديل قراري في المستقبل
عدد نتائج كل بديل	يتميز كل قرار بوجود نتيجة واحدة له، أي يكون متخذ القرار في حالة التأكد إذا كان احتمال حدوث حدث معين يساوي الواحد تقريبا مما ينبغي حدوث أي أحداث أخرى	يتميز كل قرار بوجود أكثر من نتيجة واحدة له، أي يكون متخذ القرار في حالة عدم التأكد إذا كان هناك احتمالات مختلفة لحدوث كل نتيجة.	الاحتمالات في هذه الحالة غير معروفة وكنتيجه لذلك لا يمكن تحديد القيمة المتوقعة.
دقة التنبؤ بالأحداث	في ظل ظروف التأكد لا يكون لدى متخذ القرار شك حول الحدث المتوقع، وبالتالي لا يكون لدينا سوى ربح واحد لكل بديل من البدائل المتاحة	لا يستطيع متخذ القرار التنبؤ بوجه الدقة بالحدث المنتظر حدوثه	هي الحالة التي لا يمكن لمتخذ القرارات التنبؤ بوجه الدقة بالحدث المنتظر حدوثه، وفي نفس الوقت لا يستطيع تحديد احتمال حدوث كل حدث من الأحداث المناظرة لكل بديل من البدائل المختلفة.
تأثير العوامل الخارجية على النتائج	يتميز القرار في هذه الحالة بغياب أي تأثير غامض للعوامل الخارجية على النتائج المتوقعة، مما يعني أن متخذ القرار يكون على يقين تام من كل خطوة يقدم عليها.	القرار يتأثر ويتغير مع تغير البيئة المحيطة بالمشروع، كالتقييم التقني، والاختراعات وتطور السوق، الحوادث الطبيعية.	لا يمتلك متخذ القرار أي دراية حول تأثير العالم الخارجي على نتائج البدائل القرارات.
درجة كمال المعلومات	تتوفر لدى متخذ القرار معلومات كاملة وتامة عن الأوضاع كافة المحيطة بعملية اتخاذ القرار	لا يمتلك متخذ القرار معلومات كاملة كما في الحالة السابقة، ولكن لديه معلومات تمكنه من تقدير احتمالات حدوث الظروف البيئية	فان المعلومات المتاحة لصناعة القرارات في مثل هذه الحالات تكون عند حدها الأدنى، مما يجعلها عند المعالجة أصعب مواقف صناعة القرارات على الإطلاق.

وبالتالي فإن النتائج المتوقعة الحصول عليها من هذا النوع من القرارات تكون غير مؤكدة، بل ولا يمكن صياغتها على شكل توزيع احتمالي ولذا ينبغي على الإدارة تحاشي صنع قرارات في ظل ظروف غير مؤكدة لأنه يمكن أن تؤدي إلى كارثة للمنظمة، وبذلك فإن هذا الموقف غير مرغوب فيه، ولكن قد لا يمكن تحاشيه لذا فإنه ينبغي البحث عن معلومات مناسبة تسمح بالانتقال من حالة عدم التأكد التام إلى حالة المخاطرة ليتمكن صنع القرار المناسب.	ولاتخاذ القرار يقوم المدير باعتماد أحد المعيارين المستخدمين تحت هذه الحالة وهما معيار القيمة النقدية المتوقعة، ومعيار الخسارة المتوقعة	يتم إنشاء مصفوفة ربح وهي تتكون من عمودين أحدهما للبدايل والآخر للربح المتوقع، والهدف هنا هو اختيار البديل الذي يحقق أقصى ربح أو أقل تكلفة

المصدر: - محمد موسي فرج الله، دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات الإدارية في ظل ظروف عدم التأكد، مذكرة ماجستير، تخصص محاسبة وتمويل، جامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2011، ص 31.

يُظهر هذا الجدول بوضوح الاختلافات الجوهرية بين حالات التأكد والمخاطرة وعدم التأكد في عملية اتخاذ القرار من مستويات مختلفة، ويتبين أن انتقال متخذ القرار من بيئة مؤكدة إلى أخرى يسودها عدم اليقين يزيد من تعقيد عملية التقييم ويقلص من إمكانية التنبؤ بالنتائج، مما يستدعي اعتماد أساليب تحليل أكثر تطوراً وأدوات كمية قادرة على استيعاب مستويات مختلفة من المخاطر، وبناءً على ذلك، تبرز أهمية معايير تقييم القرارات التمويلية والاستثمارية.

المطلب الثاني: معايير تقييم القرار الاستثماري في البيئة المؤكدة

تشير حالة التأكد إلى توفر كافة المعلومات عن البدائل المقترحة والتي تسمح بإجراء المفاضلة بينها وصولاً إلى اختيار البديل الأفضل، وتنحصر المهمة هنا باختيار المعيار المناسب للهدف المحدد من إقامة المشروع المقترح (ساحل، 2019، صفحة 109).

وفي هذا الإطار هناك عدة معايير أو أساليب لتقييم المشاريع الاستثمارية في ظل ظروف التأكد، ويمكن تقسيمها إلى مجموعتين هما:

◀ المعايير غير المخصومة التي لا تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود.

◀ المعايير المخصومة التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود.

إلا أنها في مجموعها تستخدم لتقييم البدائل الاستثمارية للمشروعات واختيار البديل الذي يحقق أكبر عائد على الاستثمار أو الذي له ربحية تجارية أو اقتصادية (معراج، بناس، و مجدل، 2013، صفحة 88)، وقبل تناول هذه المعايير بالتفصيل ثمة ضرورة لتوضيح مفهوم القيمة الزمنية للنقود.

1. القيمة الزمنية للنقود:

تقوم القيمة الزمنية للنقود على مبدأ أن قيمة وحدة النقد في الحاضر تختلف عن قيمتها في المستقبل بسبب قدرته على تحقيق مكسب (ربح أو فائدة)، إذ أن مبلغاً معيناً اليوم يمكن استثماره وتوظيفه لتحقيق عائد إضافي، بينما يتعرض نفس المبلغ في المستقبل لعوامل قد تقلل من قيمته الحقيقية مثل التضخم والمخاطرة، لذلك يفضل

المستثمرون دائماً الحصول على الأموال في أقرب وقت ممكن لتفادي تآكل القوة الشرائية وضمان فرص استثمارية أكبر (تايه النعيمي و التميمي، 2009، الصفحات 60-61).

وبما أن المشروعات تنفق الأموال (التدفقات النقدية الخارجة) عليها الآن (السنة أو بداية السنة الأولى) بينما إيراداتها (التدفقات النقدية الداخلة) يتم الحصول عليها خلال السنوات المختلفة لعمر المشروع، وطالما قرار الاستثمار يستند إلى مقارنة التدفقات النقدية الداخلة مع التدفقات النقدية الخارجة، ولكي تكون هذه المقارنة منطقية لابد من الأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود، وذلك بحساب كل التدفقات النقدية الصافية المستقبلية بقيمة وحدة النقد التي تم بها الانفاق في السنة (0) أو بداية السنة الأولى، وتسمى هذه العملية بعملية الخصم. وتقوم عملية الخصم على أساس احتساب القيمة الحالية الصافية للتدفقات النقدية المستقبلية، وعليه هناك ضرورة لمعرفة كيفية حساب القيم الحالية للتدفقات النقدية (ساحل، 2019، صفحة 110).

أي يترتب على هذا المبدأ أن جميع التدفقات النقدية المستقبلية المرتبطة بالمشاريع الاستثمارية يجب أن تُعاد إلى قيمتها الحالية باستخدام تقنيات الخصم، وتعطى معادلة القيمة المستقبلية لمبلغ حالي بشكل الآتي (ساحل، 2019، صفحة 111):

$$S = P(1+i)^n$$

حيث: S: قيمة المبلغ في السنة n / p: المبلغ النقدي الذي يتوافر اليوم، أي في السنة الحالية / i: سعر الخصم، أي المعدل الذي تخصم به القيم المستقبلية لتخفيض إلى القيمة الحالية؛

$$P = S(1+i)^{-n}$$

وتتلخص أهم طرق اختيار سعر الخصم في: معدل العائد البديل للاستثمار، سعر الفائدة السائد في السوق، التكلفة الوسطية المرجحة للأموال أو التمويل، وهناك طريقة رابعة والتي تعد من أفضل الخيارات بخصوص تحديد معدل الخصم المناسب وهي: معدل الخصم المناسب = التكلفة الوسطية المرجحة للأموال + بدل المخاطرة + معدل التضخم المتوقع.

فالمفاضلة بين البدائل الاستثمارية لا تُبنى على القيم الاسمية للمبالغ المستقبلية، وإنما على أساس قيمتها الحالية، ومن هنا برزت أهمية أساليب التقييم الحديثة مثل صافي القيمة الحالية (VAN) ومعدل العائد الداخلي (TRI)، التي تعتمد في جوهرها على مفهوم القيمة الزمنية للنقود كأداة لتقدير جدوى القرارات الاستثمارية.

2. المعايير غير المخصومة Non-Discounted Criteria:

وتعني المعايير التي تتجاهل القيمة الزمنية للنقود، أي المعايير التي تتعامل مع التدفقات النقدية الداخلة والخارجة كما هي، دون اللجوء إلى خصمها والتي تتمثل بالمعايير التالية:

1.2. معيار فترة الاسترداد (DR) Le délai de récupération:

الفصل الثالث: دراسة الجدوى والتحليل المالي كأساس لترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية

يعتبر معيار فترة الاسترداد من أبسط المعايير المستخدمة في تقييم المشروعات، ويقصد به بأنه عدد السنوات اللازمة لاسترداد قيمة الاستثمار الأصلي في أي مشروع (نوري موسى، الزرقان، الحداد، و الدويكات، 2012، صفحة 116)، أو الفترة التي عندها يتحقق التساوي بين التدفقات النقدية الخارجة والداخلية (العيساوي ك.، 2004، صفحة 114).

– قاعدة اتخاذ القرار هي (شيخة، 2022، صفحة 258):

- كلما كانت فترة الاسترداد أقصر كان المشروع أربح، أي يقبل المشروع الذي له فترة استرداد أقل، أي المقارنة بين فترة الاسترداد المستهدفة من قبل المستثمر وفترة الاسترداد المحسوبة. فإذا كانت المحسوبة اقل من المستهدفة من قبل المستثمر يقبل المشروع أما إذا كانت أكبر فيرفض المشروع.
 - إذا كان على المؤسسة أن تختار بين عدة مشاريع يحل الواحد منها محل الآخر فعليها أن تختار المشروع ذا الفترة الأقل.
 - أما إذا كانت المشاريع التي يجري الاختيار بينها مستقلة، فيجب قبول كافة المشاريع التي لها فترة استرداد أقل من عدد سندات ثابت تحدده إدارة المؤسسة كحد أقصى للانتظار لاستعادة الأموال المستثمرة.
- وهناك طريقتين لاحتساب فترة الاسترداد وهي كالآتي:

جدول رقم (III-9): حساب معيار فترة الاسترداد DR.

حالة عدم تساوي التدفقات السنوية	حالة تساوي التدفقات السنوية
نستخدم التدفقات النقدية المتراكمة لتحديد فترة استرداد الاستثمار، أي يجب أن تكون التدفقات النقدية المتراكمة مساوية للصافي للصفر لتحصيل الإيرادات التي تغطي التكلفة الاستثمارية للمشروع. فترة الاسترداد = تكلفة الاستثمار / متوسط التدفقات النقدية حيث يساوي متوسط التدفقات النقدية مجموع تلك التدفقات على عددها $DRs = \frac{I_0}{\frac{\sum_{t=1}^n CF_N}{n}}$	فترة الاسترداد = النفقات الاستثمارية + التدفق النقدي السنوي $DRs = \frac{I_0}{CF_N}$
حيث: I_0: تكلفة الاستثمار الابتدائي / CF_N: التدفقات النقدية السنوية الصافية / n: عدد السنوات النفقات الاستثمارية = تكلفة الأصول الثابتة + الزيادة في رأس المال العامل.	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

– هوارى معراج، عباس بجناس، أحمد مجدل، "القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية"، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2013، ص 90-92.

- عبد الكريم قندوز، "التقييم المالي للمشروعات الاستثمارية"، صندوق النقد العربي، أبوظبي، 2022، ص 10.
- محمد ساحل، "التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية"، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2019، ص 113.

2.2. معيار معدل العائد المحاسبي (TRC) : Le taux de rentabilite comptable

هو طريقة تعتمد على النتائج المحاسبية للمشروع، من خلال القوائم المالية (قائمة المركز المالي وقائمة الدخل أساساً)، وهو يقيس لنا المردود المحاسبي المتوسط وذلك من خلال مقارنة متوسط الأرباح السنوية المحققة (Bt) خلال مدة حياة المشروع بالتكلفة الاستثمارية الإجمالية I_0 ، ويتم صياغته بالمعادلة التالية (معراج، بهناس، و مجدل، 2013، صفحة 96):

معدل العائد المحاسبي = متوسط صافي الربح السنوي / تكلفة الاستثمار المبدئي

$$TRC = \frac{\sum_{t=1}^n Bt}{\frac{n}{I_0}}$$

حيث:

متوسط صافي الربح المحاسبي السنوي = متوسط صافي التدفقات النقدية السنوية - الاهتلاك
متوسط صافي التدفقات النقدية = مجموع صافي التدفقات النقدية / العمر الإنتاجي للمشروع

$$\frac{\sum_{t=1}^n CF_t}{n}$$

أما في حالة وجود قيمة تخريدية للأصول فإن (قندوز، 2022، صفحة 13):

معدل العائد المحاسبي = متوسط صافي الربح السنوي / متوسط تكلفة الاستثمار المبدئي
متوسط تكلفة الاستثمار المبدئي = (التكلفة الابتدائية + القيمة المتبقية) / 2 (اليعساوي ك.، 2004، صفحة 126)

وتعطى المعادلة بالشكل الآتي (معراج، بهناس، و مجدل، 2013، صفحة 97):

$$TRC = \frac{\sum_{t=1}^n CF_n}{\frac{n}{\frac{I_0+VR}{2}}}$$

حيث:

Bt : صافي الربح المحاسبي.

I_0 : تكلفة الاستثمار الابتدائي.

n : عمر المشروع.

VR : القيمة المتبقية في نهاية المشروع (الكلفة في نهاية العمر الإنتاجي (الخردة)).

— قاعدة القرار: للحكم على ربحية المشروع وفقا لهذه الطريقة، فلا بد من مقارنة معدل العائد المحاسبي بعائد الفرصة البديلة سواء كان متوسط أسعار الفائدة أو متوسط التكلفة المرجحة للأموال وهذا إذا كان القرار خاص ببديل واحد، وإذا تعددت البدائل فيمكن المفاضلة بينها على أساس اختيار أعلى المعدلات بشرط أن يكون أيضا أعلى من معدل الفرصة البديلة (ساحل، 2019، صفحة 118).

3. المعايير المخصصة:

في تقييم المشاريع الاستثمارية باستخدام طريقة فترة الاسترداد يتم تجاهل التدفقات النقدية التي تلي فترة الاسترداد، في حين في طريقة معدل العائد المحاسبي يتم تجاهل كل من القيمة الزمنية للنقد وتكلفة الفرصة البديلة للمشروع الاستثماري؛

أما المعايير المخصصة فتقوم بحساب معدل خصم يمكن استخدامه في تقييم المشاريع الاستثمارية، ومن خلال هذه المعايير يتم أخذ كل من القيمة الزمنية للنقد وأيضا الربحية الاجمالية في الحسبان لذلك، فإن النتائج التي يتم الحصول عليها في تقييم المشاريع الاستثمارية وفقا للمعايير المخصصة هي أكثر دقة من نتائج التقييم التي يتم الحصول عليها باستخدام طريقة فترة الاسترداد ومعدل العائد المحاسبي (Saksonova, 2010, p. 158). وتأسيسا على ما سبق، فإن المعايير المخصصة تركز على نقطتين رئيسيتين (ساحل، 2019، صفحة 121):

- تنظر هذه المعايير إلى التدفقات النقدية المتولدة عن المشروع كأساس لاتخاذ القرار وليس الأرباح المحاسبية؛
- تأخذ القيمة الزمنية للنقد في الحسبان عن طريق خصم جميع التدفقات النقدية الداخلة والخارجة (حساب القيمة الحالية).

ومن أهم هذه المعايير أو الطرق:

1.3. معيار صافي القيمة الحالية (VAN) La valeur actuelle nette

تعتبر هذه طريقة من المعايير شائعة الاستخدام في التقييم المالي للمشروعات الاستثمارية، ويمكن تعريفها على أنها الفرق بين مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية الداخلة للمشروع، ومجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية الخارجة من المشروع طيلة مدة حياة المشروع، وعلى ذلك، فإنه حسابه يتطلب احتساب القيم الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية (المتوقعة) الناتجة من المشروع، سواء كانت داخلة أو خارجة، وحساب القيمة الحالية لأي تدفق نقدي، نحتاج تحديد معدل الخصم الذي يتم استخدامه لتحسين تلك التدفقات، وهو قد يكون تكلفة تمويل المشروع، أو تكلفة الفرصة البديلة، أو معدل العائد المتوقع، أو غيره (قندوز، 2022، الصفحات 16-17)، وتعطى معادلتها بالشكل التالي (غذوان، 2020، صفحة 148):

القيمة الحالية = القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة - القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة

$$VAN = VA(R) - VA(C)$$

الفصل الثالث: دراسة الجدوى والتحليل المالي كأساس لترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية

أما صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الصافية المتوقعة لكل فرصة استثمارية متاحة، باعتبار للمشروع تكلفة ابتدائية فقط I_0 دون تكاليف لاحقة ويحقق إيرادات نقدية، يختلف حسابها تبعاً لطبيعة المشاريع، ونوجزها في الجدول أدناه:

جدول رقم (III-10): حساب صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الصافية المتوقعة.

المعادلة	حالة الاستثمار
$VAN = CFN(1+i)^{-n} - I_0$	نوع الاستثمار مرة واحدة - الإيرادات مرة واحدة Point output- Point inputs
$VAN = \sum_{t=1}^n CFN (1+i)^{-n} - I_0$	نوع الاستثمار مرة واحدة - الإيرادات مرات متعددة غير متساوية Point output-Continuous unequal inputs
$VAN = CFN \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} - I_0$	نوع الاستثمار مرة واحدة - الإيرادات مرات متعددة متساوية Point output-Continuous equal inputs
$VAN = \sum_{t=1}^n CFN (1+i)^{-n} - \sum_{j=1}^k I_j (1+i)^{-j}$ حيث: $k < n$	نوع الاستثمار مرات متعددة - الإيرادات مرات متعددة غير متساوية Continuous output-Continuous unequal inputs
$VAN = \sum_{t=1}^n CFN (1+i)^{-n} - 1 - \sum_{j=1}^k I_j (1+i)^{-j}$	نوع الإنفاق الاستثماري مرات متعددة - الإيرادات مرة واحدة Continuous output-Point inputs
حيث: CFN : التدفقات النقدية المتوقعة للمشروع. i : معدل الاستحداث أو معدل الخصم وهو ما يعادل متوسط تكلفة الأموال. I_0: الإنفاق الاستثماري، أو التكلفة الاستثمارية الابتدائية. I_j: الإنفاق الاستثماري عند الفترة j.	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- هوارى معراج، عباس بهناس، وأحمد مجدل، "القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية"، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص 103-104.
- حسين بن العارية، "مقياس صافي القيمة الحالية VAN كمقياس لتقييم المشاريع الاستثمارية مع التطبيق على مشروع ممول من طرف بنك BDL"، مجلة الحقيقة، العدد 18، 2011، ص 105.

— نبيلة بومدين، جمال خليفاتي، " معيار صافي القيمة الحالية المرتبطة بالزمن أحد أهم طرق تقييم المشاريع الاستثمارية في ظل حالة التأكد دراسة حالة مؤسسة اقتصادية في الفترة الممتدة بين 2016-2021"، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 11، العدد 03، 2020، ص 40.

— قاعدة القرار:

ويتخذ القرار بالشكل الآتي (نوري موسى، الزرقان، الحداد، و الدويكات، 2012، الصفحات 124-125):

فإذا كان صافي القيمة الحالية موجب ($VAN > 0$) فهذا يعني أن معدل العائد الذي سيتولد عن المشروع الاستثماري المقترح أكبر من معدل العائد المطلوب، وبالتالي فإن القرار هو قبول هذا المشروع (المشروع مجدي من الناحية المالية)، والعكس صحيح.

أما إذا كان صافي القيمة الحالية يساوي صفرًا ($VAN = 0$)، فهذا يعني أن معدل العائد المتوقع من المشروع يساوي كلفة رأس المال، وبالتالي يتوقع أن يرفض مثل هذا المشروع أيضاً، لأنه لا ينجم عنه ربحية تجارية، وقد يقبل إذا أدى إلى ربحية اجتماعية (منفعة عامة) ويسمى هذا المشروع الذي صافي القيمة الحالية له تساوي صفرًا بـ (المشروع الحدي).

ومن الطبيعي في حالة المفاضلة بين أكثر من مشروع استثماري فإنه يتم اختيار المشروع الذي يحقق أكبر قيمة حالية موجبة في حالة المشروعات المتعارضة المتمانعة تبادلياً.

أما إذا كانت المشروعات مستقلة فيمكن اختيار جميع المشروعات ذات القيم الموجبة وذلك في حال توافر موارد مالية لتغطية تكاليف هذه الاستثمارات، أما إذا كانت هذه الموارد غير كافية فيتم ترتيب المشروعات بناء على صافي القيمة الحالية ونختار المشروعات ذات أعلى صافي قيمة حالية.

2.3. معيار دليل الربحية (منسوب الربحية) (L'indice de rentabilité (IR):

يمثل مؤشر الربحية (Profitability Index) أو معيار التكلفة/ العائد نسبة القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة إلى القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة (تكلفة الاستثمار المبدئية) (غذوان، 2020، صفحة 152)، ويمكن تمثيل ذلك بالعلاقة الآتية:

$$IR = \frac{VA(R)}{VA(c)}$$

— قاعدة القرار:

يعتبر المشروع مقبول اقتصادياً أي له جدوى اقتصادية وذو ربحية اقتصادية إذا كانت النتيجة أكبر من واحد صحيح ($IR > 1$)، كما يعتبر المشروع مرفوض اقتصادياً إذا كانت النتيجة أصغر من واحد صحيح، أما إذا تساوت قيمة الدليل لواحد صحيح فإن القرار يتأرجح بين الرفض والموافقة حيث أن عوائد المشروع تغطي فقط

الفصل الثالث: دراسة الجدوى والتحليل المالي كأساس لترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية

تكاليفه الاستثمارية، ويمكن الاستفادة من هذا المعيار عند المفاضلة بين عدة بدائل واختيار البديل الأفضل منها والذي يحقق نتيجة أكبر من البدائل الأخرى (العيسوي ك.، 2004، صفحة 153).

3.3. معدل العائد الداخلي TRI:

هو المعدل الذي يجعل صافي القيمة الحالية مساوية للصفر، وهو أقصى معدل تكافؤ به رؤوس الأموال التي خصصت لتمويل الاستثمار دون أن تفلس العملية، وهو ذلك المعدل الذي يتساوى عنده رأس المال المستثمر ومجموع القيمة الحالية لتدفقات الخزينة، كما يعرف بنقطة تقاطع منحى القيمة الحالية الصافية مع المحور الأفقي الذي يمثل معدل التحيين، مع الإشارة إلى أن العلاقة بين صافي القيمة الحالية ومعدل التحيين هي علاقة عكسية، فكلما ارتفع معدل التحيين كلما انخفضت صافي القيمة الحالي، فهذه الأخيرة هي دالة متناقصة وتنعدم عند معدل التحيين يساوي معدل المردود الداخلي (مركان، الحاج أحمد، و دراجي، 2020، صفحة 15)، وتعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{TRI} \rightarrow \text{VAN} = 0$$

$$\text{VAN} = \text{CFN} \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} - I_0 = 0$$

$$\text{VAN} = 0 \rightarrow \text{VAN} = \text{CFN} \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} = I_0$$

إذا الاستثمار المبدئي = صافي التدفق النقدي السنوي × معامل خصم لدفعة سنوية قدرها واحد دينار لمدة ن من السنوات

هناك طريقتين لحساب معدل العائد الداخلي وذلك حسب طبيعة التدفقات النقدية للمشروع، ويبين الجدول أدناه ذلك:

جدول رقم (III-11): حساب معدل العائد الداخلي TRI.

الحالة	المعادلة
حالة تساوي التدفقات النقدية السنوية	تحتسب TRI باستخدام جداول القيمة الحالية الخاص بالدفعات المتساوية نصل إلى المعدل المقابل لقيمة معامل الخصم وفي حالة وقوع المعامل بين معدلين. $\text{TRI} = \text{المعدل الأدنى} + \frac{\text{معدل الخصم عند المعدل الأدنى} \times \text{معدل الخصم المحسوب}}{\text{معدل الخصم عند المعدل الأدنى} - \text{معدل الخصم عند المعدل الأعلى}}$ $\text{TRI} = \text{TRI}_{\text{MIN}} + \frac{(\text{TRI}_{\text{MAX}} - \text{TRI}_A)}{\text{TRI}_{\text{MIN}} + \text{TRI}_{\text{MAX}}}$
حالة عدم تساوي التدفقات	يتم حساب هذا العائد عن طريق التجريب العشوائي أو "التجربة والخطأ" Trial and Error حيث نفترض سعر خصم معين يتم عنده حساب القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية السنوية، فإذا كانت القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية أكبر من الصفر نقوم بتكرار المحاولة مع افتراض سعر خصم أكبر ثم نكرر المحاولة حتى نصل إلى قيمة حالية أقل من الصفر.

النقدية السوية	$TRI = TRI_{MIN} + \frac{(TRI_{MAX} - TRI_{MIN}) \times VAN_{TRImin}}{VAN_{TRImin} + VAN_{TRImax}}$ الفرق بين معدلي الخصم $\times$ صافي القيمة المحاسبية عند المعدل الأدنى ص ق الحالية عند المعدل الأدنى + ص ق الحالية عند المعدل الأعلى مع تجاهل الإشارة الجبرية

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

— أحمد غنيم، "دراسات الجدوى والتحليل المالي في ترشيد قرارات الاستثمار والايمان"، المكتبات الكبرى، القاهرة، مصر، 2002، ص 68.

— وهيب بن داودية، "مطبوعة بيداغوجية في مقياس تقييم المشاريع. قسم علوم التسيير"، جامعة حسبية بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2019، ص 116.

— قاعدة القرار:

للحكم على الجدوى المالية للمشروع لابد من معدل مرجعي يسمح بقبول المشروع أو رفضه، المعدل المرجعي يمكن أن يكون تكلفة رأس المال، أو سعر الفائدة الخالي من الخطر، أو تكلفة الفرصة البديلة، ولكي يتم قبول المشروع، يجب أن يكون معدل العائد الداخلي أكبر من المعدل المرجعي (قندوز، 2022، صفحة 26)، يوضح الجدول أدناه الحالات التي يأخذها معدل العائد الداخلي مقارنة بالمعدل المرجعي (k):

جدول رقم (III-12): اتخاذ القرار لمعدل العائد الداخلي TRI.

حالات معدل العائد الداخلي	جدوى المشروع
$TRI > k$	المشروع يعتبر مربحاً ومجدياً من الناحية المالية
$TRI \leq k$	المشروع غير مربح.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

— طلال كداوي، "تقييم القرارات الاستثمارية"، دار اليازوري العلمية للنشر، عمان، الأردن، 2008، ص 119.

المطلب الثالث: معايير تقييم القرار الاستثماري في بيئة المخاطرة وعدم التأكد

في سياق تقدير التدفقات النقدية للمشاريع، يبرز تحدي "عدم التأكد" كعامل محوري يؤثر على دقة التنبؤات وجدوى القرارات الاستثمارية، نظرًا لأن التدفقات النقدية المقدرة لأي مشروع إنما هي مسألة ترتبط بالمستقبل وقد تغطي سنوات (من 10 - 25 سنة)، فإن اعتبارات كثيرة قد تطرأ مما يؤثر على دقة وسلامة التدفقات النقدية، الأمر الذي يسفر عن انحراف في قيمة ما يتحقق منها بالفعل عما كان مقدراً تحقيقه في دراسة المشروع، وهو أمر قد ينعكس في النهاية على سلامة قرار الاستثمار وجدوى إقامة المشروع ذاته، ينشأ عدم التأكد هذا من عوامل خارجية خارجة عن سيطرة أصحاب المشروع وأيضاً من عوامل داخلية مرتبطة بإدارة المشروع، لمواجهة هذه المخاطر وتقليل تأثيرها، تُستخدم مجموعة من الأساليب الرياضية والإحصائية المتخصصة، هذه الأساليب تهدف إلى تمكين المستثمرين من التعامل مع التقلبات المحتملة وتخفيف آثارها، وتشمل: سعر الخصم المعدل،

الانحراف المعياري، التوزيعات الاحتمالية والقيمة المتوقعة، معامل الاختلاف، تحليل الحساسية، شجرة القرارات، أساليب التنبؤ المتحفظة، وتحليل نقطة التعادل (غنيم، 2002)، وستتطرق لبعض هذه الأساليب خاصة ما يتميز منها بالبساطة ويشجع استخدامه، ولا يتطلب خلفية رياضية وإحصائية واسعة، وهي كالآتي:

1. أسلوب نقطة التعادل:

تعد نقطة التعادل (Break Even Point) تلك النقطة التي لا يحقق فيها المشروع لا ربح ولا خسارة بل يكون في حالة توازن تام، أي تساوي الإيرادات الكلية مع التكاليف الكلية، ويعتمد على تحليل التعادل لفحص العلاقة بين الإيرادات والتكاليف لتقدير الحد الأدنى لحجم الإنتاج (المبيعات) اللازم للتعادل وهو مؤشر أولي يساعد في الكشف عن ربحية المشروع (جمال طاهر، 2017، صفحة 422).

أي أن تحليل التعادل (Break Even Analysis) يقوم على دراسة العلاقة بين التكاليف الثابتة والمتغيرة والأرباح، وبالتالي يسمح لنا بتحديد مستوى المبيعات عند مستوى ربح معين (غذوان، 2020، الصفحات 43-42).

كذلك تعد هذه النقطة أداة لقياس وتقييم المخاطر (المخاطر التشغيلية) أي كلما كانت هذه النقطة أقل اتسم المشروع بخطورة أقل، إضافة إلى ذلك يحدد هامش الأمان ويمثل الفجوة بين المبيعات المتوقعة ومبيعات نقطة التعادل، الممولون ينظرون إلى هذا الهامش بعناية فائقة، فالهامش الكبير يعني وجود "وسادة" قوية تحمي المشروع من أي تدهور غير متوقع في الأداء، وتزيد من احتمالية قدرته على خدمة ديونه، وأخيراً تُستخدم نقطة التعادل كجزء من تحليل الحساسية لمعرفة مدى تأثير ربحية المشروع بالتغيرات في المتغيرات الرئيسية (مثل سعر البيع أو تكلفة المواد)، فمعرفة كيف تتغير نقطة التعادل استجابة لهذه التغيرات تعطي صورة واضحة عن صلابة المشروع وقدرته على التكيف؛

– عناصر تحليل التعادل:

من أجل القيام بعملية تحليل نقطة التعادل، لا بد من التعرف على العناصر التي تحدد التكاليف التي يتحملها المشروع، وهي مبينة في الجدول أسفله:

جدول رقم (III-13): عناصر تحليل التعادل.

الفصل الثالث: دراسة الجدوى والتحليل المالي كأساس لترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية

العنصر	تعريفه
سعر بيع الوحدة المنتجة	وهو الثمن / السعر الذي تستلمه المؤسسة مقابل بيع الوحدة الواحدة، أ- تكاليف الإيجارات. وهنا يجب الأخذ في الاعتبار الخصومات وكذلك التخفيضات التي تتم على المبيعات. وبما أن الأنشطة الاقتصادية تختلف من حيث النوع، فهناك الأنشطة التي لا تتعامل بنظام المنتج الواحد حيث تواجه صعوبة في إيجاد متوسط للوحدة الواحدة. ومن هنا يتضح أن العلاقة بين سعر المبيع للوحدة الواحدة يتناسب عكسياً مع نقطة التعادل، إذ كلما زاد سعر مبيع الوحدة الواحدة أدى ذلك لانخفاض نقطة التعادل.
التكاليف الثابتة	من المعروف أن تحليل نقطة التعادل يعرف التكاليف الثابتة أنها تكاليف باقية حتى لو أفلست المؤسسة، وهذا يعني أن ثبات هذه التكلفة يؤثر على نقطة التعادل، فإذا كانت هذه التكلفة مرتفعة أصلاً كانت نقطة التعادل مرتفعة أيضاً والعكس صحيح أيضاً. ومن أمثلة التكاليف الثابتة: تكاليف الإيجارات، الاستهلاكات على الأصول الثابتة، مصاريف الأبحاث والدراسات التسويقية، المصاريف الإدارية الأخرى.
التكاليف المتغيرة	وهي عبارة عن تكلفة متساعدة، فكلما كانت هذه التكلفة مرتفعة فإن هذا يعني ارتفاع نقطة التعادل. إضافة إلى ذلك فإن نوعية نشاط المؤسسة الاقتصادي يؤثر على كيفية احتساب هذه الكلفة. ومن التكاليف المتغيرة: المواد الأولية التي تدخل في العملية الإنتاجية، الأجور المباشرة للعاملين مباشرة في العملية الإنتاجية.
التكاليف الكلية	وهي مجموع التكاليف الثابتة زائد التكاليف المتغيرة.
الإيرادات الكلية	وهي عبارة عن عدد الوحدات المنتجة أو المبيعة مضروبة في سعر بيع الوحدة الواحد، أي أنها الدخل المتولد من مبيعات المشروع.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

— نعيم نمر داوود، "التحليل المالي باستخدام برنامج EXCEL"، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2012، ص 194-195.

— محمد المبروك أبو زيد، "التحليل المالي شركات وأسواق مالية"، دار المريخ للنشر، الطبعة 02، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2009، ص 170.

— طرق تحديد نقطة التعادل:

إن تحديد حجم أو نقطة التعادل هو بقصد تعيين أقل مستوى إنتاجي أو بيعي الذي يمكن أن يعمل المشروع عنده دون تعرض مركزه المالي للخطر، بمعنى أن مستوى الإنتاج والبيع الأقل منه يحقق خسائر، والأعلى منه يحقق أرباحاً. وكلما قل حجم التعادل كلما زادت فرص المشروع في تحقيق الأرباح وانخفضت احتمالات تحقق الخسائر (كداوي، 2008، صفحة 61).

يمكن التوصل إلى تحديد نقطة التعادل أما بيانياً أو باستخدام الطرق الجبرية، من خلال الاعتماد على المعلومات لسنة معينة من حيث مستويات المدخلات والمخرجات والأسعار وتوليفه المخرجات، وفيما يلي عرض لبعض الطرق المستخدمة:

جدول رقم (III-14): طرق تحديد نقطة التعادل.

الفصل الثالث: دراسة الجدوى والتحليل المالي كأساس لترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية

الشرح	الطريقة البيانية
يمكن حساب نقطة التعادل من خلال المعادلة الآتية (غذوان، 2020، صفحة 43): $Q_{be} = \frac{TFC}{P - AVC}$ حيث: Q_{be}: كمية التعادل؛ TFC: إجمالي التكاليف الثابتة؛ P: سعر بيع الوحدة الواحدة؛ AVC: التكلفة المتغيرة للوحدة الواحدة. ولحساب قيمة نقطة التعادل يكفي أن نضرب كمية التعادل بسعر بيع الوحدة الواحدة. نلاحظ أنه كلما زادت المبيعات الفعلية للمنشأة عن مبيعات التعادل، زاد هامش الأمان بالنسبة لها، إذ أن هامش الأمان يتحدد بالشكل الآتي: هامش الأمان = المبيعات الفعلية - مبيعات التعادل نُمكننا تحليل التعادل من التخطيط للربح، إذ بإمكان المستثمر بالاستناد إلى تحليل التعادل أن يحدد مستوى المبيعات الذي يحقق له ربحاً معيناً. وهنا يمكن أن نستعين بالمعادلة الآتية (غذوان، 2020، صفحة 44): $P \times Q_{be} = TFC + AVC \times Q_{be} + TP$ وبالتالي يكون: $Q_{be} = \frac{TFC + TP}{P - AVC}$ حيث تُشير TP إلى الربح المستهدف.	تقوم الطريقة البيانية على افتراض ثبات سعر بيع الوحدة وثبات التكلفة المتغيرة للوحدة المنتجة، مما ينتج عنه بالضرورة علاقة خطية لكل من منحني الإيرادات الكلية ومنحني التكاليف الكلية ومنحني التكاليف المتغيرة، وهذه العلاقة تكون مقبولة فقط بمستوى الإنتاج المحصور بين (ك1-ك2) (كداوي، 2008، صفحة 61)، ويمكن توضيح تلك المنحنيات ونقطة التعادل من خلال الشكل البياني المرفق المصدر: (أبو زيد، 2009، صفحة 173) وعادة فإن النقطة التي يتقاطع فيها منحني الإيراد الكلي والتكاليف الكلية والتي تمثل بنقطة (ن) هي نقطة التعادل - التي عندها يكون الإيراد الكلي = التكاليف الكلية والمنشأة لا تحقق فيها لا ربح ولا خسارة؛ أما قبل نقطة التعادل، فتكون هناك خسائر، لأن التكاليف الكلية تكون أكبر من الإيراد الكلي، أما بعد (على يمين) نقطة التعادل، فتكون هناك أرباح، لأن الإيراد الكلي يكون أكبر من التكاليف الكلية (العيسوي ك.، 2013، صفحة 184).

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المصادر المرفقة في الجدول.

2. أسلوب تحليل الحساسية:

يقصد بتحليل الحساسية، تحديد الكيفية التي يتأثر بها قرار الاستثمار نتيجة التغيرات التي يمكن أن تحدث في قيم محدداته أي رقم الأعمال والعمر الإنتاجي للمشروع ... إلخ، وبمعنى آخر فإن تحليل الحساسية يقيس أثر التغير في مخرجات ومدخلات صافي العائد النقدي المتوقع على صافي القيمة الحالية أو معدل العائد الداخلي، أو أي معيار آخر من معايير تقييم المشروعات والذي يساعد في النهاية على اتخاذ القرار الاستثماري في ظل درجة معينة من المخاطرة أو عدم التأكد (معراج، بناس، و مجدل، 2013، صفحة 160).

الهدف الرئيسي من هذا التحليل هو محاولة التنبؤ بدراسة أثار التغيرات التي قد تطرأ على اهم المتغيرات المؤثرة على اقتصاديات تشغيل المشروعات مثل: اسعار البيع، تكلفة الحصول على الطاقة، تكلفة الحصول على المواد الخام، العمر المتوقع للمشروع، التغير في مستويات استغلال الطاقة الانتاجية بالمشروع؛

الفصل الثالث: دراسة الجدوى والتحليل المالي كأساس لترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية

وحتى يمكن تحقيق أقصى فائدة منه يتعين دقة تحديد المتغيرات المطلوب قياس أثر التغير المتوقع بالنسبة لها، ويتم تفريغ هذه المتغيرات في شكل جدول يعطى لكل متغير ثلاث قيم مختلفة (تفاؤليه، تشاؤميه، متوسطه) ثم اختيار مجموعه من مؤشرات التحليل المالي. وذلك بغرض قياس أثر التغير في كل من هذه المتغيرات على مؤشر التقييم الذي تم اختياره، هكذا يمكن التوصل الى ثلاث تصورات أساسيه في ضوء ما تسفر عنه نتائج الجدول المشار اليه، التصور الأول خاص بأكثر الظروف تفاؤلاً، الثاني بأسوأ الظروف تشاؤماً والثالث بمرحله وسط بين التفاؤل والتشاؤم (غنيم، 2002، الصفحات 73-74).

الجدول رقم (III-15): جدول اختبارات الحساسية.

المتغير	قيمة المتغير	مؤشرات التقييم		
		معدل العائد الداخلي	المقدرة على السداد	صافي القيمة الحالية
اسعار البيع	— متفائل	xx	xx	xx
	— وسط	xx	xx	xx
	— متشائم	xx	xx	xx
تغير الطاقة المستغلة	— متفائل	xx	xx	xx
	— وسط	xx	xx	xx
	— متشائم	xx	xx	xx
تكلفة الطاقة	— متفائل	xx	xx	xx
	— وسط	xx	xx	xx
	— متشائم	xx	xx	xx
اسعار المواد الخام	— متفائل	xx	xx	xx
	— وسط	xx	xx	xx
	— متشائم	xx	xx	xx
حجم المبيعات	— متفائل	xx	xx	xx
	— وسط	xx	xx	xx
	— متشائم	xx	xx	xx

المصدر: أحمد غنيم، "دور دراسات الجدوى والتحليل المالي في ترشيد قرارات الاستثمار والائتمان"، المكتبات الكبرى، القاهرة، مصر، 2002، ص 74.

ويعكس هذا التقييم مدى حساسية المشروع وتأثر ربحيته بالتغيرات التي قد تطرأ على أهم متغيراته، ومن ثم فهذا التحليل له أهمية كبيرة في تقييم وإعادة تقييم البدائل الاستثمارية المختلفة في ظل ظروف عدم التأكد (غنيم، 2002، صفحة 74).

وعلى هذا الأساس، يمكن لمتخذ القرار أن يحدد مدى حساسية عائد المشروع المقترح مثلاً للتغيرات التي يمكن أن تحدث في قيمة أي من المتغيرات المعطاة، فإذا كان صافي القيمة الحالية حساساً تجاه المتغيرات المستخدمة،

فإن المشروع المقترح يكون حساساً لظروف عدم التأكد (الغيساوي ك.، 2004، صفحة 197)، وعليه يمكن القول أن أسلوب تحليل الحساسية يساهم بصفة رئيسية في إمداد متخذ القرار بمقياس لتتائج الأخطاء الممكنة عند التنبؤ، كما يعتبر تحليل الحساسية عند متخذ القرار دراسة انتقادية تحليلية تهدف إلى قياس درجة المخاطر المحيطة بالمشروع الاستثمار المراد تحقيقه ، لأنه يعتمد ويرتكز على قياس وتحديد آثار التغيرات التي ستحدث في متغيرات المدخلات ، ومتغيرات المخرجات على معايير القرار التي تحدد قيمة ذلك المشروع الاستثماري ، مثل القيمة الحالية الصافية أو معدل العائد الداخلي ، ومعرفة مدى حساسية تلك المعايير لتلك التغيرات أو الأخطاء (لقليطي و دردوري، رياضيات التمويل والاستثمار ، 2019، صفحة 171).

كما تجدر الإشارة إلى أنه لا يشترط في أسلوب تحليل الحساسية تحليل لكل المتغيرات المؤثرة على عملية قرار الاستثمار بل يمكن الاقتصار على المتغيرات الرئيسية التي يفترض حدوثها والتي يمكن حصرها في النقاط التالية (معراج، بهناس، و مجدل، 2013، صفحة 161):

- انخفاض التدفقات النقدية الداخلة (المنافع) الفعلية عن تلك المقدرة أو المتوقعة كنتيجة إما لانخفاض المخرجات أو الانخفاض في أسعارها أو لانخفاض قيمتها معاً؛
- تجاوز التدفقات الخارجية (التكاليف) الفعلية عن المقدرة أو المتوقعة كنتيجة إما لزيادة كميات المدخلات أو لزيادة في أسعارها أو لزيادة قيمتها معاً؛
- التأخير في تنفيذ المشروع كأن يكون من الأفضل تأجيل قيام المشروع لمدة سنة أو أكثر وذلك حتى يتم الحصول على قيمة حالية موجبة؛
- قصر عمر المشروع.

ومن الملاحظ أن هذا الأسلوب من أكثر الأساليب انتشار وشيوعاً سواء على مستوى الدراسات النظرية أو التطبيقية في مجال دراسات الجدوى وتقييم المشروعات وبخاصة في ظل ظروف عدم التأكد، ويمكن استخدام أسلوب تحليل الحساسية في المراحل الأولى من إعداد المشروعات، من أجل تحديد تلك المتغيرات الأكثر أهمية والعمل على ضرورة تقديرها بدقة، تلك المتغيرات التي قد تمثل الجزء الأكبر من التكاليف مثلاً، أو التي من المتوقع أن تزداد قيمتها أو تنخفض بدرجة كبيرة عن التقدير الأكثر احتمالاً (التقدير المتوقع)، هذا ويمكن الاستفادة من هذا الأسلوب عندما تكون هناك صعوبة في وضع توزيعات احتمالية لعنصر أو أكثر من عناصر التدفقات النقدية الداخلة والخارجة (الغيساوي ك.، 2013، صفحة 198)، كما يمكن تكييف تحليل الحساسية بوجه خاص من أجل تقييم المخاطر المرتبطة بقرارات الاستثمار ، فهو أسلوب يستخدم في تقييم المخاطر عندما تكون قيمة المتغيرات عرضة للتغيير والانحراف .

3. الانحراف المعياري (σ):

يعتبر الانحراف المعياري مقياساً مطلقاً للمخاطرة التي ينطوي عليها المشروع الاستثماري، ويتم حسابه بإيجاد الجذر التربيعي لمجموع مربعات انحرافات القيم، أي مفردات التدفق النقدي عن وسطها الحسابي بمعنى ذلك الجذر التربيعي للتباين، فالانحراف المعياري لتوزيع معين حول الوسط الحسابي يستخدم كمقياس للمخاطرة المرتبطة به، ومن ثم يمكن تقييم درجة المخاطرة المصاحبة للمشروع الاستثماري ولتحديده يتم أولاً تحديد التباين ثم يحدد من خلال ذلك بالجذر التربيعي له (زحوني، 2013، صفحة 106).

$$V(VAN) = \sum_{n=0}^n E(VAN)^2 - (E(VAN))^2$$

$$\sigma(VAN) = \sqrt{V(VAN)}$$

تتم المفاضلة من خلال اختيار المشروع الذي يحقق أقل انحراف معياري يعني أقل مخاطرة.

4. أسلوب سعر الخصم المعدل:

يقوم أسلوب "سعر الخصم المعدل للمخاطر" على مبدأ الموازنة بين العائد والمخاطرة، حيث تتفاوت القرارات الاستثمارية تبعاً لدرجة عدم اليقين المحيطة بالمشروع، ويفترض هذا الأسلوب أن المستثمر يمتلك بديلاً استثمارياً آمناً (كسعر الفائدة السائد في البنوك) يضمن له عائداً خالياً من المخاطر ويحميه من التضخم، وبناءً عليه لا يتم قبول استثمار الأموال في مشروعات غير مضمونة إلا إذا توفر عائد متوقع يفوق ذلك المعدل السائد، بمقدار يُعرف بـ "علاوة المخاطرة" التي تُضاف لتعويض المستثمر عن تقلبات المشروع المحتملة؛

ومن الناحية الإجرائية، تتم معالجة المخاطر في هذا النموذج من خلال تعديل سعر الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية، إذ يُحسب "سعر الخصم المعدل" بجمع سعر العائد الخالي من المخاطرة مع نسبة مئوية تمثل علاوة المخاطرة المقدرة. ورغم الصعوبة المفاهيمية التي قد تواجه تحديد هذه العلاوة بدقة، إلا أن تطبيقها يعد حاسماً في تقييم الجدوى الاقتصادية، فاستخدام سعر خصم معدل (مرتفع) يؤدي بالضرورة إلى خفض القيمة الحالية للتدفقات النقدية، مما قد يحول صافي القيمة الحالية للمشروع من قيمة موجبة إلى سالبة، وفي هذه الحالة، يتعين رفض المشروع لأنه لا يحقق عائداً يكافئ المخاطر الكامنة فيه، حتى وإن بدا راجحاً عند تقييمه وفق أسعار الفائدة العادية (غنيم، 2002، الصفحات 71-72).

ملاحظة:

إلى جانب الأساليب السابقة، توجد مجموعة من الأساليب الإحصائية والكمية المتقدمة التي تتسم بدرجة عالية من التعقيد المنهجي، والتي يقتصر استخدامها غالباً على الاستثمارات الضخمة والمؤسسات الكبرى نظراً لحاجتها إلى قواعد بيانات دقيقة وبرمجيات تحليلية متخصصة، مما يجعلها أقل شيوعاً في دراسات الجدوى للمشاريع التقليدية، ومن أبرزها:

– شجرة القرارات (Decision Tree): وتستخدم كأداة بيانية وتحليلية فعالة عندما يواجه المستثمر سيناريوهات متعددة ومتشعبة، حيث تتيح تتبع المسارات المتتالية للقرارات وتقدير نتائج كل سيناريو بناءً على احتمالات حدوثه.

– التوزيعات الاحتمالية والقيمة المتوقعة (Expected Value): ويرتكز هذا الأسلوب على توفر تقديرات دقيقة لاحتمالات تحقق العوائد، حيث يتم حساب المتوسط المرجح للتدفقات النقدية بناءً على وزنها الاحتمالي للوصول إلى القيمة المتوقعة للمشروع.

– أسلوب المحاكاة (Simulation): وأشهرها محاكاة "مونت كارلو (Monte Carlo)"، وهي تقنية رياضية متقدمة تعتمد على الحاسب الآلي لتوليد آلاف السيناريوهات المحتملة للمتغيرات المؤثرة في المشروع، مما يوفر رؤية شاملة للمخاطر، إلا أنها نادرة الاستخدام في المكاتب الاستشارية العادية نظراً لارتفاع تكلفتها ومتطلباتها التقنية.

المبحث الرابع: دور تحليل العائد والمخاطرة في اتخاذ القرار التمويلي والاستثماري

إن أي استثمار يتضمن مستوى معين من المخاطرة، مما يدفع بالمستثمر إلى القلق في المقام الأول حيال عدم انتظام العوائد المتوقعة خلال مدة حياة المشروع الاستثماري، لذلك، يُصبح تقييم المخاطر من العوامل الأساسية في عملية اتخاذ القرار الاستثماري.

المطلب الأول: تعريف وأنواع المخاطر التمويلية والاستثمارية

تُعد المخاطر الاستثمارية والتمويلية من الركائز الأساسية في تحليل استثمارية وربحية المشاريع الاقتصادية، حيث تشمل الأولى التهديدات الناجمة عن عدم اليقين في عوائد الأصول وتقلبات السوق، بينما تتناول الثانية التحديات المرتبطة بالهيكل المالي للكيان وقدرته على الوفاء بالتزاماته، ويتطلب تقييم هذه المخاطر منهجية تحليلية دقيقة تستند إلى نماذج قياسية وإحصائية، بهدف تحديد مصادرها، وقياس تأثيراتها المحتملة، وتطوير استراتيجيات فعالة لإدارتها والحد من تداعياتها السلبية على الأداء المالي والاقتصادي للمؤسسة.

1. المخاطر التمويلية وأنواعها:

تعبر المخاطر التمويلية عن المخاطر التي تتعلق أساساً بهيكل رأس المال وقدرة المؤسسة على مواجهة الالتزامات والمصاريف الثابتة، وتعلق بعوامل السيولة القصيرة، والقدرة على سداد الالتزامات الطويلة (تناح، 2023، صفحة 21).

ويمكن تعريف الخطر التمويلي (Financial Risk) أيضاً على أنه الخطر الإضافي الذي يتحمله المساهمون والنتائج عن استعمال الديون في هيكل تمويل الشركة، ويقاس الخطر التمويلي بالتغير في الأرباح بالسهم EPS (الميداني، 2006، صفحة 605).

من خلال ما سبق يمكن استنتاج أن التعريفان مكملان لبعضهما، الأول يعالج البعد المالي/الهيكلية، والثاني يعالج البعد الاستثماري/الرافعة المالية، وعليه تتمثل المخاطر التمويلية في درجة عدم التأكد المرتبطة بقدرة المؤسسة

على توفير التمويل اللازم لأنشطتها أو الوفاء بالتزاماتها المالية في الأوقات المحددة، مما قد يؤثر سلباً على استقرارها المالي والتشغيلي، بالإضافة إلى كونه الخطر الإضافي الذي يتحمله المساهمون نتيجة اعتماد المؤسسة على الديون في هيكل تمويلها، وما يترتب عن ذلك من تقلب في العائد على حقوق الملكية، وتنشأ هذه المخاطر من عدة مصادر، أبرزها:

— **مخاطر السيولة Liquidity risk:** تنشأ من الفشل أو العجز عن الوفاء بالالتزامات المالية الحالية والمستقبلية بسبب نقص في النقد أو ما يعادله من الأصول النقدية، وبالتالي تحدث مخاطر السيولة عند العجز عن الوفاء بالاحتياجات الفورية من السحب في الأجل القصير، أو في حالة قصور التدفقات النقدية الداخلة عن مقابلة التدفقات النقدية الخارجة، وعليه فمخاطر السيولة تتلخص في العجز عن تسيير أي أصل من الأصول (بن شيخ، 2020، صفحة 58)، فإذا استمر هذا العجز يمكن أن يؤدي إلى إفلاس المؤسسة والتوقف عن مزاوله مختلف أنشطتها.

ومن بين العوامل المسببة لمخاطر السيولة نجد:

- صعوبة توفير تمويل جديد من قبل المستثمرين؛
- عدم توفر المؤسسة على الأصول اللازمة التي يمكن تسييلها بشكل سريع؛
- تصعب هذه المخاطر عملية التصفية داخل المؤسسة والتي قد ينتج عنها خسائر؛
- ضعف التخطيط الفعال للسيولة مما يؤدي إلى عدم التوافق والانسجام بين الالتزامات والأصول من حيث تواريخ الاستحقاق؛
- وجود اختلاف وعدم التوازن بين تكاليف خدماتها وبين نمو التزاماتها.

— **مخاطر الرافعة المالية:** ويقصد بها التذبذب في صافي الربح بعد الضريبة، أي تذبذب في صافي الربح بعد الضريبة في العائد المتبقي للملاك (حملة الأسهم العادية) بسبب استخدام مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة، كفاائدة و احتمالات عدم القدرة على سداد الديون في أوقات استحقاقها أو الفائدة أو كليهما، فهي مخاطر مربوطة بالديون و المنطق أنه كلما زاد حجم الديون في هيكل التمويل الموجودات زادت درجة المخاطر و الأصل في هذه المخاطر ليست الديون بحد ذاتها، أما احتمالات انخفاض مستويات الأرباح المتوقع تحقيقها دون مستوى الفائدة المدفوعة على تلك الديون، و هذا يعني تعرض الشركة الى خسائر بسبب انخفاض دون مستوى ما تتحمله من التكلفة، و هذا بحد ذاته مخاطر مالية (تكواشت، 2022، صفحة 287).

— **مخاطر الائتمان:** هي مخاطر التخلف عن سداد الديون التي قد تنشأ عن فشل الطرف المقابل في سداد المدفوعات المطلوبة، أي عدم مقدرة زبائن المؤسسة على الوفاء بالالتزامات المستحقة اتجاهها في الوقت المتفق عليه، وهذه المخاطر قد توقع المؤسسة في مخاطر السيولة والتي قد تؤدي بها إلى الإفلاس، لأن أموال هؤلاء الزبائن ستوجهها المؤسسة إلى استثمارات أخرى كتسديد التزاماتها اتجاه الموردين، وبالتالي قد تصبح المؤسسة غير قادرة

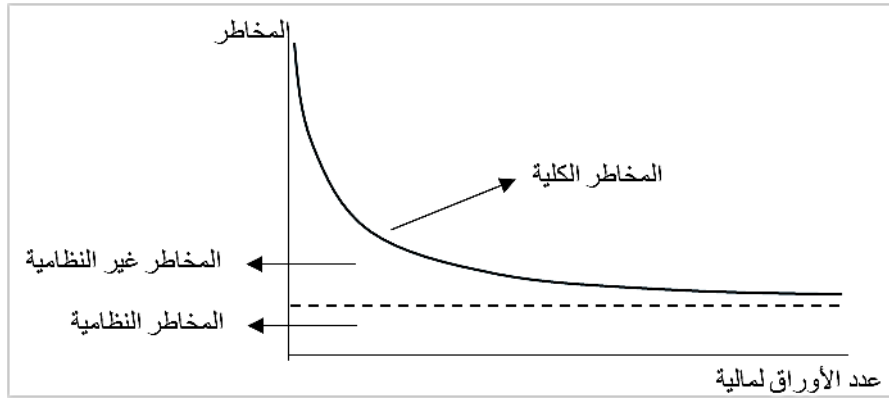
على الوفاء بتسديد ديونها اتجاه الغير، وما يمكن قوله أن مخاطر الائتمان تسبب مخاطر السيولة لدى المؤسسة المعنية، ومخاطر السيولة هي بدورها تسبب مخاطر الائتمان لأطراف أخرى (سكندري، 2023، الصفحات 120-121).

– **مخاطر سعر الصرف:** وتسمى أيضاً بمخاطر العملة، وهي المخاطر المتعلقة بالتذبذبات في أسعار الصرف وبالأخص بالمستثمرين الذين يوظفون أموالهم في الأسواق العالمية (الكايد، 2010، صفحة 82)، وبمعنى آخر المخاطر الناجمة عن تذبذب القيمة العادلة أو التدفقات النقدية المستقبلية لأداة مالية، نتيجة التغيرات في سعر الصرف الأجنبي (خميس، 2019، صفحة 234).

2. المخاطر الاستثمارية وأنواعها:

تعتبر مخاطر الاستثمار عن درجة الانحرافات في التدفقات النقدية الداخلة عن القيمة المتوقعة لها، ولذلك كلما زادت درجة الانحراف ارتفعت مخاطر الاستثمار، أي أن مخاطر الاستثمار ترتبط بالتقلبات في عائد الاستثمار المتوقع، بمعنى انخفاض العائد من الاستثمار عن العائد المستهدف (أحمد علي محمود، 2019، صفحة 304). حيث تتنوع المخاطر التي تواجه مختلف أنواع الاستثمارات وتُشكل موضوعاً للبحث والتصنيف بين الخبراء، ومن أكثر التقسيمات شيوعاً في مجال الاستثمار هو تقسيم المخاطر الكلية إلى مخاطر نظامية وتُمثل العوامل التي تؤثر على كل الاستثمارات في السوق، ومخاطر غير نظامية وتُمثل العوامل التي تؤثر على استثمار مُحدد، وهي كالاتي (ساحل، 2019، الصفحات 17-20):

الشكل البياني رقم (III-7): منحني المخاطر الكلية.



المصدر: - شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام، "دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الاستثمارية"، دار المسيرة، الأردن، عمان، سنة 2008، ص 218.

– **المخاطر النظامية** هي المخاطر العامة التي تؤثر على جميع أنشطة الاستثمار في السوق، وتنشأ عن البيئة وترتبط بالنشاط الاقتصادي والنظام المالي العام، وتؤثر على كافة المستثمرين دون استثناء، وإن التنوع الاستثماري

لا يعد حلاً جذرياً لهذه المخاطر بل يخفف من حدتها فقط، ولا يمكن التخلص منها أو تجنبها بالكامل مهما زادت درجة تنويع الاستثمارات، ومن أمثلة المخاطر النظامية:

● **مخاطر أسعار الفائدة:** حيث أن ارتفاع أو انخفاض سعر الفائدة له تأثير عكسي على أسعار الأوراق المالية والاستثمارات الأخرى، فارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم والسندات لأن المستثمر يفضل بيع الأوراق المالية التي يمتلكها ووضع ثمنها كوديعة في أحد البنوك مثلاً ما يُدر عليه عائداً أعلى؛

● **مخاطر التضخم:** يؤدي التضخم إلى تخفيض القوة الشرائية للنقود، فالأموال التي تستثمر اليوم لها قوة شرائية أكبر من قيمتها بعد عدد من السنوات، وقد أصبح التضخم سمة العصر وبالتالي يجب على المستثمر أن يختار الاستثمارات التي تحميه من مخاطر التضخم، فالاستثمارات ذات الدخل الثابت عاجزة عن مقاومة التضخم وبالتالي فإن ارتفاع الأسعار قد يفوق العوائد التي تحققها هذه الاستثمارات، وعلى العموم يمكن للمستثمر أن يتفادى أضرار التضخم بأن ينوع استثماراته ويتفادى الاستثمارات الطويلة الأجل إلا أن ذلك يتطلب دراسة كبيرة لمختلف المجالات الاستثمارية كالعقارات والأشياء النادرة؛

● **مخاطر السوق:** تحمل كل من الأسهم والسندات نوع من أنواع المخاطرة تعرف بمخاطره السوق ويعني ذلك احتمال خسارة المستثمر بعض رأس المال المستثمر بسبب تذبذب حالة السوق العام، والأسهم تعتبر أكثر تذبذباً من السندات فأسعار الأسهم يمكنها الصعود أو الهبوط الحاد على حسب اتجاه العرض والطلب أما أسعار السندات فتتأثر هبوطاً أو صعوداً بمعدل الفائدة فهناك رابطة عكسية بين أسعار السندات ومعدل الفائدة، فكلما هبط معدل الفائدة ارتفعت السندات وكلما زاد معدل الفائدة كلما هبطت السندات وزاد عائدها لأن السند يحتوي على قيمة السند في السوق ودخل السند وهو الفائدة؛

— **المخاطر غير النظامية:** وتعتبر عن المخاطر التي ينطوي أثرها على شركة معينة بحيث تكون هذه المخاطر خاصة بشركة دون الأخرى، وهنا تكمن فائدة التنويع والذي يؤدي إلى جعل مخاطرة المحفظة منخفضة، حيث أن التنويع الجيد الذي يشمل عدد كبير من الاستثمارات يخفف بشكل كبير من تركيز المخاطر وبالتالي يقلل من المخاطر الغير النظامية للمحفظة، وتشمل المخاطر غير النظامية على ما يلي:

● **مخاطر الإدارة:** يمكن أن تتسبب الإدارة في تباينات فريدة وغير منتظمة في العوائد المستحقة للمستثمرين وتعتبر إدارة الشركة مصدراً للمخاطرة نظراً للقرارات الخاطئة التي قد تتخذها والمواقف السلبية التي قد تلجأ إليها ومن أمثلة هذه القرارات ما يلي :

○ عدم الاحتياط للأحداث غير المتوقعة؛

○ تقادم المنتجات؛

○ الارتباط بعميل واحد؛

— **مخاطر الصناعة:** أحيانا تتعرض كل الشركات العاملة في صناعة واحدة أو بضع صناعات لقابلية تغير العائد بسبب قوة معينة لا تؤثر في غالبية المؤسسات العاملة خارج تلك الصناعة على النحو ذي دلالة، وهذه القوة يطلق عليها اسم مخاطر الصناعة.

المطلب الثاني: تحليل الرفع المالي والتشغيلي: التعريف، القياس، والتأثيرات المشتركة

تنجم الرافعة من جراء استخدام الأصول أو الأموال ذات الكلف الثابتة من أجل المساهمة في تعظيم (Magnify) العوائد لمالكي المنشأة أو حملة الأسهم العادية، وبشكل عام، فإن ارتفاع الرافعة يؤدي إلى ارتفاع مقابل في كل من العائد والمخاطرة والعكس صحيح، إن مقدار أو درجة الرافعة في هيكل رأس المال المنشأة، الذي هو مزيج بين المديونية طويلة الأجل وحقوق الملكية الذي يمكن أن يكون له تأثير ذو دلالة مهمة في قيمة المنشأة عن طريق تأثير كل من العائد والمخاطرة.

ونظراً لتأثير هذه الرافعة في كل من العائد والمخاطرة فإنه يتوجب على المدير المالي أن يفهم كيفية قياس وتقييم الرافعة المذكورة وخصوصاً عندما يتخذ القرارات الخاصة بهيكل رأس المال وسنحاول في هذا المطلب التمييز بين ثلاث أنواع من الروافع هي: الرافعة المالية (Financial Leverage)، الرافعة التشغيلية (Operating Leverage) والرافعة الكلية (Total Leverage) التي تمثل التأثير المشترك لكل من الرافعة التشغيلية والرافعة المالية. (النعمي و التميمي، 2009، صفحة 411_412).

1. تعريف الرافعة المالية:

عرف ويستون وبرجهام الرافعة المالية أو عامل الرفع المالي على أنها: "نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، أو إلى إجمالي قيمة المؤسسة" (صديقي و آخرون، 2017، صفحة 89).

ويعرف هندي الرافعة المالية بأنها: "درجة اعتماد المؤسسة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت سواء كانت قروضا، أم سندات، أم أسهما ممتازة، مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك كما يؤثر على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها" (هندي، 2002، صفحة 500)، وبمعنى آخر فإن الرافعة المالية مرتبطة بهيكل تمويل المنشأة، حيث تزداد درجة الرافعة المالية كلما ازداد الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية، وإذا استطاعت المنشأة استثمار أموالها المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة الاقتراض، تصبح الرافعة المالية فعالة ومفيدة، وإن لم تستطع المنشأة تحقيق ذلك، فإنها ستحقق خسائر وتعرض للمخاطر (الدباس و الزعبي، 2024، صفحة 206).

2. قياس الرافعة المالية:

يمكن قياس الرافعة بمجموع الديون إلى الأموال الخاصة بحقوق الملكية، وهذا هو التشبيه المادي كون الدين يعمل مثل الرافعة، وكلما زادت الرافعة زاد الوزن النسبي (إجمالي الأصول) الذي يمكن دعمه بمقدار من الأموال

الفصل الثالث: دراسة الجدوى والتحليل المالي كأساس لترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية

الخاصة (الحقوق الملكية) على الطرف الآخر من الرافعة المالية وهذا من المنظور المحاسبي، كما يمكن قياس الرافعة المالية بنسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة التي تدل على العلاقة بين الديون طويلة الأجل والأموال الخاصة التي تمتلكها المؤسسة، كما تحسب كذلك بالعلاقة بين الاستثمار في الاسهم والقيمة السوقية الاجمالية للأصول مستخدمين في ذلك النسبة بين الأموال المقترضة والقيمة السوقية للأصل الذي يتم تمويله، إذ تعبر نسبة القرض عن هامش أمان المقرض (Kolbe & Greer, 2003, p. 118).

كما يمكن التعبير عنها بما يعرف بأثر الرافعة حيث تبدأ الرافعة عندما تحقق المؤسسة من خلال استثمار ما تم اقتراضه، قيمة اقتصادية أكبر من تكاليف الاقتراض محققة بذلك فوائد متمثلة في الفرق بين المردودية وتكلفة الأموال المقترضة، مما يساهم برفع مردودية الأموال الخاصة دون أن يؤدي إلى تغير المردودية الاقتصادية، وهذا في حالة كون المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الاقتراض، أما الحالة العكسية سينجر عنها عجز في مردودية الأموال الخاصة بدلا من تحقيق فائض، بذلك تصبح مردودية الأموال الخاصة أقل من المردودية الاقتصادية (Verminen, 2002, p. 312).

فأثر الرافعة هو أثر مضاعف للاستدانة على المردودية الاقتصادية فهو ترجمة لحساسية النتيجة الصافية لتطور حجم الديون، لأنه يربط بين المردودية المالية والاقتصادية ويعبر عنها كما يلي (سباع و عمر عبدة، 2022، صفحة 130):

$$Rn = (Re.i.D)(1 - IS)$$

وبقسمة طرفي المعادلة السابقة على R_{cp} نجد:

$$R_{cp} = \frac{Rn}{CP} = \frac{(Re.i.D)(1 - IS)}{CP} = Re - \frac{iD}{CP + D}(1 - IS) \times \frac{CP + D}{CP}$$
$$= (Re \frac{CP+D}{CP} - \frac{iD}{CP+D})(1 - IS)$$

وبتسيط المعادلة نجد:

$$R_{cp} = (Re + (Re - i) \left(\frac{D}{CP} \right))(1 - IS)$$

حيث أن:

RE: نتيجة الاستغلال. CP: الأموال الخاصة.

RN: النتيجة الاقتصادية. D: الاستدانة.

Re: المردودية الاقتصادية. i: تكلفة الاستدانة.

Rcp: مردودية الأموال الخاصة. IS: معدل الضريبة على الأرباح.

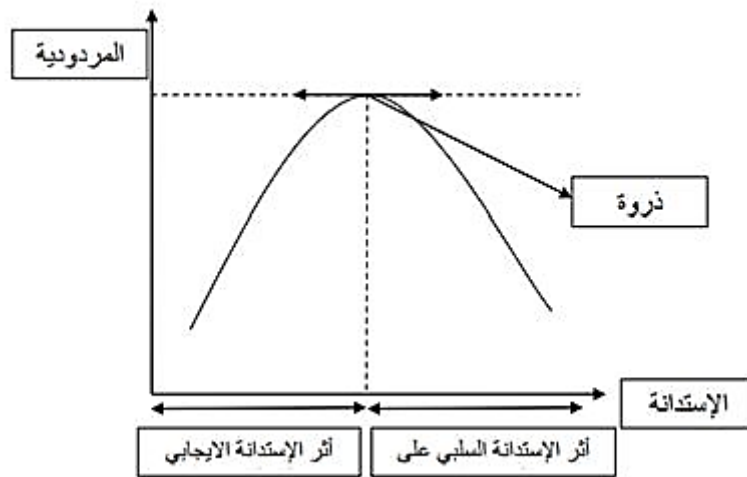
ويمثل الشرط الأول من المعادلة الأخيرة المردودية الاقتصادية بعد الضريبة، أما الشرط الثاني فهو يمثل درجة الرفع المالي.

3. مبدأ أثر الرافعة المالية:

يظهر مبدأ الرافعة عندما تلجأ المؤسسة إلى الاستدانة لتمويل مشاريعها، فإن هي حصلت جراء ذلك على فوائد والتي تتمثل في: المردودية الاقتصادية أعلى من التكاليف المالية للاستدانة، يكون هذا الفائض في صالح المساهمين وبالتالي يرتفع معدل مردودية الأموال الخاصة و يصبح هنا أثر إيجابي الرافعة، وحينها يمكن للمؤسسة أن ترتفع من اعتمادها على الاستدانة، ولكن هناك مستويات من تواصل ارتفاع عمليات الاقتراض، والتي يجب أن تتوقف إذا كانت المردودية الاقتصادية للمشاريع أقل من التكلفة المالية للاقتراض لأننا سنكون بصدد أثر سلبي للرافعة، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى عجز سيحمل على مردودية الأموال الخاصة (رمضاني، جخيوة، و بن نوار، 2015، الصفحات 139-140).

ويوضح الشكل التالي حدود الاستدانة بناء على معدل المردودية المالية:

الشكل البياني رقم (III-8): أثر الاستدانة على المردودية الاقتصادية.



المصدر: - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، "التسيير المالي: الإدارة المالية: دروس وتطبيقات"، دار وائل للنشر والتوزيع عمان، الأردن، 2006، ص 306.

من خلال الشكل البياني نلاحظ أن للمؤسسة القدرة إلى اللجوء للاستدانة حتى لو كان مستوى التمويل الذاتي مرتفع، لأن ذلك يمنحها مردودية مالية إضافية بفضل الأثر الإيجابي للاستدانة، كلما كان مردودية اقتصادية تفوق تكلفة الاستدانة أمكنها ذلك من الاعتماد على الاستدانة لتمويل احتياجاتها المالية، وبالتالي تحسين المردودية المالية التي تنعكس في زيادة مداخيل المساهمين؛

لا يسمح للمؤسسة أن تتعدى ذروة الاستدانة أين تتساوى المردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة وإلا انعكس ذلك سلباً على مردودية الأموال الخاصة وأرباح المساهمين، وعليها التوجه نحو المصادر المختلفة من أموال الملكية (رمضاني، جخيوة، و بن نوار، 2015، الصفحات 140-141).

ويمكن القول إن مبدأ أثر الرافعة المالية يقوم على مبدأ بسيط، فهي نتاج المرونة المكافأة المخصصة لرأس المال الخارجي عن المؤسسة (أي الديون)، فإذا كانت مردودية الأصول تتجاوز التكاليف المالية المدفوعة للمقرضين، يكون هذا الفائض في فائدة المساهمين، حيث يكون الحديث هنا عن أثر رافعة إيجابي، أما في الحالة العكسية، أي إذا كانت هذه المردودية غير كافية من أجل تغطية التكاليف تنخفض مردودية المساهمين، ويصبح هنا أثر الرافعة سلبي. إذن يمكننا تفسير أثر الرافعة المالية بمعدل مردودية الأموال الخاصة بدلالة معدل مردودية الأصول الاقتصادية وتكلفة الدين (بن ساسي و قريشي، التسيير المالي : الإدارة المالية : دروس وتطبيقات، 2006، صفحة 268).

4. مزايا وعيوب الرافعة المالية:

وتبرز أهمية الرافعة المالية من خلال قياسها إمكانية تعرض المنشأة للمخاطر المالية، وعكس درجة التغير في عائد السهم الواحد من الربحية التشغيلية الناجمة عن التغير في نسبة الربحية التشغيلية قبل الفوائد والضرائب، وتتيح أيضاً الرافعة المالية زيادة العوائد للمستثمرين بشكل أكبر من المتوقع، لكن بمقابل ذلك فإن الخسائر المتوقعة ستزداد، ومن الضروري سداد أصل المبلغ والفوائد المستحقة عليها، وفي الأحوال كافة، فانه من الضروري قيام المنشآت بدراسة مستوى الكفاءة لكل من عملياتها التشغيلية والتمويلية والظروف المحيطة بها قبل اتخاذها قرار فيما يتعلق بالهيكل التمويلي، وأشارت دراسة الى ان الرافعة المالية تتمتع بالعديد من المزايا، أهمها (تكواشت، 2022، صفحة 287):

- تحسين العائد على حقوق المساهمين، ويتحقق ذلك نتيجة للفرق الإيجابي بين تكلفة الاقتراض وعائد الاستثمار، خاصة في حال نجاح المؤسسة في استثمار الأموال المقترضة؛
- المحافظة على السيطرة في المؤسسة لأن المقرضين ليس لهم حق التصويت؛
- مشاركة حاملي السندات المشاركة في الأرباح الحقيقية؛
- الاستفادة من الميزة الضريبية، باعتبار الفوائد المدفوعة قابلة للخصم من الوعاء الضريبي؛
- في فترات التضخم يتم اقتراض الأموال ذات قوة شرائية عالية، وإعادتها بأموال ذات قوة شرائية أقل؛
- الاقتراض بحكمة، أين يمكن المؤسسة من بناء سمعة في الأسواق المالية، وهو أمر تحتاجه المؤسسة، خاصة عند الحاجة الى مزيد من الاقتراض.

وفي ضوء هذه المزايا والعيوب، يتجلى دور الرافعة المالية كأداة محورية لترشيد القرار التمويلي، حيث تفرض على الإدارة الموازنة الدقيقة بين رغبة الملاك في تعظيم العائد (الاستفادة من الوفورات الضريبية وأموال الغير) وبين ضرورة تجنب مخاطر العسر المالي، فالقرار الرشيد هنا لا يعني بالضرورة تجنب الديون، بل استخدامها بذكاء طالما أن العائد الاقتصادي للمشروع يفوق تكلفة الاقتراض، وبما يضمن بقاء المخاطر ضمن الحدود الآمنة للمؤسسة.

5. الرافعة التشغيلية (OPERATING LEVERAGE):

يشكل وجود التكلفة الثابتة في عمليات المؤسسة الأساس لوجود فكرة الرفع التشغيلي حيث لا وجود لمثل هذه الظاهرة في المؤسسات المالية دون أن تتضمن تكاليفها التشغيلية تكاليف ثابتة (غير التكاليف المالية)، لذا تنطبق هذه الخاصية على الشركات التي تعمل في صناعات تغلب عليها الكثافة الرأسمالية مثل صناعة الاسمنت والحديد والكهرباء والبتروكيمياويات والطيران.

ويعبر عن الرفع التشغيلي بمدى التغير في ربح العمليات (الربح قبل الفائدة والضريبة) نتيجة التغير في المبيعات أو بمدى حساسية الربح التشغيلي للتغير في المبيعات، وتعتبر شركات الطيران من أوضح الأمثلة على فكرة الرفع التشغيلي وذلك لما تتميز به تكاليف هذه الصناعة من ثبات إلى حد بعيد، فتكاليف الرحلة الواحدة ثابتة في معظمها ولا تزيد التكاليف المتغيرة فيها عن تكاليف طعام الراكب نفسه، وبسبب ذلك نجد أن أرباح التشغيل لدى هذه الشركات ترتفع ارتفاعاً سريعاً بعد نقطة التعادل مع تزايد عدد الركاب (أي زيادة المبيعات) ويحدث العكس تماماً تحت مستوى التعادل.

وفي المقابل نجد أن الرفع التشغيلي محدود الأثر جداً لدى تجار الجملة وذلك لأن الجزء الأكبر من تكاليف هذا القطاع، والمتمثلة بتكلفة البضاعة المباعة، هي تكاليف متغيرة الأمر الذي يجعل الربح التشغيلي أقل تأثراً بارتفاع وانخفاض حجم المبيعات (عقل، 2011، صفحة 393).

6. قياس الرفع التشغيلي DEGREE OF OPERATING LEVERAGE:

يمكن قياس الرفع التشغيلي بقسمة التغير النسبي في أرباح التشغيل على التغير النسبي في حجم المبيعات، حيث تحصل نتيجة لهذه القسمة على ما يسمى بدرجة الرفع التشغيلي (DOL) كما في المعادلة التالية (عقل، 2011، صفحة 396_397):

$$\text{درجة الرفع التشغيلي (DOL)} = \frac{\text{نسبة التغير في الربح قبل الفائدة والضريبة}}{\text{نسبة التغير في المبيعات}} = \text{مرة}$$

$$DOL = \frac{\% \Delta EBIT}{\% \Delta Q}$$

أما درجة الرفع التشغيلي فتحتسب بالمعادلة التالية:

$$\text{درجة الرفع التشغيلي} = \frac{\text{عدد الوحدات المباعة (سعر بيع الوحدة - التكلفة المتغيرة للوحدة)}}{\text{عدد الوحدات المباعة (سعر بيع الوحدة - التكلفة المتغيرة للوحدة) - التكلفة الثابتة}}$$

ويمكن إعادة صياغة هذه المعادلة بشكل رياضي على النحو التالي إذا افترضنا ما يلي:

DOL: درجة الرفع المالي

Q: عدد الوحدات المباعة

P: السعر بيع الوحدة

VC: التكلفة المتغيرة للوحدة

F: التكلفة الثابتة

$$DOL = \frac{Q(P-VC)}{Q(P-VC)-F}$$

وبناءً على نتائج هذا القياس، تساهم الرافعة التشغيلية في ترشيد القرار الاستثماري من خلال توجيه الإدارة نحو اختيار هيكل التكاليف الأمثل للمشروع، فإذا كشفت التقديرات عن تذبذب محتمل في المبيعات، فإن القرار الرشيد يقتضي تجنب الاستثمارات ذات التكاليف الثابتة المرتفعة (أي خفض الرافعة التشغيلية) لتقليل مخاطر الخسارة، بينما يمكن قبول رافعة تشغيلية عالية لتعظيم الأرباح فقط في حال التأكد من استقرار وثبات الطلب السوقي.

7. الأثر المشترك للرفع التشغيلي والمالي:

إذا حدثت زيادة في المبيعات في ظل وجود الرفع التشغيلي، فإن هذه الزيادة في المبيعات ستؤدي إلى زيادة أكبر في الربح قبل الفائدة والضريبة، وإذا ما اقترن وجود الرفع التشغيلي بوجود الرفع المالي فإن الزيادة الحاصلة في الدخل قبل الفائدة والضريبة ستؤدي ولا شك إلى زيادة أكبر في العائد على السهم، لهذا إذا ما استعملت مؤسسة ما مزيجاً مكوناً من الرفع المالي والتشغيلي ولو بدرجة قليلة، فإن ذلك سيؤدي إلى تغيير هام في العائد على السهم، وتقاس درجة الرفع المالي المشترك بوحدة من المعادلات الثلاث التالية (عقل، 2011، صفحة 412):

$$1/ \text{درجة الرفع المشترك} = \text{درجة الرفع المالي} \times \text{درجة الرفع التشغيلي}.$$

$$2/ \text{درجة الرفع المشترك} = \frac{\text{نسبة التغير في العائد على السهم}}{\text{نسبة التغير في المبيعات}}$$

$$3/ DCL = \frac{Q(P-VC)}{Q(P-VC)-F-I}$$

حيث:

DEGREE OF COMMBINED LEVEREGE: DCL

Q: كمية الوحدات المباعة.

P : سعر بيع الوحدة.

VC : التكلفة المتغيرة للوحدة.

F : التكاليف الثابتة.

I: الفائدة على الديون.

8. العلاقة بين كل من الرافعة المالية، التشغيلية والكلية:

إن الرافعة الكلية تعكس الأثر المشترك لكل من الرافعة التشغيلية والرافعة المالية في ربحية المنشأة، فإن رافعة تشغيلية عالية ورافعة مالية عالية سينجم عنهما رافعة كلية عالية، وإن العكس من ذلك أيضاً صحيح عليه فإن العلاقة بين الرافعة التشغيلية وبين الرافعة المالية هو حاصل ضربهما وليس حاصل جمعهما، ويمكن تمثيل هذه العلاقة بالمعادلة التالية:

$$DTL = DOL \times DFL$$

درجة الرافعة الكلية = درجة الرافعة التشغيلية * درجة الرافعة المالية

ويمكن أن نحدد ملامح الأنواع الثلاث من الروافع من خلال قائمة الدخل أو قائمة الأرباح والخسائر والتي يوضحها الجدول الموالي.

الجدول رقم (III-16): قائمة الدخل الموضحة لأنواع الرافعة.

الرافعة الكلية (TL)	الرافعة التشغيلية (OL)	الإيرادات أو المبيعات الصافية (SR) = (الكمية Q × السعر P)
		— كلفة البضاعة المباعة (CGS) = (الكمية Q × الكلفة المتغيرة VC)
		= إجمالي الربح (GP)
		— الكلف التشغيلية الثابتة (FOC)
		= الأرباح قبل الفوائد والضرائب (EBIT)
	الرافعة المالية (FL)	- الفوائد (I)
		= الربح قبل الضريبة (EBT)
		الضرائب (T)
		= الدخل الصافي (NI)
		— المقسوم لحملة الأسهم الممتازة (PSD)
		= الدخل المتاح لحملة الأسهم العادية (IACSH)

		حصة السهم العادي الواحد من الربح (EPS)

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، "الإدارة المالية المتقدمة"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 412.
- الرافعة الكلية (المشتركة) ودورها في إدارة المخاطرة الكلية: تمثل الرافعة الكلية محصلة التفاعل بين الرافعة التشغيلية (الناجمة عن القرار الاستثماري) والرافعة المالية (الناجمة عن القرار التمويلي)، وهي تقيس حساسية ربحية السهم (EPS) للتغيرات في المبيعات، وتبرز أهميتها القصوى في ترشيد القرارات من خلال كشفها عن "المخاطرة الكلية للمؤسسة، حيث توضح للإدارة أنه لا يمكن فصل قرارات الاستثمار عن التمويل، فارتفاع المخاطر في أحد الجانبين يستوجب بالضرورة تخفيض المخاطر في الجانب الآخر للحفاظ على الرافعة الكلية عند مستويات مقبولة، مما يضمن استقرار العوائد النهائية للمساهمين.

المطلب الثالث: تحليل العائد والمخاطرة الاستثمارية

إن عائد الاستثمار والمخاطرة هما من المفاهيم الأساسية في مجال الاستثمار والتمويل، حيث تُعد دراسة وتحليل العائد والمخاطر من أهم العناصر التي يُبنى عليها القرار الاستثماري، فهما وجهان لعملة واحدة وهي عملية اتخاذ القرار الاستثماري، كما أن الارتباط بينهما وثيق، إذ أن تعريف أحدهما يعتمد على تحديد وتعريف الآخر، لذلك، فإن دراسة وتحليل العائد والمخاطر المرتبطة بأي مقترح استثماري هي أمر حاسم في اتخاذ القرار الاستثماري السليم.

1. مفهوم العائد والمخاطرة:

تقوم المفاضلة بين البدائل الاستثمارية على ثنائية العائد والمخاطرة باعتبارهما عنصرين أساسيين في القرار الاستثماري، إذ لا يمكن تقييم جدوى أي مشروع بمعزل عن العلاقة بين مستوى العائد المتوقع ودرجة عدم التأكد المرتبطة بتحقيقه، وعليه يعرف العائد والمخاطرة كما يلي:

- **العائد Return:** يشير إلى المنفعة التي يتم الحصول عليها جراء القيام بأي مقترح استثماري، فهو يمثل تعويضاً للمستثمر عند قيامه بتوجيه أمواله للاستثمار في مجال معين، لذلك فإن للعائد دوراً هاماً في صياغة القرار الاستثماري، ويمكن القول إن العائد هو مجموع المكاسب أو الخسائر الإجمالية التي يحققها المستثمر نتيجة اتخاذ قراره الاستثماري أو النتيجة التي يحصل عليها جراء توجيه أمواله إلى البديل الاستثماري المعين؛ ويتم قياسه عادةً من خلال احتساب صافي التدفقات النقدية التي يحققها الاستثمار على مدار فترة عمره الاقتصادي، مضافاً إليه أي متحصلات ناتجة عن بيع الاستثمار في نهاية عمره المحدد، مثل قيمة الخردة في حالة

الأصول الملموسة أو سعر بيع الأسهم في حالة الاستثمارات في الأسهم... الخ (يوسف و مرهج، 2018، صفحة 10).

– **المخاطرة Risk**: تعبر عن احتمالية تحقق الخسارة أو عدم تحقق العائد بالشكل المتوقع، وبشكل أكثر تحديداً، تمثل المخاطر درجة عدم التأكد المرتبطة بالعوائد المستقبلية للاستثمار، وغالباً ما يستخدم مصطلح "المخاطر Risk" بشكل مترادف مع مصطلح "عدم التأكد Uncertainty" للإشارة إلى التشتت أو التذبذب في العوائد المتوقعة من استثمار معين (يوسف و مرهج، 2018، صفحة 15)، فمن المهم التمييز بين هاذين المفهومين، ففي حالة المخاطر، يكون متخذ القرار على دراية بالتوزيع الاحتمالي للأحداث المستقبلية، أما في حالة عدم التأكد، فإن متخذ القرار لا يكون على دراية كافية بطبيعة التوزيع المستقبلي للأحداث، على الرغم من أنه قد يتم استخدام المصطلحين بشكل مترادف في بعض الأحيان، إلا أنه يمكن قياس تأثيرهما على العائد والقرار الاستثماري بشكل مستقل عن بعضهما البعض أحياناً (سلامي، 2023، صفحة 05).

2. العلاقة العائد/المخاطرة:

هناك علاقة وثيقة بين العائد على الاستثمار ودرجة المخاطرة المرتبطة به، فكلما ارتفعت توقعات المستثمر بتحقيق عائد استثماري أعلى، كلما زادت درجة المخاطرة المصاحبة لذلك الاستثمار، وكذلك، فإن البعد الزمني للاستثمار له تأثير مباشر على درجة المخاطرة، حيث أنه كلما طالت فترة الاستثمار اللازمة لاسترداد رأس المال، زادت درجة المخاطرة المرتبطة بالاستثمار، والعكس صحيح، وما يلاحظ هنا أن المستثمر الخاص وخاصةً الجدد منهم، يميلون إلى استثمار أموالهم في استثمارات سريعة العائد، وذلك من أجل تخفيف أو التغلب على درجة المخاطرة المرتفعة التي قد تتعرض لها أموالهم المستثمرة، نتيجة للتقلبات والتغيرات الاقتصادية؛

أما المخاطرة المصاحبة لعملية الاستثمار فتظهر نتيجة عدم التأكد المحيط باحتمالات تحقق أو عدم تحقق العائد المتوقع على الأموال المستثمرة؛

وعادة ما تختلف العلاقة بين العائد ودرجة المخاطرة باختلاف طبيعة وحجم الاستثمار، أي أن الاستثمار في المشروعات يختلف من حيث العائد ودرجة المخاطرة عن الاستثمار في الأوراق المالية، كما أن الاستثمار في الأوراق المالية يختلف باختلاف طبيعة تلك الأوراق، إذ أن الاستثمار في الأسهم يختلف من حيث العائد ودرجة المخاطرة عن الاستثمار في أدونات الخزنة أو السندات، وعليه، يمكن القول أن لكل نوع من الاستثمار مستوى معين من العائد ودرجة محددة من المخاطر، ويعتمد اختيار مجال الاستثمار على درجة الموازنة أو التوفيق بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة (الغيساوي، 2013، الصفحات 25-26).

3. تصنيف الأفراد المستثمرين حسب درجة المخاطرة:

الفصل الثالث: دراسة الجدوى والتحليل المالي كأساس لترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية

يمكن تصنيف المستثمرين في هذا المجال إلى ثلاث فئات رئيسية حسب مدى تقبلهم للمخاطر واستعدادهم لتحملها، فمنهم **المتجنبون للمخاطر** الذين يُعتبرون عادةً مستثمرين جددًا، ويفضلون الاستثمارات ذات العائد المنخفض والمخاطر المنخفضة، أما الباحثون عن المخاطر، ويُطلق عليهم أيضًا **المغامرون**، فهم مستثمرون ذوي خبرة، ومُستعدون لتحمل مخاطر عالية لقاء عوائد محتملة أعلى، في النهاية، هناك **المستثمرون المحايدون** الذين يمثلون نقطة وسط بين هاتين الفئتين. يُعتبرون غير حساسين للمخاطر بشكل كبير، ولهم استعداد لتحمل بعض المخاطر.

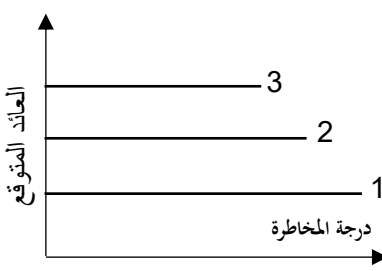
4. تحليل منحنى العائد/ المخاطرة:

لفهم العلاقة المعقدة بين العائد ودرجة المخاطرة نحتاج إلى النظر في العديد من العوامل، ومن الأدوات المفيدة لتحليل هذه العلاقة هو استخدام منحنيات السواء للعائد والمخاطرة، تمثل كل منحنى مستوى معين من المنفعة بالنسبة للمستثمر، حيث تُعتبر جميع النقاط على منحنى واحد متكافئة من حيث المنفعة، فمثلاً، يجد المستثمر نفسه سعيداً بنفس القدر في أي نقطة على المنحنى، سواء كان ذلك بمخاطرة عالية وعائد مرتفع أو مخاطرة منخفضة وعائد منخفض، وعادةً ما يُمثل المحور العمودي للعائد المتوقع بينما يُمثل المحور الأفقي درجة المخاطرة، كما يمكن تطبيق هذه المنحنيات على فئات المستثمرين المختلفة، مثل متجني المخاطر والمغامرين والمستثمرين المُحيدين، مما يُساعدنا على فهم تفضيلاتهم في مواجهة المخاطرة (اليساوي، 2013، صفحة 27)، ويمثل الجدول التالي تطبيقات منحنيات السواء على مختلف فئات المستثمرين:

جدول رقم (III-17): تطبيقات منحنيات السواء على مختلف فئات المستثمرين.

الفئة	وضعية منحنى السواء	تفضيلات المستثمر (استراتيجيات الاستثمار)
متجني المخاطرة (Risk Averter)		غير مستعدين لتحمل أي مستوى من المخاطر، إلا في حالة كون العائد المتوقع كبيراً وواضحاً/ يُفضلون الاستثمارات ذات العوائد المنخفضة والمخاطر المنخفضة، ويُركزون على الحفاظ على رأس المال، وذلك عبر استثمارات مثل السندات الحكومية أو الودائع البنكية.
المغامرين (Risk Seeker)		مستعدون لتحمل مستويات عالية من المخاطر، حتى لو كان العائد المتوقع منخفضاً/ يسعون لتحقيق عوائد عالية، وتُشكل المخاطر بالنسبة لهم مجرد أداة لتحقيق أهدافهم، وقد يختارون استثمارات مثل الأسهم أو العقارات أو العملات الرقمية.

الفصل الثالث: دراسة الجدوى والتحليل المالي كأساس لترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية

متوازنون في تحمل المخاطر، مستعدون لتحمل بعض المخاطر مقابل عوائد محتملة، لكنهم غير مستعدين لتحمل مخاطر إضافية حتى لو ظل العائد ثابتاً/ تُشكل استراتيجياتهم "مربحاً" بين الاستثمارات الآمنة والعوائد المتوسطة، وتُركز على تحقيق توازن بين العوائد والمخاطر.	منحني مستقيم بإزاي المحور الأفقي السواء عبارة عن خط		المحايدون (Risk Neutral)

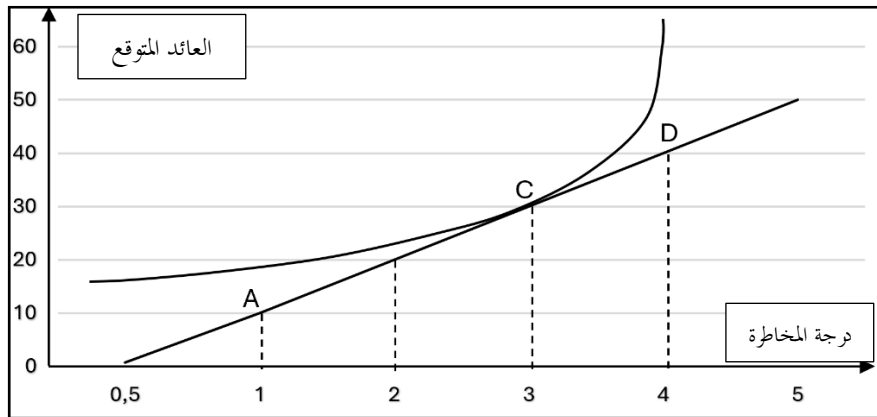
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

– العيساوي كاظم جاسم، "دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات تحليل نظري وتطبيقي"، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، سنة 2013، ص 27-28.

وبشكل عام، يمكن القول إن قرارات الاستثمار تبنى على أساس قرارات الفئة الأولى: متجنبين المخاطرة، ومن خلال تحليل منحني العائد والمخاطرة لفئة متجنبين المخاطرة، يمكن التعرف على كيفية اتخاذ القرار الاستثماري، ويمكن توضيح ذلك من خلال الرسم البياني التالي:

ومن خلال تحليل منحني العائد والمخاطرة لفئة متجنبين المخاطرة، يمكن التعرف على كيفية اتخاذ القرار الاستثماري، ويمكن توضيح ذلك من خلال الرسم البياني التالي:

الشكل البياني رقم (III-9): قرارات الاستثمار بناءً على منحني سواء لمتجنبين المخاطر.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

– العيساوي كاظم جاسم، "دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات تحليل نظري وتطبيقي"، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، سنة 2013، ص 28.

يُظهر الرسم البياني أن المستثمر لديه العديد من خيارات الاستثمار المتاحة، وأنه مقابل كل مستوى استثماري معين، هناك مستوى محدد من المخاطرة يقابله عائد معين، ففي حجم الاستثمار A، هناك عائد بدرجة 10% مقابل درجة مخاطرة 0.1، بينما في المستوى الاستثماري B، وهكذا تتباين العلاقة بين العائد والمخاطرة عبر مختلف مستويات الاستثمار؛

على الرغم من تعدد الخيارات الاستثمارية المعروضة، فإن هناك خيارًا محددًا يمثل الخيار الأفضل لهذه الفئة من المستثمرين، ويمكن تحديد هذا الخيار الأفضل عن طريق رسم خط مستقيم من نقطة الأصل يمر بمنحنى العائد-المخاطرة في نقطة معينة، وهذه نقطة التماس تمثل الخيار الاستثماري الأفضل للمستثمر، والتي تتمثل في النقطة C في الرسم البياني السابق، وبناءً على ذلك، يمكن القول إن هناك علاقة طردية بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة، بحيث كلما توقع المستثمر عائداً أكبر، كان عليه أن يتحمل درجة مخاطرة أعلى، أما المستثمر غير المستعد لتحمل المخاطرة فعليه أن يقبل بمستوى عائد أقل.

المطلب الرابع: نماذج تحليل العائد والمخاطرة الاستثمارية

يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، ونموذج التسعير بالمراجحة APT من بين أهم النماذج الأساسية في مجال تفسير العلاقة بين العائد والمخاطرة وتحديد القيمة العادلة للأوراق المالية، فقد قدما أساساً نظرياً لتقدير العوائد المتوقعة وفقاً لمستوى المخاطرة، وسنحاول من خلال هذا المطلب التعرّيج على هاذين النموذجين من خلال عرض مفهومهما وكذا أهم الفرضيات التي قاما عليها.

1. نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM:

يعتبر CAPM من أفضل النماذج تمثيلاً للمبادلة بين العائد والمخاطرة، وقياس معدل العائد المطلوب. وقد قدم هذا النموذج من قبل شارب عام 1964 على خلفية نظرية المحفظة الحديثة التي قدمها ماركوفتز عام 1952. ثم طور النموذج من قبل لينار عام 1965 وموسين عام 1966 ثم من قبل بلاك 1972 ليكون نموذج مرجعي Banch Mark لتقييم الاستثمارات وتحمين العائد المتوقع منها، ويحتل مكانة متميزة بين عموم المستثمرين في سوق الأوراق المالية (النعمي و التميمي، 2009، صفحة 6).

1.1. تعريف نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM:

هو نموذج رياضي مهم في عالم التمويل، ويستخدم لتقييم معدل العائد المتوقع لسهم أو أصل مالي أو محفظة (وهو العائد الذي يطلبه المستثمر عند القيام بشراء السهم)، وذلك وفقاً لمستوى مخاطرته. ويعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من الأدوات الشائعة المستخدمة لحساب الخصم المعدل بالمخاطر، وبموجب هذا النموذج يتم تعديل سعر الفائدة الخالي من المخاطر عن طريق علاوة المخاطر استناداً إلى بيتا من المشروع، وتكمن أهمية هذا النموذج في كونه يربط العائد المتوقع المطلوب على الأصل بالبيتا به (صفر) أو بمعنى آخر يعمل على معرفة مخاطر الأوراق المالية، من خلال معرفة حساسية عائد الورقة المالية ومقارنتها بما يحدث من تغير على عائد السوق؛ لأنه يقوم على انعكاس العلاقة بين المخاطر والعائد في بيئة الأسواق الكفاء. (محمد و إبراهيم، 2025، صفحة 82)

2.1. فرضيات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وصيغته الرياضية:

- يعتمد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تفسير العلاقة بين العائد والمخاطرة النظامية المقاسة بمعامل بيتا، على جملة من الافتراضات الآتية: (النعمي و التميمي، 2009، صفحة 6)
- أن جميع المستثمرين في السوق يخططون لفترة احتفاظ واحدة.
 - أن الأصول المالية قابلة للتجزئة ويمكن للمستثمر بيع وشراء ما يشاء.
 - الاقتراض والاقتراض بين المستثمرين افراد وشركات) بمعدل خالي من المخاطرة.
 - يتمتع السوق بكفاءة تامة وهناك تماثل بالمعلومات بين المستثمرين.
 - عدم وجود كلفة صفقة، وكلف افلاس كما لا توجد ضرائب.
 - جميع المستثمرين يشتركون برؤية اقتصادية واحدة، ويتمثلون في توزيعاتهم الاحتمالية للتدفقات النقدية المتوقعة.

ويعبر عن النموذج وفق الصيغة الرياضية التالية:

$$K = R_f + B_i (R_m - R_f)$$

حيث:

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة ويقاس بالعائد على الأوراق الحكومية.

B_i : معامل بيتا الورقة المالية وهو مقياس للمخاطرة السوقية.

R_m : معدل العائد لمحفظه سوق الأوراق المالية.

ويتضح من الصيغة الرياضية لنموذج CAPM، ان معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر على الموجودات المالية ذات المخاطرة يتكون من العائد الخالي من المخاطرة وهو عائد ظروف التأكد التام، وعلاوة مخاطرة الورقة المالية السوقية $(R - B_i R_m)$ وهي تمثل سعر المخاطرة الذي يحصل عليه المستثمر كعائد اضافي لقبول الاستثمار، وعليه فان المستثمر يقارن بين العائد المتوقع تحقيقه والعائد المطلوب، ويحكم على جاذبية الورقة المالية للاستثمار إذ ان الورقة المالية (السهم) تكون جذابة إذا كان العائد المتوقع تحقيقه أكبر من العائد المطلوب، والعكس أيضاً صحيح. (النعمي و التميمي، 2009، صفحة 7)

3.1. التمثيل البياني لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM:

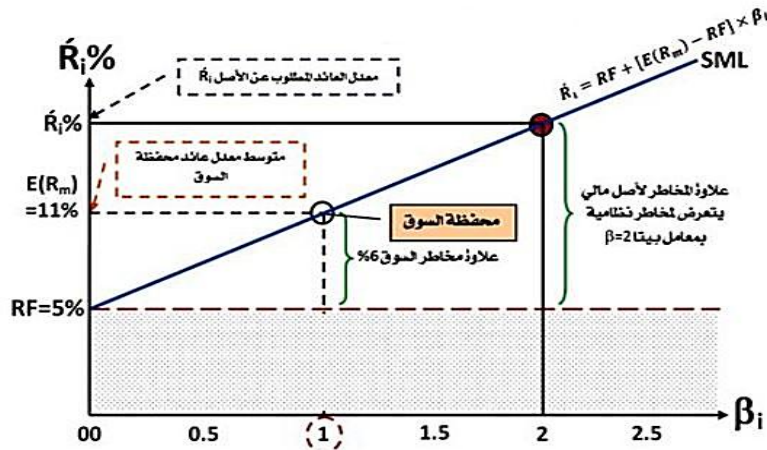
يطلق التمثيل البياني لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM بخط سوق الأوراق المالية (SML Security Market Line) وهو عبارة عن خط مستقيم يوضح العائد المطلوب لكل مستوى من مستويات المخاطر السوقية (بيتا). ويرسم هذا المنحنى في معلم توضع فيه على مستوى المحور الأفقي المخاطرة (بيتا) والعائد المطلوب على المحور العمودي. ويكفي لرسم منحنى السوق وضع نقطتين:

النقطة الأولى: تمثل العائد الذي يخلو من المخاطرة، وأحسن معدل لقياس هذا العائد هو أذونات الخزينة.

النقطة الثانية: هي النقطة التي تمثل العائد السوقي الذي مخاطرته طبعاً تساوي الواحد الصحيح. وبتوصيل إحداثيات هاتين النقطتين ببعضهما على شكل خط مستقيم تحصل على منحنى سوق الأوراق المالية (SML). (شيلق و بن نوار، 2016، صفحة 195)

ويوضح الشكل الموالي، التمثيل البياني لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM.

الشكل البياني رقم (III-10): التمثيل البياني لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM.



المصدر: - محمد عادل مبروك، إبراهيم نجلاء عبد المنعم، "مبادئ التمويل والإدارة المالية من منظور إسلامي"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2025، ص 86.

يمكن أن نستنتج من الشكل بأن معدل العائد المطلوب هو دالة متزايدة لمعامل بيتا الأصل الذي يحدد مستوى المخاطر النظامية له، والملاحظ أيضاً أنه في حال كون معامل البيتة للأصل معدوم ($B=0$) هذا يدل على أن المخاطر النظامية للأصل معدومة، وبالتالي سيكون معدل العائد المطلوب عن هذا الأصل مساوي لمعدل العائد الخالي من المخاطرة RF ، وفي نفس السياق وفي حال كون معامل البيتة لأصل ما مساوي للواحد ($B=1$) سيكون معدل العائد المطلوب عن هذا الأصل مساوي لمعدل عائد محفظة السوق $E(R_m)$ لأن المخاطر النظامية لهذا الأصل مساوي لمخاطر محفظة السوق نفسها (محمد و إبراهيم، 2025، صفحة 86).

2. نموذج التسعير بالمراجحة APT:

1.2. مفهوم نظرية التسعير بالمراجحة APT :

تعتبر هذه النظرية من أحدث النظريات التي قدمت تفسيراً لعوائد الإستثمار في الأوراق المالية، وماهي إلا نظرية بديلة لنظرية تسعير الأصول الرأس مالية والتي لم تستطع أن تعطي تقدير دقيق للعائد لاعتبارها مخاطر السوق (بيتا) هو العامل الذي يتحكم في العائد، وعدم واقعية فروضه وكل ذلك قلل من قيمة النموذج (CAPM) عند التطبيق العلمي للنموذج.

وقد قدم نموذج تسعير المراجعة Arbitrag pricing Model لأول مرة عام 1966 من قبل سيفن روز Steveen Ross، حيث يرى في هذا النموذج أن المخاطر المنتظمة لها تأثير نسبي على العوائد، وأن العوائد تتأثر بعوامل متنوعة وهي تشمل المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة وبالتالي تتميز نظرية المراجعة عن نموذج تسعير الأصول الرأس المالية بشموليتها لكافة المخاطر التي ستؤثر على سعر الأوراق المالية.

يقوم هذا النموذج على أساس إدخال تأثير العوامل الخارجية مثل العوامل الاقتصادية الرئيسية التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية كالتضخم والتغيرات في أسعار الفائدة، وأيضاً يدخل العوامل الداخلية الخاصة بكل شركة مصدرة للأوراق المالية كالرافعة المالية والتشغيلية للشركة وكفاءة إدارتها وتفترض بأن كل هذه العوامل تؤثر بنسبة معينة على معدل العائد للورقة المالية مرجحة بمنح كل عامل تأثيره (شيلق و بن نوار، 2016، صفحة 196_197).

2.2. فرضيات نموذج التسعير بالمراجعة:

قام روس Stiven Ross سنة 1976 بتقديم مقارنة مختلفة لتسعير الأصول الرأسمالية تعتمد على منطق المراجعة، حيث حدد من خلالها الفروض الثلاث التي بنيت عليها النظرية: (مصيطفى و عنيشل، 2019، صفحة 191)

- اتسام سوق المال بالمنافسة الكاملة، ما يعني عدم وجود تكلفة للمعاملات، أو تكلفة للإفلاس، أو تكلفة في شكل ضرائب كما لا توجد قيود على البيع المكشوف.
 - محصلة عائد الورقة المالية يخضع لعدد من العوامل.
 - يسعى المستثمر دائماً إلى تعظيم ثروته.
 - وقد أضاف ها رنجتن "Harington" وإلتون وجريبر "Gruber et Elton" ثلاث فروض أخرى:
 - تجانس توقعات المستثمرين بشأن عدد وماهية العوامل المؤثرة في عائد الورقة المالية.
 - لا توجد مخاطر تحيط بفرص المراجعة.
 - تساوي بين معدل الإقراض ومعدل الاقتراض.
- وتعبر المعادلة التالية عن نموذج تسعير المراجعة (الأربتراج):

$$R=E+b_1F_1+...+b_nF_n+e$$

حيث:

R: العائد الفعلي.

E: العائد المتوقع للورقة.

b: حساسية الورقة المالية للتغير في عوامل المخاطر المنتظمة.

F: العائد الفعلي في ظل عوامل المخاطر المنتظمة.

e: العائد في ظل المخاطر غير المنتظمة و العوامل العشوائية.

وإذا كان أحد العوامل المحددة في النموذج يشكل مخاطر فعلية، فعلى إدارة المحفظة أن تتجنب شراء الأوراق المالية التي تؤثر بشكل كبير لهذا العامل لأن أسعارها ستتناقص في الأسواق.

3.2. مبررات تحديد العوامل وفقا لنموذج التسعير بالمراجعة APT:

إن أول انتقاد وجه إلى طريقة الاختبار السابقة هو أن تحديد العوامل لم يتم وفقا للفكر النظري، بل هي نتائج تجربة عدد من العوامل حددها لنا التحليل العاملي وهذا اعتمادا على علاقات إحصائية بين مختلف مكونات كل عامل، وهذا يقودنا إلى الوصول إلى عوامل من الصعب تفسير كيفية تأثيرها على العائد، لذا اقترح فرنسيس Francis سنة 1986 عدة عوامل عن طريق الاستعانة بفكر نظري وفي مقدمة هذه العوامل:

- مخاطر تأجيل السداد، خاطر سعر الفائدة؛ مخاطر السوق؛ مخاطر القوة الشرائية؛ مخاطر الإدارة.
- مخاطر استدعاء الورقة المالية؛ مخاطر تحويل الورقة المالية؛ مخاطر تسويق الورقة المالية؛ المخاطر السياسية؛ مخاطر الصناعة.

ومن الملاحظة أن مجمل هذه المخاطر تنقسم إلى مخاطر منتظمة، ومخاطر غير منتظمة، إلا أن هذا الأمر غير وارد في نظرية تسعير المراجعة وهذا لأنها تعتبرها مخاطر تؤثر في كافة الأوراق المالية.

إلا أن تحديد العوامل بهذه الطريقة لا يعد اختبارا للنظرية بل لابد من تحويلها إلى صفات مع أنه يمكن قياسها ومن أمثلة ذلك معدل التوزيعات النقدية معامل بيتا (B)، مستوى جودة الأوراق المالية، يستخرج من المنشورات الصادرة عن البورصة، حيث يمكن اعتبار كل مثال من هذه الأمثلة على أنها معاملات حساسية عائد بالتالي لاختبار أي محفظة مالية مستخدمة كعينة للنموذج لابد من توفر كلا من معامل حساسية عائدها لكل صفة معينة، وأيضا متوسط معدل العائد على الاستثمار في كل ورقة مالية، ثم يتم تقدير تسعير السوق لكل وحدة من وحدات المخاطر التي تنطوي عليها تلك الصفقة وهذا اعتمادا على معادلة النظرية (APT).

وهكذا يبدو أن نظرية التسعير بالمراجعة هي نظرية شاملة جاءت لتجيب على الانتقادات التي وجهت إلى نظرية المحفظة المالية ونموذج تسعير الأصول المالية، فهي من جهة تؤيد ما جاء به ماركويتز في نظريته أي تساند رأيه القائل بأن الخطر غير المنتظم هو عبارة عن محصلة نوعين من المخاطر، خطر غير منتظم يمكن تجنبه بالتنوع، وخطر منتظم لا يمكن تجنبه بالتنوع، ويمكن تقديره بالانحراف المعياري عن العائد المتوقع، ومن جهة أخرى يؤيد التعديلات التي طرأت على تحليل ماركويتز والتي قادت إلى الوصول إلى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، هذه الأخيرة التي توصلت إلى أن الخطر المنتظم للمحفظة المالية هو دالة للعائد المتوقع ولعوامل أخرى، وبهذا تصبح هذه النظرية هي النظرية الشاملة والجامعة للنماذج والنظريات التي سبقتها. (مصطفى و عنيشل، 2019،

صفحة 193)

خلاصة الفصل:

- من خلال البحث في الأسس النظرية والمعايير والمؤشرات الكمية للقرارين الاستثماري والتمويلي، تم التوصل إلى جملة من الاستنتاجات، وهي كالآتي:
- ان مفهوم "القرار الرشيد" ليس مفهوماً جامداً، بل هو نتاج لتفاعل معقد بين النظريات المالية ومتغيرات السوق، حيث تبين أن الرشادة لا تعني فقط تطبيق القواعد الرياضية، بل تتطلب فهماً عميقاً لسلوك المالي والقيود البيئية، مما يجعل عملية اتخاذ القرار مزيجاً بين المعايير الكمية والتقدير الإداري.
 - خلصت الدراسة إلى أن كفاءة القرار التمويلي لا تتحدد بتوفر السيولة فحسب، بل بالقدرة على تدنية المتوسط المرجح لتكلفة الأموال (WACC) ضمن القيود المفروضة، فالقرار الرشيد هو الذي ينجح في هندسة هيكل تمويلي يحقق أدنى تكلفة ممكنة، مما ينعكس إيجاباً على تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.
 - ان دقة تقييم القرار الاستثماري ترتبط شرطياً بطبيعة البيئة المحيطة، ففي حين تصلح المعايير التقليدية للبيئة المؤكدة، تستوجب بيئة المخاطرة وعدم التأكد استخدام نماذج احتمالية متقدمة، وهذا يؤكد أن الرشادة الاستثمارية تكمن في "مواءمة" أداة التقييم مع درجة الغموض التي تكتنف المشروع.
 - ان الرافعة بشقيها المالي والتشغيلي تعمل كآلية لتضخيم النتائج المالية، فهي تعظم العائد في حالات الرواج ولكنها تفاقم الخسائر في حالات التراجع، وعليه فإن جوهر الترشيح المالي يكمن في ضبط مستويات الرفع عند حدود آمنة تتناسب مع قدرة المؤسسة على تحمل المخاطر.
 - يقوم كل من القرار التمويلي والاستثماري على علاقة ترابط وتكامل، فلا يمكن استهداف عوائد استثمارية مرتفعة دون قبول مستوى موازٍ من المخاطر، وتتجلى الرشادة في القدرة على تحديد "نقطة التوازن المثلى" التي تحقق أعلى عائد ممكن ضمن حدود المخاطرة المقبولة استراتيجياً.

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات
الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات
الاقتصادية الجزائرية: دراسة حالة مؤسسة

ENOF و ECDE

تمهيد:

بعد مناقشة الأسس النظرية لقرارات التمويل والاستثمار في الفصول السابقة، وبعد مراجعة الإطار النظري للتحليل المالي ودراسات الجدوى، وصولاً إلى تبيان دورهما الأساسي في اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية، ينتقل بنا هذا الفصل إلى البعد الميداني للدراسة، حيث يُعد هذا الفصل بمثابة الإسقاط التطبيقي لتلك المعارف على واقع تسيير المؤسسات، حيث نسعى من خلاله إلى فحص الكيفية التي تُتخذ بها القرارات المالية داخل بيئة الأعمال، ومدى اعتماد المسيرين على الأدوات الكمية والتحليلية كركيزة أساسية في ترشيد خياراتهم الاستراتيجية.

وفي هذا الصدد، يهدف هذا الفصل إلى تقديم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية التي ستشكل حالات الدراسة، وتتركز الدراسة على تقييم دور دراسات الجدوى والتحليل المالي في ترشيد قرارات الاستثمار والتمويل ضمن هذه المؤسسات، وهذا من خلال تحليل مشروع استثماري محدد لكل مؤسسة لاستكشاف مدى فاعلية تطبيق هذه الأدوات، والهدف هنا هو تحديد مدى مساهمة دراسات الجدوى والتحليل المالي في توجيه المسار المالي للمؤسسة نحو تحقيق الكفاءة وعقلنة (ترشيد) القرارات المتخذة.

وقد وقع اختيارنا لتمثيل جانب الدراسة التطبيقية على نموذجين من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية تنشطان في قطاعين إنتاجيين مختلفين: شركة الإسمنت ومشتقاته بالشلف (ECDE) التابعة لقطاع الصناعات التحويلية، والشركة الوطنية لمنتجات التعدين غير الحديدية والمواد المفيدة (ENOF) التابعة للقطاع التعدين، وستمثل كل مؤسسة وحدة تحليلية مستقلة، ليس فقط لغرض عرض الأرقام، بل لاختبار مدى تجسيد مفهوم الترشيح في الواقع العملي، وذلك من خلال فحص ما إذا كانت البيانات المالية والتقارير المحاسبية تُستخدم فعلياً كأداة لترشيد المشاريع الاستثمارية (سواء المنجزة أو المخطط لها)، أم أن القرارات تتخذ بمعزل عن معايير الرشادة الاقتصادية والمالية.

ولالإحاطة بجميع جوانب الموضوع، قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث رئيسية، حُصص القسم الأول منها للتعريف بميدان الدراسة وعرض نظرة عامة فنية شاملة لتطور نشاط كلتا المؤسستين، بينما حُصص القسم الثاني لدراسة تحليلية معمقة لمؤسسة (ECDE)، شملت تشخيص وضعها المالي وتقييم جدوى مشروع "إنشاء خط الإنتاج الثالث" من منظور ترشيد الإنفاق. وباستخدام المنهجية نفسها، تناول القسم الثالث دراسة حالة واحدة لمؤسسة (ENOF)، شملت تحليل مؤشرات المالية وتقييم مدى منطقية قرارها الاستثماري والتمويلي بشأن إنشاء مشروع جديد.

المبحث الأول: تقديم مؤسسات الدراسة

ي محاولة لفهم قرارات الاستثمار والتمويل التي تتخذها المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، ودور كل من دراسات الجدوى والتحليل المالي في ترشيدها، فإننا سنقوم بدراسة عينتين من المؤسسات مع الأخذ بعين الاعتبار أن يركز التحليل ضمن كل مؤسسة على مشروع استثماري محدد، بهدف تقييم المنهجيات المطبقة في إعداد دراسات الجدوى والتحليلات المالية المصاحبة، حيث سيمكننا ذلك من تحديد مدى مساهمة هذه الأدوات في توجيه قرارات المؤسسات نحو تحقيق الكفاءة في تخصيص الموارد نحو الأهداف الأكثر فعالية.

المطلب الأول: تقديم عام لمؤسسة الإسمنت ومشتقاته - الشلف - (ECDE)

تُعدّ شركة الإسمنت ومشتقاته بالشلف (ECDE) مؤسسة اقتصادية وطنية رائدة في قطاع صناعة الإسمنت بالجزائر، وتعمل ضمن المجموعة الصناعية GICA، ومنذ تأسيسها، تخصصت المؤسسة في إنتاج وتسويق أنواع مختلفة من الإسمنت المطابقة للمعايير الوطنية والدولية، وتُشكّل إحدى الركائز الأساسية لتلبية احتياجات سوق البناء في البلاد.

تتمركز ECDE في موقع استراتيجي يعزز من كفاءة عملياتها الإدارية والتجارية، اذ تتخذ من حي الحمادية، طريق وهران، الشلف مقراً لها.

1. نبذة تاريخية وهيكل الملكية لمؤسسة ECDE:

تأسست شركة الإسمنت ومشتقاته بالشلف كشركة مساهمة (SPA) بموجب المرسوم رقم 325/82 الصادر في 30 أكتوبر 1982، عقب إعادة هيكلة واسعة النطاق للشركة الوطنية لمواد البناء (SNMC)، وقد جسدت هذه الخطوة سياسة الدولة آنذاك الرامية إلى تخصص الوحدات الانتاجية، ومهدت الطريق لمرحلة جديدة في قطاع الإسمنت.

واكتسبت المؤسسة صفة مؤسسة اقتصادية عامة مستقلة بموجب عقد موثق بتاريخ 9 أكتوبر 1989، وشهدت هذه الفترة تغييرات في هيكل رأس المال الأولي البالغ 80 مليون دينار جزائري، حيث وُزعت الملكية بين ثلاثة صناديق مساهمة: صندوق المناجم-المحروقات-المياه، وصندوق المساهمة للبناء بنسب 40% و 30% و 30% على التوالي، صندوق المساهمة للكيمياء-البتروكيمياء-الصيدلة، وتعكس هذه المرحلة آليات التمويل السائدة في الاقتصاد الجزائري آنذاك.

تغير هذا الهيكل لاحقاً مع حل صناديق المساهمة، حيث تم نقل ملكية المؤسسة بالكامل (100%) إلى الجمع العمومي " التشييد ومواد البناء " (BATIMENT ET MATERIAUX DE CONSTRUCTION)،

مع رفع رأس المال الاجتماعي إلى 2.000.000.000 دينار جزائري، مما يعكس الأهمية المتزايدة للمؤسسة وقدرتها الرأسمالية.

استمرت هذه التحولات الهيكلية، ففي عام 1999، تم تحويل الشركة القابضة العامة "BMC" إلى الشركة القابضة العامة "للإنجازات ومواد البناء" (RMC) والتي أصبحت بدورها المالك الوحيد للمؤسسة بنسبة 100%، وفي عام 2000 تم حل شركة "RMC" واستبدالها بـ "مجموعة صناعة الإسمنت الجزائرية" (SGP GICA) بصفتها المالك الوحيد، مما يسلط الضوء على التغيير المستمر في فلسفة إدارة ومراقبة المؤسسات العامة وتوجهها نحو تكتلات أكثر تخصصًا.

شهدت الفترة اللاحقة زيادة ي رأس مال الشركة، إذ ارتفع من 3 مليارات دينار جزائري عام 2003 إلى 5 مليارات دينار جزائري عام 2005، ثم إلى 6.24 مليار دينار جزائري عام 2007، وتُبرز هذه الزيادات المتتالية ضرورة تعزيز القاعدة الرأسمالية للشركة لدعم استثماراتها وتوسعاتها. وتوجت هذه التحولات عام 2009 بإعادة هيكلة شركة SGP GICA وتحويلها إلى المجموعة الجزائرية لصناعة الإسمنت (GICA)، لتصبح بذلك شركة ECDE إحدى الشركات التابعة لهذه المجموعة الصناعية الكبرى. ويضع هذا الاندماج ضمن مجموعة GICA الشركة في إطار استراتيجي وطني موحد لصناعة الإسمنت، مما يُعزز قدرتها التنافسية ويؤثر على استراتيجياتها الاستثمارية والتمويلية المستقبلية.

إلى جانب تطويرها الهيكلي والمالي، تلتزم المنظمة بأعلى معايير الجودة والمسؤولية التشغيلية، حيث أن نظام الإدارة المتكامل لـ ECDE معتمد وفقًا للمعايير الدولية ISO 9001:2015 لإدارة الجودة، و ISO 14001:2015 للإدارة البيئية، و ISO 45001:2018 للصحة والسلامة المهنية.

منتج الإسمنت CEM II/A-L 42.5 N معتمد ومطابق للمعيار الجزائري "TEDJ"، علاوة على ذلك، حصلت منتجات الأسمنت المختلفة، مثل CEM II/A-L 42.5 N و CEM II/B-L 32.5 N و CEM I 42.5 R و CEM I 52.5 N و I 42.5 N-SR5 على شهادة المطابقة الأوروبية (CE) من هيئة AFNOR Certification France وفقًا للمعايير الأوروبية 2011: EN 197-1، مما يؤكد جودتها العالية وقدرتها التنافسية في الأسواق الدولية.

2. الهيكل التنظيمي لمؤسسة الإسمنت ومشتقاته:

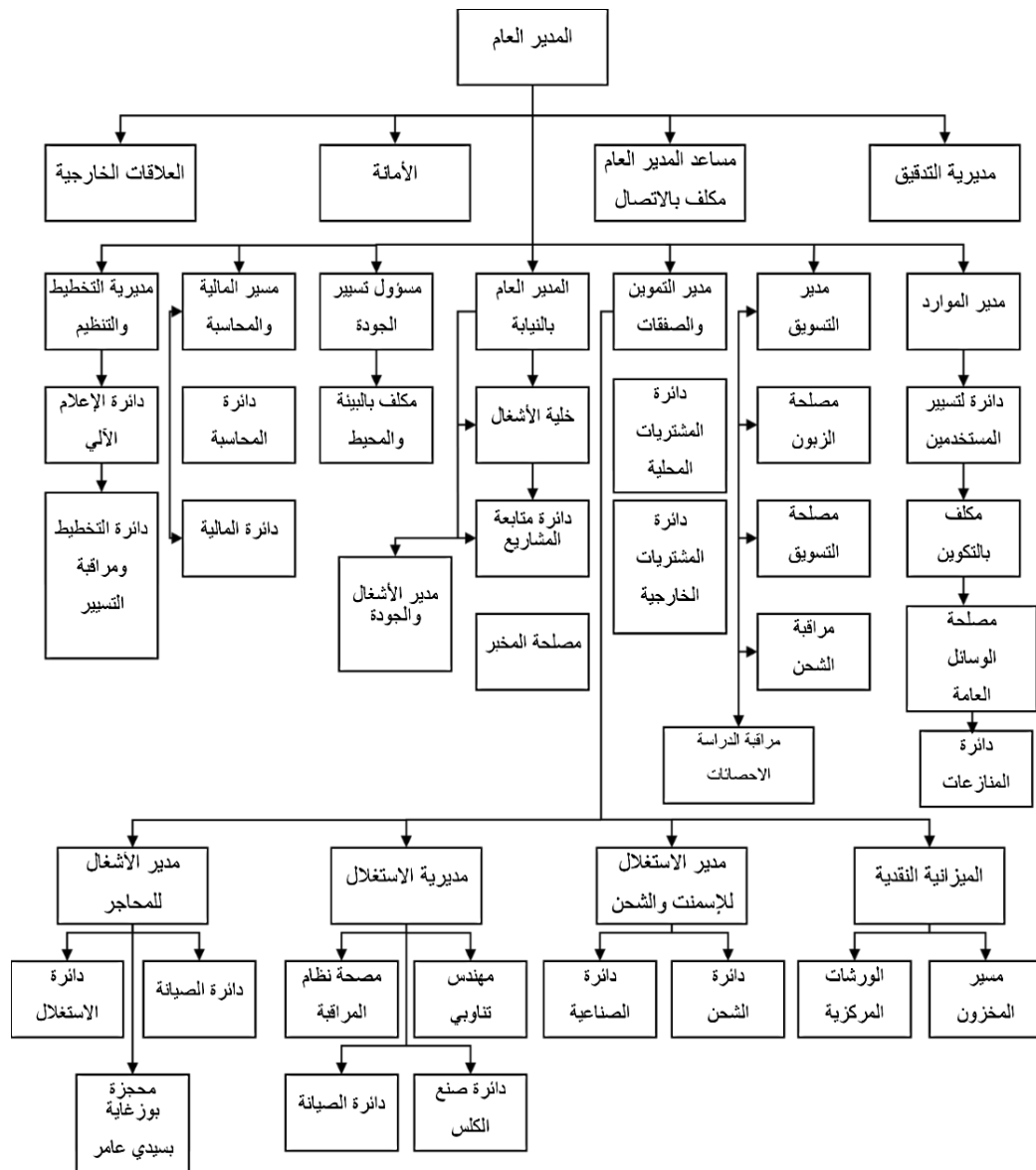
لا يقتصر نجاح أي مؤسسة على توافر التجهيزات التكنولوجية المتطورة أو وفرة الموارد المادية فحسب، بل يتجلى بشكل أساسي في مدى فعالية تنظيمها الداخلي وقدرتها على توجيه طاقاتها البشرية والمادية نحو تحقيق

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

الأهداف المرسومة، وفي هذا السياق، يمثل الهيكل التنظيمي الإطار الرسمي الذي يحدد العلاقات التراتبية والوظيفية، ويُشكل الدعامة الأساسية التي تُبنى عليها آليات اتخاذ القرار، وتوزيع الصلاحيات والمسؤوليات، وتنسيق الجهود بين مختلف الوحدات والأقسام، لذا يُعد تحليل الهيكل التنظيمي لمؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف ضرورة منهجية لفهم كيفية إدارة عملياتها المعقدة، وكيفية استغلالها الأمثل لمواردها لضمان استمرارية الإنتاج وفعاليته في سوق تنافسية، مما ينعكس على أدائها العام وقدرتها على التكيف مع التحديات.

يوضح لنا الشكل البياني أدناه بالتفصيل مخطط الهيكل التنظيمي لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف، وذلك على النحو التالي:

الشكل البياني رقم (IV-1): الهيكل التنظيمي لمؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف.



المصدر: مؤسسة الاسمنت ومشتقاته، مديرية التنظيم والتخطيط.

3. مهام العناصر المكونة للهيكل التنظيمي:

يتشكل الهيكل التنظيمي لمؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف من مستويين رئيسيين: المديرية العامة التي تتخذ من حي الحمادية بالشلف مقراً اجتماعياً لها، ومديرية العمليات الواقعة في المنطقة الصناعية بوادي سلي بالشلف، حيث تتم جميع الأنشطة الإنتاجية والتشغيلية.

— المديرية العامة: وتشمل على:

- المدير العام: المدير العام: يمثل أعلى سلطة في الهرم التنظيمي، وهو المسؤول الأول عن تسيير الموارد البشرية والمادية، وينفرد بصلاحيات اتخاذ القرارات الاستراتيجية التي تخدم مصالح المؤسسة العليا.
- الامانة العامة: تتولى المهام الإدارية المتمثلة في معالجة البريد (الوارد والصادر)، تسيير المراسلات، وأرشفة الوثائق وتصنيفها.

- مساعد المدير المكلف بالاتصال: يسهر على تسيير الاتصال الداخلي والخارجي، بما في ذلك تنظيم الحملات الإشهارية، إدارة العلاقات العامة، تنظيم الملتقيات واللقاءات التشاورية مع العمال، وتنسيق الأبواب المفتوحة والتعامل مع وسائل الإعلام.

- خليه التدقيق: تختص بممارسة الرقابة الداخلية على جميع المديريات والمصالح التابعة للمؤسسة، للتأكد من مطابقة العمليات للإجراءات المعمول بها

- المستشار القانونية: يقوم بمساعدة المدير العام في شرح القوانين والنصوص التشريعية لها إلى جانب تقديم له خاصة التوجيهات حول القضايا العالقة على المحاكم وماهي القوانين التي يجب اتباعها وتطبيقها لحل تلك المشاكل.

— مديرية التخطيط والتنظيم: تضم هذه المديرية خلايا التخطيط الإحصائي، الإعلام الآلي، والتنظيم، وتتمحور مهامها حول إعداد الدراسات والبحوث المتعلقة بتطوير الإنتاج والإنتاجية ورفع كفاءة القوى العاملة، كما تتولى جمع المعالجة الإحصائية وإصدار التقارير الدورية للهيئات الرسمية، إضافة إلى ذلك، يشمل الأمر إعداد الموازنات التنبؤية وبرامج العمل السنوية، إلى جانب تحديث أساليب التسيير من خلال اعتماد نظم معلومات حديثة، والعمل على تطوير الهيكل التنظيمي للمؤسسة بشكل متواصل.

— **مديرية المحاسبة والمالية:** تتولى مسؤولية ضبط الجانب المالي للمؤسسة من خلال إعداد جداول أجور العمال ومتابعة تعديلاتها، وإنجاز كافة التصاريحات والكشوفات المرتبطة بالضمان الاجتماعي، كما تسهر على دفع أعباء الاستغلال ومصاريف النقل، وإعداد ومراقبة الميزانيات التقديرية وميزانية الخزينة، إلى جانب مسك الدفاتر المحاسبية والسهر على دقة تسجيل عمليات البيع.

— **مديرية الموارد البشرية:** تعتبر أساس المؤسسة، حيث تسهر على توفير الكفاءات البشرية اللازمة من خلال وضع مقاييس دقيقة للتوظيف والانتقاء، والمشاركة في تحديد معايير الترقية وتقييم الأداء، وتتكفل المديرية أيضاً بالجانب الاجتماعي والمهني للعمال كالأجور، والعطل، وتضم فروعاً للمستخدمين والتكوين، إضافة إلى فرع الوسائل العامة الذي يضمن صيانة المرافق والمعدات المشتركة.

— **مديرية التموين والصفقات:** تكمن مهمتها المحورية في ضمان استمرارية سلسلة الإمداد من خلال توفير المواد الأولية والمعدات الضرورية للإنتاج، حيث تقوم بتصنيف واختيار الموردين بناءً على معايير الجودة والسعر المناسب، ولتنفيذ ذلك، تنقسم المديرية هيكلياً إلى دائرتين أساسيتين هما دائرة المشتريات المحلية ودائرة المشتريات الخارجية.

— **مديرية التسيير الجودة والبيئة:** تختص هذه المديرية بمتابعة مطابقة العمليات والمنتجات للمعايير المعتمدة، حيث تقوم بإعداد تقارير دورية للجنة الجودة وممارسة الرقابة الميدانية، وتعمل وفق هيكل تنظيمي يضمن تطبيق سياسات المؤسسة الرامية إلى تحسين الجودة والحفاظ على المحيط البيئي.

— **مديرية المصنع:** تتولى الإدارة الشاملة للعملية الصناعية، بدءاً من استلام المواد الأولية وصولاً إلى المنتج النهائي الجاهز للبيع، حيث تصدر أوامر الإنتاج وتراقب تنفيذها عبر المصلحة التقنية والمخابر. وتضم المديرية ثلاثة أقسام رئيسية هي: قسم الإنتاج الذي يشمل فروع المحجرة والكلنكر والأسمنت، وقسم المحجرة المكلف بالاستغلال والصيانة، وقسم الصيانة الذي يضمن إصلاح الأعطال وتوفير قطع الغيار لضمان استمرارية التشغيل.

— **مديرية التموين:** تركز هذه المصلحة على الجانب التنفيذي لعمليات الشراء، حيث تقوم بتحرير وصولات الطلب والاستلام، ومراجعة فواتير الشراء بدقة، وضمان أن المواد المستلمة تتوافق مع المواصفات المطلوبة من حيث الجودة والكمية والسعر وتاريخ التسليم.

- **مديرية التطوير:** تتمثل مهمتها في البحث عن فرص النمو ومتابعة المشاريع الاستثمارية، حيث تعمل على اختيار الشركاء والمتعاملين الاقتصاديين (محليين وأجانب) وفق معايير الجودة والآجال والسعر، كما تسعى المديرية إلى استكشاف أسواق جديدة داخلياً وخارجياً عبر فرعيها المكلفين بمتابعة المشاريع ودراسة التعهدات.
- **مصلحة تسيير المخزونات:** تتحكم هذه المصلحة في حركة المخازن وتعمل على عقلنة مستويات المخزون لتلبية احتياجات المؤسسة دون تكديس، ويديرها طاقم مكون من رئيس المخزن، والمستلم المكلف باستقبال المواد، وعون الحجز الذي يتولى التسجيل اليومي لحركات الدخول والخروج في النظام المعلوماتي.

المطلب الثاني: أهداف وتطور نشاط مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف

يعد تحديد الأهداف ومتابعة تطور النشاط من العناصر الأساسية لفهم توجهات المؤسسة وإستراتيجيتها الإنتاجية والاقتصادية، إذ يبرز هذا التحليل مدى انسجام رؤيتها مع متطلبات السوق وقدرتها على تحقيق التنمية المستدامة ضمن بيئة تنافسية متغيرة.

1. الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة:

تعكس هذه الأهداف التوجهات الاستراتيجية طويلة الأجل لمؤسسة الإسمنت ومشتقاته — الشلف (ECDE)، من أبرزها:

- تنفيذ البرامج الإنتاجية المسطرة والمحددة من قبل المجمع الصناعي لإسمنت الجزائر جيكا؛
- الوصول إلى الريادة على الساحة الوطنية وزيادة حصة المؤسسة من السوق الدولية؛
- تحسين تكلفة الإنتاج؛
- تطوير علاقة المؤسسة مع الزبائن لتلبية احتياجاتهم وتحقيق رضاهم؛
- الاستمرار في الاستثمار في معدات الإنتاج لتحسين أدائها؛
- تخفيض استهلاك الطاقة والمياه في انتاجات المؤسسة؛
- تحسين مهارات العمال في مجال الصحة والسلامة والبيئة؛
- التقليل من معدل خطورة حوادث العمل؛
- التحسين المستمر لنظام الوقاية للسلامة المهنية والصحة.

2. نشاط مؤسسة ECDE وقدراتها الإنتاجية:

يُعدّ فهم النشاط الأساسي للمؤسسة وقدراتها المادية أمرًا بالغ الأهمية لتقييم الجدوى الاقتصادية لمشاريعها المستقبلية، يتمحور النشاط الرئيسي لمؤسسة ECDE حول تصنيع وتسويق أنواع مختلفة من الإسمنت، وفقاً للمعيار الجزائري NA 442، هذا النشاط الحيوي يضع الشركة في صلب قطاع البناء باعتباره محرك رئيسي للتنمية الاقتصادية.

تنتج ECDE وتسوق مجموعة واسعة من أنواع الإسمنت، لتلبية الاحتياجات المتنوعة لقطاع البناء، وهي:

- CEM II/A-L 42,5 N (GICA Béton) –
- CEM II/A-L 42,5 R (GICA Béton) –
- CEM I 42,5 N (GICA Béton) –
- CEM I 42,5 R (GICA Béton) –
- CEM II/B-L 32,5 N (GICA BENIAN) –
- CEM I 52,5 N (GICA INDJAZAT) –
- CEM I 42,5 N-SR5 (GICA MOUDHAAD) –

يعدّ أداء الإنتاج (القدرة الإنتاجية) مؤشراً جوهرياً يعكس كفاءة المؤسسة في تحويل مواردها المادية والبشرية إلى مخرجات ملموسة تُساهم في تحقيق أهدافها التشغيلية والإستراتيجية، كما يُعدّ معياراً أساسياً لتقدير الوضع التنافسي للمؤسسة في قطاع البناء ومواد الإنشاء، استناداً إلى قدرتها على تلبية الطلب المتزايد والحفاظ على إنتاج مستقر ومتنامٍ.

في هذا السياق، تعتمد مؤسسة ECDE على إنتاج مادتين أساسيتين تُشكلان ركيزة نشاطها الإنتاجي: الكلنكر (Clinker) والإسمنت (Ciment)، يُمثل الكلنكر المادة نصف المصنعة، بينما يُمثل الإسمنت المنتج النهائي المُعدّ للتسويق، حيث يُتيح تحليل تطور مؤشرات أداء الإنتاج لكل المادتين – سواء من حيث الإنتاج الفعلي (Production Physique) أو المبيعات (Ventes) – فهماً أعمق لفعالية المؤسسة في استغلال طاقاتها التشغيلية، علاوة على ذلك، يُساهم تحليل الحصة السوقية (Part de Marche) في تقييم مكانة المؤسسة ضمن الصناعة الوطنية وقدرتها على الحفاظ على تنافسيتها في سوق مواد البناء.

وعليه سنعرض فيما يلي التطورات الكمية لهذه المؤشرات قصد إبراز مسار الأداء الإنتاجي للمؤسسة خلال الفترة 2020-2024.

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة حالة مؤسسة ENOF و ECDE

الجدول رقم (1-IV): تطور الإنتاج الفعلي والمبيعات لمادتي الكلنكر والإسمنت خلال الفترة (2020-2024).
الوحدة: مليون طن

السنوات	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
الإنتاج الفعلي للكلنكر	1 752 763	1 860 383	1 584 833	997 823	1 100 364	1 568 603	3 138 987	2 950 934
الإنتاج الفعلي للإسمنت	2 151 090	2 140 105	1 660 191	1 290 615	948 512	950 116	1 344 749	1 359 141
مبيعات الكلنكر	-	50 444	64 762	82 841	156 372	1 491 667	1 859 801	1 961 444
مبيعات الإسمنت	2 122 928	2 144 638	1 661 756	1 294 980	970 799	1 316 473	1 316 371	1 430 075

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الملحق (1) المقدمة من طرف مديرية التنظيم والتخطيط.

الجدول رقم (2-IV): تطور الحصة السوقية لمؤسسة ECDE خلال الفترة (2017-2024).

الوحدة: مليون طن

2024		2023		2022		2021		2020		2019		2018		2017		المجموعات الإسمنتية GROUPES CIMENTIERS
46%	5 096 201	46%	4 566 234	48%	4 985 466	52%	5 069 667	55%	6 036 598	25%	5 972 467	27%	6 849 830	32%	6 745 389	ERCE
23%	2 633 842	21%	2 130 271	19%	1 955 035	18%	1 781 935	13%	1 439 114	8%	1 856 630	9%	2 161 303	12%	2 432 906	ERCO
13%	1 430 075	13%	1 316 371	13%	1 316 473	10%	970 799	12%	1 294 980	7%	1 661 756	9%	2 144 638	10%	2 122 928	ECDE
19%	2 127 953	20%	1 950 898	20%	2 041 581	20%	1 979 646	20%	2 180 461	9%	2 144 903	10%	2 448 407	11%	2 409 078	ERCC
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	27%	6 549 114	33%	8 272 115	35%	7 329 425	ACC (LAFARGE)
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	25%	6 146 237	12%	3 080 000	-	-	شركات خاصة أخرى
100%	11 288 071	100%	9 963 774	100%	10 298 555	100%	9 802 046	100%	10 951 153	100%	24 331 107	100%	24 956 293	100%	21 039 726	الإجمالي

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات المقدمة من طرف مديرية التنظيم والتخطيط.

تظهر الجداول المرفقة أداء المؤسسة المتباين خلال الفترة من سنة 2020 إلى سنة 2024، مع تباين في مؤشرات الإنتاج والإيرادات، وقبل تحليل هذه البيانات، نحتاج إلى إلقاء نظرة حول موقع وحدة الإنتاج وسعتها. تقع وحدة الإنتاج في المنطقة الصناعية بوادي سلي، وتغطي مساحة تقارب 40 هكتاراً، قبل دمج خط الإنتاج الجديد كانت القدرة الإنتاجية للمؤسسة 1.88 مليون طن من الكلنكر سنوياً و 2 مليون طن من الإسمنت سنوياً؛

بعد مشروع التوسعة، شهدت المؤسسة تحسينات ملحوظة في طاقتها الإنتاجية، لتصل حالياً إلى 3.6 مليون طن من الكلنكر سنوياً و 4.2 مليون طن من الإسمنت سنوياً.

– تحليل الجداول:

يُبين الجدول المرفق (IV-1) تطور الأداء الإنتاجي المؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف في مجال إنتاج مادتي الكلنكر والإسمنت خلال الفترة من 2017 إلى 2024، تُظهر البيانات أن إنتاج الأسمنت الفعلي ظل مستقراً نسبياً عند مستويات عالية في بداية الفترة، حيث تراوح بين 2.1 و 2.15 مليون طن في سنتي 2017 و 2018، هذا يعكس الطلب القوي في السوق المحلية آنذاك، مدفوعاً بمشاريع هيكليّة كبرى مثل برنامج السكن، ومشاريع البنية التحتية، ومشروع الجامع الكبير بالجزائر، وقد سهّل ذلك بيع معظم إنتاج الكلنكر محلياً، إذ لم تكن هناك حاجة لتسويقه كمنتج مستقل، نظراً لأن المؤسسة كانت تُحوّل معظم الكلنكر المنتج إلى أسمنت، الذي يتمتع بهامش ربح أعلى؛

لكن ابتداءً من عام 2019، ومع دخول الاقتصاد الوطني في مرحلة تباطؤ نتيجة لانخفاض أسعار النفط وتراجع وتيرة التنمية، بدأت مبيعات الإسمنت بالتراجع تدريجياً، حيث انخفضت من 2.14 مليون طن في سنة 2019 إلى 1.29 مليون طن فقط في سنة 2020، وهو أدنى مستوى لها خلال الفترة المدروسة، قبل أن تستأنف ارتفاعها المتذبذب لتصل إلى 1.96 مليون طن في سنة 2024، وقد هذا الانخفاض في الطلب بشكل مباشر على استراتيجية الشركة، لاسيما في ضوء زيادة القدرات الإنتاجية الوطنية نتيجة لسياسة التوسعية لمجمع "جيكا" ودخول وحدات خاصة جديدة، مما أدى إلى تشبع السوق المحلية وتحويل الجزائر من دولة مستوردة إلى دولة تعاني من فائض في إنتاج الأسمنت؛

من جهة أخرى، فإن الإنتاج الفعلي للكلنكر سجل ارتفاعاً مستمراً، بلغ ذروته في 2023 (3.13 مليون طن) ، وقد أدى ذلك إلى فجوة بين حجم الإنتاج وحجم الاستهلاك المحلي (من خلال تحويله إلى إسمنت)، مما دفع إلى البحث عن منافذ جديدة لتسويق الكلنكر كمنتج مستقل، ابتداءً من عام 2022، وفي ضوء الأزمة الروسية الأوكرانية وارتفاع أسعار الغاز في أوروبا، بدأت الدول الأوروبية بالبحث عن موردين بديلين للكلنكر من دول ذات تكاليف طاقة أقل، وقد مثّل هذا الوضع الدولي فرصة استراتيجية للشركة لدخول الأسواق الخارجية، مما أسفر عن ارتفاع مبيعات الكلنكر من 156 ألف طن في عام 2021 إلى حوالي 1.49 مليون طن في عام 2022، لتصل إلى حوالي 1.96 مليون طن في عام 2024؛

على الرغم من أن الكلنكر منتج ذو قيمة مضافة منخفضة مقارنة بالإسمنت، وأن تصديره يستهلك موارد طاقوية ومعدنية وطنية مهمة، إلا أن السلطات العمومية اعتبرت هذه المرحلة بمثابة تمهيد ضروري لاكتساب موطئ قدم في السوق الدولية، بغاية التحول مستقبلاً نحو تصدير الإسمنت بمختلف أنواعه كمنتج نهائي عالي القيمة، بالتالي فإن الجدول يُظهر الجدول تحول المؤسسة من نموذج إنتاج موجه بالكامل نحو السوق المحلية خلال الفترة 2017-2020، إلى نموذج مزدوج بعد عام 2022 يجمع بين تلبية الطلب الداخلي المتراجع لمحلي المتراجع واستغلال فرص التصدير المتاحة، لا سيما في الكلنكر، وذلك في إطار إعادة تموقع استراتيجي مدفوع بضرورات التكيف مع التحولات في الاقتصاد الوطني والطلب العالمي.

استناداً إلى البيانات الواردة في الجدول (IV-2)، شهدت حصة مؤسسة ECDE في السوق تقلبات ملحوظة بين عامي 2017 و 2024، حيث تراوحت بين 7٪ و 13٪ من إجمالي سوق الإسمنت، ففي سنة 2017 بلغت حصتها 10٪، ثم ارتفعت إلى 9٪ في سنة 2018، قبل أن تشهد انخفاضاً طفيفاً إلى 7٪ في سنة 2019، وهو أدنى مستوى لها خلال الفترة قيد الدراسة، ويعكس هذا ازدياد حدة المنافسة في السوق الوطني بفعل توسع المؤسسات الأخرى، خاصة التابعة لمجمع "لافارج" ومجموعة "ERCE"؛

سجلت الحصة السوقية لـ ECDE خلال الفترة 2020-2024 تحسناً تدريجياً، حيث ارتفعت من 12٪ إلى 13٪ خلال سنتي 2020 و 2021 على التوالي، وظلت مستقرة نسبياً في السنوات الأخيرة عند 13٪ بين سنة 2022 و 2024، ويشير هذا الاستقرار النسبي إلى قدرة الشركة على الحفاظ على مكانتها التنافسية في السوق رغم التغيرات التي يشهدها القطاع، ويعزى ذلك إلى تحسن أداء الإنتاج واستقرار عمليات التسويق والتوزيع.

3. طبيعة اليد العاملة بمؤسسة ECDE:

تعتمد المؤسسة على قوة عاملة مؤهلة لإدارة عملياتها التقنية، يجمع نخبة من المهندسين المتخصصين في الميكانيك والكيمياء الصناعية، والفنيين المختصين في تشغيل وصيانة المعدات المعقدة ومراقبة الجودة، بالإضافة إلى العمال المهرة وشبه المهرة الذين يشكلون العمود الفقري للعمليات الإنتاجية اليومية، كما تولي المؤسسة اهتماماً خاصاً لبرامج التدريب المستمر بهدف تطوير الكفاءات الفنية وضمان تطبيق أحدث معايير السلامة والصحة المهنية في بيئة عمل تتطلب التزاماً عالياً، مما يضمن الحفاظ على جودة المنتج واستمرارية الإنتاج. ويمثل الجدول أدناه تصنيف العمالة في مؤسسة الإسمت ومشتقاته للفترة 2020-2024.

جدول رقم (IV-3): تصنيف قوى العمالة لمؤسسة ECDE في الفترة (2020-2024).

2024	2023	2022	2021	2020	طبيعة اليد العاملة
295	277	258	241	232	إطارات / Cadres
390	406	358	327	253	أعوان التحكم (فنيون ومشرفون) / Maîtrises
480	492	563	573	644	أعوان التنفيذ (عمال) / Exécutions
1165	1 175	1 179	1 141	1 129	المجموع

المصدر: من إعداد الباحثة حسب المعطيات المقدمة من طرف مصلحة الموارد البشرية.

يكشف تحليل بيانات الجدول عن تحول هيكلي عميق في تكوين الموارد البشرية للمنظمة خلال الفترة (2020-2024)، يتجاوز هذا التحول مجرد استقرار نسبي في إجمالي القوى العاملة، التي تراوحت حول 1,165 عاملاً، ويتجلى في "استبدال نوعي" للكفاءات، حيث شهدت فئة أعوان التنفيذ انخفاضاً حاداً ومستمرّاً (من 644 موظفاً في 2020 إلى 480 في 2024)، وقد أدى ذلك إلى تقليل حصتهم النسبية لصالح الفئات المؤهلة، التي شهدت نمواً مضطرباً، إذ ارتفع بنسق ثابت عدد الإطارات ليسجل قيمة 295، أما فيما يخص أعداد أعوان التحكم فقد تضاعفت وبلغت ذروتها في سنة 2023، يعكس هذا التغير الجذري هيكل القوى العاملة توجّهاً إدارياً استراتيجياً نحو زيادة عدد الموظفين المؤهلين وتحديث أساليب الإنتاج، عبر الانتقال من الاعتماد الكثيف على العمالة اليدوية البسيطة إلى تعزيز الوظائف التقنية والإشرافية ذات القيمة المضافة العالية.

المطلب الثالث: تقديم عام للمؤسسة الوطنية للمنتجات المنجمية غير الحديدية والمواد النافعة (ENOF)

لشركة الوطنية لمنتجات التعدين غير الحديدية والمواد المفيدة (ENOF) هي كيان اقتصادي رائد في قطاع التعدين ضمن محفظة مجمع "SONAREM"، تأسست الشركة في 16 جويلية 1983 بصفتها مؤسسة عمومية اقتصادية (EPE SPA¹) برأس مال اجتماعي قدره 1.1 مليار دينار جزائري، تتجسد مهامها الرئيسية في تطوير واستخراج وإنتاج وتسويق مختلف منتجات التعدين، وتخصص المؤسسة في استغلال وإنتاج وتطوير المواد المعدنية التي تُعد حيوية للعديد من الصناعات.

وتركز ENOF حالياً بشكل خاص على إنتاج مجموعة واسعة من المواد تشمل: الباريات، البنتونيت، الفلدسبار، الكيزلغور (الدياتوميت)، الدولوميت، كربونات الكالسيوم، ومركبات الزنك، بالإضافة إلى توفير الركام (المواد الحصوية).

وتجدر الإشارة إلى أن المقر الاجتماعي لمؤسسة ENOF يقع في 31 شارع محمد حطاب، حسين بادي، الحراش، الجزائر.

1. نبذة تاريخية لمؤسسة ENOF:

منذ تأسيسها في يوليو 1983 وعقب إعادة الهيكلة للمجمع الصناعي سونارام (SONAREM)، تخصصت المؤسسة الوطنية لمنتجات التعدين غير الحديدية والمواد المفيدة (ENOF) في تجميع المنتجات غير الحديدية والمواد المعدنية ذات القيمة المضافة.

منذ تأسيسها، شهدت المؤسسة تحولات تنظيمية جوهرية، أبرزها عام 2001، عندما تم إنشاء خمس شركات فرعية مستقلة تمثلت في: SOMIBAR، BENTAL، DIATAL، SOALKA، ALGRAN، وقد جاءت هذه الهيكلة الجديدة في سياق تطبيق سياسات الخصخصة، بهدف تعزيز الكفاءة والمرونة التشغيلية، ومع تطور البيئة الاقتصادية والتوجه نحو تعزيز التكامل المؤسسي، نفذت شركة ENOF عملية اندماج واستحواذ شاملة لهذه الشركات الفرعية في عام 2015، وكان الهدف من هذه العملية هو إعادة تجميع الأنشطة اللامركزية تحت مظلة كيان موحد واحد يسمى "ENOF"، مما ساهم في تحقيق ترشيد أكبر للموارد، وتوحيد الرؤى الاستراتيجية، وتعزيز القدرة التنافسية للمؤسسة في الأسواق المحلية والدولية.

¹ EPE SPA هو اختصار مستخدم في الجزائر ويرمز إلى: EPE : Entreprise Publique Economique (مؤسسة عمومية اقتصادية) / SPA Société par Actions : (شركة مساهمة)، إذن، EPE SPA تعني "مؤسسة اقتصادية عمومية على شكل شركة مساهمة".

شهدت الأنشطة التشغيلية لشركة ENOF تطوراً ملحوظاً وقابلاً للقياس على مدى السنوات الخمس الماضية، مع التركيز على محورين استراتيجيين رئيسيين هما:

• **تطوير استراتيجية الإنتاج:** تبنت الشركة توجهاً استراتيجياً جديداً يهدف إلى الارتقاء بمستوى إنتاج المواد النافعة، مع التركيز بشكل خاص على تلبية احتياجات القطاعات الصناعية، وقد تجلّى ذلك في إعادة توجيه جهود المؤسسة نحو تعزيز دورها في قطاع الخدمات الاستراتيجية للمناجم الصناعية (DAS minéraux industriels)، مما يعكس سعيًا حثيثاً نحو تحقيق القيمة المضافة وتعميق التكامل مع الصناعات التحويلية الوطنية.

• **تحقيق قفزة نوعية من خلال مشاريع جديدة:** في إطار هذه الرؤية التطويرية، أطلقت ENOF مبادرة طموحة في سنة 2020، تضمنت إنجاز خمس مصانع جديدة مخصصة لإنتاج المواد النافعة، وتتميز هذه المصانع باعتمادها على أحدث التقنيات التكنولوجية المتاحة، الأمر الذي يضمن تحقيق مستويات إنتاجية عالية الجودة تتوافق مع المتطلبات المتزايدة للصناعات المحلية، وتطابق في الوقت ذاته أرقى المعايير الدولية المعمول بها في هذا القطاع الحيوي.

2. الهيكل التنظيمي لمؤسسة ENOF:

تتوزع المهام والمسؤوليات بين مختلف الوحدات الإدارية لمؤسسة ENOF في شكل الهيكل التنظيمي التالي، وهذا ما يضمن حسن تسيير أنشطتها وتحقيق أهدافها التشغيلية.

الشكل البياني رقم (IV-2): الهيكل التنظيمي للمؤسسة الوطنية للمنتجات المنجمية غير

الحديدية والمواد النافعة.

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE



المصدر: مؤسسة ENOF، مديرية الدراسات والتطوير.

3. مهام العناصر المكونة للهيكل التنظيمي لمؤسسة ENOF:

لا يمكن فهم الهيكل التنظيمي فهماً كاملاً دون فهم المحتوى الوظيفي لمكوناته، لذلك، سنستعرض في هذا الجزء المهام الرئيسية والصلاحيات المنوطة بكل وحدة إدارية وتشغيلية داخل المؤسسة:

– الإدارة العليا (القيادة الاستراتيجية):

تتموقع الإدارة العامة (Direction Générale - PDG) في قمة الهرم التنظيمي، ويقع على عاتقها العبء الأكبر في إدارة شؤون المؤسسة، إذ تختص بتحديد الرؤية الاستراتيجية والأهداف العامة، وتمثيل المؤسسة قانونياً أمام الهيئات الحكومية والشركاء والعدالة.. كما ينفرد الرئيس المدير العام بصلاحيات اتخاذ القرارات الكبرى المتعلقة بالاستثمار، والتوظيف والشراكات، فضلاً عن الإشراف المباشر لجميع المديريات ومراقبته لأدائها لضمان تحقيق النتائج المسطرة.

— وظائف الدعم والاستشارة لضمان فعالية القرارات الإدارية:

تعتمد الإدارة العامة على نظام داعم يتكون من مستشارين ومساعدین متخصصین، تتمحور مهامهم في النقاط التالية:

• **مستشار لدى المدير العام (Conseiller auprès du PDG):** يتمثل دوره في تقديم المشورة والاستشارات بشأن المسائل المحددة التي يكلفه بها المدير العام.

• **الاستشارة وأمانة الإدارة:** يقدم المستشار (Conseiller) آراء تقنية واستراتيجية بشأن المسائل التي يكلفه بها المدير العام، بينما تتولى أمانة الإدارة تنظيم الجدول الزمني وتنسيق التدفق الإعلامي والمراسلات بين المدير العام وباقي الهيكل.

• **مساعد الجودة والصحة والسلامة والبيئة (Assistant du QHSE):** يضمن تطبيق معايير الجودة (ISO) والسلامة المهنية وحماية البيئة في جميع الوحدات، وترصد المخاطر المهنية و الحوادث، ويضع خططاً وقائية.

• **مساعد مكلف بالأمن الداخلي للمؤسسة (Assistant charge de la SIE):** مسؤول عن حماية أصول الشركة وأسرارها، وتأمين معلوماتها الحساسة، والحفاظ على التنسيق المستمر مع الجهات الأمنية الخارجية.

— **المديريات المركزية (الرقابة والشؤون القانونية):**

تعمل هذه المديريات كصمام أمان للمؤسسة، حيث تضمن حماية مصالحها والامتثال للقوانين، وتتمثل في:

• **مديرية التدقيق والرقابة الداخلية (Direction Audit et Contrôle Interne):** التي تسهر على مطابقة العمليات الإدارية والمالية للإجراءات الداخلية وكشف أي انحرافات، والتأكد من أن جميع الإدارات تلتزم بالقوانين والإجراءات الداخلية.

• **مديرية الوقاية والمراقبة والحراسة (Direction PCGS):** المكلفة بتأمين وحماية المواقع والمنشآت الإنتاجية من أي تهديد أو تخريب.

• **مديرية الشؤون القانونية والمنازعات (Direction des affaires Juridiques et des Contentieux):** وتتولى تحصين المؤسسة قانونياً عبر مراجعة العقود والاتفاقيات، الدفاع عن مصالح الشركة أمام المحاكم في حال نشوب نزاعات قانونية.

— المديريات التشغيلية (أقسام الإنتاج):

تعد هذه الأقسام أساس نشاط المؤسسة، حيث تنقسم حسب طبيعة المنتج إلى قسمين رئيسيين:

- قسم المواد النافعة غير الحديدية (Division SUNF): يتولى إدارة ومتابعة سلسلة إنتاج المعادن الصناعية، ويشرف ميدانياً على شبكة الوحدات التابعة له لضمان بلوغ أهداف الإنتاج كمّاً ونوعاً.
- قسم المواد الحصوية (Division Agrégats): يختص بإدارة واستغلال المحاجر Carrières والمقاطع الموجهة لإنتاج مواد البناء والأشغال العمومية، ويشرف على الوحدات المذكورة في القائمة، كما يقوم بمتابعة عمليات التكسير والغرلة والتوزيع.

— مديريات الدعم التقني والإداري:

تعمل هذه المديريات بشكل أفقي لتقديم الموارد والخدمات اللازمة لاستمرار العملية الإنتاجية، ويمكن تصنيفها كالآتي:

- مديرية الدراسات والتطوير (Direction études et développement): تُجري هذه المديرية أبحاثاً جيولوجية لاستكشاف مكامن جديدة، ودراسة وتطوير المشاريع جديدة.
- مديرية المالية والمحاسبة (Direction Finances et comptabilité): مهمتها إعداد الميزانية، دفع الرواتب، تحصيل الديون، ودفع الضرائب، إعداد التقارير المالية السنوية... الخ.
- مديرية التجهيزات والتموين (Direction Equipements et Approvisionnements): مهمتها شراء المواد الأولية، والآلات، واللوازم، كما تُدير سلسلة التوريد والمخازن المركزية.
- المديرية التجارية والتسويق (Direction Commerciale et Marketing): تسويق المنتجات، ودراسة السوق والبحث عن عملاء جدد وتحديد الأسعار التنافسية.
- مديرية الإدارة والموارد البشرية (Direction Administration et Ressources Humaines): مكلفة بتوظيف العمال، التكوين والتدريب، والترقيات، وتسيير الشؤون الاجتماعية والإدارية للموظفين.
- مديرية الصيانة (Direction Maintenance): صيانة الآلات والمعدات الثقيلة في المناجم والمصانع ضمان استمرار الإنتاج دون انقطاع، إدارة قطع الغيار والصيانة الوقائية.

المطلب الرابع: أهداف وتطور نشاط المؤسسة الوطنية للمنتجات المنجمية غير الحديدية والمواد النافعة

1. الأهداف الاستراتيجية لمؤسسة ENOF:

- في سعيها لتعزيز مكانتها في قطاع التعدين وتحسين أدائها الاقتصادي، وضعت شركة ENOF برنامجاً تنموياً طموحاً قائماً على مجموعة من الأهداف الاستراتيجية، التي تجمع بين التوسع الصناعي والنمو المالي، وهي:
- تنمية الرصيد المنجمي: الإعطاء الأولوية لاستكشاف واستغلال مكامن جديدة، لاسيما مكامن " Koudiat Safia"، " Draissa"، و "Boukhdima"، بهدف تعزيز احتياطي الموارد لدى المؤسسة.
- تنويع المنتجات: طرح منتجات مصنعة جديدة في السوق لتلبية احتياجات قطاعات الصناعات التحويلية التي تشهد توسعاً في الجزائر، مثل صناعات Plastique و Polymères.
- ترقية الصادرات: تطوير شعب ومنافذ التصدير نحو الأسواق الخارجية.
- تنمية الموارد البشرية: تكوين وتأهيل الكفاءات البشرية التي تم توظيفها خصيصاً لتشغيل المصانع الجديدة.
- تحسين الكفاءة التشغيلية: عصنة البنى التحتية القائمة على مستوى مواقع الاستخراج والمعالجة، بهدف رفع الفعالية العملية وتقليل التكاليف.
- التحول الرقمي: عصنة أنماط تسيير وحدات الإنتاج والانتقال نحو الرقمنة.
- تعزيز المعايير البيئية والاجتماعية، من خلال إرساء ممارسات مستدامة ومسؤولة للاستغلال المنجمي، ويشمل ذلك برامج لإعادة تأهيل المواقع، وتدابير للحفاظ على التنوع البيولوجي، بالإضافة إلى تحسين ظروف العمل وتشجيع انخراط المجتمعات المحلية.
- تنويع الأنشطة عبر استكشاف أسواق جديدة، وتطوير منتجات ذات قيمة مضافة عالية، والاستثمار في تقنيات مبتكرة لمعالجة الخامات، ستعزز هذه الإجراءات القدرة التنافسية لشركة ENOF في الأسواق المحلية والدولية، وتضمن نموها المستدام على المدى الطويل.
- تعزيز التموقع في السوق الدولية والوطنية لمادة البارييت من خلال دخول مشروع " Koudiet Safia" حيز الاستغلال.

— تحقيق التكامل الصناعي مع قطاع الحديد والصلب وذلك تبعاً للاتفاقيات المبرمة بين مؤسسة ENOF وشركة Tosyali، من خلال تزويد هذا المجمع بمادة Dolomie micronisée et) Dolomie calcinée).

— توسيع القاعدة الإنتاجية للمؤسسة من خلال إنجاز مصنع "Diatomite" الجديد في Sig (ولاية معسكر).
— تثمين الثروات المنجمية في الجنوب الغربي الجزائري بإطلاق مشروع استغلال "manganèse" في منطقة "Guettera" بولاية بني عباس.

— تعظيم رقم الأعمال من خلال استهداف معدل نمو بنسبة 59% (ليصل إلى 8.7 مليار دج).

— رفع معدلات القيمة المضافة بنسبة 30% لتحسين ربحية المؤسسة.

— زيادة القيمة السوقية للإنتاج بنسبة 28% من خلال التركيز على المنتجات المثمينة.

2. نشاط مؤسسة ENOF وقدراتها الإنتاجية:

تُعدّ ENOF إحدى المؤسسات العمومية الجزائرية الناشطة في قطاع المناجم، والمتخصصة في استخراج وتحويل المنتجات المعدنية المتنوعة، وقد تطور نشاطها بشكل مستمر ليغطي استغلال وتصنيع مجموعة واسعة من المعادن التي تشمل الباريت، البنتونيت، الفلدسبار، الكيزلغور، الدولوميت، كربونات الكالسيوم، ومركبات الزنك، بالإضافة إلى الركام (المواد الحصى)، وقد ارتكز هذا التطور على قدرات إنتاجية متنامية سمحت للمؤسسة بتقديم منتجات عالية الجودة تلبي متطلبات مختلف القطاعات الصناعية.

استناداً إلى طبيعة منتجاتها وتطبيقاتها المتنوعة، تُصنّف مجالات نشاط شركة ENOF الاستراتيجية على النحو التالي:

— **المعادن الصناعية الموجهة للقطاع الصناعي:** يركز هذا المجال على توفير المنتجات المعدنية الضرورية لعدة قطاعات صناعية حيوية، أبرزها: قطاع النفط (مثل الباريت، البنتونيت، وكربونات الكالسيوم)، وقطاعي المسابك وصناعة الحديد والصلب (حيث تستخدم البنتونيت، الدولوميت، والكيزلغور)، بالإضافة إلى قطاعات الصناعات الكيماوية، البلاستيكية، الزراعية، والبيئية (التي تدخل فيها منتجات كربونات الكالسيوم، الدولوميت، والكيزلغور).

— **المعادن الصناعية المخصصة لقطاع البناء والأشغال العمومية والصناعات المرتبطة به:** يركز هذا المحور على تلبية احتياجات هذا القطاع الحيوي من خلال منتجات الركام (المواد الحصى)، والتي تُعد أساسية في

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

مشاريع البناء، كما يشمل الفلدسبار وكربونات الكالسيوم المستخدمة في صناعات السيراميك والزجاجيات والدهانات، وطلاءات ومواد الإغلاق (مانعات التسرب).

لفهم طبيعة وتنوع العمليات الإنتاجية للمؤسسة، يقدم الجدول أدناه تفصيلاً للوحدات الإنتاجية التابعة لها، حيث يوضح هذا العرض ارتباط كل وحدة بمنطقة جغرافية محددة (الولاية)، ويسلط الضوء على مجموعة المنتجات التي يتم تصنيعها في كل موقع، مما يعكس الامتداد الجغرافي للمؤسسة وتخصصات وحدات الإنتاج التابعة لها.

الجدول رقم (IV-4): توزيع الوحدات الإنتاجية لمؤسسة ENOF.

Unité de production وحدة الإنتاج	Wilaya الولاية	Produit المنتج
Substances utiles المواد النافعة		
Boucaid	Tissemsilt	Baryte
Ain Mimoun	Khenchela	Baryte
Ichemoul	Batna	Baryte
Maghnia	Tlemcen	Bentonite
Mostaganem	Mostaganem	Bentonite
Sig	Mascara	Kieselguhr
Mellal	Tlemcen	Carbonate
Oggaz	Mascara	Carbonate
Ain Barbar	Annaba	Feldspath
Non Ferreux المعادن غير الحديدية		
Kherzet Youcef	Sétif	Concentré de Zinc
Granulats المواد الحصى		
Keddara	Boumerdes	Granulats
Bouzegza Nord	Boumerdes	Granulats
Arzew	Oran	Granulats
Oued Fodda	Chlef	Granulats
Rouina	Ain defla	Granulats
Batha	Tissemsilt	Granulats
Adrar oufernou	Béjaia	Granulats
Gustar	Sétif	Granulats
El Ghedir	Skikda	Granulats
Timezrit	Béjaia	Granulats
Teïouelt	Oum El Bouaghi	Granulats et Dolomie
Tadjertila	Tlemcen	Granulats
Djebel Ouakrif	Tlemcen	Granulats
Biskra	Biskra	Granulats

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

المصدر: مؤسسة ENOF، مديرية الدراسات والتطوير.

يعكس الإنتاج الفعلي للمؤسسة قدراتها التشغيلية واستجابتها لمتطلبات السوق، سنركز في هذا الجزء على استعراض حجم وتطور الإنتاج الفعلي للمواد المستخرجة الخام، وكذا المواد النافعة المُسَوَّقة وما يقابله من أداء على صعيد المبيعات المحققة، إلى جانب تحليل تطور السوق الخاص بالمؤسسة، ويهدف هذا التحليل الشامل إلى تقديم رؤية دقيقة حول مدى فعالية القرارات الاستثمارية المتخذة في تحويل الطاقات الإنتاجية إلى قيمة سوقية وموقع تنافسي فعلي.

الجدول رقم (IV-5): تطور الإنتاج الفعلي للمواد المستخرجة الخام لمؤسسة ENOF.

الوحدة: طن (Tonne)

2024	2023	2022	2021	2020	2019	المنتج الخام المستخرج	وحدة الإنتاج
50 000	47 625	57 259	54 570	41 831	50 003	Baryte	Boucaid
34 000	37 758	40 913	23 055	10 020	18 942		Ichemoul
40 000	41 443	24 790	34 030	30 503	26 458		Ain Mimoun
37 500	-	-	-	-	-		Koudiet Safia
161500	126 825	122 961	111 655	82 354	95 402	المجموع	
21 600	27 688	23 036	24 724	28 830	36 350	Bentonite	Mostaganem
135 000	47 037	21 281	20 825	23 313	27 653		Maghnia
156 600	74 705	54 745	56 362	53 389	66 593	المجموع	
137 500	44 475	41 031	40 828	39 664	21 790	Feldspath	Ain Barbar
34 500	38 633	37 928	34 601	34 066	34 673	Carbonate	Mellal
92000	10 010	15 424	15 282	16 265	14 580	Carbonate	oggaz
210 000	-	-	-	-	-	Dolomie	Teïouelt
3 465	3 101	3 892	3 391	3 367	3 015	Kieselguhr	Sig
63 720	39 732	20 189	53 155	30 255	33 696	Zinc	KY
8 809 000	6 721 850	7 097 879	6 998 557	8 141 666	6 492 913	Granulats (Tonnes)	

المصدر: مؤسسة ENOF، مديرية الدراسات والتطوير.

يُبين الجدول (IV-5) تفصيلاً التطور الإنتاج الفعلي للمواد الخام المستخرجة من قبل مؤسسة ENOF، ما يعكس تباين الأداء التشغيلي في استغلال الموارد المنجمية المختلفة، كما يكشف هذا التحليل عن ديناميكية الإنتاج وتأثره بعوامل متعددة، سواء كانت مرتبطة بالقدرات الإنتاجية للمؤسسة، أو بظروف السوق المحلية والدولية، أو بالتوجهات الاستراتيجية الجديدة.

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

بعد استعراض تطور الإنتاج الفعلي للمواد الخام المستخرجة، تجدر الإشارة إلى جانب آخر من النشاط المنجمي للمؤسسة، والمتمثل في المواد النافعة القابلة للتسويق، التي تعكس المرحلة اللاحقة من سلسلة القيمة، إذ تمثل ناتج عمليات المعالجة والتمين، وتشكل المؤشر الفعلي لقدرة المؤسسة على تحويل مواردها المنجمية إلى منتجات ذات مردودية اقتصادية ملموسة.

الجدول رقم (IV-6): المواد القابلة للتسويق بعد المعالجة والتمين والتحويل لمؤسسة ENOF.

الوحدة: طن (Tonne)

2024	2023	2022	2021	2020	2019	المادة القابلة للتسويق	وحدة الإنتاج
22 079	17 541	22 904	21 828	16 732	20 001	Baryte	Boucaid
22 685	10 985	16 365	9 222	4 008	0		Ichemoul
21 011	17 021	9 916	13 612	12 201	10 583		Ain Mimoun
21 791	1 509	-	-	-	-		Koudiet Safia
87 566	47 056	49 184	44 662	32 942	30 584	المجموع	
27 051	22 208	19 526	17 765	18 781	18 243	Bentonite	Mostaganem
19 588	17 394	14 187	13 883	15 542	18 435		Maghnia
46 639	39 602	33 714	31 648	34 323	36 678	المجموع	
55 875	39 812	32 610	36 454	35 414	19 455	Feldspath	Ain Barbar
32 593	32 017	30 342	27 681	27 253	27 738	Carbonate	Mellal
60 017	-	-	-	-	-	Carbonate	Oggaz
0	10 313	11 425	11 320	12 048	10 800	Carbonate	Sig
92 610	42 330	41 767	39 001	39 301	38 538	المجموع	
151 583	115 916	138 097	33 323	-	-	Dolomie	Teiouelt
3 517	3 101	3 015	3 066	3 041	2 433	Kieselguhr	Sig
639	1 071	681	383	849	543	Zinc	KY(Kherzet Youcef)
6 164 114	5 902 589	5 906 427	5 832 131	6 784 722	5 410 761	Granulats	

المصدر: مؤسسة ENOF، مديرية لدراسات و التطوير.

شهد إنتاج مؤسسة ENOF للمواد المفيدة تطوراً ملحوظاً، فقد حقق إنتاج البارييت تحسناً لافتاً بنسبة نمو بلغت 186% مقارنةً بعام 2019، حيث ارتفع الإنتاج من 30 584 طن في عام 2019 إلى 87 566 طن في عام 2024، وهو أعلى مستوى له خلال تلك الفترة، ويعكس هذا قدرة الشركة على تعزيز مواردها الاستخراجية، فضلاً عن استجابتها لأهدافها الاستراتيجية في تلبية الطلب المتزايد لقطاع النفط، وهو قطاع حيوي يتطلب كميات كبيرة من البارييت في عمليات حفر الآبار، ويؤكد دخول منجم "إشمول"

حيز الإنتاج، إلى جانب مساهمة منجم "كوديات صافية" بالمنتج الخام المستخرج، التزام الشركة بتعزيز مصادر إنتاجها وتوسيع قاعدتها التعدينية، ويعزز هذا التوسع مكانة ENOF كمورد رئيسي للباريت، ويسلط الضوء على استثماراتها في تطوير القدرات الاستخراجية لمواكبة الطلب الصناعي المتخصص.

أما إنتاج البنتونيت، فقد عرف بدوره نموا ملحوظاً، إذ ارتفع من 36 678 طن سنة 2019 إلى 639 46 طن في 2024، ويُظهر هذا المسار التصاعدي، لاسيما بدءاً من سنة 2023 قدرة المؤسسة على رفع عروضها الإنتاجية، بما يسمح بزيادة الإمدادات لتلبية احتياجات قطاعي الحفر البترولي والمائي، ومع ذلك فإن ملاحظة عدم بلوغ الاستهلاك الوطني لقطاع المحروقات التوقعات المأمولة تشير إلى احتمالية وجود فائض إنتاجي أو تحديات في التوزيع المحلي، في المقابل يمثل قطاع صناعة الحديد والصلب "سوقاً محتملاً واعداً لتصريف هذا الإنتاج"، هذا التباين يستدعي تحليلاً أعمق لسلاسل القيمة وتحديد آليات تفعيل هذا السوق المحتمل، سواء عبر التصدير أو توجيه الاستهلاك المحلي نحو قطاعات جديدة، بما يضمن استدامة الإنتاج وتوازنه مع الطلب الفعلي.

حقق الفلدسبار نمواً استثنائياً خصوصاً في آخر سنة، إذ سجل قفزة معتبرة مقارنة بسنوات الماضية، وهو ما يؤكد على مرونة المؤسسة وقدرتها على الاستجابة السريعة للتحويلات في طلب السوق، يرتبط هذا الارتفاع الملحوظ بشكل مباشر بـ"الإقبال الكبير" على هذه المادة بعد دخول "عدة وحدات لإنتاج السيراميك حيز التشغيل"، هذا التطور يبرز أهمية التكامل بين قطاع التعدين والصناعات التحويلية، حيث يتيح النمو في قطاع السيراميك فرصاً لزيادة إنتاج الفلدسبار، مما يعكس استراتيجية ناجحة في مواءمة الإنتاج مع متطلبات الصناعات النهائية.

وفيما يتعلق بكميات الكالسيوم، فإن التحليل يكشف عن استقرار نسبي خلال الفترة 2019 - 2023، قبل أن يسجل قفزة كبيرة سنة 2024 بوصوله إلى 92 610 طن، ويمثل هذا الارتفاع الاستثنائي توسعاً مهماً في نشاط المؤسسة، قد يكون مرتبطاً بتعزيز قدرات التحويل أو ارتفاع الطلب في الصناعات المستعملة لهذه المادة، مما يعكس انتقالاً من مرحلة الاستقرار إلى مرحلة توسع فعلي.

على الرغم من تسجيل نمو في إنتاج الزنك بنسبة 97 % بين 2019 و 2023، إلا أن هذا الأداء كان محدوداً بسبب القيود التقنية والتكنولوجية التي تعاني منها المنشآت الحالية، هذه الملاحظة حاسمة حيث تشير إلى

أن النمو المحقق لم يصل إلى أقصى إمكاناته بسبب تحديات في البنية التحتية التكنولوجية للمؤسسة، يتطلب هذا الوضع استثمارات عاجلة في تحديث المنشآت وتطوير التقنيات المستخدمة لتحرير كامل طاقة الإنتاج وتلبية أي طلب مستقبلي بفعالية أكبر، مما قد يؤدي إلى نمو أكبر وتحسين الكفاءة التشغيلية، وتحذر الإشارة إلى أن الارتفاع المهم المسجل في سنة 2023 قد اتبعه تراجع حاد في سنة 2024 حيث انخفض الإنتاج إلى 639 طن، وهو ما يؤكد صحة التشخيص بأن وتيرة الإنتاج تظل هشة وغير مستقرة، مما يلح على ضرورة الدعم التقني والاستثمارات المهيكلية لضمان استدامته.

حافظ إنتاج المواد الحصوية على وتيرة مستقرة خلال الفترة 2019-2024، ويعزى هذا الاستقرار إلى ثبات الطلب على مشاريع الأشغال العمومية والبناء خلال السنوات الخمس الأخيرة، ويشير هذا إلى أن إنتاج الركام يتسم بصلاية أقل تقلباً مقارنة بالمعادن الصناعية الأخرى التي تستجيب بشكل أكبر لديناميكيات قطاعات متخصصة، هذا الاستقرار يعكس اعتماد المؤسسة على هذا المنتج الأساسي الذي يمثل قاعدة ثابتة لعملياتها، وإن كان لا يشير إلى نمو كبير فهو يدل على موثوقية في تلبية طلب قطاع البناء.

يُظهر التحليل أن أداء ENOF في إنتاج المواد النافعة القابلة للتسويق يتسم بالديناميكية والتكيف مع ظروف السوق المختلفة، بشكل عام يعكس هذا التباين في الأداء حاجة المؤسسة إلى تبني استراتيجيات مرنة تستهدف تحسين الكفاءة التكنولوجية، وتفعيل الفرص السوقية الكامنة، ومعالجة القيود الداخلية، لضمان استمرارية النمو وتحقيق الكفاءة التشغيلية الشاملة، وضمان التوازن بين العرض والطلب لمختلف منتجاتها المنجمية.

3. المبيعات والمؤشرات المتعلقة بالسوق:

بحكم طبيعة منتجاتها، تظل المؤسسة العمومية الاقتصادية ENOF EPE المورد المتميز للمواد الأولية لمختلف المجالات الصناعية، لا سيما المواد المفيدة (Substances utiles)، كما أن تنوع منتجات ENOF جعل المؤسسة تلامس عدة فروع صناعية، مع محافظة زبائن تضم مؤسسات وطنية عمومية وخاصة، وشركات متعددة الجنسيات، أما فيما يخص وحدات الإنتاج التابعة للمؤسسة تتوزع عبر عدة ولايات في الوطن، وجميعها مزودة بمصلحة تجارية مكلفة ببيع المنتجات في عين المكان.

يتمثل طموح مؤسسة ENOF، في إطار مخططها التنموي، في طرح منتجاتها أولاً في السوق الوطنية بهدف تعويض المنتجات المنجمية المستوردة (إحلال الواردات)، و ثانياً، تصدير الفائض وذلك تماشياً مع توجيهات

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

السلطات العمومية، وفي هذا السياق، طرحت مؤسسة ENOF في السوق عدداً من المنتجات الجديدة عالية الجودة من خلال إنشاء مصانعها الجديدة لإنتاج المواد المفيدة، وعلى وجه الخصوص: Feldspath، Carbonate de calcium ultrafin، micronise و Dolomie micronisée et calcinée، وهي منتجات تحظى بطلب في الأسواق الدولية، وعلاوة على ذلك تتمثل قطاعات سوق المؤسسة فيما يلي :

الجدول رقم (IV-7): قطاعات سوق مؤسسة ENOF.

يمثل أكثر من 35% من رقم أعمال المواد المفيدة، وأهم مستهلكي هذا المنتج ينتمون إلى القطاع البترولي، ويتعلق الأمر بـ ENAGEO، BASP، EMEC، MI ALGERIE، AVA، PETROGEL، ALGERIE، وتمر مقارنة تسويق منتج Baryte بمرحلتين: الأولى تتمثل في تشجيع (تلبية كامل) احتياجات القطاع البترولي، باعتباره قطاعاً استراتيجياً في الاقتصاد الوطني، وفي المرحلة الثانية الانتقال إلى التصدير الذي تجري بشأنه محادثات مع دول شريكة تنشط في قطاع المحروقات.	Baryte	المواد المفيدة (Substances Utiles)
يوجه بشكل رئيسي للصناعات البلاستيكية، الطلاء، الزجاج، الخزف، وأغلاف المواشي، ويدور الاستهلاك الوطني من كربونات الكالسيوم حول 700.000 طن سنوياً، في حين يبلغ الإنتاج الوطني ما يقارب 300.000 طن سنوياً، غير أن هذا الإنتاج يتركز في معظمه على المنتجات الخشنة (0-، granulé, 0-3mm, 0-5 mm, ... etc) والمنتجات الناعمة (0-45 µm, 0-100 µm, ... etc)، أما المنتجات متناهية الصغر (Ultrafins) فهي مستوردة حالياً، وقد تحسد الجهد المبذول من قبل ENOF من خلال دخول خط إنتاج حديث حيز الخدمة، حيث سيقوم بطرح المنتجات متناهية الصغر المستوردة حالياً في السوق المحلية، مثل: 0-5 µm, 0-10 µm, 0-20 µm.	Carbonate de Calcium	
موجهة للحفر البترولي، الحفر المائي، المسابك (Fonderie)، الطلاء، الهندسة المدنية، ومستحضرات التجميل، ومن المتوقع أن يرتفع الاستهلاك الوطني ليصل إلى 200,000 طن/سنة تماشياً مع تطور قطاع الحديد والصلب (Sidérurgie)، لا سيما مع دخول منتج Gâra Djebilet حيز الإنتاج، وسيتم تصدير فائض إنتاج Bentonite، حيث تجري مفاوضات لعمليات تصدير تقدر بـ 35,000 طن برسم السنة المالية 2024.	Bentonite	
موجهة لصناعات البلاستيك، التبغ، الحديد والصلب، وأغلاف المواشي، يقدر الاستهلاك الوطني الحالي بـ 3,500 طن/سنة، ويجري استكشاف أسواق أخرى لتسويقها في مجال الصناعات الغذائية والبناء.	Kieselguhr	
موجهة لصناعة السيراميك، الزجاج، وصناعات المواد الكاشطة (Abrasives)، يدور الاستهلاك الوطني حول 120,000 طن/سنة، وسيتم تأمين الجزء الأكبر من احتياجات السوق المحلية من خلال إنتاج ENOF في عام 2024، وفائض الإنتاج سيصدر.	Feldspath	
موجهة لصناعة الحديد والصلب، الزجاج، والأسمدة، تبلغ احتياجات السوق المحلية 250,000 طن/سنة، حيث تتوقع ENOF تسويق كامل إنتاجها تماشياً مع تطور صناعة الحديد والصلب، وسيتم تصدير فائض الإنتاج لا سيما الأجزاء الناعمة (Fractions).	Dolomie	

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

يوجه بشكل رئيسي للتحليل الكهربائي للزنك وإنتاج السبائك المختلفة (divers alliages)، سيتم استهلاك إنتاج Concentre de Zinc بالكامل من قبل الزبون الوحيد ALZINC، الذي يدور استهلاكه حول 70,000 طن/سنة.	Concentre de Zinc	المعادن غير الحديدية (Non-ferreux)
يشهد سوق ثباتاً بسبب تراجع الطلب، ويتمثل الزبائن الرئيسيون في مؤسسات وطنية، خاصة، جماعات محلية، ومؤسسات أجنبية.	Agrégats	الحصى (Agrégats)

المصدر: مؤسسة ENOF، مديرية الدراسات والتطوير.

يوضح الجدول التالي هيكلية مبيعات المؤسسة، مبيناً توزيع المبيعات على مختلف الأصناف المتوفرة، حيث يساعد هذا التصنيف على فهم توجهات السوق ومدى قدرة المؤسسة على استغلال تنوع منتجاتها لتحقيق أداء تسويقي متوازن وفعال.

الجدول رقم (IV-8): هيكلية مبيعات مؤسسة ENOF وفقاً لطبيعتها.

الوحدة: طن (Tonne)

2024	2023	2022	2021	2020	2019	المادة القابلة للتسويق	الطبيعة
41 427	39 546	40 585	40 245	35 608	35 613	Baryte	المواد النافعة
53 245	43 152	33 623	27 739	22 351	33 890	Bentonite	
2 904	1 648	2 213	2 397	2 570	2 911	Kieselguhr	
50 357	39 911	66 115	51 555	22 004	6 816	Feldspath	
45 612	38 035	34 626	32 733	30 372	28 067	Carbonate de calcium	
151 582	122 283	148 691	40 375	0	0	Dolomie	
777	1 135	2 618	1 022	2 761	2	Concentre de Zinc	متعدد المعادن
6 191 842	4 562 599	3 828 710	3 387 064	3 508 092	3 240 746	Granulats	المواد الحصى
6 537 746	4 848 309	4 157 181	3542885	3 623 758	3 348 045	المجموع	

المصدر: مؤسسة ENOF، مديرية الدراسات والتطوير.

شهدت مبيعات منتجات المؤسسة نمواً إيجابياً ملحوظاً، لا سيما في قطاع المواد المفيدة (Substances utiles) الذي سجلت مبيعاته مؤشرات تطور إيجابية، ترجمت من خلال التزايد في تسويق منتجات الحفر البترولي والمائي، لا سيما Baryte فقد سجل نمواً بنسبة 16% مقارنة بعام 2019، و Bentonite الذي حقق تسويقه زيادة بمعدل 57%، كما يتيح ازدهار صناعة الحديد والصلب فرصاً جديدة للمؤسسة ENOF في أسواق Bentonite و Dolomie، وفيما يخص Feldspath فقد سجل الطلب على اتجاه تصاعدياً حيث تضاعفت المبيعات بأكثر من 128% مقارنة بعام 2020، بفضل الأحجام الحبيبية الجديدة الناتجة عن الاستثمارات الأخيرة، في حين بقي سوق Kieselguhr مستقرّاً يميل للركود (في حدود 2 900

طن) بسبب محدودية استهلاكه والوضع الوبائي السابق، كما شهد نشاط Carbonate de calcium تطوراً بنسبة 62% مقارنة بسنة 2019.

تم إعادة إطلاق تسويق Dolomie كمادة مفيدة في عام 2020، وفي عام 2021 تم إبرام عقد مع شركة AQS، وقد سجلت مبيعات منتج الدولوميت تطوراً بنسبة 275% مقارنة بعام 2021، وقد حظي هذا المنتج المسوق من طرف ENOF برضا تام من العميل في قطاع الحديد والصلب AQS، مع استمرار الاتجاه التصاعدي لتسويقه.

يتسم قطاع المواد الحصوية (Agréats) بتجمعات إنتاجية جغرافية، وهذا لعدم تحمل منتج الركام لتكاليف النقل الباهظة، وبالتالي لا ينبغي أن يتجاوز السوق المستهدف دائرة قطرها 100 كيلومتر، وتقع الوحدات الكبرى لإنتاج الركام التابعة لـ ENOF جغرافياً ضمن تجمعات الإنتاج في مناطق بومرداس، الشلف، وهران، وسطيف، ويسجل السوق الإجمالي للركام حركة نمو محدودة خلال الفترة 2019-2023، نظراً للركود الذي أصاب قطاعات البناء والأشغال العمومية والمائية عقب تجميد عدد من المشاريع الهيكلية، إلا أن سنة 2024 شكلت "نقطة تحول كبرى" حيث قفزت المبيعات لتصل إلى 6,191,842 طن بزيادة قدرها 91% مقارنة بـ 2019.

وفيما يتعلق بالمؤشرات التجارية لمنتجات Granulats، اتخذت الحكومة عدة إجراءات لإعادة تنشيط قطاع البناء والأشغال العمومية والري (BTPH) لفترة ما بعد الجائحة، تميزت بإطلاق عدة مشاريع استراتيجية، في انتظار إطلاق المشروع الضخم لميناء شرشال، الذي سيشهد مشاركة ENOF عبر وحداتها الخمس: وادي الفضة، قدارة، بوزقزة، روينة، وبطحا، كما أن اهتمام السلطات العمومية بتوسيع محاور الطرق الكبرى، وطرق المواصلات، والسكك الحديدية، سيوفر لـ ENOF الفرصة لطرح الكميات اللازمة من الركام في السوق لإنجاز المشاريع المذكورة، يضاف إلى ذلك قطاع السكن الذي سيشهد إطلاق مشاريع سكنية متنوعة خلال الخماسية المقبلة.

4. تطور القوى العاملة لمؤسسة ENOF:

يوضح الجدول الموالي تطور التعداد الإجمالي لعمال مؤسسة ENOF، وتوزيعهم حسب الفئات المهنية:

الجدول رقم (IV-9): تطور القوى العاملة لمؤسسة ENOF في الفترة (2020-2024).

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

2024	2023	2022	2021	2020	طبيعة اليد العاملة
592	576	574	575	557	إطارات / Cadres
1270	1242	1255	1249	1251	أعوان التحكم (فنيون ومشرفون) / Maitrises
705	614	600	580	581	أعوان التنفيذ (عمال) / Exécutions
2567	2432	2429	2404	2389	المجموع

المصدر: مؤسسة ENOF، مديرية الدراسات و التطوير.

بفحص البيانات الواردة في الجدول أعلاه، نلاحظ أن إجمالي عدد الموظفين في المؤسسة شهد اتجاهاً تصاعدياً خلال فترة الدراسة، حيث انتقل من 2389 عاملاً سنة 2020 ليصل إلى 2567 عاملاً سنة 2024، ويمكن تحليل هذا التطور عبر مرحلتين أساسيتين: مرحلة الاستقرار والنمو الطفيف (2020-2023) تميزت هذه الفترة بنوع من الثبات النسبي في حجم القوى العاملة، حيث لم تتجاوز معدلات الزيادة مستويات محسوسة، ففي سنة 2021، سجلت المؤسسة ارتفاعاً طفيفاً بـ 0.62%، وتكرر نفس السيناريو تقريباً في سنة 2023 بزيادة قدرها 0.12%، يُفسّر هذا الاستقرار النسبي بانتهاج المؤسسة لسياسة توظيف عقلانية خلال هذه السنوات، تركز أساساً على تغطية الاحتياجات الحقيقية وتعويض المناصب الشاغرة فقط، دون اللجوء إلى التوظيف المكثف، وهو ما يظهر جلياً في نسبة إنجاز مخطط التوظيف لسنة 2023 التي توقفت عند حدود 92%، مرحلة النمو المتسارع سنة 2024 شكلت هذه السنة استثناءً حيث قفز التعداد بنسبة نحو بلغت 5% مقارنة بالسنة السابقة، هذا الارتفاع الملحوظ يجد تبريره في دخول المؤسسة مرحلة توسعية تمثلت في إطلاق مشاريع تطويرية وافتتاح وحدات إنتاجية جديدة، نستنتج أن تطور القوى العاملة في مؤسسة ENOF هو انعكاس مباشر للواقع العملي.

المبحث الثاني: دور التقييم المالي والاقتصادي في ترشيد القرارات: دراسة تحليلية لمشروع إنشاء خط الإنتاج

الثالث بمؤسسة ECDE

تُعَد القدرة على التحليل المالي الدقيق ودراسة جدوى المشاريع الاستثمارية من الركائز الأساسية التي تعتمد عليها المؤسسات الصناعية الكبرى في تحقيق الاستدامة والنمو الاقتصادي، وفي ظل التحديات المتزايدة التي تواجه قطاع الإسمنت ومشتقاته، يصبح من الضروري تبني منهجية شاملة تجمع بين تقييم الأداء المالي الحالي وتحليل مؤشرات التوازن المالي، فضلاً عن دراسة جدوى المشاريع الجديدة من أجل اتخاذ قرارات استثمارية وتمويلية رشيدة، يهدف هذا المبحث إلى تقديم رؤية متكاملة تعزز من فهم الوضع المالي للمؤسسة، وتساهم في دعم القرارات الاستراتيجية التي تضمن تعزيز كفاءة الموارد وتحقيق الأهداف التنموية.

المطلب الأول: تحليل القوائم المالية الأساسية لمؤسسة الإسمنت ومشتقاته -الشلف-

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

تشكل القوائم المالية الوسيلة الأساسية المعتمدة لتقييم الأداء المالي والوقوف على الوضعية الاقتصادية للمؤسسات، فهي بمثابة مرآة عاكسة للهيكل المالي للمؤسسة ونتائج نشاطها خلال فترة زمنية محددة، وتتمثل هذه القوائم وفقاً لما ينص عليه النظام المحاسبي المالي (SCF) المطبق في الجزائر الذي يفرض على المؤسسات مسك الكشوف المالية سنوياً في: الميزانية المالية العامة، جدول حساب النتائج، جدول سيولة الخزينة، وجدول تغير الأموال الخاصة.

وفي هذا الإطار، سيتم تحليل القوائم المالية الأساسية لمؤسسة الإسمنت ومشتقاته بواد سلي - الشلف - من خلال دراسة كل من الميزانية العامة وجدول حساب النتائج، وهذا بهدف تقييم تطور الأداء المالي للمؤسسة خلال فترة الدراسة، واستخلاص أهم التغيرات البنوية والمالية التي طرأت على نشاطها، تمهيدا لقياس مدى جدوى مشروع توسعة نشاطها بإضافة خط إنتاج جديد.

1. عرض القوائم المالية الأساسية لمؤسسة ECDE:

يعرض الجدولين المواليين الميزانية المالية لمؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف بالقيمة المحاسبية الصافية مع التركيز على مبدأ المقارنة بين سنوات الدراسة (2020-2024) وعرض مفصل للأصول والخصوم.

الجدول رقم (IV-10): الميزانية المالية المفصلة {الأصول} لمؤسسة ECDE.

الوحدة: دج

الأصول	2020	2021	2022	2023	2024
الأصول غير جارية					
فارق بين اقتناء-منتوج					
تقييمات معنوية	662145,04	399465,91	217636,78	53 833,33	151 729,16
تقييمات عينية	-	-	-	-	-
أراضي	1718807955,83	1718807955,83	1718807955,83	2 718 807 955,83	1 718 807 955,83
بنايات	118353888,74	151034778,61	15955209785,00	15 422 017 061,78	14 943 105 328,04
تقييمات عينية أخرى	5859280423,94	6060344315,68	31845732426,16	30 134 367 969,99	27 661 128 136,86
تقييمات عينية أخرى خارجة عن الخدمة	-	-	-	-	-
تقييمات ممنوح امتيازها	298864058,00	298864058,00	298864058,00	298 864 058,00	298 864 058,00
تقييمات تجري إنجازها	40625417100,02	41970255808,47	115714346,30	1 495 723 193,78	1 756 359 525,69
تقييمات مالية	-	-	-	-	-
سندات موضوعة	-	-	-	-	-
مساهمات أخرى	-	-	-	-	-
سندات أخرى مثبتة	-	-	-	-	-
القروض والأصول المالية الأخرى	17314986434,46	17908640667,36	20422684622,26	21 485 119 354,26	20 033 211 192,36
ضرائب مؤجلة	466986503,12	542 053 475 396,00	793072068,03	970 950 166,33	975 623 536,68
مجموع أصول غير جارية	66 403 358 509,15	68650400525,82	721912731988,36	71 525 903 593,30	67 387 251 462,62
أصول جارية					
مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ	3030487939,54	3516748898,65	3436616047,84	5 491 210 312,78	6 442 748 848,40
حسابات دائنة واستثمارات	-	-	-	-	-
الزبائن	172242118,37	438853865,93	770988532,03	1 355 924 143,50	1 902 860 755,40
المدينون الآخرون	2512901459,23	2384089882,75	3222603026,20	4 121 627 053,27	4 712 109 562,30
الضرائب وماشابهها	853796130,70	712633956,56	677881983,70	893 281 259,07	1 092 147 882,46
حسابات دائنة أخرى	-	-	-	-	-
الموجودات وما شابهها	-	-	-	-	-
الأموال الموظفة والأصول	-	-	-	-	-
الخزينة	5467454735,45	3660170109,38	4677511935,52	5 075 298 712,43	8 031 794 982,65
مجموع الأصول الجارية	12 036 882 383,29	10712496713,27	12785601525,29	16 937 341 481,05	22 181 392 031,21
مجموع الأصول	78440240892,44	79 362 897 239,09	84 977 333 513,65	88 463 245 074,35	89 568 643 493,83

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات مقدمة من طرف مصلحة المحاسبة والمالية.

الجدول رقم (IV-11): الميزانية المالية المفصلة {الخصوم} لمؤسسة ECDE. الوحدة: دج

الخصوم	السنوات				
	2024	2023	2022	2021	2020
رؤوس الأموال الخاصة					
رأس مال تم إصداره	5 241 000 000,00	6 241 000 000,00	6 241 000 000,00	6 241 000 000,00	6 241 000 000,00
رأس مال غير مستعان به			-	-	-
العلاوات المرتبطة برأس المال	60 641 531 901,74	58 793 284 138,66	56 493 276 314,91	55 659 269 394,86	53 909 840 959,41
فارق إعادة التقييم			-	-	-
فارق المعادلة			-	-	-
نتيجة الصافية	3 147 158 234,49	3 800 767 763,08	3732107823.72	1 495 581 920,05	2 471 003 435,45
رؤوس الأموال الخاصة الأخرى	50 000 000,00	50 000 000,00	70000000.00	40 000 000,00	30 000 000,00
الحسابات ما بين الوحدات			-	-	-
الشركة المدمجة 01			-	-	-
حصة ذوي الأقلية 01			-	-	-
مجموع رؤوس الأموال الخاصة	70 079 690 136,23	68 885 051 901,74	66 536 384 138,66	63 435 851 314,91	62 651 844 394,86
الخصوم الغير الجارية					
قروض وديون غير جارية	11 136 693 811,57	11 582 161 706,83	11316967108.23	10 696 088 918,00	10 696 088 918,00
ضرائب			-	6 018 900,00	6 828 900,00
ديون أخرى غير جارية			-	-	-
مؤونات ومنتجات ثابتة	2 761 499 070,87	2 785 522 237,06	2017110263.06	1 613 206 853,30	1 617 219 984,68
مجموع الخصوم غير جارية	13 898 192 882,44	14 367 683 943,89	13334077371.29	12 315 314 671,30	12 320 137 802,68
الخصوم الجارية					
موردون وحسابات ملحقه	1 703 362 727,76	1 564 208 484,01	1850860377.46	2 163 220 661,56	2 106 282 076,20
ضرائب	446 102 302,70	1 115 733 094,06	935432347.40	267 721 958,33	499 055 191,56
ديون أخرى	344 129 544,70	2 530 567 650,65	2320579278.70	1 180 788 632,99	862 921 427,14
خزينة سلبية			-	-	-
مجموع الخصوم الجارية	5 590 760 475,16	5 210 509 228,72	5106872003.70	3 611 731 252,88	3 868 258 694,90
مجموع الخصوم	89 568 643 493,83	88 463 245 074,35	84 977 333 513,65	79 362 897 239,09	78 440 240 892,44

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات مقدمة من طرف مصلحة المحاسبة والمالية.

يعرض الجدول رقم (IV-12) حساب نتائج مؤسسة الإسمنت ومشتقاتها بواد سلي - الشلف - خلال الفترة الممتدة من 2020 إلى 2024، ويبين تطور مختلف مكونات النتيجة المحاسبية، مثل رقم الأعمال، الأعباء، القيمة المضافة، والنتيجة الصافية، مما يسمح بتكوين فكرة أولية عن أداء المؤسسة وربحياتها خلال سنوات الدراسة.

جدول رقم (IV-12): عرض جدول حساب نتائج مؤسسة ECDE. الوحدة: دج

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

البيان	2020	2021	2022	2023	2024
مبيعات و منتجات ملحقه	7676082590,23	6004083769,15	12175955506,64	14891564339,68	14726690031,31
تغير المخزونات ، المنتجات النهائية و نصف مصنعة	-509223687,99	439377677,59	-420332581,80	572384438,43	-457130669,94
الإنتاج الثابت	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
إعانات الإستغلال	366446363,52	458110000,00	998058434,62	972098000,00	737334740,00
نتيجة السنة المالية	7533305265,76	6901571446,74	12753681359,46	16436046778,11	15006894101,37
مشتريات مستهلكة	-1859879410,52	-2134203968,73	-2903864743,19	-3721879355,98	-3684510949,88
خدمات خارجية و استهلاكات أخرى	-1190421791,46	-1302538689,67	-1831230304,50	-2217550374,28	-2162021315,45
إستهلاك السنة المالية	-3050301201,98	-3436742658,40	-4735095047,69	-5939429730,26	-5846532265,33
القيمة المضافة للإستغلال (VA)	4483004063,78	3464828788,34	8018586311,77	10496617047,85	9160361836,04
أعباء العمال	-1493763109,70	-1537560671,14	-2738518134,36	-2401370101,69	-2946602855,52
الضرائب ، الرسوم و المدفوعات المماثلة	-168690379,96	-129017136,08	-141877402,14	-168644496,51	-181774825,13
إجمالي فائض الإستغلال (EBE)	2820550574,12	1798250981,12	5138190775,27	7926602449,65	6031984155,39
المنتجات العملياتية الأخرى	171344842,54	172759985,40	48922932,06	278253721,78	181556443,00
الأعباء العملياتية الأخرى	-122395649,80	-105146560,89	-44484541,28	-50978452,47	-204584196,71
مخصصات الإهلاكات و المؤونات و خسائر القيمة	-965727094,37	-977733854,50	-1552761683,72	-3738878792,06	-3193186727,84
استرجاع على خسائر القيمة	290792726,60	2524463,88	19617758,79	15279691,81	131702023,93
حسابات المصاريف غير المصنفة	-	-	-	-	300000000,00
النتيجة العملياتية (RO)	2194565399,09	890655015,01	3609485241,12	4430278618,71	3247471697,77
المنتجات المالية	813390854,65	868290972,20	924292705,18	935279956,23	1008872558,34
الأعباء المالية	-936913,72	0,00	-5885,62	-411184950,16	-261205158,97
النتيجة المالية (RF)	812453940,93	868290972,20	924286819,56	524095006,07	747667399,37
النتيجة العادية قبل الضرائب (ROAI)	3007019340,02	1758945987,21	4533772060,68	4954373624,78	3995139097,14
الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية	-387813007,00	-178431040,00	-752682829,00	-931483960,00	-252654233,00
الضرائب المؤجلة (تغيرات) على النتائج العادية	-148202897,57	-84933027,16	-251018592,07	-177878098,30	-4673370,35
مشاركة العمال في الأرباح	-	-	300000000,00	400000000,00	300000000,00
مجموع فنتوجات الأنشطة العادية	8808833689,55	7945146868,22	13746514755,49	17664860147,93	16329025126,64
مجموع أعباء الأنشطة العادية	-6337830254,10	-6449564948,17	-10014406931,74	-13864092384,85	-13181866892,15
النتيجة الصافية للأنشطة العادية (RAO)	2471003435,45	1495581920,05	3732107823,75	3800767763,08	3147158234,49
عناصر غير عادية فنتوجات (تحدد)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
عناصر غير عادية أعباء (تحدد)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
النتيجة غير العادية (RE)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
النتيجة الصافية للسنة المالية (RN)	2471003435,45	1495581920,05	3732107823,75	3800767763,08	3147158234,49

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات مقدمة من طرف مصلحة المحاسبة والمالية.

2. التحليل الأفقي والعمودي للقوائم المالية:

بعد عرض القوائم المالية للمؤسسة الإسمت ومشتقاته بواد سلي -الشلف-، سيتم في هذا الجزء إجراء تحليل أفقي وعمودي لها، بهدف توضيح كيفية تطور بنودها الرئيسية عبر السنوات محل الدراسة، وتحديد الوزن النسبي لكل مكون داخل الميزانية، يُساهم هذا التحليل في الكشف عن أهم التغيرات المالية والبنوية التي عرفتتها المؤسسة، مما يساعد على تقييم أدائها المالي بشكل أدق.

وبعد استخلاص رؤية عامة عن الأداء المالي للمؤسسة خلال الفترة من 2020 إلى 2024، من خلال استخدام كل من أدوات التحليل الأفقي والعمودي، سيتم التركيز على كيفية انعكاس هذه النتائج على رشادة القرارات التمويلية (خاصة من جانب الخصوم وحقوق الملكية) والقرارات الاستثمارية (من جانب الأصول وقائمة حساب النتائج)، لتقييم مدى فعالية إدارتها في تخصيص الموارد وتحديد مصادرها.

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

– التحليل الأفقي للقوائم المالية لمؤسسة ECDE:

يوضح الجدول أدناه التغيرات التي طرأت على مختلف البنود المالية خلال سنوات الدراسة، وذلك استناداً إلى النسب المئوية التي تعبر عن نسبة التغير بين السنوات، مبيّنة اتجاهات النمو أو الانخفاض في مكونات الأصول والخصوم وجدول حسابات النتائج، ويظهر تحليل هذه النسب مدى تطور الهيكل المالي للمؤسسة، مما يساعد في تقييم كفاءتها في استغلال الموارد، وتحديد نقاط القوة والضعف، بما يعكس درجة توازنها واستقرارها المالي و يوفر أساساً للتنبؤ بالأداء المستقبلي.

جدول رقم (IV-13): التحليل الأفقي للميزانية المالية جانب الأصول لمؤسسة ECDE.

السنوات					
2024	2023	2022	2021	2020	لأصول
نسبة التغير					
لأصول غير جارية					
-	-	-	-	-	نارق بين اقتناء-منتوج
181,85%	-75,26%	-45,52%	-39,67%	-37,00%	ثببتات معنوية
-	-	-	-	-	ثببتات عينية
-	-	0,00%	-	-	راضي
-3,11%	-3,34%	10463,93%	27,61%	-4,90%	ننايات
-8,21%	-5,37%	425,48%	3,43%	-7,47%	ثببتات عينية أخرى
-	-	-	-	-	ثببتات عينية مجمدة
-	-	0,00%	-	-	ثببتات ممنوح امتيازها
17,43%	29,26%	-97,24%	3,31%	6,34%	ثببتات يجري إنجازها
-	-	-	-	-	ثببتات مالية
-	-	-	-	-	سندات موضوعة
-	-	-	-	-	سساهمات أخرى
-	-	-	-	-	سندات أخرى مثبتة
-6,76%	5,20%	14,04%	3,43%	6,29%	القروض والأصول المالية الأخرى
0,48%	22,43%	46,31%	16,07%	2,59%	ضرائب مؤجلة
-5,79%	-0,92%	5,16%	3,38%	4,69%	مجموع أصول غير جارية
	-	-	-	-	صول جارية
17,32%	59,79%	-2,28%	16,05%	-19,59%	مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ
-	-	-	-	-	حسابات دائنة واستخدامات
40,34%	75,87%	75,68%	154,79%	-53,13%	الزبائن
14,33%	27,90%	35,17%	-5,13%	-15,10%	لمدينون الآخرون
22,26%	31,78%	-4,88%	-16,53%	-37,01%	لضرائب وماشبهها
-	-	-	-	-	حسابات دائنة أخرى
-	-	-	-	-	لموجودات وما شابهها
-	-	-	-	-	لأموال الموظفة والأصول
58,25%	8,50%	27,79%	-33,06%	11,67%	لخزينة
30,96%	32,47%	19,35%	-11,00%	-9,82%	مجموع أصول جارية
1,25%	4,10%	7,07%	1,18%	2,17%	مجموع الأصول

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الميزانية العامة جانب الأصول.

جدول رقم (IV-14): التحليل الأفقي للميزانية المالية جانب الخصوم لمؤسسة ECDE.

السنوات					
2024	2023	2022	2021	2020	لخصوم
نسبة التغير					
					رؤوس الأموال الخاصة
-	-	-	-	-	أس مال تم إصداره
-	-	-	-	-	إس مال غير مستعان به
3,14%	4,07%	1,50%	3,25%	4,48%	العلاوات المرتبطة برأس المال
-	-	-	-	-	بارق إعادة التقييم
-	-	-	-	-	بارق المعادلة
-17,20%	1,84%	149,54%	-39,47%	-19,83%	نتيجة الصافية
-	-28,57%	75,00%	33,33%	-	رؤوس الأموال الخاصة الأخرى
-	-	-	-	-	لحسابات ما بين الوحدات
-	-	-	-	-	لشركة المدمجة 01
-	-	-	-	-	حصة ذوي الأقلية 01
1,73%	3,53%	4,89%	1,25%	2,79%	مجموع رؤوس الأموال الخاصة
					لخصوم الغير الجارية
-3,85%	2,34%	5,80%	-	22,79%	قروض وديون غير جارية
-	-	-100,00%	-11,86%	1,13%	ضرائب
-	-	-	-	-	ديون أخرى غير جارية
-0,86%	38,09%	25,04%	-0,25%	-13,91%	مؤونات ومنتجات ثابتة
-3,27%	7,75%	8,27%	-0,04%	16,27%	مجموع الخصوم غير جارية
					لخصوم الجارية
8,90%	-15,49%	-14,44%	2,70%	-21,17%	موردون وحسابات ملحقه
-60,02%	19,27%	249,40%	-46,53%	-51,40%	ضرائب
35,99%	9,05%	96,53%	36,84%	-43,46%	ديون أخرى
-	-	-	-	-	خزينة سلبية
7,30%	2,03%	41,40%	4,14%	-33,62%	مجموع الخصوم الجارية
1,25%	4,10%	7,07%	1,18%	2,17%	مجموع الخصوم

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الميزانية العامة جانب الخصوم.

جدول رقم (IV-15): التحليل الأفقي لجدول حسابات النتائج لمؤسسة ECDE.

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

البيان	2020	2021	2022	2023	2024
نسبة التغير					
مبيعات و منتجات ملحقة	-22,63%	-21,78%	102,79%	22,30%	-1,11%
تغير المخزونات ، المنتجات النهائية و نصف مصنعة	-193,30%	186,28%	-195,67%	236,17%	-179,86%
الإنتاج المُثبت	-	-	-	-	-
إعانات الإستغلال	27,60%	25,01%	117,86%	-2,60%	-24,15%
نتيجة السنة المالية	-29,90%	-8,39%	84,79%	28,87%	-8,70%
مشتريات مستهلكة	-29,40%	14,75%	36,06%	28,17%	-1,00%
خدمات خارجية و استهلاكات أخرى	-15,80%	9,42%	40,59%	21,10%	-2,50%
إستهلاك السنة المالية	-24,70%	12,67%	37,78%	25,43%	-1,56%
القيمة المضافة للإستغلال (VA)	-33,10%	-22,71%	131,43%	30,90%	-12,73%
أعباء العمال	-30,00%	2,93%	78,11%	-12,31%	22,71%
الضرائب ، الرسوم و المدفوعات المماثلة	-24,50%	-23,52%	9,97%	18,87%	7,79%
إجمالي فائض الاستغلال (EBE)	-35,10%	-36,24%	185,73%	54,27%	-23,90%
المنتجات العملية الأخرى	-52,00%	0,83%	-71,68%	468,76%	-34,75%
الأعباء العملية الأخرى	-56,00%	-14,09%	-57,69%	14,60%	301,32%
مخصصات الإهلاكات و المؤونات و خسائر القيمة	-42,10%	1,24%	58,81%	140,79%	-14,60%
استرجاع على خسائر القيمة	-19,60%	-99,13%	677,11%	-22,11%	761,94%
حسابات المصاريف غير المصنفة	-	-	-	-	-
النتيجة العملية (RO)	-29,60%	-59,42%	305,26%	22,74%	-33,47%
المنتجات المالية	7,50%	6,75%	6,45%	1,19%	7,87%
الأعباء المالية	-	-100,00%	-	-	-36,48%
النتيجة المالية (RF)	7,30%	6,87%	6,45%	-43,30%	42,66%
النتيجة العادية قبل الضرائب (ROAI)	-22,40%	-41,51%	157,76%	9,28%	-25,42%
الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية	-48,10%	-53,99%	321,83%	23,76%	-72,88%
الضرائب المُوجلة (تغيرات) على النتائج العادية	218,00%	-42,69%	-42,33%	29,14%	-97,37%
مشاركة العمال في الأرباح	-	-	-	33,33%	-25,00%
مجموع مُنتوجات الأنشطة العادية	-28,00%	-9,80%	73,02%	28,50%	-7,56%
مجموع أعباء الأنشطة العادية	-30,70%	1,76%	55,27%	38,44%	-4,92%
النتيجة الصافية للأنشطة العادية (RAO)	-19,80%	-39,47%	149,54%	1,84%	-17,20%
عناصر غير عادية مُنتوجات (تحدد)	-	-	-	-	-
عناصر غير عادية أعباء (تحدد)	-	-	-	-	-
النتيجة غير العادية (RE)	-	-	-	-	-
النتيجة الصافية للسنة المالية (RN)	-19,83%	-39,47%	149,54%	1,84%	-17,20%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات جدول حساب النتائج.

يكشف التحليل الأفقي عن ديناميكية التغيرات في بنود الميزانية العمومية وحساب النتائج على مدار السنوات قيد الدراسة، فقد شهدت المؤسسة قرارات استثمارية رأسمالية ضخمة في عام 2022، حيث سجلت "بناءات" و "تثبيتات عينية أخرى" قفزات هائلة في نسبة التغير (10463.93% و 425.48% على التوالي)، هذه الاستثمارات الكبيرة تطلبت بالضرورة قرارات تمويلية لمواكبتها، والتي يبدو أنها اعتمدت جزئياً على تعزيز حقوق الملكية و التحكم في الديون، ورغم هذا النشاط الاستثماري، شهدت "النتيجة الصافية" تقلبات

حادة (%149.54 نمو في 2022 ثم تراجع حاد إلى -17.20% في 2024) وكذلك "رؤوس أموال خاصة أخرى" و"الديون غير الجارية"، هذه التقلبات في مصادر التمويل تعكس تحديات في الأداء التشغيلي والمالي للمؤسسة، وتؤثر على القدرة على ترشيد القرار التمويلي المستقبلي بالاعتماد على التمويل الداخلي؛ تحليل قائمة حساب النتائج يعمق فهمنا مدى رشادة القرارات الاستثمارية والتشغيلية، فبالرغم من القفزات الاستثمارية الكبيرة في عام 2022 والتي رافقها ارتفاع هائل في "القيمة المضافة" (131.43%) في نفس العام، إلا أن النتائج اللاحقة تثير تساؤلات جدية حول كفاءة وفعالية هذه القرارات الاستثمارية على المدى الطويل، فقد تراجعت "النتيجة التشغيلية" بشكل حاد في السنوات التالية (-22.74% في 2023 و33.47% - في 2024)، مما يشير إلى أن الاستثمارات الضخمة لم تُترجم إلى نمو مستدام ومستقر في الأرباح التشغيلية، هذا التباين بين حجم الاستثمار والأداء التشغيلي اللاحق يستدعي مراجعة عميقة لآليات اتخاذ القرار الاستثماري، ومدى دقته في تقدير العوائد والمخاطر. فغياب الاستقرار في النتائج التشغيلية والنهائية يعكس تحديات في استغلال الأصول المستثمرة بكفاءة، مما يؤثر بدوره على قدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية كافية لتمويل عملياتها ومشاريعها المستقبلية، ويقلل من رشادة القرار الاستثماري ككل؛ في الختام يوضح التحليل أن المؤسسة تتمتع برشادة عالية في قراراتها التمويلية المتعلقة بهيكل رأس المال، حيث حافظت على استقلاليتها المالية وقللت من المخاطر بالاعتماد على حقوق الملكية، ومع ذلك فإن الرشادة في القرارات الاستثمارية تواجه تحديات ملحوظة، خاصة فيما يتعلق بتحويل الاستثمارات الرأسمالية الضخمة إلى أداء تشغيلي مستدام ومربح، إن التقلبات الحادة في النتائج التشغيلية بعد فترات الاستثمار الكبيرة تشير إلى ضرورة تعزيز آليات التقييم والمتابعة للمشاريع الاستثمارية لتعزيز الرشادة الشاملة، يجب على الشركة تحقيق التوازن بين هيكل تمويلي آمن واستراتيجية استثمارية فعالة تضمن تحقيق عوائد مستقرة ومستدامة، بما يخدم الأهداف طويلة الأجل للشركة ويزيد من قيمتها للمساهمين.

– التحليل العمودي للعناصر الأساسية للميزانية المالية لمؤسسة ECDE:

يعتمد التحليل العمودي أو الرأسي على إيجاد نسبة كل عنصر من عناصر الميزانية العمومية إلى إحدى المجموعات المكونة لها، وحتى يكون هذا التحليل ذا دلالة يجب أن تجرى المقارنة بين سنتين أو أكثر، ونظرا لتعدد عناصر الميزانية سيتم التركيز على حساب الأوزان النسبية للمجموعات الأساسية بالنسبة للمجموع الكلي لكل جانب من الميزانية، كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم (IV-16): التحليل العمودي للعناصر الأساسية للميزانية المالية لمؤسسة ECDE.

السنوات	2020	2021	2022	2023	2024
الوزن النسبي					
الأصول					
مجموع أصول غير جارية	84.65%	86.50%	84.95%	80.85%	75.24%
مجموع أصول جارية	15.35%	13.50%	15.05%	19.15%	24.76%
الخصوم					
مجموع رؤوس الأموال الخاصة	79.87%	79.93%	78.30%	77.87%	78.24%
مجموع الخصوم غير جارية	15.71%	15.52%	15.69%	16.24%	15.52%
مجموع الخصوم الجارية	4.93%	4.55%	6.01%	5.89%	6.24%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الميزانية العامة جانب الأصول والخصوم.

يظهر التحليل العمودي للميزانية العمومية أن المؤسسة تعتمد بشكل كبير على حقوق الملكية (رؤوس الأموال الخاصة) كمصدر رئيسي للتمويل، حيث تشكل نسبتها الغالبة من إجمالي الخصوم (تتراوح بين 77.87% و 79.93%)، هذا الهيكل التمويلي المحافظ يعكس قراراً تموالياً رشيداً من حيث تفضيل الاستقلالية المالية وتقليل المخاطر، فالاعتماد الكبير على التمويل الذاتي يحد من أعباء الفوائد ومخاطر التعثر المالي، ويوفر هامش أمان مرتفعاً للدائنين، مما يعزز الملاءة المالية للمؤسسة؛

وفي المقابل تظهر الخصوم غير الجارية نسباً مستقرة (15.52% - 16.24%)، مما يشير إلى استخدام مدروس للديون طويلة الأجل، وهذا يتماشى مع مبدأ الرشادة في مطابقة آجال التمويل مع آجال الاستثمار، أما الخصوم الجارية فتبلغ نسبتها المتدنية (4.55% - 6.24%) دلالة إيجابية على المرونة المالية للمؤسسة وقدرتها على الاقتراض المستقبلي بفاعلية، مع تقليل مخاطر السيولة قصيرة الأجل، وهو ما يعزز رشادة القرار التمويلي في توفير خيارات استراتيجية للتمويل.

على صعيد هيكل الأصول يبرز التحليل العمودي هيمنة الأصول غير الجارية (التي تتراوح بين 75.24% و 86.50% من إجمالي الأصول) في معظم الفترات الزمنية. هذه النسبة المرتفعة للغاية من الأصول غير الجارية، مثل المصانع، الأفران، الآلات الثقيلة، والمحاجر، تؤكد الطبيعة الرأسمالية المكثفة لمؤسسة الأسمنت ومشتقاته، هذا يشير بوضوح إلى أن قرارات المؤسسة الاستثمارية السابقة كانت تركز على الاستثمارات طويلة الأجل في البنية التحتية والمعدات الإنتاجية الضخمة، هذا التوجه يعتبر متوقعاً وضرورياً لضمان القدرة الإنتاجية المستمرة والتنافسية في صناعة الأسمنت، وبالتالي فإن هذا التركيز على الأصول

غير الجارية يعكس قرارًا استثماريًا رشيدًا يتماشى مع متطلبات الصناعة ويهدف إلى بناء وتعزيز القدرة التشغيلية طويلة الأجل للمؤسسة.

المطلب الثاني: تحليل النسب ومؤشرات التوازن المالي لمؤسسة ECDE

يُعد تحليل النسب والمؤشرات المالية من الأدوات الأساسية التي تُمكن من تقييم الوضعية المالية الحقيقية للمؤسسة، إذ يسمح هذا التحليل بتشخيص دقيق لدرجة توازنها المالي من خلال دراسة العلاقة الحيوية بين مختلف مكونات الأصول والخصوم، وتقييم مدى انسجام مصادر التمويل المتاحة مع استخداماتها، كما يتيح تتبع تطور هذه المؤشرات عبر السنوات استشراف الاتجاهات المستقبلية، والوقوف على مدى استقرار الأداء المالي وقدرة المؤسسة على الحفاظ على توازنها البيوي والتمويلي في ظل المتغيرات الاقتصادية، وتكتسب أهمية هذا التحليل أبعادًا إضافية عند ربطه بتقييم المشاريع الاستثمارية المحتملة، حيث تُشكل نتائجه قاعدة أساسية لدراسة الجدوى الشاملة لتلك المشاريع، وفي هذا السياق، تسعى هذه الدراسة إلى تطبيق تحليل النسب والمؤشرات المالية على مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف، بهدف تقييم توازنها المالي وكفاءتها التشغيلية وتقديم رؤى معمقة تخدم فهم تحديات وفرص هذا القطاع الحيوي.

1. النسب المالية لمؤسسة ECDE:

تجدر الإشارة إلى أن النسب المالية لا تُعد موحدة بين جميع المؤسسات، إذ يختلف اختيارها باختلاف طبيعة النشاط الاقتصادي وأهداف التحليل وتوافر البيانات المحاسبية، فكل مؤسسة تعتمد مجموعة النسب التي تراها أكثر ملاءمة لتقييم أدائها المالي والتشغيلي، وهو ما يفسّر تباين النسب المستعملة في الجانب التطبيقي بين المؤسسات المدروسة.

يبين الجدول أدناه أهم النسب المالية المستعملة في تحليل الوضعية المالية للمؤسسة الإسمنت بالشلف، والمقسمة إلى نسب هيكلية، نسب تشغيلية، ونسب ربحية، وذلك بغرض تقييم درجة التوازن المالي والكفاءة التشغيلية ومستوى الأداء العام للمؤسسة عبر مختلف أبعادها المالية.

جدول رقم (IV-17): النسب المالية لمؤسسة ECDE.

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

النسب المالية	القاعدة	2020	2021	2022	2023	2024
النسب الهيكلية						
التوازن المالي	رؤوس الأموال الدائمة / الاستثمارات الصافية	1,13	1,1	1,11	1,16	1,25
المديونية طويلة الأجل	الديون طويلة ومتوسطة الأجل / رؤوس الأموال الدائمة	16,43%	16,26%	16,69%	17,26%	16,55%
القدرة على السداد	الديون طويلة ومتوسطة الأجل / القدرة على التمويل الذاتي	3,74	5,29	2,79	2,19	2,32
السيولة العامة	الأصول قصيرة الأجل / الديون قصيرة الأجل	3,47	2,97	2,5	3,25	3,97
السيولة الفورية	السيولة النقدية / الديون قصيرة الأجل	1,58	1,01	0,92	0,97	1,44
نسب المديونية	رؤوس الأموال الخاصة / إجمالي الديون	3,97	3,98	3,61	3,52	3,6
	الديون قصيرة ومتوسطة الأجل / إجمالي الأصول	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16
النسب التشغيلية						
أهمية المخزون	المخزون / رقم الأعمال	39,48%	58,57%	28,22%	36,87%	43,75%
الإنتاجية	الإنتاج الإجمالي / عدد العمال (10 ³ دج/عامل)	6 672,55	6 048,70	10817,37	13988,12	12 771,82
	رقم الأعمال / عدد العمال (10 ³ دج/عامل)	6 799,01	5 262,12	10327,36	12673,67	12 533,35
	القيمة المضافة / عدد العمال (10 ³ دج/عامل)	3 970,77	3 036,66	6 801,18	8 933,29	7 796,05
	إنتاج الإسمنت / عدد العمال	1 143,15	831,3	1 143,67	1 144,47	1 138,31
	الفاصل الإجمالي للاستغلال (MDA)	2 821	1 798	5 138	7 927	6 032
	أعباء المستخدمين / القيمة المضافة	33%	44%	34%	23%	32%
	رقم الأعمال / التثبيتات الإجمالية	0,09	0,06	0,13	0,15	0,15
القدرة على التمويل الذاتي	النتيجة الصافية + الاهتلاكات (MDA)	3 296	2 326	4 772	6 552	5 982
أعباء الاستغلال	المشتريات المستهلكة / رقم الأعمال	24,23%	35,55%	23,85%	24,99%	25,02%
	أعباء المستخدمين / رقم الأعمال	19,46%	25,61%	22,49%	16,13%	20,01%
	الأعباء المالية / رقم الأعمال	0,01%	0,00%	0,00%	2,76%	1,77%
	الخدمات الخارجية والاستهلاكات الأخرى / رقم الأعمال	15,51%	21,69%	15,04%	14,89%	14,68%
	الاهتلاكات / رقم الأعمال	10,75%	13,84%	8,54%	18,47%	19,25%
نسب الربحية						
هامش الربح	النتيجة الصافية / رقم الأعمال دون احتساب الرسوم (HT)	32,19%	24,91%	30,65%	25,52%	20,37%
المردودية المالية (ROE)	النتيجة الصافية / الأموال الخاصة	0,04	0,02	0,06	0,06	0,04
المردودية الاقتصادية	النتيجة العادية قبل الضريبة / إجمالي الأصول	0,04	0,02	0,05	0,06	0,04
مردودية أداة الإنتاج	النتيجة التشغيلية / تجهيزات الإنتاج	0,37	0,15	0,11	0,15	0,11

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات المقدمة من طرف مديرية التنظيم والتخطيط.

تحليل محتويات الجدول:

1.1. النسب الهيكلية:

– التوازن المالي: يهدف هذا المؤشر إلى قياس مدى تمويل الأصول طويلة الأجل بواسطة الموارد طويلة الأجل، لضمان تغطية الأصول طويلة الأجل بالرساميل الدائمة، يجب أن تكون قيمة المؤشر أكبر من أو تساوي 1، وقد أظهر هذا المؤشر تطوراً ملحوظاً خلال السنوات المدروسة، فبعد أن سجل 1.10 في عام 2021، والذي عكس انخفاضاً بنسبة 2.65% مقارنة بالعام 2020، عاد المؤشر ليحقق نمواً حيث وصل إلى 1.16 في عام 2023، مسجلاً ارتفاعاً بنسبة 4.50% مقارنة بعام 2022، استمر هذا الاتجاه الإيجابي ليبلغ 1.25 في عام 2024، محققاً زيادة بنسبة 7.76% مقارنة بعام 2023، هذه الزيادة المستمرة فوق عتبة الـ 1 تدل على

تحسن في الهيكل المالي للمؤسسة وقدرتها على تمويل استثماراتها طويلة الأجل بمصادر تمويل مستقرة وطويلة الأجل، مما يعكس توازناً مالياً قوياً.

— **المديونية طويلة الأجل:** يعكس هذا المؤشر سياسة تمويل المؤسسة، حيث يشير إلى مدى اعتمادها على التمويل الذاتي وتأثير الديون طويلة الأجل على استقلاليتها المالية، بشكل عام تشير القيم المنخفضة إلى وجود هامش أمان جيد، فقد شهد هذا المؤشر بعض التقلبات خلال الفترة المدروسة في عام 2021 بلغ المؤشر 16.26%، مسجلاً انخفاضاً طفيفاً مقارنة بعام 2020، ويُعزى هذا التراجع إلى زيادة رؤوس الأموال الدائمة للمؤسسة في 2021، مما يشير إلى تعزيز القاعدة التمويلية الذاتية، تبع ذلك ارتفاع في المؤشر ليبلغ 17.26% في عام 2023، مقارنة بـ 16.69% في عام 2022 هذا الارتفاع يُفسر بزيادة الديون طويلة ومتوسطة الأجل (DLMT) خلال عام 2023، ومع ذلك عادت المديونية لتشهد انخفاضاً ملحوظاً في عام 2024 حيث بلغت 16.55%، ويعود هذا التراجع الإيجابي إلى انخفاض الديون طويلة ومتوسطة الأجل في 2024، وذلك نتيجة لسداد الدفعة الأولى (المبلغ الأصلي) من قرض FNI، ويمكن القول أنه بالرغم من بعض التقلبات الطفيفة، فإن هذه النسب التي تدور حول 16-17% تعتبر منخفضة بشكل عام، مما يشير إلى أن سياسة تمويل المؤسسة تعتمد بشكل كبير على التمويل الذاتي وأنها لا تواجه أي تهديد كبير لاستقلاليتها المالية، إن انخفاض المديونية في 2024 بفضل سداد القروض، يشير هذا إلى تبني المؤسسة لنهج تمويلي حكيم يسعى إلى ضبط مستويات المديونية ضمن الحدود المستدامة، هذا يعكس كفاءة الإدارة المالية في تعزيز استقلاليتها وتقليل احتمالية التعرض لضغوط تمويلية على المدى الطويل، مما يدعم استقرارها ومرونتها المالية وتعزيز مركزها المالي.

— **القدرة على السداد:** يقيس هذا المؤشر مدى اعتماد المؤسسة على الديون مقارنة بقدرتها على التمويل الذاتي، فعندما يتجاوز هذا المعدل 50% فإن ذلك يشير عادةً إلى ارتفاع مستوى المديونية، مما قد يحد من قدرة المؤسسة على تمويل نشاطها ذاتياً، فكلما ارتفعت النسبة زادت حصة مواردها الداخلية الموجهة لسداد القروض بدل استثمارها في التطوير والنمو، وبالتالي، فإن الحفاظ على نسبة معتدلة يضمن توازناً مالياً أمثل، يتيح للمؤسسة توجيه جزء أكبر من قدراتها الذاتية نحو تمويل مشاريعها بدلاً من خدمة الالتزامات المالية؛

وفي هذا السياق، تُظهر النتائج المتحصل عليها مستويات مقلقة تتجاوز بكثير المعيار المقبول، حيث تراوحت القيم بين 2.19 و 5.29، يشير هذا التفاوت الكبير ولا سيما القيمة القصوى

البالغة 5.29 إلى اعتماد مفرط على التمويل الخارجي وتجاوز كبير لطاقة الكيان على توليد السيولة داخليًا، إن مثل هذا المستوى المرتفع من المديونية يعكس ضغطًا ماليًا شديدًا، مما قد يُعيق القدرة على خدمة الديون بفعالية ويُقلص من الموارد المتاحة للاستثمار في النمو المستقبلي أو بناء الاحتياطات الاستراتيجية، وبالتالي فإن هذه النتائج تدعو إلى تقييم حاسم لاستراتيجيات التمويل وإدارة المخاطر للكيان، مع التركيز على تعزيز الاستقلالية المالية وتحسين القدرة الذاتية على توليد السيولة لضمان الاستدامة على المدى الطويل.

— **السيولة العامة:** يقيس هذا المؤشر قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل باستخدام إجمالي أصولها المتداولة، وتُعتبر القيمة التي تزيد عن 1 مؤشرًا على وضع مالي سليم، وقد أظهرت البيانات المتعلقة بهذا المؤشر تباينًا ملحوظًا، ففي عام 2021، سجل المؤشر 2.97، مسجلًا انخفاضًا بنسبة 14.41% عن العام السابق، يُعزى بشكل رئيسي إلى تراجع السيولة النقدية، إلا أن هذا التراجع تبعه تحسن قوي حيث ارتفعت قيمة المؤشر في عام 2023 إلى 3.25، محققًا زيادة بنسبة 30% بفضل نمو الأصول المتداولة، واستمر هذا الاتجاه الإيجابي في عام 2024 ليصل المؤشر إلى 3.98 بزيادة 22% عن 2023، مدفوعًا بارتفاع الأصول المتداولة ولا سيما المخزون والسيولة النقدية، بشكل عام تشير هذه النتائج إلى أن المؤسسة تحافظ على مستويات سيولة قوية ومريحة تفوق بكثير الحد الأدنى المطلوب، مما يعزز قدرتها على مواجهة الالتزامات قصيرة الأجل ويوفر هامش أمان ماليًا جيدًا، على الرغم من التقلبات المؤقتة التي شهدتها.

— **السيولة الفورية:** ويطلق عليه أيضا مؤشر السيولة النقدية يقيس قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل فورًا بالاعتماد على الأصول النقدية وما في حكمها (تعني الأصول التي يمكن تحويلها إلى نقد بسرعة فائقة ودون خسارة كبيرة في القيمة)، حيث يُعتبر تجاوز قيمة 1 مؤشرًا على قوة الملاءة المالية الفورية، وقد أظهرت النتائج تقلبات في أداء هذا المؤشر؛ فبعد أن سجل 1.58 في عام 2020، انخفض المؤشر إلى 1.01 في عام 2021، ويعزى ذلك إلى تراجع السيولة النقدية، على الرغم من أن هذه القيمة لا تزال تصنف كوضع ملاءة فورية "مواتية جدًا"، وشهد عام 2022 انخفاضًا طفيفًا إلى 0.92 مما يشير إلى انخفاض هامش التغطية النقدية للالتزامات الفورية، إلا أن هذا الاتجاه السلبي انعكس تمامًا في السنوات اللاحقة، حيث ارتفع المؤشر إلى 0.97 في عام 2023 ثم وصل إلى 1.44 في عام 2024، مدفوعًا بزيادة ملحوظة في السيولة النقدية، تعكس هذه المستويات الأخيرة وضعًا ماليًا قويًا جدًا، يُمكن المؤسسة

من الوفاء بالتزاماتها الفورية بكفاءة وثقة، وبالتالي يؤكد الإدارة الفعالة للسيولة واستعادة هامش الأمان النقدي بعد فترة التراجع المؤقت.

— **نسبة المديونية:** تُعد هذه النسبة مؤشرات حيوية لتقييم هيكل رأس المال والمخاطر المالية للمؤسسة، وفي هذا الصدد أظهرت النتائج المتعلقة بنسبة رؤوس الأموال الخاصة إلى إجمالي الديون قيمًا مرتفعة ومستقرة، تراوحت بين 3.52 و 3.98 على مدار الفترات الزمنية، تُشير هذه المستويات التي تتجاوز الواحد الصحيح بشكل كبير إلى اعتماد المؤسسة الأساسي على التمويل الذاتي، حيث تتفوق رؤوس الأموال الخاصة على إجمالي الديون بأكثر من ثلاثة أضعاف، يعكس هذا الوضع استقلالية مالية عالية ومخاطر مديونية منخفضة جدًا، بالإضافة إلى قدرة قوية على تحمل الصدمات المالية، أما بالنسبة للمؤشر الذي يقيس قدرة المؤسسة على الاقتراض، فقد سجل قيمة مستقرة عند 0.16 (16%) مقارنة بالفترة السابقة، مما يؤكد على أن جزءًا صغيرًا فقط من أصولها ممول بالديون، إن هذا المزيج من الرافعة المالية المنخفضة وتغطية الديون القوية برؤوس الأموال الخاصة لا يعزز الثقة في الاستقرار المالي للمؤسسة فحسب، بل يمنحها أيضًا مرونة ائتمانية كبيرة، ويُمكنها من استغلال فرص النمو المستقبلية بفعالية أكبر وبشروط تمويل مواتية.

2.1. النسب التشغيلية:

— **أهمية المخزون:** تُظهر بيانات المؤسسة أن نسبة المخزون إلى رقم الأعمال قد شهدت تقلبات وارتفاعات تستدعي الاهتمام، فبعد أن كانت النسبة 39.48% في فترة سابقة، قفزت إلى 58.57% في عام 2021، وهو ارتفاع كبير يعكس تراجعًا في رقم الأعمال وتزايدًا في المخزون، مما يشير إلى تراكم المخزون وصعوبة تصريفه. ورغم التحسن الطفيف في السنوات التالية، حيث بلغت النسبة 36.87% في عام 2023 (بعد أن كانت 28.22%)، ثم ارتفعت مرة أخرى إلى 43.75% في عام 2024 (بعد أن كانت 36.87%)، فإن الملاحظة المستمرة هي أن مستوى المخزون لا يزال مرتفعًا مقارنةً بحجم المبيعات، هذه الزيادات المتتالية والتي تُبرر غالبًا بتراكم المخزون، تشير إلى تحدٍ هيكلي في إدارة المخزون يتطلب من المؤسسة إعادة تقييم استراتيجياتها، لتحقيق توازن أفضل بين مستويات المخزون والطلب الفعلي لتجنب تكاليف التخزين الباهظة ومخاطر تقادم البضاعة؛ ويمكن إرجاع هذا التراكم المستمر للمخزون إلى عدة عوامل متضافرة: أولاً، تراجع الطلب العام في السوق ودخول منافسين جدد، بما في ذلك ظهور مؤسسات جديدة في ولايات مختلفة تزيد من حدة المنافسة وتشتت حصة السوق، ثانيًا، التأخر الاستراتيجي في إطلاق الخط الإنتاجي الثالث فقد بدأ قيد التشغيل في 12 ديسمبر

2022 متأخرًا بسنوات عن الوقت الذي كان فيه الطلب يفوق العرض، ليصبح الآن مصدرًا لسعة إنتاجية فائضة لا تتناسب مع الطلب الحالي، هذه الفجوة بين العرض والطلب أدت إلى إنتاج أقل من الطاقة القصوى وتراكم المخزون، هذه العوامل مجتمعة تضغط على المؤسسة مؤدية إلى تكاليف تخزين مرتفعة ومخاطر تقادم، وتتطلب مراجعة جذرية لخططها الإنتاجية والتسويقية لمواجهة هذه الديناميكيات الجديدة في السوق.

— الإنتاجية: تُعد مقياسًا حيويًا يعكس كفاءة استخدام الموارد (مثل العمالة ورأس المال) لتحويل المدخلات إلى مخرجات (إنتاج أو مبيعات أو قيمة مضافة)، وهي مؤشر أساسي لأداء المؤسسة وقدرتها على تحقيق النمو والربحية على المدى الطويل، تعتمد مستويات الإنتاجية على عوامل متعددة تشمل الكفاءة التشغيلية، التكنولوجيا المستخدمة، جودة الإدارة، وظروف السوق، ومن خلال تحليل المؤشرات الفرعية التالية، يمكن للمؤسسة فهم جوانب قوتها وضعفها في استغلال مواردها:

● إنتاجية العمل الإجمالية المقاسة بالإنتاج الإجمالي لكل عامل (KDZD): تُظهر تقلبات ملحوظة تعكس ديناميكيات تشغيلية وسوقية متفاوتة، في عام 2021 سجل هذا المؤشر انخفاضًا بنسبة 9.35% لتصل إلى KDZD 6,048.70 لكل عامل، وهو ما يعزى بشكل رئيسي إلى تراجع رقم الأعمال العام للمؤسسة، لكن المؤسسة شهدت انتعاشًا قويًا في عام 2023 حيث ففز هذا المؤشر بنسبة 29% لتصل إلى 13,988.12 KDZD لكل عامل، مدفوعة بزيادة رقم الأعمال المتزامن مع ارتفاع في قيمة الإنتاج المخزن من المنتجات تامة الصنع وشبه تامة الصنع (الأسمنت والكلنكر)، مما يشير إلى تحسن في استغلال الطاقة الإنتاجية أو زيادة الطلب، لكن سرعان ما عاد هذا المؤشر للانخفاض بنسبة 8.69% في عام 2024 لتصل إلى KDZD 12,771.82 لكل عامل، ويرجع هذا التراجع إلى عاملين رئيسيين: انخفاض في قيمة الإنتاج المخزن من المنتجات النهائية وشبه النهائية، وتراجع في إعانات التشغيل (خاصة ما يتعلق بتسوية نقل الأسمنت إلى الجنوب)، هذا التقلب يشير إلى أن الإنتاجية المالية للشركة شديدة التأثر بظروف السوق الخارجية (حجم المبيعات، ومستويات المخزون والظروف الاقتصادية الكلية، بما في ذلك الدعم الحكومي)، وأنها لم تصل بعد إلى مستوى مستقر ومستدام من الكفاءة التشغيلية، مما قد يؤثر على التخطيط طويل الأمد.

● رقم الأعمال / عدد العمال: تعكس هذه النسبة كفاءة العمالة في توليد الإيرادات، ففي عام 2021 انخفضت النسبة مما يؤكد أن كل عامل كان يساهم بإيرادات أقل مقارنة بالعام السابق، وهذا بنسبة 22.60% لتصل إلى KDZD 5,262.12 يتمشى مع التراجع العام في رقم الأعمال، ثم شهد عام 2023 انتعاشًا

ملحوظاً حيث ارتفعت النسبة بنسبة 22.72% لتصل إلى KDZD 12,673.67 ما يشير إلى تحسن كبير في قدرة العمالة على تحقيق المبيعات وزيادة رقم الأعمال الإجمالي للشركة، تبع ذلك استقرار نسبي مع تراجع طفيف في 2024 بنسبة 1% لتصل إلى KDZD 12,533.35، وهو ما يعكس استقراراً نسبياً مع انخفاض بسيط في كفاءة توليد الإيرادات لكل عامل، وقد يشير إلى بعض التباطؤ في الطلب أو المنافسة في السوق.

● **القيمة المضافة / عدد العمال:** تُعد هذه النسبة مؤشراً حيوياً على القيمة الاقتصادية الحقيقية التي يولدها كل عامل بعد تغطية تكلفة المدخلات، وقد شهدت هذه النسبة تقلبات كبيرة ففي عام 2021، انخفضت النسبة بشكل ملحوظ بنسبة 23.52% لتصل إلى KDZD 3,036.66، وهو ما يعكس تراجعاً في القيمة التي تخلقها الشركة فوق تكلفة المواد الخام والخدمات الخارجية، وكان ذلك متزامناً مع انخفاض القيمة المضافة الإجمالية، في المقابل شهد عام 2023 ارتفاعاً قوياً بنسبة 31.35% لتصل إلى 8,933.29 KDZD، مدفوعاً بارتفاع رقم الأعمال وزيادة قيمة المخزون، مما يدل على قدرة الشركة على توليد قيمة أكبر من أنشطتها التشغيلية، إلا أن هذا التحسن لم يستمر ففي عام 2024 تراجعت النسبة بنسبة 12.73% لتصل إلى KDZD 7,796.05، هذا التراجع يعزى إلى انخفاض قيمة الإنتاج المخزن وتراجع إعانات الاستغلال، وهذا يتطلب دراسة معمقة لهيكل التكاليف والإيرادات.

● **إنتاج الإسمنت / عدد العمال:** تختلف هذه النسبة عن سابقتها بتركيزها على الإنتاج المادي، ففي عام 2021 سجلت النسبة انخفاضاً حاداً بنسبة 27.28% مقارنة بعام 2020، وهو ما يشير إلى تراجع كبير في كفاءة الإنتاج المادي لكل عامل، ومع ذلك شهدت النسبة استقراراً نسبياً في السنوات اللاحقة، حيث سجلت زيادة طفيفة جداً بنسبة 0.07% في عام 2023 مقارنة بعام 2022، ثم انخفاضاً طفيفاً بنسبة 0.54% في عام 2024 مقارنة بعام 2023، هذا الاستقرار النسبي في الإنتاجية المادية بعد عام 2021 يشير إلى أن الشركة تمكنت من استعادة مستوى معين من الكفاءة التشغيلية في الإنتاج، على الرغم من أن التقلبات في القيم المالية كانت أكبر.

● **الفائض الإجمالي للاستغلال (MDA):** ويعد مؤشراً حيوياً على الربحية التشغيلية للشركة قبل الفوائد والضرائب، في عام 2021 بلغ الفائض KDZD +1,798,251، مسجلاً انخفاضاً كبيراً بنسبة 36.2% مقارنة بالعام السابق، هذا التراجع كان نتيجة مباشرة لانخفاض القيمة المضافة وارتفاع أعباء

المستخدمين، مما يشير إلى أن الشركة واجهت ضغوطًا كبيرة على هامش ربحيتها التشغيلية، أما عام 2023 فقد شهد انتعاشًا حيث قفز الفائض إلى $KDZD + 7,926,602$ بزيادة قدرها 54.27%، مدعوماً بشكل أساسي بالارتفاع القوي في القيمة المضافة، لكن عام 2024 حمل معه تراجعًا جديدًا حيث انخفض الفائض إلى $KDZD + 6,031,984$ بنسبة 23.90% مقارنة بـ 2023، هذا الانخفاض يعزى بشكل رئيسي إلى تراجع القيمة المضافة في 2024، وعليه تُظهر هذه التقلبات الحادة أن الربحية التشغيلية للشركة شديدة الحساسية للتغيرات في القيمة المضافة وتكاليف التشغيل، مما يستدعي استراتيجيات فعالة لإدارة التكاليف وتحقيق القيمة المضافة لضمان استقرار أكبر للفائض التشغيلي.

● **أعباء المستخدمين / القيمة المضافة:** تقيس هذه النسبة مدى استهلاك تكاليف العمالة للقيمة المضافة التي تولدها الشركة، وهي مؤشر مهم على هيكل التكلفة، في عام 2021 ارتفعت النسبة بنسبة 33% مقارنة بعام 2020، ويعزى ذلك إلى تراجع القيمة المضافة وارتفاع أعباء المستخدمين، مما يشير إلى أن تكاليف العمالة استنزفت حصة أكبر من القيمة التي تم خلقها، مما ضغط على الربحية، في المقابل شهد عام 2023 تحسنًا ملحوظًا حيث انخفضت النسبة بنسبة 32% مقارنة بعام 2022، هذا الانخفاض كان بفضل الارتفاع الكبير في القيمة المضافة، مما يدل على أن الشركة أصبحت أكثر كفاءة في تحقيق قيمة مضافة أعلى مقارنة بتكاليف عماليتها، ومع ذلك شهد عام 2024 تدهورًا كبيرًا حيث ارتفعت النسبة بنسبة 39% مقارنة بعام 2023، هذا الارتفاع الحاد يعود بشكل رئيسي إلى زيادة أعباء المستخدمين وتراجع القيمة المضافة، مما يشير إلى تزايد الضغط من تكاليف العمالة على هامش الشركة، وهذا يفسر جزئيًا انخفاض الفائض الإجمالي للاستغلال في هذا العام.

● **رقم الأعمال / التثبيتات الإجمالية:** تُعرف هذه النسبة بكفاءة استخدام الأصول أو معدل دوران الأصول الثابتة، وتقيس مدى فعالية الشركة في استخدام أصولها الثابتة لتوليد الإيرادات، في عام 2021 انخفضت النسبة بنسبة 33% مقارنة بعام 2020، يعزى هذا الانخفاض إلى ارتفاع كبير في التثبيتات الإجمالية (بسبب التقدم في مشروع خط إنتاج جديد) وتراجع رقم الأعمال في نفس الوقت، هذا يشير إلى أن الشركة كانت في مرحلة استثمار رأسمالي لم تبدأ بعد في جني ثمارها بالكامل، وبالتالي لم تكن الأصول الجديدة تساهم بما يكفي في توليد الإيرادات، في عام 2023 شهدت النسبة تحسنًا جيدًا بارتفاع قدره 15% مقارنة بعام 2022، وهو ما يعزى لارتفاع رقم الأعمال مما يدل على أن الاستثمارات السابقة بدأت تساهم بشكل أفضل

في توليد الإيرادات، وأخيراً في عام 2024 استقرت النسبة عند 0.15 مقارنة بالعام السابق، هذا الاستقرار يشير إلى أن الشركة وصلت إلى مستوى ثابت من الكفاءة في استخدام أصولها الثابتة لتوليد رقم الأعمال بعد فترة التوسع والاستثمار.

– **القدرة على التمويل الذاتي:** يعتبر هذا المؤشر مقياساً حيوياً للصحة المالية للشركة واستقلاليتها، حيث تُظهر البيانات المقدمة أن القدرة على التمويل الذاتي للشركة تتراوح بين 2326 و 6552 مليون دينار جزائري، مما يعكس مرونة مالية كبيرة، يشير هذا المستوى المريح إلى أن الشركة قادرة ليس فقط على تمويل تحديد استثماراتها الحالية من مواردها الخاصة، بل ولديها أيضاً فائض مالي كافٍ للمساهمة في تمويل مشاريع توسعية كبرى مثل إنشاء خط إنتاج ثالث، هذه الاستقلالية المالية تقلل من اعتماد الشركة على التمويل الخارجي، وتعزز استقرارها، وتؤهلها لتحقيق النمو المستدام.

– **أعباء الاستغلال:** تُعد عنصراً محورياً في تحديد ربحية وكفاءة المؤسسة، حيث تمثل مجموع التكاليف التشغيلية المباشرة وغير المباشرة اللازمة لممارسة النشاط الأساسي وتوليد الإيرادات، وتشمل هذه الأعباء مجموعة متنوعة من المصاريف التي سنتناول تحليلها تفصيلاً لفهم ديناميكيات الأداء المالي للشركة عبر سنوات الدراسة:

• **المشتريات المستهلكة / رقم الأعمال:** سجلت نسبة المشتريات المستهلكة إلى رقم الأعمال ارتفاعاً ملحوظاً بنسبة 46.72% في عام 2021، وهو ما يُفسر بتزايد الاستهلاك بالتوازي مع انخفاض رقم الأعمال في نفس الفترة، واستمرت بالارتفاع لتسجل في عام 2023 نسبة 4.78% مدفوعة بزيادة استهلاك المواد واللوازم نتيجة لنمو إنتاج الكلنكر، بينما شهد عام 2024 ارتفاعاً طفيفاً بنسبة 0.12%، والذي يُعزى بشكل أساسي إلى تراجع رقم الأعمال، يشير هذا التغير في المجل إلى ضرورة مراقبة كفاءة إدارة سلسلة التوريد وتكاليف الإنتاج بشكل مستمر، خاصة وأن ارتفاع النسبة في بعض الفترات كان مرتبطاً بانخفاض الإيرادات، مما يؤثر سلباً على هوامش الربحية التشغيلية.

• **أعباء المستخدمين / رقم الأعمال:** شهدت هذه النسبة ارتفاعاً بنسبة 31.60% في عام 2021، نتيجة لزيادة تكاليف الموظفين وتراجع رقم الأعمال، وفي المقابل سجلت هذه النسبة انخفاضاً إيجابياً بنسبة 28.28% في عام 2022، والذي يعكس تحسناً في رقم الأعمال وانخفاضاً في أعباء الموظفين، مما يشير إلى تحسن في كفاءة استخدام الموارد البشرية، ومع ذلك عادت النسبة للارتفاع بنسبة 24% في عام 2024، بسبب زيادة أعباء الموظفين، مما يستدعي تقييماً مستمراً لتكاليف العمالة وعلاقتها بالإنتاجية والإيرادات.

● **الأعباء المالية / رقم الأعمال:** هذه النسبة شهدت تقلبات ملحوظة، فقد كانت هذه النسبة صغيرة جداً في السنوات الأولى (0.01%) ومنعدمة في العامين التاليين (0.00%)، مما يشير إلى أن الشركة لم تكن تتحمل أعباء مالية كبيرة مرتبطة بالفوائد، ربما لعدم وجود ديون ذات فائدة أو لاعتمادها على التمويل الذاتي، ولعدم وجود مشاريع رأسمالية كبرى تتطلب تمويلاً خارجياً في تلك الفترات، ولكن تغير هذا الوضع بشكل ملحوظ في عام 2023 حيث سجلت النسبة ارتفاعاً ملحوظاً بنسبة 2.76%، وكان ذلك متوقعاً نتيجة تسجيل فوائد على قرض من الصندوق الوطني للاستثمار (FNI) لتمويل خط الإنتاج الجديد، مما يعكس استثماراً رأسمالياً كبيراً، لكن هذا الارتفاع تبعه انخفاض كبير وإيجابي بنسبة 35.87% لتصل النسبة إلى 1.77% في عام 2024، هذا الانخفاض يدل على تحسن في إدارة الديون أو انخفاض في تكلفة التمويل، مما يساهم في تخفيف الضغط على الأرباح التشغيلية ويعزز الاستقرار المالي للشركة.

● **الخدمات الخارجية والاستهلاكات الأخرى / رقم الأعمال:** سجلت هذه النسبة ارتفاعاً بنسبة 39.85% في عام 2021، مدفوعة بارتفاع تكلفة الخدمات المتزامنة مع انخفاض رقم الأعمال، في عام 2023 شهدت النسبة انخفاضاً طفيفاً بنسبة 1%، والذي يُفسر بارتفاع رقم الأعمال، مما يشير إلى تحسن نسبي في كفاءة إدارة هذه التكاليف مقارنة بالإيرادات، واستمر الانخفاض الطفيف بنسبة 1.41% في عام 2024، نتيجة لتراجع في الخدمات نفسها مصحوباً بانخفاض رقم الأعمال، مما يستدعي تقييم ما إذا كان هذا التراجع في الخدمات يؤثر على جودة العمليات أو الإنتاجية.

● **الاهتلاكات / رقم الأعمال:** تُعبر نسبة الاهتلاكات إلى رقم الأعمال عن جزء هام من أعباء الاستغلال، في عام 2021 ارتفعت النسبة بنسبة 28.74%، بشكل رئيسي بسبب انخفاض رقم الأعمال، أما الارتفاع الأكثر بروزاً حدث في عام 2023 بنسبة 116%، وهو ارتفاع إيجابي ومبرر حيث يعكس بدء تشغيل خط الإنتاج الجديد في نهاية عام 2022، مما أدى إلى زيادة الأصول الثابتة ومن ثم زيادة مخصصات الاهتلاك، دليلاً على النمو والاستثمار، ومع ذلك عادت النسبة للارتفاع بنسبة 4% في عام 2024، مدفوعة مرة أخرى بانخفاض رقم الأعمال، مما يشير إلى أن التكاليف الثابتة للاهتلاكات أصبحت تمثل نسبة أكبر من الإيرادات المتراجعة.

3.1. نسب الربحية:

— هامش الربح: يُعد مؤشراً حاسماً على الكفاءة العامة للمؤسسة في تحويل الإيرادات إلى أرباح صافية، شهدت هذه النسبة تراجعاً بنسبة 22.62% في عام 2021، وهو ما يُعزى بشكل أساسي إلى انخفاض النتيجة الصافية للشركة في تلك الفترة، وفي عام 2023 استمر التراجع بنسبة 16.74%، حيث يُفسر هذا الانخفاض بارتفاع رقم الأعمال الذي لم يواكبه نمو مماثل في الأرباح الصافية، مما يشير إلى تآكل في هامش الربح رغم زيادة المبيعات، ثم في عام 2024 تفاقم الانخفاض بنسبة 20%، ويعود ذلك إلى انخفاض مزدوج في كل من النتيجة الصافية ورقم الأعمال معاً، تعكس هذه التراجعات المتتالية ضغوطاً متزايدة على ربحية المؤسسة، سواء بسبب ارتفاع التكاليف التشغيلية، أو انخفاض كفاءة الإدارة، أو ضعف القدرة على التسعير، مما يستدعي مراجعة شاملة لاستراتيجيات خفض التكاليف وتعزيز الإيرادات والأرباح.

— المردودية المالية: تُعد المؤشر الأكثر أهمية بالنسبة للمساهمين والمستثمرين الحاليين أو المحتملين، حيث تقيس كفاءة المؤسسة في استغلال "الأموال الخاصة" (رأس المال + الاحتياطات) لتوليد الأرباح الصافية، تكمن فائدة هذه النسبة في أنها تجيب على السؤال الجوهرى: "كم ديناراً كريح تجنيه المؤسسة مقابل كل دينار استثمره الملاك فيها؟"، مما يسمح بمقارنة جدوى الاستثمار في المؤسسة مع الفرص البديلة المتاحة في السوق (مثل الودائع البنكية أو سندات الخزينة)، وتحليل مسار المؤسسة نلاحظ تذبذباً في الأداء، حيث سجلت أدنى مستوى لها (0.02) سنة 2021 قبل أن تنتعش وتستقر عند ذروتها (0.06) خلال 2022-2023 ثم تعاود الانخفاض الطفيف إلى 0.04 في 2024، ونستنتج أن هذه المعدلات المتواضعة (بمتوسط 4%) تعكس ضخامة القاعدة الرأسمالية المتراكمة (تجاوزت 70 مليار دج)، مما يؤثر على سياسة مالية محافظة تفضل المتانة وتدعيم الملاءة المالية على حساب تعظيم العائد الاستثماري للملاك.

— المردودية الاقتصادية: تُعبر هذه النسبة التي تُقاس بنسبة النتيجة العادية قبل الضريبة والفوائد إلى إجمالي الأصول، عن مدى كفاءة المؤسسة في توليد الأرباح من استخدام أصولها الإجمالية، حيث شهدت هذه النسبة انخفاضاً حاداً بنسبة 50% في عام 2021 مقارنة بعام 2020، ويُعزى ذلك إلى عاملين رئيسيين: تراجع "النتيجة العادية قبل الضريبة والفوائد (ROAI)" من جهة، وارتفاع إجمالي الأصول في عام 2021 من جهة أخرى، مما يدل على أن الأصول الجديدة لم تحقق العائد المتوقع، وفي عام 2023 سجلت النسبة ارتفاعاً إيجابياً بنسبة 20% مقارنة بعام 2022، ويرجع ذلك إلى ارتفاع النتيجة العادية قبل الضريبة والفوائد خلال 2023، مما يعكس تحسناً في الأداء التشغيلي وقدرة الأصول على توليد الأرباح، ومع ذلك عادت

النسبة للانخفاض بنسبة 33% في عام 2024 مقارنة بعام 2023، وهذا التراجع ناتج عن انخفاض "النتيجة العادية قبل الضريبة والفوائد" من جهة، واستمرار ارتفاع الأصول خلال 2024 من جهة أخرى، مما يشير إلى أن النمو في الأصول لم يترجم إلى زيادة متناسبة في الأرباح التشغيلية، وقد يعكس تحديات في كفاءة استخدام الأصول أو ضغوطاً على الربحية التشغيلية.

— **مؤشر مردودية أداة الإنتاج:** يُعبر عن كفاءة الشركة في تحويل أصولها الإنتاجية إلى أرباح تشغيلية، تظهر البيانات تقلبات ملحوظة في هذا المؤشر على مدار السنوات الأخيرة، بعد انخفاض حاد بنسبة 59% في عام 2021 مقارنة بالعام السابق، والذي يعزى إلى تدهور النتائج التشغيلية، شهد المؤشر انتعاشاً قوياً في عام 2023 مسجلاً ارتفاعاً بنسبة 36% مقارنة بعام 2022 بفضل تحسن الأداء التشغيلي، ومع ذلك عاد المؤشر للانخفاض مرة أخرى في عام 2024 بنسبة 27% مقارنة بعام 2023، مما يشير إلى تراجع جديد في النتائج التشغيلية. تؤكد هذه التغيرات الارتباط الوثيق بين كفاءة استغلال الأصول والأداء التشغيلي العام للشركة.

2. مؤشرات التوازن المالي:

تعدّ مؤشرات التوازن المالي من الأدوات الأساسية لتقييم قدرة المؤسسة على إدارة مواردها واستخداماتها القصيرة الأجل بفعالية، إذ إن استمرارية النشاط واستقرار الأداء يعتمدان بدرجة كبيرة على قدرة الإدارة على الحفاظ على هذا التوازن المالي، الذي يضمن الوفاء بالالتزامات الجارية دون الإخلال بتمويل متطلبات الدورة التشغيلية؛

ومن هذا المنطلق يهدف هذا التحليل إلى دراسة مؤشرات التوازن المالي للمؤسسة محل الدراسة، من خلال تقييم مكونات رأس المال العامل، وقياس مدى كفاية السيولة المتاحة لتغطية الاحتياجات قصيرة الأجل، وبيان الجدول أدناه القيم المحسوبة لمختلف مؤشرات التوازن المالي خلال فترة الدراسة، قصد الكشف عن مدى فعالية الإدارة المالية في تحقيق الانسجام بين الموارد والاستخدامات، والحفاظ على مركز نقدي متين يعزز من استقرار المؤسسة ونموها المستقبلي.

جدول رقم (IV-18): تطور مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة ECDE.

الوحدة: (MDA $\times 10^3$)

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENO و ECDE

المؤشرات المالية	القاعدة	2020	2021	2022	2023	2024
صافي رأس المال العامل (FR)	الأصول المتداولة - الدينون قصيرة الأجل	8 569	7 101	7 679	11 727	16 591
احتياجات رأس المال العامل (BFR)	احتياجات الدورة - موارد الدورة	3 101	3 441	3 001	6 652	8 559
الخزينة الصافية (TR)	FB - BFR	5 468	3 660	4 678	5 075	8 032

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات المقدمة من طرف مديرية التنظيم والتخطيط.

من خلال الجدول أعلاه سيتم تحليل كل مؤشر على حدى على مدار سنوات الدراسة، وهي على الشكل الآتي:

– **صافي رأس المال العامل (FR):** تشير البيانات إلى أن المؤسسة قد حافظت على FR إيجابي بشكل عام، مما يؤكد أن استخداماتها الدائمة (الأصول الثابتة) ممولة بالكامل من موارد مستقرة، وهو ما يضع المؤسسة في وضع مالي جيد، في عام 2021 شهد FR تراجعاً بنسبة 17.13% مقارنة بعام 2020، وهو ما يعزى بشكل أساسي إلى انخفاض الخزينة النقدية في تلك الفترة، إلا أن المؤسسة تمكنت من استعادة زخمها بشكل ملحوظ في السنوات اللاحقة، ففي عام 2023 سجل FR ارتفاعاً قوياً بنسبة 53% مقارنة بعام 2022، مدفوعاً بزيادة الأصول المتداولة واستمر هذا الاتجاه الإيجابي في عام 2024، حيث ارتفع FR بنسبة 41% ويعزى ذلك بشكل خاص إلى تعزيز الموارد الدائمة (تراكم الأرباح) واستقرار الأصول الثابتة، هذا التطور الإيجابي في FR يعزز من قدرة المؤسسة على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل ويمنحها مرونة أكبر في مواجهة التقلبات التشغيلية؛

وعليه يمكن القول أن حفاظ المؤسسة على صافي رأس مال عامل موجب ومتزايد تُعدّ دلالة واضحة على استقلاليتها المالية وقدرتها على تمويل جزء معتبر من نشاطها التشغيلي من مواردها الخاصة، دون الاعتماد المفرط على القروض قصيرة الأجل، كما يعكس هذا الوضع كفاءة الإدارة المالية في تسيير عناصر الأصول والخصوم المتداولة بما يضمن تحقيق التوازن المالي والاستقرار في المدى القصير والطويل على حد سواء، وبناءً على ذلك يمكن اعتبار صافي رأس المال العامل أحد المؤشرات الأساسية التي تدعم المرونة المالية للمؤسسة وتعزز ثقة الممولين والمستثمرين في قدرتها على الوفاء بالتزاماتها ومواصلة نشاطها في ظروف مالية سليمة ومستقرة.

– **احتياجات رأس المال العامل (BFR):** تظهر بيانات BFR للمؤسسة خلال فترة الدراسة اتجاهًا تصاعدياً مثيراً للقلق، يعكس تزايداً ملحوظاً في الحاجة إلى تمويل الأصول المتداولة التشغيلية، فبعد أن بدأ احتياج رأس المال العامل بمستوى معتدل بلغ MDA 3101 في عام 2020، شهدت المؤسسة قفزات حادة، خصوصاً في عامي 2023 و 2024، حيث وصل إلى MDA 6652 ثم إلى الذروة عند MDA 8559 على التوالي، هذا الارتفاع المستمر والحاد في احتياج رأس المال العامل يشير إلى تحديات متزايدة

في إدارة السيولة، حيث تتطلب الأنشطة التشغيلية للمؤسسة كميات أكبر من التمويل الخارجي أو استنزافًا أكبر للموارد الداخلية؛

وعليه، يمكن القول إن الاتجاه التصاعدي المستمر لاحتياج رأس المال العامل (BFR) للمؤسسة خلال الفترة المدروسة، وصولاً إلى مستويات مرتفعة في عامي 2023 و 2024، يُعد مؤشرًا حيويًا يتطلب تدقيقًا إداريًا، هذا المسار التصاعدي يشير إلى تزايد حاجة المؤسسة لتمويل أصولها المتداولة التشغيلية، الأمر الذي قد يعكس نموًا في الأنشطة أو على نحو آخر تحديات في إدارة السيولة وكفاءة تحويل الأصول إلى نقد، وإن فهم الأسباب الكامنة وراء هذا الارتفاع سواء كان ناتجًا عن نمو غير مخطط له، أو ضعف في إدارة المخزون والذمم المدينة، أو تباطؤ في دورة التشغيل، بات ضروريًا لتقييم مدى كفاءة الإدارة المالية في تسيير عناصر الأصول والخصوم المتداولة، بناءً على ذلك يصبح تحليل مصادر هذا الاحتياج المتزايد ووضع استراتيجيات ملائمة للتعامل معه أمرًا حاسمًا للحفاظ على التوازن المالي للمؤسسة وضمان استدامتها على المدى القصير والطويل.

– **الخزينة الصافية (TR):** تظهر دراسة هذا المؤشر اتجاهًا إيجابيًا ومطمئنًا خلال الفترة المدروسة يعكس قوة مالية، فقد حافظت المؤسسة على فائض نقدي موجب في جميع السنوات، مما يؤكد قدرتها المستمرة على توليد السيولة وتغطية احتياجاتها التشغيلية بفعالية، بدأت الفترة بفائض قدره MDA 5468 في عام 2020، وشهدت انخفاضًا طفيفًا في عام 2021 إلى MDA 3660 هذا الانخفاض لم يكن نتيجة لزيادة مؤقتة في الاحتياجات التشغيلية فقط، بل جاء أساسًا نتيجة لانخفاض في صافي رأس المال العامل (FR) من 8569 إلى MDA 7101، بالإضافة إلى ارتفاع طفيف في احتياج رأس المال العامل (BFR) من 3101 إلى MDA 3444، وكلاهما ساهم في تقليص الفائض النقدي، إلا أن المؤسسة سرعان ما استعادت زخمها حيث عادت الخزينة الصافية للارتفاع التدريجي في عام 2022 لتصل إلى MDA 4678، ثم واصلت صعودها في عام 2023 لتلامس MDA 5075، وقد توج هذا الأداء المميز ببلوغ الخزينة الصافية ذروتها في عام 2024 مسجلة MDA 8032، وهو ما يمثل أعلى فائض نقدي للمؤسسة خلال السنوات الخمس؛ وعليه يمكن القول إن الأداء المالي للمؤسسة فيما يخص الخزينة الصافية يعكس كفاءة عالية في الإدارة المالية والتحكم في التدفقات النقدية، وإن الحفاظ على فائض نقدي موجب ومتزايد، خاصة النمو الملحوظ في عام 2024، يرسخ مكانة المؤسسة ككيان ذي استقلالية مالية قوية وقدرة ذاتية على تمويل عملياتها وتوسعاتها المستقبلية، هذا الفائض النقدي الكبير يوفر للمؤسسة مرونة استراتيجية هائلة، مما يمكنها من استغلال الفرص الاستثمارية الواعدة، أو توزيع أرباح مجزية للمساهمين، أو امتصاص الصدمات الاقتصادية المحتملة دون الحاجة

الملحة للاعتماد على التمويل الخارجي، وبالتالي فإن الوضع الإيجابي والمتحسن للخزينة الصافية يعزز ثقة جميع أصحاب المصلحة في قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها ومواصلة مسار نموها في بيئة مالية سليمة ومستقرة.

المطلب الثالث: دراسة جدوى المشروع الاستثماري لمؤسسة الإسمنت ومشتقاته -بالشلف-

تُعدّ مؤسسة ECDE من بين الشركات الرائدة في قطاع صناعة الإسمنت بالجزائر، حيث تحتل المرتبة الثانية من حيث الحجم الإجمالي للإنتاج، والمرتبة الأولى ضمن المؤسسات العمومية الناشطة في المجال، وقد تبنت المؤسسة خلال السنوات الماضية سياسة استثمارية مكثفة هدفت إلى تطوير أدوات الإنتاج وتحسين الكفاءة التشغيلية، ما مكنها من تحقيق أداء ملحوظ في استغلال قدراتها الإنتاجية، غير أن هذه الاستراتيجية بلغت حدودها في ظل توسع السوق الوطنية للإسمنت، وظهور فرص جديدة في أسواق التصدير الإقليمية والدولية، الأمر الذي يفرض الانتقال إلى مرحلة جديدة من النمو عبر تنفيذ مشروع توسعة استراتيجي.

أظهر التشخيص الداخلي للمؤسسة امتلاكها لإمكانات تطويرية قوية، مستندة إلى نسيج صناعي متكامل وقدرات تمويلية معتبرة، وموقع تجاري تنافسي يتيح لها الولوج إلى أسواق خارجية واعدة، ومن ثم فإن الاستثمار في رفع وتعزيز القدرة الإنتاجية من خلال مشروع إنجاز خط إنتاج جديد بطاقة 6000 طن من الكلنكر يومياً يمثل خطوة حيوية لضمان استدامة النمو ومواكبة تطور الطلب المحلي والدولي.

وبأتي هذا المشروع كجزء من سياسة التوسعة والتحديث الصناعي التي تنتهجها المؤسسة من أجل رفع الكفاءة التشغيلية وتحسين القدرة التنافسية، مع السعي لتحقيق اكتفاء ذاتي في الإنتاج وضمان استمرارية التوريد بمادة الكلنكر باعتبارها المادة الأساسية في صناعة الإسمنت.

تندرج القرارات الاستثمارية لمؤسسة الإسمنت ومشتقاته (ECDE)، بما في ذلك مشروع توسيع الطاقة الإنتاجية المتمثل في خط إنتاج بطاقة 6000 طن من الكلنكر يومياً، ضمن إطار استراتيجي أوسع يهدف إلى تعزيز موقعها التنافسي كشركة رائدة في السوق الوطني، تسعى المؤسسة من خلال هذه الاستثمارات إلى تحقيق جملة من الأهداف الإستراتيجية تتمثل في:

- التحكم والضغط على السوق، وعدم الخضوع للقواعد التي يفرضها المنافسون؛
- تشكيل وسيلة للتوازن (الاعتدال) في السوق وحمايتها من محاولات إساءة الاستخدام الناتجة عن الاتفاقيات (الاحتكارات) أو المنافسة الخاصة؛

«امتلاك حجم حرج (Taille critique)، أي الحجم الذي يسمح لها بضمان تمويل تطورها الخاص ((أو عبارة أخرى تهدف المؤسسة إلى تحقيق حجم إنتاجي كافٍ يضمن تمويل توسعها الذاتي واستدامة نموها، بما يعزز استقلالها المالي وقدرتها التنافسية في السوق الوطنية والدولية)؛
«اغتنام فرص السوق الناتجة عن تطور الطلب؛
«المساهمة في تنظيم السوق الوطني من خلال توفير المنتج بأسعار مناسبة.

لدعم تحقيق هذه الأهداف الاستراتيجية وتنفيذ المشاريع الاستثمارية الطموحة كتوسيع خطوط الإنتاج، تمتلك مؤسسة الإسمنت ومشتقاته (ECDE) جملة من المقومات الأساسية التي تعزز فرص نجاح هذه الاستثمارات وتؤكد على رشادة القرارات المتخذة، هذه المقومات تنقسم إلى:

— المقومات الصناعية والتجارية:

تتمثل في توفر بنية تحتية صناعية متكاملة وإمكانيات عقارية مناسبة، إلى جانب كفاية المرافق الأساسية من طاقة ومياه وغيرها، كما تستفيد المؤسسة من وجود مكامن غنية للمواد الأولية، لاسيما محجر الحجر الجيري الذي يتمتع بمدة استغلال طويلة تُقدّر بحوالي مائة عام، مما يضمن استمرارية الإنتاج ويحد من مخاطر تقلبات التوريد وتكاليف المواد الخام.

ويضاف إلى ذلك الموقع الجغرافي الاستراتيجي للمؤسسة بالقرب من محاور النقل الرئيسية وميناء تنس، ما يمنحها ميزة تنافسية في مجالي التوزيع والتصدير، كما تُعزز هذه المزايا بدناميكية تجارية فعّالة تُسهم في تسويق المنتجات الإضافية الناتجة عن عمليات التوسعة.

— مقومات إدارية ومالية:

تتميز المؤسسة بهيكل إداري يمتلك خبرة وكفاءة عالية في تسيير وتنفيذ المشاريع الاستثمارية، بما في ذلك مراحل إنجاز الاستثمارات وتشغيلها، ومن الناحية المالية، تتمتع المؤسسة بقدرة مريحة على التمويل الذاتي، ما يمنحها مرونة كبيرة في تمويل المشاريع الاستثمارية الكبرى، دون اعتماد مفرط على التمويل الخارجي، وهو ما يعزز استدامتها واستقلالها المالي.

بالإضافة إلى الأهداف الاستراتيجية والمقومات الداخلية التي تدعم مشروع توسيع الطاقة الإنتاجية لمؤسسة الإسمنت ومشتقاته (ECDE)، يكتسب هذا المشروع أهمية قصوى من خلال فوائده المتعددة على صعيد الاقتصاد الوطني، إن الأثر الاجتماعي والاقتصادي لهذا الاستثمار لا يمكن إنكاره، حيث يتجاوز نطاق المؤسسة ليشمل جوانب حيوية للتنمية المستدامة في الجزائر، ومن أبرز هذه الفوائد:

«المساهمة في التنمية الاجتماعية: يلعب المشروع دوراً محورياً في امتصاص البطالة وتوفير فرص عمل مستدامة، سواء بشكل مباشر في المصنع أو غير مباشر في الصناعات المرتبطة، وهو ما يتماشى تماماً مع سياسة الدولة الهادفة إلى تعزيز التشغيل؛

«تثمين الموارد المحلية: يساهم المشروع في تثمين واستغلال الموارد المنجمية المحلية، بما في ذلك مكامن الجبس والحصى وخام الحديد، بالإضافة إلى الموارد الأساسية للإسمنت، مما يعزز القيمة المضافة للاقتصاد الوطني؛

«تحفيز النسيج الاقتصادي: يخلق المشروع فرصاً هامة لإنشاء وتطوير مؤسسات صغرى ومتوسطة متخصصة في تحويل الإسمنت ومشتقاته، مثل إنتاج الإسمنت الجاهز، قوالب البناء، البلاط والأنابيب، مما يعزز التنمية المحلية ويوفر المزيد من فرص العمل؛

«تعزيز الاكتفاء الذاتي وتقليل الواردات: يمتلك المشروع قدرة على تعويض استيراد ما يقارب مليوني طن من الإسمنت، مما يقلل من فاتورة الواردات ويوفر العملة الصعبة للدولة، ويعزز الاكتفاء الذاتي في هذه المادة الاستراتيجية؛

«آفاق التصدير والمزايا التنافسية: بالإضافة إلى تلبية احتياجات السوق المحلي، يفتح المشروع آفاقاً لتصدير الإسمنت، مستفيداً من المزايا التنافسية الكبيرة للإنتاج الجزائري، وتشمل هذه المزايا القرب الجغرافي من أسواق واعدة مثل أوروبا وحوض البحر الأبيض المتوسط، وانخفاض تكاليف المواد الخام والطاقة مقارنة بالعديد من الدول الأخرى، مما يعزز مكانة الجزائر كمصدر رئيسي للإسمنت في المنطقة.

إن تقييم رشادة هذا المشروع الاستثماري لا ينبغي أن يقتصر على التحليل المالي الخاص بالمؤسسة فحسب، بل يجب أن يمتد ليشمل أبعاد عديدة (اقتصادية، سوقية، مالية، فنية، اجتماعية) التي تؤكد على أهميته الاستراتيجية.

1. مسار دراسات الجدوى لمشروع توسعة الخط الإنتاجي لمؤسسة ECDE:

تتركز هذه الدراسة في معظمها على الدراسة المالية لمشروع توسعة الخط الإنتاجي لمؤسسة ECDE، باعتبار الجانب المالي عنصراً حاسماً في تقييم الجدوى للمشاريع الاستثمارية.

شهد مشروع توسعة الخط الإنتاجي لمؤسسة ECDE مسارا معقداً من حيث التخطيط والتنفيذ، وقد جاء هذا المشروع في سياق المشاريع الخماسية الكبرى التي أطلقتها الجزائر خلال الفترة 2004-2009، والتي هدفت إلى تعزيز القدرات الوطنية في الصناعات الاستراتيجية وعلى رأسها صناعة الإسمنت، تماشياً مع سياسة الدولة الرامية إلى دعم البنية التحتية وتحقيق التنمية الصناعية وتقليص التبعية للمحروقات، وفي

هذا الإطار جاء المشروع استجابةً للطلب المتزايد آنذاك على مادة الإسمنت، باعتبارها مادة أساسية في برامج البناء والأشغال العمومية.

1.1. الدراسة التمهيدية للمشروع (2007-2010):

فقد أُجريت الدراسة الأولية للمشروع في الفترة الممتدة بين عامي 2007 و 2012 وكان من المفروض أن يدخل المشروع حيز التشغيل سنة 2010، غير أن هذه الدراسة لم تُفعل ميدانياً بسبب جملة من العوامل التنظيمية والإجرائية والتمويلية ما أدى إلى تأجيل المشروع.

فقد أظهر سوق الإسمنت الجزائري في تلك الفترة إمكانات نمو كبيرة مدفوعة بحجم المشاريع الوطنية، إذ قدر الطلب بنحو 15 مليون طن سنة 2006، ليرتفع إلى 18 مليون طن سنة 2010، بينما ظلت القدرات الإنتاجية الوطنية غير كافية لتغطية الحاجيات، مما اضطر السلطات إلى اللجوء إلى الواردات لتلبية الطلب المحلي. غير أن دخول مصنع ACC للإنتاج بطاقة 2 مليون طن سنوياً (ارتفعت لاحقاً إلى 4 ملايين طن)، إلى جانب استثمارات التحديث التي شملت مصانع القطاع العمومي ولا سيما ECDE، ساهم في تحسين التوازن النسبي للسوق واستقرار الأسعار، رغم بقاء الصناعة الوطنية دون المستوى المطلوب لتحقيق الاكتفاء الذاتي. كما أشار مدير مواد البناء بوزارة الصناعة آنذاك إلى أن الطلب الوطني على الإسمنت يتبع منحني تصاعدياً منذ سنوات، مما جعل السلطات تعتبر هذا القطاع ذا طابع استراتيجي ويستدعي تعزيز القدرات الإنتاجية الوطنية.

ضمن هذا السياق صيغ المشروع الاستراتيجي لتوسعة قدرات ECDE، والذي تمحور حول إنشاء خط إنتاج ثالث بطاقة 1.7 مليون طن من الكلنكر سنوياً، في موقع المصنع القائم الذي تبلغ مساحته نحو 40 هكتاراً، مع إمكانية استيعاب هذا التوسع في المساحة غير المستغلة، ومن المقرر إقامة الخط الثالث في موقع المخزن المركزي الذي تم التخطيط لإعادة توطينه، ورُوعي في التصميم أن تكون الأفران من الجيل الأخير أكثر إحكاماً وذات كفاءة طاقوية مرتفعة واستهلاك أقل للمساحة، وأخذت في الحسبان استثمارات جديدة لتكييف القدرات الإنتاجية الحالية بدءاً من عام 2010، وبمجرد التنفيذ ستزيد هذه الاستثمارات الإنتاج الإجمالي إلى 4 مليون طن بحلول عام 2011.

كان الهدف من المشروع هو تحسين الكفاءة التشغيلية للمؤسسة وتعزيز مكانتها التنافسية في السوق الوطني، مع المساهمة في برنامج الحكومة الرامي لتقليص الواردات وتشجيع الصادرات غير الهيدروكربونية، ومن الناحية

الاستراتيجية جاء خيار التوسعة كترجمة لرغبة المؤسسة في مواصلة برنامجها التنموي وتحسين فعاليتها وسائلها التقنية، وهو خيار يتماشى مع أهداف الشركات الصناعية الرائدة، مثل:

✓ تعزيز موقعها في السوق الوطني ومواجهة المنافسين، ولا سيما بعد صعود مصنع ACC كمنافس رئيسي؛

✓ التحكم في السوق والحد من التأثيرات المحتملة للمنافسة؛

✓ تحقيق حجم إنتاجي حرج يضمن تمويل التطور الذاتي للمؤسسة؛

✓ استثمار الميزة التنافسية الجغرافية لقرب المصنع من ميناء تنس ومحاور النقل الرئيسية.

أما على الصعيد المالي والتشغيلي، فقد افترضت الدراسة ثبات سعر بيع طن الإسمنت عند 3,777 دج طوال مدة خطة العمل، مع تسجيل انخفاض طفيف في القيمة المضافة بنسبة 1% سنوياً لتأخذ في الاعتبار ارتفاع تكاليف الطاقة، مع بقائها في مستوى مرتفع يفوق 70%، كما توقعت الدراسة زيادة القوى العاملة بمقدار 200 عامل بعد بدء تشغيل خط الإنتاج الثالث، ليصل العدد الإجمالي إلى نحو 1,130 عاملاً، مع نمو الأجور بمعدل 5% سنوياً طوال مدة خطة العمل، وتوقعت أن لا تتجاوز نسبة "تكاليف الأفراد / القيمة المضافة" 10%، وأن ترتفع نسبة "الإنتاجية / العامل" إلى 9,500 دج للعامل بحلول عام 2012، وفيما يتعلق بالضرائب تم احتساب ضريبة النشاط المهني (TAP) بنسبة 2% سنوياً، وتم تحديد رسوم الاستخراج على أساس مؤشر التضخم (لتوسعة القدرات الجديدة، لم يتم التخطيط لضريبة النشاط المهني)، كما قام مصنع الأسمنت بتسوية ديونه العامة المستحقة للخرينة، وتم إلغاء جميع الفوائد المستحقة وغير المدفوعة على القروض، بالإضافة إلى أكثر من 500 مليون دينار جزائري من الديون.

من الناحية التمويلية، بُني المشروع على فرضية التمويل الذاتي الكامل دون اللجوء إلى القروض، وقدرت قيمة هذا الاستثمار بـ 20.50 مليار دينار جزائري، تشمل مخصصات الإهلاك مخصصات قديمة وجديدة، مع اعتماد المؤسسة لطريقة الإهلاك الخطي بمعدل قدره (7%) وهذه المعدلات تتوافق مع الخطة المحاسبية الوطنية، فيما يتعلق بضريبة الأرباح، تم أخذ معدل ضريبة مخفض بنسبة 12.5% في الاعتبار للمخصصات الموجهة للاستثمار، والمعدل العادي (25%) في حالة توزيع الأرباح، ومن المتوقع أيضاً إعفاء من ضريبة النشاط المهني (TAP) وضريبة أرباح الشركات (IBS) للخط الجديد بمجرد دخوله حيز التشغيل، أي اعتباراً من عام 2010.

كما نصت الخطة فيما يتعلق بسياسة توزيع الأرباح، وباعتبارها مؤسسة مملوكة بالكامل للدولة (ذات أغلبية ملكية عامة) وذات سيولة عالية، على تخصيص 30% من الأرباح لتعويض رأس المال، كما تمت

تسوية احتياجات رأس المال العامل بطريقة تضمن استقرار السيولة التشغيلية، حيث تم سداد جزء من المخزون مسبقًا بقيمة 1,000 مليون دينار جزائري وأعيد تصنيفه كعنصر استراتيجي في عملية الإنتاج والاستثمار، بينما حُدد المخزون المتبقي ليغطي ما يعادل 2.5 شهرًا من النشاط.

استندت هذه التقديرات إلى تشخيص شامل أُجري سنة 2006، أبرز أن مؤسسة ECDE كانت من أنجح المؤسسات العمومية من حيث الربحية والإنتاجية، بفضل استثمارات التحديث وإعادة التأهيل التي تمت في تلك السنوات الأخيرة رفعت إنتاجها من الأسمنت إلى أكثر من 2 مليون طن سنة 2005، ومع تحولها القانوني إلى شركة مساهمة يحقق مصنع الأسمنت نتائج اقتصادية ومالية جيدة جدًا، مع الحفاظ على النشاط الاقتصادي (رقم الأعمال والقيمة المضافة) في أعلى مستوياته، وتحسن واضح في الملاءة والسيولة، وعلى الصعيد التنظيمي تستوفي الشركة جميع الشروط القانونية ومعايير الامتثال للوائح المنظمة لنشاط إنتاج الأسمنت، واعتمادها نظام تسيير حديث وحصولها على شهادة ISO 2000/9001 في عام 2003 وتم تجديدها في عام 2006، إضافة إلى ذلك تنشط المؤسسة في سوق يدعم النمو، حيث يقدم إطلاق برنامج طموح للحكومة لتنفيذ مشاريع بنية تحتية كبرى خلال العقد القادم آفاقًا واعدة جدًا لصناعة الأسمنت.

2.1. الدراسة المرجعية المعدلة وإعادة هندسة المشروع (2011-2025):

لاحقًا أعيدت دراسة المشروع في عام 2011 مع أفق زمني يمتد إلى عام 2025، وتم الشروع في الأعمال التحضيرية والتنفيذية سنة 2014، لكن دخول المشروع حيز الخدمة لم يتم فعليًا إلا في ديسمبر 2022. قد تم إعداد خطة العمل على مدى خمسة عشر عامًا (2011-2025) بما يتوافق مع توجيهات الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار (ANDI)، وهذا بناءً على الافتراضات التالية:

❖ مع مشروع توسيع القدرات، ستزيد وحدة الأسمنت في الشلف إنتاجها من 2.4 مليون طن حاليًا إلى ما يقرب 4.4 مليون طن بمجرد بدء تشغيل المعدات في عام 2015؛

❖ معدل القيمة المضافة المعتمد يطابق المستوى الحالي في تلك الفترة أي 70% حتى عام 2014، ولكن بدءًا من عام 2015 من المتوقع أن ينخفض بنسبة 1% سنويًا لأخذ الزيادة في استهلاك قطع الغيار الناتجة عن تقادم معدات الإنتاج في الاعتبار؛

❖ تم تقييم برنامج الاستثمارات بـ 50 مليار دينار جزائري، منها 34 مليار مخصصة فقط لتنفيذ الخط الجديد؛

- ❖ سيتم تمويل الاستثمارات من خلال قرض طويل الأجل من الصندوق الوطني للاستثمار (FNI) بسعر فائدة 3.5 %، وبقيمة 25 مليار دينار جزائري وفقاً للشروط التالية:
 - مدة 20 عامًا مع 7 سنوات فترة سماح وبسعر فائدة 3.5 %؛
 - وسيتم تغطية الرصيد المتبقي البالغ 25 مليار دينار جزائري من خلال التدفقات النقدية التي يولدها مصنع الأسمنت، بالإضافة إلى التمويل الذاتي من خزانة ECDE الحالية.
 - ❖ سيتم إهلاك معدات الإنتاج بطريقة القسط الثابت (الخطي) على مدى 15 عامًا؛
 - ❖ من المتوقع تخصيص احتياطي ثابت بنسبة 1 % من رقم الأعمال لتغطية الطوارئ؛
 - ❖ لا تأخذ هذه النسخة من خطة الأعمال بعين الاعتبار المزايا التي قد يحصل عليها المشروع من خدمات الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار (ANDI) في إطار نظام (الدعم) الاتفاقية، بل يؤخذ في الاعتبار فقط النظام العام للوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار (ANDI) الممنوح لكل مشروع استثماري؛
 - ❖ معدل الخصم المعتمد هو 12 % لتحديد ربحية المشروع، من خلال احتساب كل من القيمة الحالية الصافية VAN ومعدل العائد الداخلي TRI؛
 - ❖ نظرًا لتوفر السيولة، من المتوقع سحب 50 % من الأرباح كنوزيعات أرباح بدءًا من عام 2015.
 - من هذا التقديم لخطة العمل، نستخلص العناصر الرئيسية التالية:
 - ❖ سيتم إنتاج 56 مليون طن على مدى الفترة 2011-2025، بإجمالي رقم أعمال قدره 225 مليار دينار جزائري؛
 - ❖ من المتوقع تحقيق قيمة مضافة قدرها 154 مليار دينار جزائري بمتوسط معدل قيمة مضافة يبلغ 70 %؛
 - ❖ صافي أرباح تراكمية بعد الضريبة قدرها 53 مليار دينار جزائري؛
 - ❖ تدفقات نقدية تراكمية بقيمة 100 مليار دينار جزائري؛
 - ❖ أرباح موزعة للمساهمين تقدر بنحو 12 مليار دينار جزائري؛
 - ❖ أرباح مُعاد استثمارها بقيمة 41 مليار دينار جزائري.
- في ظل التحولات العميقة التي يشهدها قطاع الإسمنت الوطني، حددت مؤسسة ECDE مجموعة من التوجهات الاستراتيجية التي تهدف من خلالها إلى تعزيز موقعها في السوق وضمان استدامة نموها على المدى الطويل، ويمكن إيجازها فيما يلي:
- زيادة الطاقة الإنتاجية، وذلك بهدف تعزيز الموقف الاستراتيجي للشركة في السوق الوطنية والمحلية؛

◀ الاستفادة من المزايا التنافسية لتعزيز مكانتها في سوق التصدير؛

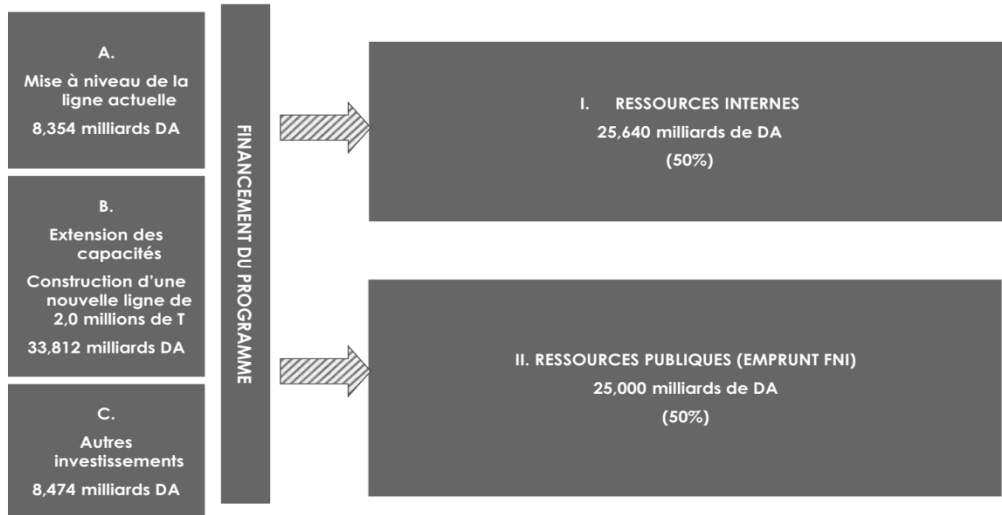
◀ زيادة كفاءة الأداة الصناعية القائمة من أجل تحسين الربحية الاقتصادية والمالية للشركة؛

◀ تحقيق مكاسب في الإنتاجية لزيادة القوة الشرائية لموظفي الشركة.

– هيكل الغلاف المالي ومخطط تمويل المشروع:

ضمن إطار الدراسة المالية لمشروع توسعة القدرات الإنتاجية، خصصت مؤسسة ECDE غلافًا استثماريًا يناهز 50 مليار دينار جزائري موجهًا لتحديث أدوات الإنتاج وتعزيز توسيع قدراتها التشغيلية، ويعرض الملحق رقم (01) كيفية توزيع هذا الاستثمار عبر مختلف بنود الإنفاق، بما فيها خط الإنتاج الجديد. يُقدر هذا التوسع في القدرات بـ 2.0 مليون طن، والذي يهدف إلى رفع الإنتاج إلى 4.4 مليون طن من الأسمنت، بما يقارب 50 مليار دينار جزائري، وسيتم تمويله بنسبة 50% من التمويل الذاتي، في حين ستغطي النسبة المتبقية 50% عبر قرض ممنوح من الصندوق الوطني للاستثمار (FNI). سيتم تمويل هذا البرنامج الاستثماري من خلال مزيج من الموارد الداخلية والتمويل العمومي، بما يضمن تحقيق التوازن بين التمويل الذاتي والاقتراض، ويوضح الشكل أدناه هيكله موارد التمويل المعبأة لتنفيذ هذا البرنامج.

الشكل البياني رقم (IV-3): هيكل تمويل البرنامج الاستثماري لـ ECDE.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات المقدمة من طرف مديرية التنظيم والتخطيط.

في ضوء الاعتماد على قرض الصندوق الوطني للاستثمار (FNI) لتغطية 50% من تكلفة المشروع، يوضح الجدول التالي تفاصيل خطة استهلاك هذا القرض على مدار فترة سداد، بما في ذلك الأقساط المستحقة، جزء الفائدة، وجزء رأس المال المسترد.

جدول رقم (IV-19): جدول استهلاك قرض الصندوق الوطني للاستثمار FNI.

السنة	رأس المال المتبقي	الفوائد	رأس المال المسدد	الأقساط السنوية	رأس المال المتبقي في نهاية السنة
2011	25000	875		875	25000
2012	25000	875		875	25000
2013	25000	875		875	25000
2014	25000	875		875	25000
2015	25000	875		875	25000
2016	25000	875		875	25000
2017	25000	875		875	25000
2018	25000	875		875	25000
2019	23077	808	1923	2731	21154
2020	21154	740	1923	2663	19231
2021	19231	673	1923	2596	17308
2022	17308	606	1923	2529	15385
2023	15385	538	1923	2461	13462
2024	13462	471	1923	2394	11539
2025	11538	404	1923	2327	9615
2026	9615	337	1923	2260	7692
2027	7692	269	1923	2192	5769
2028	5769	202	1923	2125	3846
2029	3846	135	1923	2058	1923
2030	1923	67	1923	1990	0

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات المقدمة من طرف مديرية التنظيم والتخطيط.

تضمن القرض الممنوح من الصندوق الوطني للاستثمار (FNI) بقيمة 25 مليار دج، شروطاً تفضيلية بمعدل فائدة 3.5% ومدة سداد 20 سنة، تميزت بفترة إمهال (Différé) لـ 7 سنوات يقتصر فيها العبء على سداد الفوائد السنوية فقط دون أصل الدين، بهدف حماية توازن الخزينة وتأجيل استرداد رأس المال المقترض إلى غاية الدخول الفعلي في مرحلة الاستغلال.

ولقد تم استيفاء شروط الأهلية الائتمانية المطلوبة للحصول على هذا التمويل، حيث تظهر الدراسة أن المعايير الأساسية التالية قد تحققت:

✓ المعيار الأول: القدرة الفعلية على السداد

جدول رقم (IV-20): قدرة التمويل الذاتي وتغطية الالتزامات المالية لـ ECDE.

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

ECDE	clotur2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
المعيار رقم 01: القدرة الديناميكية على السداد / Critère n°01 Capacité dynamique de remboursement																
CAF القدرة على التمويل الذاتي	4281	3 685	3 396	3 131	4 450	8 529	8 286	8 275	7 637	7 565	7 586	7 592	7 514	7 413	7 437	7 437
Remboursement FNI سداد التمويل لصندوق الوطني للاستثمار	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1 923
ECART (CAF – Remb) الفرق	4281	3 685	3 396	3 131	4 450	8 529	8 286	8 275	7 637	7 565	7 586	7 592	7 514	7 413	7 437	5 514
CUMUL المجموع	4 281	7 566	11 362	14 492	18 952	27 481	35 767	44 042	49 756	55 399	61 061	66 731	72 321	77 811	83 296	88 810

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات المقدمة من طرف مديرية التنظيم والتخطيط.

يظهر الجدول أعلاه تطور قدرة التمويل الذاتي على مدار الفترة 2011-2025، وما يلاحظ أن مصنع

الأسمنت على الرغم من عبء الاستثمارات الضخمة قادر على تغطية جميع الالتزامات المالية.

✓ المعيار الثاني: الالتزام بنسبة حقوق الملكية إلى الديون طويلة الأجل (الملاءة المالية)

جدول رقم (IV-21): نسبة حقوق الملكية إلى الديون طويلة الأجل كمعيار للملاءة المالية لمؤسسة

ECDE

ECDE	Clôture '10	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Fonds propres الأموال الخاصة	31 823	34 402	36 492	38 349	41 027	46 361	49 011	51 654	53 939	56 141	58 233	60 484	62 697	64 954	67 132	69 377
Dettes à terme الديون طويلة الأجل	421	25 421	25 421	25 421	25 421	25 421	25 421	25 421	23 498	21 575	19 652	17 729	15 806	13 883	11 959	10 035
Ratio FP/DLMT en % نسبة الأموال الخاصة على % الديون طويلة الأجل	421	1,35	1,44	1,51	1,61	1,82	1,93	2,03	2,3	2,6	2,96	3,41	3,97	4,68	5,61	6,91

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات المقدمة من طرف مديرية التنظيم والتخطيط.

يلاحظ من الجدول أن نسبة «حقوق الملكية/الديون طويلة الأجل» ستبقى أعلى من 1.0 طوال الفترة

2011 - 2025، مما يدل بوضوح على درجة الملاءة المالية العالية لـ ECDE.

– تقدير مستويات الإنتاج المتوقعة لمؤسسة ECDE خلال المدة (2011 – 2025):

في إطار تحليل تطور النشاط الإنتاجي لمؤسسة ECDE، من الضروري التطرق إلى مستويات الإنتاج المتوقعة خلال الفترة (2011-2025)، باعتبارها تمثل مرحلة مفصلية في مسار توسعة الخط الإنتاجي للمؤسسة، ولغرض فهم أفضل لهذه التوقعات، سيتم في البداية تقديم تذكير بمستويات الإنتاج المسجلة خلال الفترة (2007-2009)، وهي الفترة التي سبقت مباشرة الفترة التي كان من المفترض إطلاق مشروع التوسعة فيها، قصد إبراز الفوارق الكمية والنوعية بين الوضع الإنتاجي السابق والآفاق المستقبلية للمؤسسة بعد إنجاز المشروع.

جدول رقم (IV-22): مستويات الإنتاج لـ ECDE خلال الفترة (2007-2009).

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

ECDE	2007	2008	2009
PRODUCTION PHYSIQUE/الإنتاج المادي			
Clinker	1982326	2104589	2081597
Croissance en %/نسبة النمو	-	6%	-1%
Ciments	2341727	2440509	2413861
Croissance en %	-	4%	-1%
UTILISATION DES CAPACITÉS/استخدام القدرات			
Capacité clinker/قدرة الكلنكر الاسمية	2000000	2000000	2000000
Production clinker/إنتاج الكلنكر	1982326	2104589	2081597
Taux d'utilisation/معدل الاستخدام (%)	99%	105%	104%
PRIX DE VENTE/سعر البيع			
PV moyen/متوسط سعر البيع	3771	3816	3897
Croissance en %/نسبة النمو	-	1%	2%
PRODUCTION VALORISÉE/تقييم الإنتاج			
Production en MDA/الإنتاج	8831	9314	9406
Croissance en %/نسبة النمو	-	5%	1%
INVESTISSEMENT PAR TONNE DE CIMENT PRODUITE/الاستثمارات لكل طن إسمنت منتج			
Investissements réalisés MDA/الاستثمارات المنجزة	2090	1189	953
Production (Ciments)/الإنتاج	2341727	2440509	2413861
Ratio = Invest/tonne/النسبة=الاستثمار/طن	893	487	395

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات المقدمة من طرف مديرية التنظيم والتخطيط.

تُظهر مستويات الإنتاج المسجلة بين عامي 2007 و 2009 أن مؤسسة ECDE كانت تعمل بقدرات تشغيلية قصوى بل وتتجاوزها أحياناً، حيث تجاوز معدل استخدام قدرة الكلنكر 100% في 2008 و 2009، هذا المؤشر يعكس ضغطاً كبيراً على خطوط الإنتاج الحالية في تلك الفترة، ويبرز الحاجة الملحة للتوسع لتلبية الطلب المتزايد في السوق، ورغم النمو الطفيف في متوسط أسعار البيع وقيمة الإنتاج خلال هذه الفترة، إلا أن الانخفاض التدريجي في الاستثمارات لكل طن منتج يشير إلى أن المؤسسة كانت تستنزف قدراتها الحالية دون تجديد أو توسيع كافٍ.

وفي ظل هذا الوضع من محدودية القدرات التشغيلية، يكشف تحليل حصة ECDE في السوق عن أنها تحتل موقعاً هاماً كلاعب رئيسي في القطاع العام بحصة سوقية تبلغ 13.26%، ضمن هيكل تنافسي يهيمن عليه القطاع العام نسبياً، لكن بوجود منافسين أقوياء في القطاع الخاص مثل لافارج، هذا الموقع رغم أهميته يؤكد على ضرورة تعزيز القدرات الإنتاجية لـ ECDE للحفاظ على حصتها وتنميتها في سوق شديدة التنافسية، ويبين الجدول أدناه توزيع مبيعات الأسمنت وحصص السوق للمجموعات الأسمنتية في القطاعين العام والخاص.

جدول رقم (IV-23): توزيع مبيعات الأسمنت وحصص السوق للمجموعات الأسمنتية في القطاعين العام والخاص.

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

Groupes Cimentiers المجموعات الإسمنتية	Vente du Ciment (Tonnes)	Part de Marché (%)
SECTEUR PUBLIC القطاع العام		
ERCE	4681896	25,64%
ECDE	2420753	13,26%
ERCO	2419268	13,25%
ERCC	1999368	10,95%
S/T SECTEUR PUBLIC المجموع الفرعي للقطاع العام	11521285	63%
SECTEUR PRIVÉ القطاع الخاص		
LAFARGE	6740125	37%
S/T SECTEUR PRIVÉ المجموع الفرعي للقطاع الخاص	6740125	37%
TOTAL GENERAL المجموع العام	18261410	100%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات المقدمة من طرف مديرية التنظيم والتخطيط

– توقعات مستويات الإنتاج للفترة 2011 – 2025:

تظهر أرقام الملحق رقم (02) جدول التوقعات لمستويات الإنتاج لمؤسسة ECDE للفترة (2011–

2025)، وقد تم إعداد هذه التوقعات بالاعتماد على مجموعة من الفرضيات الأساسية التي تشمل:

- ❖ الحفاظ على مستوى الإنتاج الحالي البالغ 2,300,000 طن للخطوط القديمة؛
- ❖ إضافة إنتاج إضافي قدره 2,000,000 طن اعتباراً من عام 2015 فور دخول الخط الجديد الخدمة؛
- ❖ الحفاظ على أسعار الأسمنت عند مستواها الحالي، أي 4,000 دينار جزائري للطن الواحد؛
- ❖ فور دخول الخط الجديد حيز الإنتاج، من المتوقع تسويق الأسمنت وفقاً للفرضية التالية: 30% بالجملة (سائب) و 70% في أكياس؛

هذه الفرضيات هي التي شكلت الإطار الذي بنيت عليه تقديرات الحجم والأسعار وطرق التسويق، مما أثر مباشرة في الأرقام النهائية للإنتاج المتوقع وقيمتها في الجدول.

– الافتراضات التشغيلية:

تعد الافتراضات التشغيلية الأساس التي يُبنى عليها إعداد التقديرات الكمية والمالية، وهي كالتالي:

- ❖ الهامش (Marge): سيتم الحفاظ على مستوى القيمة المضافة عند مستواه الحالي أي بنسبة 70% حتى عام 2014، وبعد هذا التاريخ سيبدأ في الانخفاض بسبب تقادم بعض المعدات، مما يؤدي إلى استهلاك أكبر لقطع الغيار؛

❖ الخدمات الخارجية (Services extérieurs) : تمثل الخدمات الخارجية* حاليًا ما يقرب من 9% من رقم الأعمال (الإيرادات)؛

❖ تكاليف الموظفين (Frais du personnel) : تشغيل الخط الثالث الجديد إلى الخطين الحاليين سيستلزم توظيف موظفين إضافيين يقدر عددهم بـ 250 عاملاً، ومع منح زيادة بنسبة 3% على الرواتب سنوياً، ستتراوح نسبة الأجور إلى القيمة المضافة حوالي 15%، وستصل الإنتاجية إلى 7000 دينار جزائري قيمة مضافة لكل عامل، وبسرعة قصوى سيصل عدد الموظفين إلى 1350 عاملاً في عام 2014؛

❖ التكاليف المالية (Frais financiers): تمثل المصاريف المالية حاليًا أقل من 1% من الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك (EBE الفائض الإجمالي للاستغلال) في عام 2013، وستصل إلى ما يقرب من 20% من EBE قبل أن تنخفض إلى أقل من 5% بحلول عام 2018؛

❖ الضرائب والرسوم (Impôts et taxes): تتعلق الضرائب والرسوم أساساً بضريبة النشاط المهني (TAP)، التي تم تقديرها بنسبة 1.5% من رقم الأعمال طيلة فترة التوقعات، كما من المنتظر الاستفادة من فترة إعفاء من ضريبة النشاط المهني (TAP) على الإنتاج الناتج عن الخط الجديد لمدة ثلاث سنوات، وفقاً للنظام العام المعمول به؛

❖ الاهتلاكات (Amortissements): تأخذ مخصصات الإهلاك في الاعتبار جدول الإهلاك التاريخي*، بالإضافة إلى برنامج الاستثمار الجديد واستثمارات الصيانة المستمرة؛

❖ احتياج رأس المال العامل (BFR- Besoin en Fonds de Roulement): تم تحديد مستوى احتياجات رأس المال العامل بما يعادل 30 يوماً من رقم الأعمال، وهو ما يعكس سياسة المؤسسة في الحفاظ على سيولة تشغيلية كافية لتغطية الدورة المالية القصيرة الأجل؛

❖ ضريبة الأرباح (Impôt sur les bénéfices): من المتوقع الاستفادة من فترة إعفاء من ضريبة أرباح الشركات (IBS) على الإنتاج الناتج عن الخط الجديد لمدة ثلاث سنوات، وفقاً للنظام العام المعمول به. — تحديد معدل القيمة المضافة:

* الخدمات الخارجية (Services extérieurs) تعني المصاريف أو التكاليف التي تتحملها المؤسسة مقابل خدمات تقدمها جهات خارجية أو بمفهوم آخر هي نفقات تشغيلية تُدفع لمعاملين أو مزودين خارجيين مقابل خدمات ضرورية لسير النشاط.

* جدول الإهلاك التاريخي هو الجدول الذي يُلخص مخصصات الإهلاك الخاصة بالأصول الثابتة الموجودة مسبقاً لدى المؤسسة، أي تلك التي تم اقتناؤها في السنوات السابقة، قبل أي استثمار جديد، وبمعنى آخر هو السجل التاريخي لتطور اهتلاك أصول المؤسسة عبر السنوات، وفقاً لعمرها الإنتاجي وطريقة الإهلاك المعتمدة.

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

يعد تحديد معدل القيمة المضافة من المؤشرات الأساسية في الدراسة المالية للمشروع الاستثماري، إذ يسمح بتقييم المردودية الاقتصادية ويمكننا من قياس مدى كفاءة المشروع في تحويل المدخلات إلى مخرجات ذات قيمة مضافة حقيقية، مما يعكس قدرته على خلق الثروة والمساهمة في الاقتصاد، كما يوفر أيضاً رؤى هامة حول هيكل التكاليف، درجة استقلالية المشروع عن المدخلات الخارجية، وقدرته على تحمل المخاطر، فضلاً عن مساهمته في تقدير قدرة المشروع على توليد موارد تمويل ذاتية مستدامة، كل هذا يجعل منه أداة لا غنى عنها في اتخاذ القرارات الاستثمارية المستنيرة.

ولتحقيق ذلك يركز التحليل التالي على تحديد معدل القيمة المضافة لمؤسسة ECDE، وذلك بالاستناد إلى الهيكل التفصيلي وتطور الاستهلاكات من المواد الأولية واللوازم والخدمات، كما هو موضح في الجدول أدناه، هذا التقييم الدقيق لمكونات الاستهلاك سيمكننا من فهم كيفية تشكيل القيمة المضافة للمؤسسة، وبالتالي تقييم فعاليتها الاقتصادية.

جدول رقم (IV-24): هيكل وتطور الاستهلاكات خلال الفترة (2007-2009) في إطار تحديد

القيمة المضافة للمؤسسة ECDE.

ECDE	2007	2008	2009	Moyenne (المتوسط)
PRODUCTION CIMENTS إنتاج الإسمنت				
Production en tonnes الإنتاج بالطن	2341727	2440509	2413861	2398699
CONSOMMATIONS MATIERES ET FOURNITURES استهلاكات المواد واللوازم				
Énergie الطاقة	700	731	730	720
Sacheries الأكياس	568	792	589	650
Briques réfractaires الطوب الحراري	260	224	352	279
PDR قطع الغيار	502	287	241	343
Autres أخرى	137	117	160	138
S/T (1) المجموع الفرعي	2167	2151	2072	2130
Consommation rapportée à la tonne (DA) (ج.د.) الاستهلاك للطن	925	881	858	888
CONSOMMATIONS - SERVICES استهلاكات - خدمات				
Transports النقل	25	28	418	157
Sous traitance الفرعية المقاولات	145	156	153	151
Entretien الصيانة	133	99	96	109
Autres services خدمات أخرى	69	169	97	112
S/T (2) المجموع الفرعي	372	452	764	529
Consommation rapportée à la tonne (DA) الاستهلاك للطن	159	185	317	221
VALEUR AJOUTÉE القيمة المضافة				
Consommations de biens et services استهلاكات السلع والخدمات	2539	2603	2836	2659
Valeur ajoutée القيمة المضافة	6229	6539	6531	6433
Ratio = Consommations/VA en % (النسبة = الاستهلاك / القيمة المضافة %)	41%	40%	43%	41%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات المقدمة من طرف مديرية التنظيم والتخطيط.

جدول رقم (IV-25): تحليل استهلاك الطاقة وتكاليفها حسب نوع المصدر ووحدة الإنتاج للمؤسسة

. ECDE

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

DESIGNATION البيان	UNITE الوحدة	QUANTITE	MONTANT (DA) TTC
Consommation électrique	KWh	224 250 437	453 781 311
Consommation gaz naturel	Thermie حرارية وحدة	1 825 432 127	311 043 711
Consommation spécifique électrique	KWh/T de ciment		92,9
Consommation spécifique calorifique (الاستهلاك النوعي الحراري)	Kcal/Kg de clinker		877
Cout de l'énergie électrique (DA/T de ciment)	DA/T de ciment		188
Coût de l'énergie gazière (DA/T de clinker)	DA/T de clinker		149

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات المقدمة من طرف مديرية التنظيم والتخطيط.

من خلال استعراض بيانات الاستهلاكات في الجداول أعلاه، يتضح ما يلي:

- أن استهلاك المواد واللوازم يمثل ما يقرب من 40% من تكلفة الإنتاج في المتوسط، مع تذبذب طفيف بين 41% و 43% خلال الفترة المذكورة؛
- تتركز هذه الاستهلاكات بشكل أساسي في الطاقة، قطع الغيار، والمواد الخام؛
- يمثل إجمالي الاستهلاكات لكل طن منتج حوالي 900 دينار جزائري؛
- تشكل الخدمات جزءاً أقل، حيث تبلغ في المتوسط حوالي 10% من تكلفة الإنتاج، أي ما يعادل 300 دينار جزائري لكل طن منتج.

تشير البيانات إلى قدرة ECDE على توليد قيمة اقتصادية مضافة جيدة، حيث بلغ متوسط القيمة المضافة 6,433 ألف دينار جزائري، وهذا ما يتجلى في ثبات معدل القيمة المضافة (نسبة الاستهلاكات إلى القيمة المضافة) حول 41%، مما يؤكد مرونة المؤسسة وقدرتها على تحقيق عوائد على مدخلاتها.

ويكشف التحليل كذلك أن الطاقة تمثل مكوناً رئيسياً في هيكل التكلفة، حيث تظهر بيانات الاستهلاك النوعي أن إنتاج الأسمت يتطلب 92.90 كيلوواط ساعة من الكهرباء لكل طن، بتكلفة 188 ديناراً جزائرياً، إضافة إلى 877 كيلو كالوري من الطاقة الحرارية لكل كيلوغرام كلنكر، بتكلفة غاز تبلغ 149 ديناراً جزائرياً لكل طن كلنكر، هذا التركيز الكبير على استهلاك الطاقة يلقي الضوء على أهمية إدارة كفاءة الطاقة كعامل حاسم في تعزيز القيمة المضافة المستقبلية للمؤسسة.

— الحسابات التقديرية التشغيلية للفترة (2011-2025):

تعرض الحسابات التقديرية التشغيلية المبينة في الجدول التالي التوقعات المالية لمؤسسة ECDE خلال الفترة من 2011 حتى 2025، تم إعداد هذه الحسابات بناءً على تحليل دقيق لمؤشرات الإنتاج ورقم الأعمال والقيمة المضافة، وتهدف إلى تقديم رؤية شاملة حول تطور الأداء المالي للمؤسسة، تتضمن هذه التوقعات المؤشرات

الرئيسية مثل الأرباح التشغيلية، صافي النتائج، وقدرة التمويل الذاتي، مما يعكس كفاءة المؤسسة (الأداء) المتوقعة في تحقيق أهدافها المالية والاستراتيجية.

تظهر حسابات النتائج المعدة للفترة 2011 – 2025 الظاهرة في الملحق رقم (03) الأداءين الاقتصادي والمالي التاليين:

- ستصل الإنتاجية الفيزيائية إلى سرعة ثابتة في عام 2015، حيث ستبلغ كمية الإنتاج 4.3 مليون طن؛
- سيرتفع رقم الأعمال من 9.2 مليار دينار جزائري عند إغلاق عام 2009 ليصل إلى ما يقارب 17 مليار دينار جزائري بحلول عام 2015، ويرجع ذلك بشكل خاص إلى دخول خط الإنتاج الجديد المبرمج لإنتاج 2.0 مليون طن؛

- ستحافظ القيمة المضافة على مستوى مرتفع يعادل حوالي 68% من رقم الأعمال؛
- ستحافظ معدلات الربح التشغيلي (EBE/CA) على مستوى يقارب 50% اعتباراً من عام 2015؛
- إذا تم تحقيق الأهداف المدرجة في هذا الخطة التجارية، يمكن لمصنع الإسمنت في الشلف أن يتوقع تحقيق أرباح صافية تقدر بحوالي 4 مليارات دينار جزائري، ومستوى تدفقات نقدية يبلغ قرابة 7 مليارات دينار جزائري.

– الميزانيات الاقتصادية التقديرية للفترة (2011-2025):

تعكس الميزانيات الاقتصادية التقديرية الواردة في الملحق رقم (04) الوضع المالي المتوقع للمؤسسة خلال الفترة 2011-2025 ، من حيث تطور الأصول والخصوم وهيكل التمويل، بما يوضح قدرة المؤسسة على تحقيق توازنها المالي واستدامة نشاطها.

حيث تظهر الميزانيات الاقتصادية التقديرية لمؤسسة ECDE ، المعدة للفترة 2011-2025، تطور هيكل رأس المال والاستخدامات على النحو التالي:

- ستتقل حقوق الملكية من 28 مليار دينار جزائري حالياً (تمثل 60% من إجمالي الميزانية) إلى 69 مليار دينار جزائري في عام 2025 (لتمثل 99% من إجمالي الميزانية)، مما يجعل مصنع الأسمنت أكثر قدرة على الوفاء بالتزاماته (أكثر ملاءة مالية)؛

- الدين الهيكلي (طويل الأجل) الذي يظهر في ميزانية عام 2009 بقيمة 67 مليون دينار جزائري سيصل إلى 28 مليار دينار جزائري (قروض مالية من الصندوق الوطني للاستثمار FNI)، ليعود وينخفض إلى أقل من 10 مليارات دينار جزائري في عام 2025.

– خطة الموارد والاستخدامات للفترة (2011 – 2025):

تبرز خطة الموارد والاستخدامات المقدّمة في الجدول التالي التدفقات المالية المتوقعة للمؤسسة خلال الفترة 2011-2025، من خلال عرض مفصّل لمكونات الاستثمارات المبرمجة، وسداد القروض، ومصادر التمويل المختلفة سواء الداخلية أو الخارجية، كما تتضمن الخطة تطور موارد المؤسسة المستقرة، والفروقات المسجلة في كل من رأس المال العامل والاحتياجات التمويلية وصافي الخزينة، بما يسمح بتقييم التوازن المالي وقدرة المؤسسة على تمويل برامجها الاستثمارية بشكل مستدام.

تظهر خطة تمويل مصنع الأسمت المعدّة للفترة 2011-2025 المبينة في الملحق رقم (05)، قدرة المصنع على مواجهة التزاماته المالية على النحو التالي:

- تقدر الموارد المحققة خلال هذه الفترة بحوالي 129 مليار دينار جزائري، موزعة كالتالي:
 - 104 مليارات دينار جزائري (75%) من التدفقات النقدية المتولدة عن دورة التشغيل؛
 - 25 مليار دينار جزائري (25%) من الموارد الممنوحة من الصندوق الوطني للاستثمار (FNI)؛
 - تسمح هذه الموارد بمواجهة الاستخدامات (الالتزامات) التي تتكون من برنامج الاستثمارات، سداد القروض المتعاقد عليها، وتكوين مخصص لتغطية توزيع الأرباح التي ستُدفع للمساهمين.

– تأثير برنامج الاستثمار على الربحية:

يبرز الملحق رقم (06) أثر برنامج الاستثمار على ربحية المؤسسة من خلال تحليل التدفقات النقدية المتوقعة للفترة المعنية، فقد تم احتساب التدفقات النقدية الصافية والمتاحة بعد خصم سداد القروض وتمويل الاستثمارات، وتحديثها بمعدل خصم يقدر ب 12%، كما يسمح هذا التحليل بتقدير القيمة الحالية الصافية (VAN) ومعدل العائد الداخلي (TRI)، وهما من أهم المؤشرات المالية المستخدمة في تقييم الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية ومدى مساهمتها في تعزيز ربحية المؤسسة واستدامتها المالية. تم حساب القيمة الحالية الصافية (VAN) على أساس:

- فترة 15 سنة تمتد من 2011 إلى 2025، وبمعدل خصم 12%؛
- تم إضافة الرصيد النقدي البالغ 18 مليار دينار جزائري في نهاية عام 2009 إلى التدفقات النقدية الحرة. مع الأخذ في الاعتبار كل هذه العناصر، ستكون القيمة الحالية الصافية إيجابية بمبلغ 31.8 مليار دينار جزائري، مما يعطي:

- معدل عائد داخلي (TRI) يقارب 21%؛

- العائد على الاستثمار (رأس المال المستثمر / $(ROI = VAN \text{ (Capitaux investis supérieur)})$) يتجاوز 100%.

تظهر النتائج أن المشروع يضيف قيمة اقتصادية معتبرة تتجاوز تكلفة رأس المال بشكل واضح، مما يعكس مردودية قوية وجدوى مالية عالية، ويتجلى هذا الأداء في تحقيق معدل عائد داخلي (TIR) يبلغ نحو 21%، وهو مستوى يفوق بكثير معدل الخصم المعتمد، ما يؤكد قدرة المشروع على تحقيق أرباح مجزية وتوليد تدفقات نقدية إيجابية ومستدامة، كما أن تجاوز عائد الاستثمار (ROI) نسبة 100% يبرز كفاءة استثنائية في توظيف الموارد المالية، حيث يُنتظر أن يحقق كل دينار مستثمر عائداً يفوق قيمته الأصلية، وتُعزز هذه المؤشرات مجتمعة إلى جانب الوضع النقدي المريح المسجل في بداية الفترة، جاذبية المشروع وآفاقه الواعدة، مع التأكيد على أهمية التحقق من مدى واقعية الفرضيات والتوقعات لضمان استمرارية هذا الأداء القوي على المدى الطويل.

– اختبارات التناسق والحساسية **Les tests de cohérence et de sensibilité**

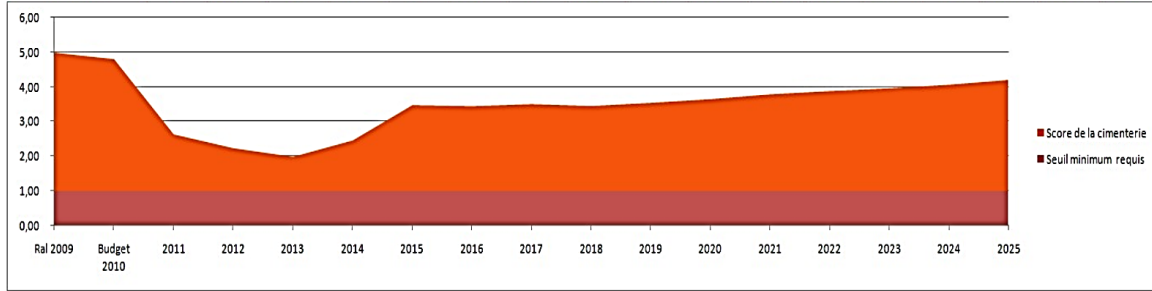
وفي إطار استكمال الدراسة المالية للمؤسسة خلال الفترة 2011-2025، تم إجراء اختبارات التناسق والحساسية بهدف التحقق من مدى واقعية الفرضيات المعتمدة في التقديرات السابقة، وضمان انسجام النتائج مع المعطيات التشغيلية والمالية، وتشمل هذه الاختبارات تحليل تطور التصنيف التنبؤي (التقييم الائتماني التقديري) الذي يوضح مستوى الملاءة والجدارة المالية للمؤسسة، إضافةً إلى تحليل تطور الهوامش ونسب الإدارة كمؤشر على كفاءة الأداء المالي، وتطور نسب الهيكل المالي والتوازن التي تبرز قدرة المؤسسة على الحفاظ على توازنها المالي واستدامة مواردها التمويلية.

• تحليل تطور التصنيف التنبؤي (التقييم الائتماني التقديري) **Evolution du scoring prévisionnel**

يهدف تحليل تطور التصنيف التنبؤي (التقييم الائتماني التقديري) إلى تقييم الوضعية المالية العامة للمؤسسة ومدى قدرتها على الحفاظ على توازنها المالي واستدامة أدائها عبر فترة التقدير، ويعتمد هذا التحليل على مجموعة من المؤشرات التركيبية التي تسمح بقياس درجة السيولة والملاءة المالية وكفاءة الهيكل التمويلي، مما يمكن من تحديد الاتجاه العام لتطور الجدارة الائتمانية للمؤسسة واحتمالات تعرضها للمخاطر المالية في الأجلين المتوسط والطويل.

يبين الملحق رقم (07) المؤشرات المالية المستخدمة في "التقييم التنبؤي Z"، كما يوضح المنحنى البياني أدناه تطور هذا التقييم التنبؤي للمؤسسة مقارنة بالحد الأدنى المطلوب على مدى فترة التقدير.

الشكل البياني رقم (IV-4): تطور التقييم التنبؤي Z لمؤسسة ECDE.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات المقدمة من طرف مديرية التنظيم والتخطيط.

تعني "Score de la cimenterie" تنقيط مصنع الأسمنت، أما "Seuil minimum requis" فتعني الحد الأدنى المطلوب.

تطور التقييم التنبؤي (التقديري) للفترة 2010 - 2025 يظهر الحقائق البارزة التالية:

- خلال الفترة 2009 - 2010، سيحافظ "le scoring" على مستوى مرتفع جداً، مما يدل على الصحة المالية الجيدة لمصنع الإسمنت؛
- خلال الفترة 2010 - 2012، سينخفض "le scoring" بسبب ضخ استثمارات ضخمة، بينما لن يكون الإنتاج الإضافي فعالاً إلا اعتباراً من عام 2015؛
- لكن اعتباراً من عام 2015، سيعاود "le scoring" لمصنع الإسمنت الارتفاع مع دخول الخط الجديد للخدمة.

● تحليل تطور الهوامش ونسب الإدارة:

يعد تحليل الهوامش ونسب الإدارة من الأدوات الأساسية لتقييم كل من الأداء المالي والتشغيلي للمؤسسات، إذ يتيح تتبع هذه المؤشرات عبر الفترات الزمنية المختلفة تحديد مدى كفاءة المؤسسة في توليد الأرباح وإدارة مواردها وتكاليفها بكفاءة، ويعرض الملحق رقم (08) أهم المؤشرات التقديرية المتعلقة بالهوامش والربحية لمؤسسة ECDE، والتي تعكس قدرة المشروع على توليد القيمة المضافة، تحقيق الأرباح، وإدارة موارده بفعالية بمجرد بدء التشغيل، مما يُمكن من استشراف أدائها المالي المتوقع.

وانطلاقاً من هذه البيانات نجد أن تطور الهوامش ونسب الإدارة خلال الفترة من 2011 إلى 2025

سيسمح بقياس فعالية خطة العمل، حيث يمكن تسجيل النقاط التالية:

✓ يجب أن ينخفض معدل القيمة المضافة بشكل طفيف ابتداءً من عام 2014 تدريجياً، بسبب تقادم معدات الإنتاج للخط القديم مما يستلزم استهلاكاً أكبر لقطع الغيار.

✓ سيبقى معدل الربح الإجمالي للتشغيل (EBE) عند مستوى مرتفع، لكن معدل صافي الربح (ENE) سينخفض بشدة في عام 2015 مع دخول الخط الجديد حيز الإنتاج، والذي سيترتب عليه مخصصات إضافية كبيرة للاستهلاك.

✓ ستصل الإنتاجية المعبر عنها بنسبة "القيمة المضافة/عدد الموظفين" (VA/effectif) إلى حوالي 7 ملايين دينار جزائري لكل موظف مع بدء تشغيل الخط الجديد.

إن الانخفاض الشديد في الربحية الاقتصادية للأصول في عام 2015، والذي قد يصل إلى 9%، يُفسّر بزيادة الأصول الاقتصادية الناتجة عن ضخ استثمارات ضخمة، بالإضافة إلى دمج مخصصات جديدة للاستهلاك.

– تطور نسب الهيكل المالي والتوازن:

يهدف هذا التحليل إلى تقييم الوضعية المالية المستقبلية لمؤسسة ECDE من خلال دراسة توازنها المالي وهيكل تمويلها، ويعرض الملحق رقم (09) أهم المؤشرات التركيبية التي تعكس قدرة المؤسسة على تحقيق التوازن بين مواردها واستخداماتها، وقياس مدى كفاءتها في إدارة رأس المال العامل، التمويل الذاتي، والسيولة المالية.

يتيح تطور نسب الهيكل والتوازن خلال الفترة من 2010 إلى 2025 بقياس مدى متانة الوضعية المالية للمؤسسة.

✓ مع هيمنة الأموال الخاصة (89%) في عام 2009، سيشهد مصنع الإسمنت انخفاضاً في هيكله المالي اعتباراً من عام 2011 نتيجة ضخ استثمارات ضخمة لمخصصة لتنفيذ الخط الجديد.

✓ ستراجع الربحية المالية تدريجياً مع زيادة مستمرة في مستوى حقوق الملكية.

✓ لتحسين العائد المالية على حقوق الملكية، يمتلك المساهم المرونة الكاملة في زيادة حجم الأرباح الموزعة (dividendes).

المطلب الرابع: تقييم رشادة قرارات الاستثمار والتمويل في مؤسسة ECDE

لتقييم رشادة قرارات الاستثمار والتمويل المتخذة، سنركز على الربط بين دراسة الجدوى المعدة مسبقاً والتحليل المالي للأداء الفعلي بعد التنفيذ، وكذا النتائج الفعلية المحققة، وذلك بغية تحديد مدى تحقيق القرارات المتخذة للأهداف المرجوة بكفاءة، ومدى واقعية ومرونة الفرضيات الأولية في مواجهة التغيرات، فالمعيار

الحقيقي للرشادة يتمثل في قدرة القرار على توجيه الموارد بكفاءة نحو الأهداف الأكثر فعالية، أي بما يضمن الاستخدام الأمثل للإمكانيات المالية والبشرية المتاحة وتحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة.

1. النتائج المستخلصة من الدراسة التقديرية لمشروع توسعة الخط الإنتاجي لمؤسسة ECDE كإطار مرجعي للترشيد:

في هذه النقطة سنقوم بتحليل الدراسة لاستخلاص "القيم المرجعية" (Valeurs de référence)، التي تأسس عليها قرارا الاستثمار والتمويل، والتي ستشكل لاحقاً الأساس المعياري الذي سنقيم من خلاله الأداء الفعلي للمؤسسة بعد دخول المشروع حيز الاستغلال.

1.1. النتائج المتعلقة بقرار الاستثمار (Investment Decision Results):

أظهرت قراءة البيانات التقديرية أن القرار الاستثماري بتوسعة المصنع لم يكن مجرد خيار فني، بل قراراً استراتيجياً محصناً بمؤشرات تدعم عقلانيته، ويمكن تلخيص نتائجه فيما يلي:

— الخيار الاستراتيجية للنمو واستغلال وفورات الحجم (Economies of Scale): تشير الأرقام إلى أن المؤسسة رصدت غلافاً مالياً ضخماً (50.6 مليار دج) لاستهداف قفزة إنتاجية نوعية (من 2.4 إلى 4.4 مليون طن سنوياً)، وهذا يعكس رشادة اقتصادية تهدف إلى تطبيق لمبدأ وفورات الحجم (Economies of Scale)، حيث تؤدي زيادة حجم الإنتاج إلى خفض التكلفة المتوسطة للوحدة من خلال توزيع التكاليف الثابتة على قاعدة إنتاجية أوسع، مما يعزز القدرة التنافسية للمؤسسة ويسمح لها بالاستحواذ على حصة سوقية إضافية.

— حساسية النموذج الاقتصادي لعامل الزمن ومخاطر الإنجاز: بينت الدراسة أن المشروع يندرج ضمن "الاستثمارات الثقيلة" التي تتطلب فترة نضج طويلة (4 سنوات إنجاز)، وهو ما يجعل الجدوى الاقتصادية للمشروع شديدة الحساسية لعامل الزمن، فقد ربطت الدراسة تحقيق مؤشرات المردودية (VAN, TRI) باحترام صارم لبرنامج التنفيذ (دخول الخط الجديد حيز الخدمة في 2015)، مما يعني أن القرار الاستثماري تضمن مخاطرة ضمنية تفترض قدرة المؤسسة على التحكم في آجال الإنجاز، أي أن قبول المؤسسة لهذا الاستثمار يعني التزامها بمعيار "الوقت ككلفة"، حيث يُعد عام 2015 النقطة المفصلية لتحقيق العوائد، وأي انزياح عن هذا التاريخ يعني تآكل القيمة الحالية للاستثمار.

— هيكل التكلفة الاستثمارية (CAPEX): يظهر تحليله تخصيص ما يقارب 60% من الغلاف المالي (30 مليار من أصل 50,6 مليار) لعقد "المصنع بصيغة تسليم مفتاح (Usine clé en main)"، هذا الخيار الاستراتيجي يكشف عن تفضيل الإدارة لعنصر الأمان على عنصر التكلفة، حيث قبلت المؤسسة دفع تكلفة تعاقدية مرتفعة (علاوة المخاطر) مقابل نقل المخاطر التقنية وأعباء التنسيق إلى الشريك التكنولوجي

(المقاول)، بهدف ضمان الجودة التقنية والالتزام بآجال التنفيذ، وهو قرار يعتبر رشيداً نظرياً للمؤسسات التي لا تملك خبرة في إدارة المشاريع الإنشائية المعقدة، رغم أنه يرفع من تكلفة الاستثمار الأولية.

— تحليل فعالية خلق القيمة وكفاءة التشغيل: تظهر القراءة التحليلية للتقديرات أن المشروع يتميز بكثافة رأسمالية عالية تسمح له بتحقيق على معدل قيمة مضافة مرتفع يقارب 70% من رقم الأعمال، وتتجلى الرشادة التشغيلية في القدرة على حصر تكاليف المستخدمين ضمن مستوى متحكم فيه (بين 12% و 15% من القيمة المضافة)، مما يعكس كفاءة عالية في دورة الاستغلال، هذا التوازن الهيكلي بين تعظيم القيمة وضغط الأعباء يُعد مؤشراً قوياً على قدرة المشروع على تأمين هوامش ربحية مستدامة تغطي تكلفة الاستثمار الضخمة.

— واقعية التخطيط للقدرات الإنتاجية: افترضت الدراسة تدرجاً واقعياً في الأداء (Montée en cadence) وتوقعت انخفاضاً طبعياً في مردودية الخطوط القديمة بسبب التقادم، في مقابل الكفاءة العالية للخط الجديد، هذه الفرضية تُعد مؤشراً إيجابياً على "الموضوعية في التقدير" وعدم المبالغة في تفاؤل الإيرادات، مما يعزز مصداقية النتائج المالية.

2.1. النتائج المتعلقة بقرار التمويل (Financing Decision Results):

يستعرض هذا العنصر تحليل الخيارات التمويلية التي تبنتها المؤسسة في دراسة الجدوى، مع التركيز على تقييم كفاءة الهيكل المالي في الموازنة بين تعظيم العائد على الأموال الخاصة (عبر الرافعة المالية)، وبين الحفاظ على هوامش الملاءة والسيولة اللازمة لتفادي مخاطر العسر المالي، وعليه أفضى فحص هيكل الموارد وشروط التعبئة إلى استخلاصات تؤكد متانة التركيبة التمويلية المقترحة وقدرتها النظرية على تحقيق التوازن المالي، وهو ما يتجلى من خلال العناصر الآتية:

— متانة الهيكل المالية (Financial Solidity): خلافاً للمشاريع التي تعتمد كلياً على الديون، أظهرت الدراسة اعتماد المشروع على هيكل متوازنة (50% تمويل ذاتي / 50% قرض ممول من طرف FNI)، حيث يعد هذا قراراً تمويلياً حكيماً يعكس الملاءة المالية القوية للمؤسسة ورغبتها في الحفاظ على استقلاليتها المالية وتقليل المخاطر، مع استغلال فوائدها المتراكمة لتمويل النمو.

— المواءمة الزمنية بين التدفقات وخدمة الدين: نجحت الدراسة في هندسة جدول سداد القرض (FNI) بما يتوافق تماماً مع دورة حياة المشروع، وذلك عبر التفاوض على فترة إمهال (Différé) طويلة جداً (7 سنوات)، هذه النتيجة حيوية واستراتيجية، حيث جنببت المؤسسة خطر "استنزاف السيولة" طيلة فترة الإنجاز والتشغيل التجريبي، مما يؤكد أن قرار التمويل بُني على مبدأ "التحوط (Hedging)".

— تعظيم العائد عبر الرافعة المالية المدعومة: رغم قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي، إلا أن اللجوء للاقتراض بنسبة 50% كان قراراً رشيداً لاستغلال القرض المدعم (فائدة 3.5%) لتمويل أصل يدر عائداً مرتفعاً جداً ($TRI=21\%$)، مما يخلق فارقاً إيجابياً (Spread) يصب في تعظيم ثروة المساهمين، وبمفهوم آخر: بوجود معدل فائدة 3.5% ومردودية اقتصادية متوقعة (ROI) تفوق 12%، فإن المؤسسة مارست أثراً إيجابياً للرافعة المالية (Levier Financier Positif)، أي أن الاستدانة كانت تزيد من ربحية المساهمين (نظرياً).

3.1. النتائج المتعلقة بالمردودية والأداء المالي (Performance & Profitability):

أسفرت المعالجة الكمية للتدفقات النقدية المتوقعة عن مجموعة من المؤشرات المرجعية التي تؤسس للحكم الاقتصادي بقبول المشروع، وتبرز هوامش الأمان التي استندت إليها الإدارة في اتخاذ قرارها، نوجزها فيما يلي:

— مردودية اقتصادية بـ "هامش أمان" واسع: سجل المشروع صافي قيمة حالية (VAN) موجبة وضخمة (31.8+ مليار دج)، تعني أن المشروع يغطي تكلفته ويحقق فائض ثروة يعادل 60% من قيمة الاستثمار الأصلي، وهو ما يبرر قبول المشروع، كما أظهرت النتائج معدل عائد داخلي مرتفع ($TRI = 21\%$) يفوق بكثير تكلفة الأموال (3.5%) ومعدل الخصم (12%)، إضافة إلى أن الفارق الواسع بين العائد المتوقع وتكلفة الفرصة البديلة يوفر للمؤسسة هامش أمان مالي (Financial Safety Margin) معتبر، يسمح للمشروع بامتصاص الصدمات المحتملة أو تقلبات السوق في التقديرات دون أن يفقد جاذبيته الاقتصادية أو يدخل في منطقة تدمير القيمة، ويتعزز هذا الأمان بصلاصة تشغيلية تبرزها مؤشرات نقطة التعادل، حيث تظهر الجداول أن معدل هامش الاستغلال (EBE/CA) يقارب 50%، مما يعني أن المؤسسة قادرة على تحمل انخفاض في الأسعار أو الكميات دون الدخول في منطقة الخسارة.

— القدرة الهيكلية على خلق القيمة: يؤكد تحليل حسابات النتائج أن المشروع يمتلك قدرة عالية على توليد قيمة مضافة (Valeur Ajoutée) تناهز 70% من رقم الأعمال، وهامش ربح صافي يتجاوز 22% في مرحلة الاستقرار، مما يضمن تغطية مريحة لأعباء الاهتلاكات الضخمة الناجمة عن الاستثمار الجديد.

— استعادة التوازنات وتصاعد التنقيط المالي (Scoring): أظهرت الدراسة وعياً مسبقاً بمسار المخاطر، حيث توقعت تراجعاً مؤقتاً في التنقيط المالي (Scoring) خلال سنوات الاستثمار (2011-2014)، متبوعاً بتعافٍ سريع وصعود نحو المنطقة الآمنة (فوق 4.00) فور التشغيل ابتداءً من 2015، مما يعني أن المشروع مصمم لضمان "الاستدامة المالية (Sustainability)" والتحرر من الديون بحلول 2025 (تغطية 99% من الخصوم بالأموال الخاصة)، ما يعني أن قبول المشروع لا يهدد استمرارية المؤسسة (Continuité d'exploitation).

4.1. استخلاص الفرضيات المرجعية المعتمدة كأساس لتقييم الأداء الفعلي:

لغرض تأسيس قاعدة مرجعية صلبة (Benchmark) تسمح بإجراء المقارنة البعدية (Ex-post)، تم تحديد الفرضيات التأسيسية التي قام عليها النموذج المالي للدراسة، والتي سيتم إسقاطها لاحقاً على واقع المؤسسة لاختبار مدى صمودها أمام المتغيرات، وهي:

- **فرضية الاستقرار الهيكلي لأسعار البيع:** بنت الدراسة نموذج الإيرادات كاملاً على أساس سعر بيع مرجعي ثابت للإسمت قدره 4,000 دج/طن، وعدم تأثره بالمنافسة على طول فترة التخطيط (2011-2025)، تمثل هذه القيمة "السعر المعياري المخطط" الذي سنعتمده لاحقاً لقياس انحرافات رقم الأعمال، ولتحديد ما إذا كانت التغيرات المستقبلية في الإيرادات ناتجة عن "أثر السعر" (تغير السوق) أو "أثر الكمية" (تأخر الإنتاج).
- **فرضية ثبات تكلفة عوامل الاستغلال (سنة الأساس 2011):** اعتمدت الدراسة في تقدير نفقات التشغيل (الطاقة، المواد الأولية، الأجور) على أسعار سنة الأساس 2011 دون إدراج معدلات تضخم تصاعدية للتكاليف، تُعد هذه الفرضية "قاعدة التكلفة المخططة"، والتي سيتم استخدامها لاحقاً لقياس أثر الفجوة الزمنية (بين 2011 و 2022) على تآكل هوامش الربحية، وعزل أثر ارتفاع أسعار المدخلات عن أثر كفاءة التسيير.

- **فرضية رقم الأعمال التراكمي المستهدف (Volume Target):** استهدفت الدراسة تحقيق إجمالي رقم أعمال قدره 225 مليار دج على مدى فترة التخطيط، بناءً على إنتاج تراكمي بـ 56 مليون طن، تمثل هذه الفرضية "سقف الإيرادات المخطط (Revenue Cap)"، والذي سنستخدمه لقياس "تكلفة الفرصة البديلة (Opportunity Cost) الناتجة عن تأخر المشروع، وحساب حجم الفجوة الإيرادية الهيكلية "Structural Revenue Gap" الناجمة عن عدم دخول المصنع حيز الخدمة في الوقت المحدد.

- **فرضية معدل القيمة المضافة الهيكلي (Target VA):** افترضت الدراسة الحفاظ على معدل قيمة مضافة مرتفع في حدود 70% من رقم الأعمال، مدعوماً بتكنولوجيا حديثة وكفاءة في استهلاك الطاقة، وتُعد هذه النسبة "معياري الكفاءة الاقتصادية"، الذي سنعتمده لاختبار ما إذا كان انخفاض المردودية لاحقاً ناتجاً عن تراجع الكفاءة التقنية للمصنع أم عن تضخم أسعار المدخلات الذي لم تتحوط له الدراسة.

- **فرضية كفاءة الدورة التشغيلية (Normative BFR):** حددت الدراسة احتياج رأس المال العامل (BFR) بما يعادل 30 يوماً فقط من رقم الأعمال، تمثل هذه الفرضية "المعيار القياسي للكفاءة الزمنية"، وسنستخدمها لتسليط الضوء على الفجوة بين "التدفق التشغيلي الأمثل (Optimal Flow)"، وبين "الواقع الفعلي" الذي اصطدم بتراكم المخزون وصعوبات التصريف، مما حول المخزون من أصل داعم للنشاط إلى أصل عاطل هيكلياً على الخزينة.

• **فرضية التحوط بالتمويل المختلط (Hedging Structure):** قام النموذج المالي على توازن دقيق بين التمويل الذاتي (50%) والقرض الميسر (50%) مع فترة إمهال 7 سنوات، تمثل هذه الفرضية "قاعدة الأمان المالي"، التي سنثبت من خلالها كيف أن هذا الخيار الذي يعتمد على الدعم هو العامل الوحيد الذي حما المؤسسة من الإفلاس الحتمي أمام كارثة التأخر في الإنجاز.

2. تقييم رشادة القرارين الاستثماري والتمويلي من خلال تحليل مؤشرات الأداء الفعلي:

بعد استعراض الفرضيات التي بنيت عليها دراسة الجدوى وتفكيك السيناريوهات المتوقعة، ينتقل مسار البحث في هذا المحور إلى مرحلة التقييم البعدي (Ex-post Evaluation)، والتي تهدف إلى اختبار مدى صمود تلك التقديرات أمام واقع التنفيذ الفعلي، حيث يتركز هذا التقييم على تحليل دقيق للقوائم المالية ومؤشرات الأداء للمؤسسة عبر مقارنة معيارية بين فترتي ما قبل و ما بعد إنجاز المشروع، ومن خلال تشخيص مؤشرات النمو، التوازن المالي، والمردودية، سنسعى إلى قياس الفجوات بين المخطط والمنجز، واستخلاص مدى توفر معايير الرشادة الاقتصادية والمالية في القرارات الاستراتيجية التي اتخذتها المؤسسة، وذلك عبر المحاور التحليلية التالية:

1.2. تحليل رشادة القرار الاستثماري وأثره على ديناميكية النمو:

ينتقل القرار الاستثماري في مرحلة ما بعد الإنجاز من حيز التخطيط إلى واقع التشغيل، محدثاً تغيراً جوهرياً في القاعدة الإنتاجية للمؤسسة، وتتحدد رشادة هذا التوسع الاستراتيجي بمدى وجود ارتباط طردي بين نمو الأصول الثابتة ونمو مؤشرات النشاط (رقم الأعمال والقيمة المضافة)، فالمعيار الحقيقي لكفاءة الاستثمار لا يكمن في مجرد حيابة الطاقة الإنتاجية، بل في قدرة هذه الأصول الجديدة على توليد تدفقات، إيرادات كافية لتغطية أعباء الهيكل الجديدة وضمان توسع فعلي في حجم النشاط الاقتصادي.

– تأثير تغير ديناميكيات السوق على رشادة القرار الاستثماري:

إن هذا التأخر الزمني الكبير بين الدراسة الأولية والتنفيذ الفعلي أفرز اختلالاً جوهرياً في العلاقة بين الافتراضات التي ثنيت عليها دراسة الجدوى والواقع الاقتصادي الفعلي عند انطلاق المشروع، فبينما كانت الدراسة الأولى تستند إلى وضعية سوق تتميز بارتفاع الطلب وقصور العرض، بحيث اضطرت المؤسسة آنذاك إلى الاستيراد لتغطية حاجيات السوق المحلية، تغير المشهد تماماً مع مرور الوقت، إذ شهد القطاع دخول عدة مؤسسات جديدة رفعت القدرة الإنتاجية الوطنية، مما أدى إلى تشبع السوق المحلي وانخفاض الطلب النسبي عند بداية تشغيل المشروع في ديسمبر 2022؛

هذا التحول جعل المؤسسة تواجه واقعاً مختلفاً كلياً عن الفرضيات الأصلية، حيث أصبحت القدرة الإنتاجية للمصنع تفوق الطلب الفعلي بكثير، وهو ما أدى إلى انخفاض المردودية التشغيلية والاستغلال غير الأمثل للطاقة

الإنتاجية المتاحة، من منظور التحليل المالي يعكس هذا الوضع قصوراً في رشادة القرار الاستثماري، لا سيما في مرحلة تحديث الدراسات التنبؤية وربطها بالتغيرات السوقية والبيئية.

ويتجلى هذا "القصور في الرشادة الزمنية" بوضوح في مؤشرات الأداء الفعلي لسنتي 2023 و 2024، حيث كشفت البيانات أن الخط الجديد يعمل حالياً بطاقة تشغيلية دون القدرات النظرية للمشروع، هذا يعني محاسبياً أن الأصول الضخمة التي تم ضخها (ما يقارب 50 مليار دج في الأصول الثابتة) تتحمل أعباء اهتلاك سنوية ضخمة (قفزت مخصصات الاهتلاك إلى 3.8 مليار دج في 2024)، دون أن يقابلها حجم إيرادات كافٍ لامتنصاص هذا العبء الهيكلي بكفاءة، وعليه تحول المشروع في مرحلته الحالية من "رافعة للنمو" إلى "مركز تكلفة" يعاني من أعباء العطالة الجزئية (Couts de sous-activité)، وهو الثمن المالي المباشر لعدم مراجعة فرضيات الطلب قبل التنفيذ.

وبذلك، يمكن القول إن المشروع يمثل نموذجاً واضحاً لتأثير توقيت القرار الاستثماري وجودة دراسات الجدوى على كفاءة تخصيص الموارد، فغياب المرونة في مراجعة الفرضيات والتكيف مع المعطيات الجديدة للسوق جعل القرار الاستثماري، رغم وجاهته في بدايته يفتقر إلى الرشادة الزمنية والاقتصادية عند التنفيذ.

– الأداء التشغيلي والإنتاجي – تحقيق مستهدفات النمو في سياق سوق متغير:

أظهر الأداء الفعلي بعد تنفيذ المشروع تطور لا بأس به في مستويات إنتاج ومبيعات الكلنكر والأسمنت، مما يؤكد فعالية الاستثمار في زيادة القدرة التشغيلية، إلا أن الأهداف المرجوة من المشروع لم تُحقق وهذا بسبب الوضع الراهن، حيث جاء دخول الخط الجديد في توقيت تزامن مع تراجع الطلب المحلي على الإسمنت نتيجة تباطؤ الاقتصاد الوطني وتشبع السوق بفعل زيادة القدرات الإنتاجية الوطنية، مما دفع المؤسسة إلى إعادة توجيه استراتيجيتها الإنتاجية نحو نموذج مزدوج يوازن بين تلبية الطلب المحلي المتراجع واستغلال الفرص التصديرية المتاحة، خصوصاً في منتج الكلنكر، حيث ساهم هذا في تعويض جزء من تراجع السوق المحلية وتعزيز موقعها في الأسواق الخارجية، ورغم أن تصدير الكلنكر يمثل قيمة مضافة أقل مقارنة بالإسمنت، إلا أن هذه الخطوة تمثل استثماراً استراتيجياً هاماً لاكتساب موطئ قدم في الأسواق العالمية تمهيداً للتحول مستقبلاً نحو تصدير منتجات ذات قيمة مضافة أعلى.

يعكس هذا التكيف قدرة المؤسسة على مواجهة التحديات الاقتصادية وتقلبات السوق، مع ضرورة الاستمرار في تحسين الكفاءة التشغيلية والتسويقية لضمان استدامة النمو وتحقيق الأهداف المرجوة على المدى المتوسط والطويل.

كما تجاوزت إنتاجية القيمة المضافة لكل عامل التوقعات بشكل كبير، دلالة على كفاءة تشغيلية جيدة للخطوط الجديدة، وجاء رقم الأعمال الفعلي أقل بكثير من المتوقع، مما أثر على الهوامش التشغيلية. ورغم هذا التكيف الاستراتيجي، تُصدر القوائم المالية لسنة 2024 "إشارة إنذار مبكر" تتعلق بصعوبة تصريف المنتجات، حيث ارتفعت نسبة (المخزون/ رقم الأعمال) بشكل لافت لتصل إلى 43.75% في 2024 مقارنة بـ 36% في 2023 و 28% في 2022، ورغم أن جزءاً من هذا المخزون يمكن تبريره كاحتياطي أمان استراتيجي مخصص لضمان استمرارية التمويل أثناء فترات الصيانة ومواجهة مخاطر التوقفات التقنية، إلا أن حجم الارتفاع المتسارع يؤكد أن وتيرة الإنتاج لا تزال أسرع من وتيرة التصريف في السوق المشبعة، وهذا يثبت أن الرهان على التصدير وحده لم ينجح بعد في امتصاص كامل الفائض، مما يفرض ضغوطاً إضافية على الخزينة لتمويل الجزء الراكد من المخزون (المخزون الراكد = سيولة مجمدة = عبء تمويلي).

هذا التضخم غير الطبيعي في المخزون يُسقط عملياً "فرضية الكفاءة التشغيلية" التي حددتها الدراسة بـ 30 يوماً (Normative BFR)، مما يؤكد أن نماذج التقدير المعتمدة كانت "ساكنة" (Static) ولم تتحوط لسيناريو تشبع السوق، وهو ما أدى في النهاية إلى تحول المخزون من أصل متداول يدعم النشاط إلى عبء مالي يضغط على السيولة.

– **تطور نمو رقم الأعمال (Chiffre d'Affaires - CA):** أظهر تحليل تطور رقم الأعمال قفزة هيكلية في سنة 2023، حيث انتقل من متوسط 6 مليار دج في السنوات السابقة (2021) ليلبلغ 14.89 مليار دج، وهو ما يجسد ميدانياً دخول الطاقات الإنتاجية الجديدة حيز الاستغلال الفعلي، مما يؤكد نجاح الشق التقني في رفع القدرات الصناعية للمؤسسة، ومع ذلك فإن الاستقرار النسبي (بل والتراجع الطفيف) لرقم الأعمال في 2024 عند 14.7 مليار دج، في ظل تشغيل المصنع بطاقة دون طاقته القصوى، القصوى يشير إلى حدود القدرة التصريفية، فالاستثمار نجح في توفير "القدرة على العرض" لكنه اصطدم بتشبع السوق وصعوبات التصريف، مما جعل نمو النشاط دون مستوى الطموحات التي بنيت عليها دراسة الجدوى (التي كانت تستهدف مستويات أعلى بكثير).

وفي سياق اختبار "فرضية الاستقرار الهيكلي لأسعار البيع (4,000 دج/طن)" التي اعتمدتها الدراسة، يُظهر تحليل الفجوة أن الانحراف عن الأهداف لم يكن ناتجاً عن "أثر السعر" (حيث بقي السعر الفعلي فوق عتبة الدراسة)، بقدر ما كان ناتجاً عن "أثر الكمية (Volume Effect) السلبى، فواقع السوق المشبع في 2024 حال دون تصريف الكميات المستهدفة (4.4 مليون طن)، مما يعني أن الفرضية الساكنة للدراسة

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

سقطت أمام ديناميكية العرض والطلب، حيث لم يتمكن السعر من تعويض النقص الفادح في الكميات المباعة (الناتج عن التشغيل دون الطاقة القصوى) وهو ما يفسر عدم الوصول إلى سقف الإيرادات المخطط له رغم ضخامة الاستثمار.

وعند العودة إلى "فرضية رقم الأعمال التراكمي المستهدف (Volume Target)" التي راهنت على تحقيق 225 مليار دج، نجد أن الواقع يسقط هذه الفرضية كلياً، فرغم النمو الحالي إلا أن التأخر في الإنجاز يعد ضياعاً لسنوات من الاستغلال، وهذا يمثل "تكلفة فرصة بديلة (Opportunity Cost)" ضخمة لا يمكن تعويضها، حيث لم تحقق الإيرادات الهيكلية التي كان يفترض تحصيلها، مما يثبت أن غياب "الرشادة الزمنية" قد حد بشكل ملموس من المردودية الاقتصادية الإجمالية للاستثمار.

وبلغة الأرقام يُقدر حجم هذا الانحراف التراكمي بحوالي 195 مليار دج (الفرق بين 225 مليار المخططة و 29.6 مليار المحققة فعلياً حتى 2024)، وحتى بتبني تقدير أكثر تحفظاً يعتمد على القدرة الحالية للمصنع (14.8 مليار/ سنوياً)، فإن "تكلفة الفرصة الضائعة" خلال سنوات التأخر الثمانية تناهز 118 مليار دج، وهو ما يعادل أكثر من ضعف التكلفة الاستثمارية للمشروع (2.3 مرة)، مما يجسد حجم الهدر الاقتصادي الناجم عن عدم احترام الآجال، وللوقوف بدقة على حجم هذا الأثر المالي، يوضح الجدول الموالي التقدير الكمي للخسائر الناجمة عن عدم احترام الآجال، سواء مقارنة بأهداف الدراسة أو بحساب تكلفة الفرصة البديلة:

الجدول رقم (IV-26): تقدير الأثر المالي للانحراف الزمني وتكلفة الفرصة البديلة للمشروع.

المؤشر	طريقة الحساب والتقدير	القيمة (مليار دج)	الدلالة التحليلية
رقم الأعمال التراكمي المستهدف (1)	حسب فرضية دراسة الجدوى (2011-2025)	225	يمثل سقف الإيرادات الذي وعدت به الدراسة الأصلية.
رقم الأعمال المحقق فعلياً (Total) (2)	المجموع الحسابي للإيرادات المحققة فعلياً حتى 2024	29.61	حصيلة ضئيلة تمثل 13% فقط من الهدف المخطط.
الفجوة الإيرادية الخام (3)	المخطط (2) - المحققة (1)	-195.39	انحراف سالب ضخم يعكس فشل التخطيط الزمني.
تكلفة الفرصة البديلة (4)	محاكاة: افتراض تشغيل المصنع بمتوسط قدرته الحالية (14.8 مليار) خلال سنوات التأخر الـ 8 (2015-2022).	118.40	إيرادات حقيقية "ضائعة" بسبب عدم دخول المصنع في وقته.
التكلفة الاستثمارية للمشروع (5)	حسب القيمة النهائية للأصول الثابتة في الميزانية	50.60	التكلفة الإجمالية لإنجاز المصنع.
مؤشر هدر الاستثمار	= تكلفة الفرصة (4) / تكلفة الاستثمار (5)	2.34 مرة	قيمة التدفقات المفقودة تفوق التكلفة الرأسمالية للمشروع بأكثر من الضعف، مما يعكس تدهوراً حاداً في مؤشر استرداد الاستثمار (ROI).

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الدراسة السابقة.

– **معدل القيمة المضافة (Taux de Valeur Ajoutée):** حافظت المؤسسة على معدل قيمة مضافة مرتفع جداً، حيث سجلت نسبة القيمة المضافة إلى رقم الأعمال (CA / VA) مستويات قياسية بلغت حوالي 70% في 2023 قبل أن تتراجع إلى 62% في 2024، فإن بقاء المعدل فوق عتبة* 60% يؤكد أن الاستثمار يمتلك "صلابة هيكلية" وقدرة عالية على خلق الثروة، مما يثبت وجاهة الخيار التكنولوجي للمصنع الجديد وقدرته على تحقيق هوامش تغطي أعباء التشغيل.

وبإسقاط هذه النتائج على "فرضية معدل القيمة المضافة الهيكلي (Target VA) التي حددت عتبة معيارية بـ 70%، نسجل انحرافاً سلبياً في 2024، وبالعودة إلى القوائم المالية يتضح أن هذا التراجع لا يعود لضعف "الكفاءة التقنية" للآلات، بل هو محصلة لعاملين جوهريين:

- **العامل المحاسبي (أثر المخزون - Stock Effect):** وهو السبب الرئيسي فبالرجوع لجدول حسابات النتائج، نلاحظ أن سنة 2023 تميزت بـ "تغير مخزون" موجب وضخم +5.7 مليار دج، مما ضخّم "إنتاج الدورة" وبالتالي رفع القيمة المضافة، في المقابل شهدت سنة 2024 عملية سحب ضخمة من المخزون -4.5 مليار دج لتلبية الطلب وتقليل التكدس، مما أدى إلى انخفاض "إنتاج الدورة" محاسبياً مقارنة برقم الأعمال، فتراجع المعدل آلياً.
- **العامل التجاري (أثر السعر - Price Effect):** كعامل ثانوي واجهت المؤسسة ضغطاً على الهوامش نتيجة "تأثير المقص السعري"، حيث تزامن استقرار أو ارتفاع تكلفة المدخلات مع انخفاض متوسط سعر البيع الفعلي (من 4,688 دج/طن إلى 4,342 دج/طن).

هذا الانخفاض في المتوسط السعري (7%-) رغم زيادة الكميات، يُعزى أساساً إلى "تغير المزيج البيعي - Mix (Produit Effect)"، حيث لجأت المؤسسة لتصريف المخزون الفائض (خاصة الكلنكر أو المبيعات السائبة) بأسعار من الإسمنت المعبأ، وهي ضريبة ضرورية قبلتها الإدارة لتصحيح وضعية المخزون وتحرير السيولة. وتعزيزاً لهذا التفسير يكشف جدول تطور مبيعات المنتجات عن تحول جذري في هيكل المبيعات (Mix Produit)، ففي سنة 2024 بلغت مبيعات مادة "الكلنكر" (نصف المصنعة) مستوى قياسياً عند 1.96 مليون طن، متجاوزة بذلك مبيعات الإسمنت النهائي (1.43 مليون طن) بفارق كبير، وبما أن الكلنكر يباع بسعر أدنى بكثير من الإسمنت، فإن هيمنته على سلة المبيعات أدت حتماً إلى "تمييع (Dilution)" متوسط

* تم اعتماد نسبة 60% كعتبة مرجعية (Seuil de référence) استناداً إلى المعايير النمطية لقطاع الصناعات الثقيلة، حيث تتطلب الكثافة الرأسمالية العالية لهذا النشاط تحقيق معدلات قيمة مضافة واسعة تكفي لامتناع أعباء الاهتلاكات الضخمة وضمان استرداد تكلفة الاستثمار، خلافاً للصناعات الخفيفة أو التركيبية.

سعر البيع العام للمؤسسة، وبالتالي خفض معدل القيمة المضافة المحقق، وهو ما يثبت أن التراجع في المؤشرات المالية هو نتيجة مباشرة لقرار استراتيجي بتصريف الفوائض نصف المصنعة وليس خلافاً في كفاءة المصنع. وعليه فإن انحراف معدل القيمة المضافة عن الفرضية المرجعية (70%) لا يُفسر كغياب للرشادة التشغيلية، بل يعكس في الحقيقة نوعاً من "الرشادة التكيفية (Adaptive Rationality)"، فقد فضلت الإدارة القيام بمقايضة استراتيجية (Trade-off) التضحية بجزء من الهامش (عبر بيع الكلنكر بسعر أقل وخفض الإنتاج) مقابل مكسب حيوي يتمثل في "تحرير السيولة المجمدة" في المخزون، هذا السلوك يثبت أن المؤسسة انتقلت من منطق "الرشادة التقنية" (الإنتاج لأجل الإنتاج) إلى منطق "الرشادة المالية" (الإنتاج لأجل البيع والتحصيل)، وهو سلوك رشيد ضروري لضمان الاستمرارية في ظل ظروف السوق المشبعة.

— أثر رسملة المشروع على البنية الهيكلية للأصول: أحدث تنفيذ القرار الاستثماري تغييراً جذرياً في ميزانية المؤسسة، تجلّى في التطهير المحاسبي لحساب "تثبيات جاري إنجازها" في 2022 وتحويل ما يقارب 50 مليار دج إلى "تثبيات عينية مستغلة"، هذا التحول الهيكلي يعكس الرشادة في إدارة الأصول، حيث تم تفعيل الاستثمارات المجمدة وتحويلها من أصول عاطلة (تستهلك السيولة ولا تدر عائداً) إلى أصول منتجة، إلا أن ضخامة الكتلة الاستثمارية المثبتة (الأصول الثابتة الصافية) مقارنة بمستوى النشاط الحالي (التشغيل الجزئي) يفرض ضغطاً كبيراً على المردودية المستقبلية بسبب عبء الاهتلاكات، مما يجعل كفاءة هذا التحول مرهونة برفع وتيرة الإنتاج.

2.2. تحليل رشادة القرار التمويلي وأثره على التوازن المالي الهيكلي:

لا تقتصر رشادة القرار التمويلي على مجرد تعبئة الأموال اللازمة للمشروع، بل تتجسد في هندسة هيكل مالي صلب قادر على امتصاص الصدمات التي تفرزها مرحلة ما بعد الإنجاز، وخاصة تضخم احتياجات رأس المال العامل، وإن المحك الحقيقي لسلامة الخيار التمويلي (المزيج بين التمويل الذاتي والاستدانة) يكمن في الحفاظ على هوامش الأمان المالي (الملاءة والسيولة) أثناء فترة التوسع، وضمان أن تكلفة الموارد المستخدمة لا تستنزف التدفقات النقدية التي يولدها الاستثمار، مما يحصن المؤسسة ضد مخاطر العسر المالي.

— الهيكل المالي والملاءة:

كشفت البيانات الفعلية عن هيكل مالي جيد، حيث تجاوزت نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول التوقعات بشكل كبير، وكان مستوى الدين الهيكلي الفعلي أقل بكثير مما كان مقدراً، هذا يشير إلى اعتماد أكبر على التمويل الذاتي أو تسريع سداد الديون، مما أدى إلى ملاءة مالية عالية جداً وسيولة ممتازة فاقت التقديرات الإيجابية لدراسة الجدوى.

وتتجلى متانة الملاءة المالية (Solvabilité) بوضوح من خلال تتبع مؤشر "تغطية الأموال الخاصة للديون"، الذي حافظ على مستويات قياسية ومستقرة، حيث سجل 3.52 مرة في سنة 2023 ليرتفع إلى 3.60 مرة في سنة 2024، هذا الثبات في الأداء يعني أن كل دينار من ديون المؤسسة يقابله أكثر من 3.5 دينار من الأموال الخاصة، وهو هامش تغطية واسع جداً يفوق المعايير التقليدية، مما يثبت أن المؤسسة تحوز على "قدرة وفاء" مطلقة بالتزاماتها تجاه الغير، ويؤكد نجاح استراتيجية التمويل في تحصين الذمة المالية للمؤسسة ضد أي مخاطر للعسر على المدى المتوسط والبعيد.

كانت قرارات التمويل رشيدة ومتحفظة، فالمؤسسة لم تكتف بتغطية احتياجات المشروع بفاعلية، بل عززت استقلاليتها المالية بشكل كبير، وقللت من الاعتماد على الديون، مما وفر لها مرونة كبيرة في مواجهة التحديات السوقية غير المتوقعة (مثل تشبع السوق) وضغوط الربحية التشغيلية، هذا الهيكل المالي الجيد هو عامل حاسم في استدامة المؤسسة في ظل الظروف الصعبة.

– **الاستقلالية المالية والمديونية:** تكشف نسب الهيكل المالية عن توجه استراتيجي نحو الرشادة المتحفظة (Conservative Rationality)، حيث بلغت نسبة الاستقلال المالي (الأموال الخاصة / إجمالي الخصوم) ما يقارب 78% في 2024، وهو معدل أمان مرتفع جداً يحصن المؤسسة ضد أي مخاطر إفلاس، مع انحصار المديونية المالية في مستويات متدنية (حوالي 11 مليار دج فقط)، كما أن العبء المالي لهذه الديون بقي شبه معدوم، حيث لم تتجاوز نسبة الأعباء المالية إلى رقم الأعمال 1.77% في 2024، مما يعني أن المؤسسة نجحت في تحييد المخاطر المالية تماماً، لتكرس جهودها لمعالجة المخاطر التشغيلية والتسويقية، هذا الهيكل يؤكد أن المؤسسة لم تنجرف وراء الاستدانة المفرطة لتمويل مشروعها الضخم، بل اعتمدت على التمويل الذاتي وتراكم الأرباح، مما وفر لها ملاءة مالية قوية ومرونة للتفاوض مع البنوك مستقبلاً، وإن كان هذا التحفظ المفرط قد يعني عدم الاستغلال الأمثل للوفورات الضريبية التي تتيحها الاستدانة (الرافعة المالية).

وهنا يتجلى بوضوح نجاح "فرضية التحوط المالي" (50% تمويل ذاتي) التي تبنتها الدراسة، فلو اعتمدت المؤسسة على تمويل بنكي كلي (كما هو الحال في مشاريع أخرى)، لكانت أعباء الفوائد المتراكمة خلال سنوات التأخر كفيلاً بإعلان إفلاس المشروع قبل انطلاقه، إذن هذا الهيكل المحافظ (Conservative Structure) هو الذي امتص صدمة التأخر الزمني.

– **مؤشرات التوازن المالي (FR-BFR-TN):** أظهرت مؤشرات التوازن المالي للفترة (2023 – 2024) رشادة القرار التمويلي في مواكبة المتطلبات التشغيلية للمشروع الجديد، فعلى الرغم من الارتفاع الملحوظ في

احتياجات رأس المال العامل (BFR) التي انتقلت من 6.6 مليار دج في 2023 لتصل إلى 8.5 مليار دج في 2024 نتيجة تراكم مخزونات الخط الجديد، إلا أن رأس المال العامل الصافي (FR) الذي تطور من 11.7 مليار دج (2023) ليبلغ 16.5 مليار دج (2024) تمكن من تغطية هذه الاحتياجات التشغيلية المتزايدة كلياً، وتكمن الرشادة هنا في نجاح الهندسة المالية في تمويل دورة استغلال المشروع بموارد دائمة ومستقرة، مما أفرز خزينة صافية (TN) إيجابية (ارتفعت من 5 إلى 8 مليار دج)، وهو ما حيد مخاطر السيولة وضمن استمرارية نشاط المشروع رغم بطء وتيرة تصريف منتجاته.

– السيولة وإدارة رأس المال العامل (كفاءة ملحوظة ومرونة تشغيلية): أظهرت مؤشرات السيولة تحسناً نوعياً، حيث ارتفعت نسبة السيولة العامة من 3.25 في 2023 لتصل إلى 3.97 في 2024، مدعومة بقفزة في نسبة السيولة الفورية إلى 1.44، ويعود الفضل في هذه الملاءة إلى الكفاءة في إدارة رأس المال العامل الصافي (FR)، الذي تعزز ليبلغ 16.5 مليار دج في 2024، مما مكّنه من التغطية الشاملة لاحتياجات رأس المال العامل (BFR) التي ارتفعت إلى 8.5 مليار دج نتيجة تراكم مخزونات المشروع الجديد، وتتجلى رشادة القرار المالي هنا في اعتماد استراتيجية "التمويل الفائض"، حيث ضمنت المؤسسة أن تكون مواردها الدائمة أكبر بكثير من استخداماتها التشغيلية، مما وفر لها خزينة صافية موجبة، وهو ما يؤكد قدرة المؤسسة على إدارة دورتها التشغيلية وتوليد سيولة كافية للوفاء بالتزاماتها قصيرة وطويلة الأجل بكفاءة، وتكمن رشادة التسيير في القدرة على تحويل هذا التوازن المالي إلى واقع تشغيلي آمن، فرغم التحديات السوقية وتباطؤ دوران المخزون (الذي يشكل ضغطاً عادةً)، نجحت الإدارة في الحفاظ على تدفقات نقدية حرة ووضع سيولة قوي، مما منح المؤسسة مرونة تشغيلية عالية تسمح لها بمواصلة نشاط المشروع الجديد دون أي ضغوط من الدائنين أو اختناق في الخزينة، ضامنة بذلك استمرارية العمليات.

– تقييم أثر الانحراف الزمني على خطة التمويل (إعادة جدولة تسديد قرض FNI): سجل مشروع التوسعة تأخراً زمنياً في آجال الإنجاز مقارنة بالبرنامج المخطط لها في دراسة الجدوى الأصلية، وفي ظل غياب تحيين فعلي للدراسة الاقتصادية لمواكبة تغيرات السوق، لجأت المؤسسة إلى معالجة الآثار المالية لهذا التأخر من خلال إعادة هندسة خطة التمويل، تمثلت هذه المعالجة أساساً في التفاوض مع الصندوق الوطني للاستثمار (FNI) لإعادة برمجة (Rééchelonnement) تسديد القرض، حيث تم تمديد فترة السماح وتعديل جداول الاستحقاق لتتلاءم مع تاريخ الدخول الفعلي في الإنتاج، هذا الإجراء وإن كان ضرورياً لتخفيف العبء النقدي

(Trésorerie) في السنوات الأولى، إلا أنه يطرح تساؤلات حول رشادة القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد من مردودية المشروع بعد تغير المعطيات الاقتصادية طوال فترة التأخر.

يظهر جدول استهلاك القرض الملحق رقم (10) تمديد فترة الإمهال (Période de différé) لتصل إلى 84 شهراً، مما أدى إلى إزاحة تاريخ أول استحقاق للدفع إلى 13 أوت 2024، وتعتمد هذه الجدولة على تسديد أصل الدين البالغ 11.58 مليار دج وفق أقساط نصف سنوية بمديونية متناقصة (اهتلاك ثابت للأصل)، وهو إجراء يهدف إلى مواءمة التدفقات النقدية الخارجة مع بداية الدورة الاستغلالية الفعلية للمصنع.

3.2. تقييم المردودية والأداء المالي (Profitability & Performance Evaluation):

تمثل مؤشرات المردودية المحصلة النهائية (Synthetic Outcome) التي تتلاقى عندها مخرجات الكفاءة التشغيلية للاستثمار مع تكلفة الهيكل المالي، فالحكم النهائي على نجاح المشروع يتحدد بمدى قدرة هوامش الاستغلال المحققة على استيعاب أعباء الاهتلاكات الجديدة وتكاليف التمويل، وصولاً إلى تحقيق عائد صافٍ للمساهمين، وبالتالي فإن تحليل مسار المردودية هو الذي يكشف ما إذا كان المشروع قد نجح في "خلق القيمة" كما وعدت الدراسة، أم أنه انزلق إلى "تدمير الثروة" نتيجة الفجوات بين التقديرات والواقع.

– **مردودية الاستغلال وتطور الهوامش التشغيلية:** شهدت كفاءة الاستغلال تراجعاً هيكلياً واضحاً، حيث كشفت البيانات عن انكماش الهوامش التشغيلية بين سنتي 2023 و 2024، فقد انخفض معدل القيمة المضافة (VA/CA) من 70.5% إلى 62.2%، متبوعاً بتراجع ملحوظ في هامش الفائض الإجمالي للاستغلال (EBE/CA) الذي انتقل من 53% في 2023 ليستقر عند 41% في 2024.

جاءت هذه المستويات دون التوقعات الأولية للدراسة (التي راهنت على هوامش أعلى)، وتتسق هذه النتيجة تماماً مع حالة تشبع السوق والاستغلال غير الأمثل للطاقة الإنتاجية، ويعد هذا التراجع مؤشراً مالياً مباشراً على تآكل الكفاءة تحت ضغط "تكلفة العطالة (Cout de sous-activité)"، الناجمة عن توزيع التكاليف الثابتة للمصنع الجديد على حجم إنتاج محدود، فالأصول الضخمة للمصنع الجديد (50 مليار دج) تفرز أعباءً ثابتة هائلة (اهتلاكات، صيانة هيكلية، رواتب ثابتة) لا تتغير بتغير الإنتاج، وعندما يتم توزيع هذه "الكتلة الثابتة" على حجم إنتاج محدود (أقل من الطاقة القصوى)، ترتفع نصيب الوحدة الواحدة من التكلفة الثابتة، مما يلتهم جزءاً كبيراً من الهامش.

ومن منظور تقييم الرشادة يكشف هذا الوضع أن فعالية الاستغلال تأثرت سلباً بعدم توافق القدرات الإنتاجية الضخمة مع حجم الطلب الفعلي، ورغم أن نسبة 41% لا تزال تعتبر مقبولة، إلا أن الاتجاه التنازلي يدق ناقوس الخطر بضرورة معالجة فجوة الإنتاج لضمان عدم استنزاف الهوامش مستقبلاً.

وفي سياق اختبار "فرضية ثبات تكلفة عوامل الاستغلال" (سنة الأساس 2011)، يظهر التحليل التفصيلي أن السقوط الجزئي لهذه الفرضية لم يكن بسبب "تضخم التكاليف المتغيرة" كما قد يتبادر للذهن، بل بسبب "ثقل (عبئ) التكاليف الثابتة"، فبالرجوع إلى جدول النسب، نجد أن نسبة (المشتريات المستهلكة/رقم الأعمال) ظلت مستقرة تماماً عند حدود 25%، مما يثبت أن المؤسسة نجحت في تحييد أثر تضخم أسعار المواد والطاقة (أو مررتة في السعر).

وعليه، فإن الفجوة بين الهامش المخطط (50%) والمحقق (41%) ليست ناتجة عن تصاعد حاد في تكلفة المواد الأولية، بل هي ناتجة عن اختلال في معادلة (الإيراد النوعي مقابل التكلفة الهيكلية)، فمن جهة تراجعت "جودة الإيرادات" نتيجة التوجه نحو بيع منتجات ذات قيمة مضافة أقل (الكلنكر) ووقف التخزين، ومن جهة أخرى بقيت "التكلفة الهيكلية" للمصنع (الاهتلاكات والأعباء الثابتة) عند مستوياتها العالية، إذن العبء الحقيقي الذي أثقل كاهل المردودية ليس "سعر المدخلات" بل هو "حجم النشاط" الذي لم يصل بعد إلى "العتبة الحرجة (Critical Mass)" الكفيلة بامتصاص الأعباء الثابتة للمشروع.

— **المردودية المالية والاقتصادية:** سجلت معدلات المردودية الاقتصادية (ROI) والمالية (ROE) انخفاضاً في 2024 لتستقر عند مستويات متواضعة (حوالي 4%)، هذا الانخفاض لا يعكس بالضرورة فشلاً في التسيير، بل هو نتيجة لـ "أثر المقام" (تضخم قاعدة الأصول والأموال الخاصة بعد استلام المشروع) مقابل "ثبات البسط" (النتائج المحققة)، من منظور تقييم الرشادة فإن هذه النسب المنخفضة حالياً تشير إلى أن المشروع الجديد لا يزال في مرحلة استيعاب الأعباء الرأسمالية، حيث لم يصل بعد إلى العتبة التي يغطي فيها تكلفة رأس المال المستثمر فيه، مما يجعل المردودية الحالية للمؤسسة مدعومة بشكل رئيسي بأداء الأصول القديمة المتهلكة.

— **تحليل تطور النتيجة الصافية وهامش الربح الصافي (المتانة المالية):** على الرغم من التراجع في الهوامش التشغيلية، أظهرت المؤسسة قدرة عالية على "حماية" ربحيتها، فقد سجلت نتيجة صافية قدرها 3.1 مليار دج في 2024 (مقابل 3.8 مليار دج في 2023)، محققة بذلك هامش ربح صافي (Marge Nette) مريح جداً يقدر بـ 20.37% ويعود الفضل في هذا الصمود إلى الكفاءة في إدارة الأعباء خارج الاستغلال، وتحديد الأعباء المالية التي بقيت شبه معدومة (نسبة الفوائد إلى رقم الأعمال لم تتجاوز 1.77%)، بالإضافة إلى الدور

الداعم للخطوط القديمة التي بفضل اهتلاكها المحاسبي، تساهم في تعويض نقص مردودية الخط الجديد، وعليه تثبت هذه النتائج الرشادة الشاملة للقرار التمويلي، فالهندسة المالية للمشروع (التي اعتمدت على التمويل الذاتي والقروض الميسرة) لعبت دور "الدرع الواقعي" الذي منع انتقال ضغوط التشغيل إلى النتيجة الصافية، وبذلك نجحت المؤسسة في الحفاظ على ثروة المساهمين عند مستويات مقبولة رغم التحديات السوقية، وإن كان استمرار هذا الوضع مرهوناً بمعالجة الطاقات العاطلة قبل أن تتحول الاهتلاكات إلى عبء دائم.

3. الحوصلة التركيبية لتقييم رشادة القرارات واختبار الفرضيات:

تتوجّب لهذا المسار التحليلي الذي استهدف اختبار دور دراسات الجدوى والتحليل المالي في ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية بمؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف (ECDE)، ومن خلال تفكيك العلاقة الجدلية بين "السيناريو المخطط (2011)" و"الواقع المنجز (2023-2024)"، أفضت الدراسة إلى جملة من الاستخلاصات الجوهرية التي تؤكد صحة فرضيات البحث وتحدد مستوى الرشادة المحقق:

3.1. تقييم الرشادة الاستثمارية (بين الواجهة الاستراتيجية والقصور الزمني):

أثبتت النتائج أن القرار الاستثماري اتسم بـ "رشادة هيكلية" واضحة، تجسدت في خيار التوجه نحو "اقتصاديات الحجم" وتحديث القاعدة التكنولوجية، وهو ما أكدته معدلات القيمة المضافة المرتفعة (والتي تراجعت ظرفياً في 2024 لأسباب تتعلق باستراتيجية تصريف المخزون وليس بكفاءة الآلات)، إلا أن هذه الرشادة قابلها "قصور في الرشادة الزمنية والتسويقية"، حيث أدى عدم تحيين فرضيات الدراسة (ثبات الأسعار والطلب) وفق المتغيرات المستجدة خلال فترة التأخر إلى فجوة عميقة بين الطاقة الإنتاجية الضخمة والقدرة الاستيعابية للسوق، وقد ترتب على ذلك نشوء "تكلفة عطالة هيكلية" (الجزء من التكاليف الثابتة الذي لم يستغل) نتيجة تدني معدل الاستغلال، مما أدى إلى انخفاض هوامش الاستغلال الفعلية مقارنة بالتوقعات، مما يعني أن القرار كان صائباً فنياً ولكن توقيتته وتنفيذه افتقر إلى المرونة الكافية لمواكبة ديناميكية السوق.

3.2. فعالية الرشادة التمويلية في ضمان الاستدامة المالية للمؤسسة:

في مقابل تراجع مؤشرات الأداء التشغيلي، تجلت القيمة الحقيقية للتحليل المالي في "الرشادة التحوطية أو الوقائية" للقرار التمويلي، فقد نجحت المؤسسة بفضل هندسة مالية محكمة (مزيج من التمويل الذاتي وإعادة جدولة القروض الميسرة)، في بناء حصانة مالية صلبة تمثلت في ملاءة عالية واستقلالية مالية تناهز 78%، مع تحييد شبه كلي لأثر الأعباء المالية على النتيجة، هذه الرشادة لم تكتفِ بتوفير الموارد فحسب بل ساهمت في استيعاب التغيرات السلبية للدورة التشغيلية (ارتفاع احتياجات رأس المال، تراكم المخزون)، وحماية النتيجة الصافية

من التراجع، مما يثبت أن القرار التمويلي كان العامل الحاسم في ضمان التوازن المالي للمؤسسة وتجنبها مخاطر العسر المالي في مرحلة التوسع الحرجة.

3.3. الحكم النهائي على دور دراسة الجدوى والتحليل المالي في ترشيد كل من القرار الاستثماري والتمويلي:

وعليه يمكن الجزم بأن دراسة الجدوى والتحليل المالي في حالة مؤسسة (ECDE) لم يكونا مجرد إجراءات إدارية، بل شكلا "أداة توجيه استراتيجي فعالة"، انعكس أثرها المزدوج من خلال المسارين الآتيين:

- على مستوى التمويل: وفرت هذه الآلية "قاعدة أمان" ضمنت الاستدامة المالية.
- على مستوى الاستثمار: رغم انحراف الفرضيات الساكنة (Static Hypotheses) عن الواقع التضخمي، ورغم الفشل في تحقيق "فرضية رقم الأعمال التراكمي" (بسبب ضياع 8 سنوات من الاستغلال)، إلا أن الدراسة وضعت الأسس لقاعدة إنتاجية قوية تملك إمكانات نمو مستقبلية عالية.
- إن الرشادة في هذه القرارات ليست حالة مطلقة، بل هي محصلة التوازن بين "المخاطرة المحسوبة" (الاستثمار) و"الأمان المضمون" (التمويل)، وقد نجحت المؤسسة في تحقيق هذا التوازن بامتياز في الشق المالي، بينما يبقى رهان الرشادة الاستثمارية الكاملة مؤجلاً ومعلقاً بشرط واحد: رفع وتيرة الاستغلال لوقف تكلفة العطالة.

المبحث الثالث: فعالية التقييم المالي والاقتصادي في ترشيد القرارات: دراسة تحليلية لمشروع استثماري جديد

بمؤسسة ENOF

جاء مشروع استغلال الصخور الكلسية لإنتاج كربونات الكالسيوم الذي أنجزته مؤسسة ENOF، نتيجة إدراكها المتزايد المدعوم بتحليلات السوق للنمو الذي تشهده عدة قطاعات في الجزائر، لاسيما الصناعات التحويلية ومواد البناء ومعالجة المياه، وقد صاحب هذا النمو ارتفاع ملحوظ في الطلب على كربونات الكالسيوم باعتبارها مادة أساسية في مختلف العمليات التقنية لهذه الأنشطة الصناعية، ومن ثم يُعد المشروع استجابة استراتيجية تهدف إلى توفير مورد صناعي حيوي يدعم استمرارية هذه المنشآت ويعزز التكامل بين الأنشطة المنجمية ومتطلبات السوق الوطنية، ويركز المبحث على تقييم فعالية القرارين الاستثماري والتمويلي المتخذة، ومدى مساهمة المشروع في تعزيز الأداء المالي للمؤسسة واستدامة نشاطها.

المطلب الأول: تحليل القوائم المالية الأساسية لمؤسسة ENOF

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

تتيح دراسة وتحليل كل من بنود الميزانية وجدول حسابات النتائج تقييم لوضع المؤسسة المالي، وتحديد مدى قدرتها على تحقيق الأرباح، وإدارة مواردها بكفاءة، بالإضافة إلى الكشف عن نقاط القوة والضعف المالية التي تؤثر على استدامة نشاطها.

1. عرض القوائم المالية الأساسية لمؤسسة ENOF:

يعرض الجدولين الماليين جانبي الأصول والخصوم للميزانية المالية لمؤسسة ENOF، مع التركيز على مبدأ المقارنة بين سنوات الدراسة (2020-2024).

الجدول رقم (IV-27): جانب الأصول للميزانية المالية المفصلة لمؤسسة ENOF.

الوحدة: 10³ دج (KDA)

الأصول	2020	2021	2022	2023	2024
الأصول غير جارية					
فارق بين اقتناء-منتوج					
تثبيات معنوية	899 558	802 499	718 675	620 244	2 641 757
تثبيات عينية	3 292 103	2 926 890	2 680 707	2 969 430	10 272 161
أراضي	1 141 465	1 141 465	1 141 465	1 141 465	1 141 465
بنايات	429 246	442 308	403 513	405 083	2 899 466
تثبيات عينية أخرى	1 721 392	1 343 117	1 135 729	1 422 882	6 231 230
تثبيات ممنوح امتيازها	--	--	0	0	0
تثبيات يجري إنجازها	6 898 076	8 765 281	12 622 181	15 674 354	9 646 084
تثبيات مالية	-	--	--	--	--
سندات موضوعة	-	--	--	--	--
مساهمات أخرى	256 445	256 445	256 605	216 605	232 120
سندات أخرى مثبتة	0	--	--	--	--
القروض والأصول المالية الأخرى	1 891 761	663 672	738 513	800 590	840 630
ضرائب مؤجلة	275 477	109 197	207 534	219 898	232 213
حسابات الربط	-	-	-	-	-
مجموع أصول غير جارية	13 513 420	13 523 984	17 224 214	20 501 121	23 864 964
أصول جارية	--	--	--	--	--
مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ	2 742 221	3 276 345	3 962 478	4 804 350	5 935 130
حسابات دائنة واستخدامات	-	--	--	--	--
الزبائن	3 046 112	4 002 650	4 120 295	3 785 146	3 898 880
المدينون الآخرون	1 518 663	2 176 671	1 188 608	857 289	849 717
الضرائب وما شابهها	156 096	163 991	215 907	244 547	336 338
حسابات دائنة أخرى	-	--	--	--	--
الموجودات وما شابهها	-	--	--	--	--
الأموال الموظفة والأصول	-	--	--	--	--
الخزينة	1 255 617	1 009 275	405 423	399 452	624 064
مجموع الأصول الجارية	8 718 708	10 628 932	9 892 712	10 090 783	11 644 128
مجموع الأصول	22 232 128	24 152 916	27 116 926	30 591 904	35 509 092

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

المصدر: مؤسسة ENOF، مديرية المالية والمحاسبة.

الجدول رقم (IV-28): جانب الخصوم للميزانية المالية المفصلة لمؤسسة ENOF.

الوحدة: 10³ دج (KDA)

السنوات					الخصوم
2024	2023	2022	2021	2020	
رؤوس الأموال الخاصة					
1 100 000	1 100 000	1 100 000	1 100 000	1 100 000	رأس مال تم إصداره
---	---	---	---	---	رؤوس أموال أخرى
3 967 717	3 967 717	3 967 717	3 967 717	3 967 717	العلاوات المرتبطة برأس المال
---	---	---	---	---	فارق إعادة التقييم
---	---	---	---	---	فارق المعادلة
229 756	234 959	200 625	169 598	12 117	نتيجة الصافية
80 528	-154 431	-355 057	-524 654	-456 474	رؤوس أموال أخرى - الأرباح المرحلة
2 574 655	2 574 655	2 574 655	2 574 655	2 574 655	رؤوس أموال أخرى
---	---	---	---	---	الشركة المدمجة 01
---	---	---	---	---	حصة ذوي الأقلية 01
7 952 657	7 722 901	7 487 942	7 287 316	7 198 015	مجموع رؤوس الأموال الخاصة
---	---	---	---	---	الخصوم الغير الجارية
18 492 752	16 697 141	14 601 235	12 926 727	11 575 320	قروض وديون غير جارية
10 813	10 802	10 763	10 212	36 890	ضرائب
---	---	---	---	---	ديون أخرى غير جارية
1 896 524	1 752 649	1 630 636	1 509 704	1 366 509	مؤنات ومنتجات ثابتة
20 400 089	18 460 592	16 242 633	14 446 643	12 978 720	مجموع الخصوم غير جارية
---	---	---	---	---	الخصوم الجارية
4 161 017	3 000 080	2 433 027	1 742 527	1 396 417	موردون وحسابات ملحقه
582 116	368 481	333 968	285 435	265 383	ضرائب
2 023 010	1 039 850	619 356	390 994	393 593	ديون أخرى
390 203	---	---	---	---	خزينة سلبية
7 156 347	4 408 411	3 386 351	2 418 957	2 055 393	مجموع الخصوم الجارية
35 509 093	30 591 904	27 116 926	24 152 916	22 232 128	مجموع الخصوم

المصدر: مؤسسة ENOF، مديرية المالية والمحاسبة.

يبين الجدول رقم (IV-29) جدول حساب نتائج مؤسسة ENOF للفترة الممتدة من 2020 إلى 2024،

حيث يبرز تطور مختلف العناصر مما يوفر أساسًا لتحليل شامل لأدائها المالي خلال سنوات الدراسة.

الجدول رقم (IV-29): عرض جدول حساب نتائج مؤسسة ENOF.

الوحدة: 10³ دج (KDA)

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

2024	2023	2022	2021	2020	البيان
5 158 608	4 236 844	3 624 907	4 003 911	3 924 147	مبيعات و منتجات ملحقة
1 126 466	643 463	622 232	527 584	149 850	تغير المخزونات ، المنتجات النهائية و نصف مصنعة
1 455 447	2 661 085	2 044 485	1 293 730	1 025 417	الإنتاج المُثبت
---	---	---	---	-	إعانات الإستغلال
7 740 521	7 541 392	6 291 624	5 825 226	5 099 414	نتيجة السنة المالية
1 611 827	1 336 067	1 161 384	1 209 714	1 273 893	مشتريات مستهلكة
1 382 803	2 558 389	1 849 835	1 129 756	723 229	خدمات خارجية و استهلاكات أخرى
2 994 630	3 894 456	3 011 219	2 339 470	1 997 123	إستهلاك السنة المالية
4 745 891	3 646 937	3 280 406	3 485 756	3 102 291	القيمة المضافة للإستغلال (VA)
3 116 348	2 829 581	2 595 737	2 496 663	2 378 154	أعباء العمال
106 014	44 731	42 960	90 049	86 415	الضرائب ، الرسوم و المدفوعات المماثلة
1 523 529	772 625	641 709	899 044	637 722	إجمالي فائض الاستغلال (EBE)
121 168	59 267	128 484	23 603	114 810	المنتجات العملية الأخرى
137 431	69 263	30 370	17 741	14 055	الأعباء العملية الأخرى
892 796	696 283	722 130	1 183 837	1 132 429	مخصصات الإهلاكات و المؤونات و خسائر القيمة
67 618	187 065	143 919	617 349	401 774	استرجاع على خسائر القيمة
682 089	253 411	161 612	338 418	7 823	النتيجة العملية (RO)
139 601	118 256	98 153	100 211	172 095	المنتجات المالية
337 694	57 402	8 449	101 507	121 934	الأعباء المالية
-198 093	60 854	89 703	-1 295	50 161	النتيجة المالية (RF)
483 996	314 264	251 315	337 122	57 984	النتيجة العادية قبل الضرائب (ROAI)
266 543	91 630	-148 476	0	-	الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية
12 303	12 325	97 786	-167 524	-45 867	الضرائب المؤجلة (تغيرات) على النتائج العادية
8 068 909	7 905 980	6 662 180	6 566 390	5 788 093	مجموع مُنتجات الأنشطة العادية
7 839 153	7 671 020	6 461 555	6 396 792	5 775 977	مجموع أعباء الأنشطة العادية
229 756	234 959	200 625	169 598	12 117	النتيجة الصافية للأنشطة العادية (RAO)
---	---	---	---	-	عناصر غير عادية مُنتجات (تحدد)
---	---	---	---	-	عناصر غير عادية أعباء (تحدد)
---	---	---	---	-	النتيجة غير العادية (RE)
229 756	234 959	200 625	169 598	12 117	النتيجة الصافية للسنة المالية (RN)

المصدر: مؤسسة ENOF، مديرية المالية والمحاسبة.

2. التحليل الأفقي والعمودي للقوائم المالية لمؤسسة ENOF:

نتقل الآن لتشخيص الوضعية المالية لمؤسسة ENOF، وذلك بإخضاع قوائمها المالية للتحليلين الأفقي والعمودي، بهدف رصد أهم التغيرات التي طرأت على هيكلتها المالية.

– التحليل الأفقي للقوائم المالية لمؤسسة ENOF:

بعد عرض القوائم المالية لمؤسسة ENOF، سيتم إجراء تحليل أفقي وعمودي لتبيان تطور البنود الرئيسية وتحديد نسبتها داخل الميزانية، مما يساهم في كشف التغيرات المالية الهامة وتقييم الأداء المالي بدقة.

جدول رقم (IV-30): التحليل الأفقي لجانب الأصول من الميزانية المالية لمؤسسة ENOF.

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

الأصول	السنوات				
	2024	2023	2022	2021	2020
نسبة التغير %					
أصول غير جارية					
فارق بين اقتناء-منتوج					
تثبيات معنوية	--	-14	-10	-11	-10
تثبيات عينية	--	11	-8	-11	---
أراضي	--	--	--	0	0
بنايات	--	--	-9	3	-3
تثبيات عينية أخرى	--	25	-15	-22	-25
تثبيات ممنوح امتيازها	--	---	--	--	--
تثبيات يجري إنجازها	-38	24	44	27	92
تثبيات مالية	--	--	--	--	---
سندات موضوعة	--	--	--	--	---
مساهمات أخرى	7	-16	0	--	0
سندات أخرى مثبتة	--	--	--	--	---
القروض والأصول المالية الأخرى	5	8	11	-65	-29
ضرائب مؤجلة	6	6	89	-60	-4
حسابات الاتصال					
مجموع أصول غير جارية	16	19	27	0	16
أصول جارية	--	--	--	--	---
مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ	24	21	21	19	14
حسابات دائنة واستخدامات	--	--	--	--	--
الزبائن	3	-8	3	31	20
المدينون الآخرون	-1	-28	3	43	-52
الضرائب وما شابهها	38	13	-13	5	-39
حسابات دائنة أخرى	--	--	--	--	---
الموجودات وما شابهها	--	--	--	--	---
الأموال الموظفة والأصول	--	--	--	--	---
الخزينة	56	-1	-60	-20	26
مجموع أصول جارية	15	2	-7	22	-7
مجموع الأصول	16	13	12	9	6

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الميزانية المالية لمؤسسة ENOF.

جدول رقم (IV-31): التحليل الأفقي لجانب الخصوم من الميزانية المالية لمؤسسة ENOF.

الخصوم	السنوات				
	2024	2023	2022	2021	2020
نسبة التغير %					
رؤوس الأموال الخاصة					
رأس مال تم إصداره	---	---	---	---	---
رؤوس أموال أخرى	---	---	---	---	---
العلاوات المرتبطة برأس المال	---	0	---	---	---
فارق إعادة التقييم	---	---	---	---	---
فارق المعادلة	---	---	---	---	---
نتيجة الصافية	-2	17	18	1300	-104
رؤوس أموال أخرى - الأرباح المرحلة	-152	-57	-32	15	188
رؤوس أموال أخرى	---	---	---	---	---
الشركة المدمجة 01	---	---	---	---	---
حصة ذوي الأقلية 01	---	---	---	---	---
مجموع رؤوس الأموال الخاصة	3	3	3	1	---
الخصوم الغير الجارية	---	---	---	---	---
قروض وديون غير جارية	11	14	13	12	6
ضرائب	0	0	5	-72	---

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

---	---	---	---	---	ديون أخرى غير جارية
8	7	8	10	10	مؤونات ومنتجات ثابتة
11	14	12	11	6	مجموع الخصوم غير جارية
---	---	---	---	---	الخصوم الجارية
39	23	40	25	36	موردون وحسابات ملحقه
58	10	17	8	-9	ضرائب
95	68	58	-1	17	ديون اخرى
---	---	---	---	---	خزينة سلبية
62	30	40	18	24	مجموع الخصوم الجارية
16	13	12	9	6	مجموع الخصوم

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الميزانية المالية لمؤسسة ENOF.

جدول رقم (IV-32): التحليل الأفقي لحساب النتائج لمؤسسة ENOF.

البيان	2020	2021	2022	2023	2024
نسبة التغير %					
مبيعات و منتجات ملحقه	2	2	-9	17	22
تغير المخزونات ، المنتجات النهائية و نصف مصنعة	-78	---	18	3	75
الإنتاج المُثبت	110	26	58	30	-45
إعانات الإستغلال	---	---	---	---	---
نتيجة السنة المالية	2	14	7	20	3
مشتريات مستهلكة	9	-5	-4	15	21
خدمات خارجية و استهلاكات أخرى	12	56	64	38	-46
إستهلاك السنة المالية	10	17	29	29	-23
القيمة المضافة للإستغلال (VA)	-3	12	-6	11	30
أعباء العمال	14	5	4	9	10
الضرائب ، الرسوم و المدفوعات المماثلة	13	4	-52	4	137
إجمالي فائض الاستغلال (EBE)	-38	41	-29	20	97
المنتجات العملية الأخرى	517	-79	444	-54	104
الأعباء العملية الأخرى	-68	26	71	128	98
مخصصات الإهلاكات و المؤونات و خسائر القيمة	-31	5	-39	-4	28
استرجاع على خسائر القيمة	1193	54	-77	30	-64
النتيجة العملية (RO)	---	---	-52	57	169
المنتجات المالية	20	-42	-2	20	18
الأعباء المالية	---	---	---	---	---
النتيجة المالية (RF)	-64	-103	-7028	-32	-426
النتيجة العادية قبل الضرائب (ROAI)	---	---	-25	25	54
الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية	---	---	---	-38	191
الضرائب المؤجلة (تغيرات) على النتائج العادية	---	---	-105	-113	-200
مجموع مُنتوجات الأنشطة العادية	11	13	5	19	2
مجموع أعباء الأنشطة العادية	5	11	1	19	2
النتيجة الصافية للأنشطة العادية (RAO)	---	---	18	17	-2
عناصر غير عادية مُنتوجات (تحدد)	---	---	---	---	---
عناصر غير عادية أعباء (تحدد)	---	---	---	---	---
النتيجة غير العادية (RE)	---	---	---	---	---
النتيجة الصافية للسنة المالية (RN)	---	---	18	17	-2

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات جدول حسابات النتائج لمؤسسة ENOF.

تلخص الجداول أعلاه بيانات التحليل الأفقي لقوائم المؤسسة المالية، موضحة معدلات النمو والتراجع في بنود الميزانية والنتائج للسنوات الخمس الأخيرة.

• تحليل تطور الهيكل الاستثماري (الأصول): يظهر التحليل الأفقي للأصول خلال الفترة (2020-2024) توجهاً استراتيجياً توسعياً للمؤسسة، حيث سجل مجموع الأصول نمواً تصاعدياً بلغ ذروته في عام 2024 بنسبة تغير قدرها (16%)، ويتضح من خلال فحص بنود الأصول غير الجارية أن المؤسسة قد أتمت دورتها الاستثمارية بنجاح، ويستدل على ذلك بالانخفاض الجوهري في بند "تثبيات جاري إنجازها" بنسبة (-38%) في عام 2024 بالتزامن مع استقرار الأصول التشغيلية، مما يشير إلى دخول الاستثمارات الجديدة حيز الاستغلال الفعلي؛

أما فيما يخص الأصول الجارية يلاحظ وجود ارتباط طردي متقارب بين نمو "المخزونات" (24%) ونمو "رقم الأعمال" (22%)، مما يعكس كفاءة نسبية في إدارة سلاسل الإمداد، رغم الحاجة لمراقبة معدلات الدوران لتجنب مخاطر التقادم، كما يسجل تحسن ملحوظ في السيولة النقدية (الخزينة) التي حققت نمواً بنسبة (56%) في 2024، مما يعد مؤشراً على تحسن التدفقات النقدية بعد التراجعات الحادة التي شهدتها سنة 2022.

• تحليل تطور الهيكل التمويلي (الخصوم): تكشف بيانات الخصوم عن اختلال هيكلي في السياسة التمويلية للمؤسسة، يتمثل في الاعتماد المفرط على التمويل الخارجي قصير الأجل، ففي حين يتسم نمو "الأموال الخاصة" بالبطء الشديد (3% في 2024)، شهدت "الخصوم الجارية" طفرة نمو بلغت (62%) يعزى هذا الارتفاع بشكل رئيسي إلى تفاقم ديون الموردين (39%) والديون الأخرى (95%)، وهي نسب تفوق معدلات نمو النشاط التجاري، يستنتج من ذلك أن المؤسسة تنتهج سياسة تمويلية عدوانية تعتمد على تمديد آجال السداد للموردين لتمويل احتياجات رأس المال العامل (BFR)، وهو ما يرفع من درجة المخاطر المالية ويهدد الملاءة المالية للمؤسسة على المدى المتوسط في حال تعثر التدفقات النقدية.

• تحليل مؤشرات الأداء والربحية (قائمة النتائج): أفرز التحليل الأفقي لقائمة النتائج تبايناً واضحاً بين "الكفاءة التشغيلية" و"العبء المالي"، فعلى المستوى التشغيلي حققت المؤسسة أداءً متميزاً في عام 2024، حيث أدى نمو المبيعات (22%) بالتوازي مع ترشيد الأعباء الخارجية (46%-) إلى تعظيم "إجمالي فائض الاستغلال (EBE)" بنسبة نمو (97%)، وقفزة نوعية في "النتيجة التشغيلية (RO)" بنسبة (169%)، هذا يؤكد على جدوى النموذج التشغيلي وقوة النشاط الجوهري للمؤسسة، إلا أن هذا التفوق التشغيلي لم ينعكس إيجاباً على المحصلة النهائية، حيث تدهورت "النتيجة المالية" بشكل حاد مسجلة انخفاضاً بنسبة (-426%)، مما يشير إلى تضخم الأعباء المالية (فوائد الديون وخسائر الصرف المحتملة) الناتجة عن هيكل التمويل المثلث بالديون؛

في المحصلة، يخلص التحليل إلى وجود تباين هيكلي حاد في أداء المؤسسة، فمن جهة أثبتت الدورة الاستثمارية نجاحتها التشغيلية من خلال القفزة القياسية في "النتيجة التشغيلية" (169 %)، مما يؤكد جودة الأصول المستغلة وقدرتها على خلق القيمة، ومن جهة أخرى شكلت السياسة التمويلية المعتمدة كاجأً حقيقياً لهذا النمو، حيث أدى اللجوء المفرط للخصوم الجارية (+62 %) بدلاً من الأموال الخاصة إلى تضخم الأعباء المالية التي امتصت كلياً الفائض التشغيلي المحقق، وعليه فإن المشكلة الجوهرية للمؤسسة لا تكمن في قدرتها على "خلق الثروة"، بل في آلية "تمويل هذه الثروة"، حيث أدى أثر الرافعة المالية السليبي إلى تحييد الجهود الإنتاجية، لتنتهي السنة بتراجع في النتيجة الصافية (-2 %) رغم التوسع الكبير في حجم النشاط، وهذا الوضع يدفعنا للتساؤل حول طبيعة هذا الهيكل التمويلي، هل كان خياراً مخططاً له مسبقاً، أم أنه انحراف اضطراري فرضه الواقع التشغيلي.

– التحليل العمودي للعناصر الأساسية للميزانية المالية لمؤسسة ENOF :

يركز التحليل العمودي أو الرأسي على تحديد نسبة كل عنصر من عناصر الميزانية العمومية إلى المجموع الكلي، مع إجراء مقارنة عبر سنوات متعددة لتحقيق دلالة واضحة، وبما أن الميزانية تتضمن عدة عناصر، سيتم التركيز على الأوزان النسبية للمجموعات الأساسية لكل جانب كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم (33-IV): التحليل العمودي للعناصر الأساسية للميزانية المالية لمؤسسة ENOF .

السنوات	2020	2021	2022	2023	2024
الوزن النسبي					
الأصول					
مجموع أصول غير جارية	60.78%	55.99%	63.52%	67.01%	67.21%
مجموع أصول جارية	39.22%	44.01%	36.48%	32.99%	32.79%
الخصوم					
مجموع رؤوس الأموال الخاصة	32.37%	30.17%	27.61%	25.25%	22.39%
مجموع الخصوم غير جارية	58.38%	59.81%	59.89%	60.33%	57.45%
مجموع الخصوم الجارية	9.25%	10.01%	12.49%	14.41%	20.15%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الميزانية المالية لمؤسسة ENOF .

يسمح التحليل العمودي للميزانية برصد التحولات الاستراتيجية في توجيه الموارد المالية للمؤسسة وكيفية استخدامها، وتكشف بيانات الجدول أعلاه عن تغيرات جوهرية في تركيبة الميزانية يمكن تفصيلها في النقاط التالية:

- **تحليل هيكل الأصول:** تظهر بنية الأصول ترسيخاً لخاصية "الكثافة الرأسمالية" (Capital Intensity) في نشاط المؤسسة، حيث نلاحظ هيمنة متصاعدة للأصول غير الجارية التي ارتفع وزنها النسبي من (60.78%) في بداية الفترة ليستحوذ على (67.21%) من إجمالي الأصول في عام 2024، هذا التمرکز الهيكلي للأموال في

الشق الثابت يعكس خياراً استراتيجياً بالتوسع في الطاقة الإنتاجية، إلا أنه يؤدي حتماً إلى ارتفاع "درجة الرافعة التشغيلية"، مما يجعل نتائج المؤسسة شديدة الحساسية تجاه أي تقلب في حجم النشاط؛ في المقابل سجلت الأصول الجارية انكماشاً في مساهمتها النسبية لتستقر عند (32.79%)، وهو ما يشير إلى أن نمو الاستثمارات الهيكلية كان أسرع من نمو احتياجات دورة الاستغلال، مما قد يقلل من مرونة المؤسسة ويضغط على هوامش السيولة المتاحة.

• **تحليل هيكلية الخصوم:** تكشف قراءة جانب الخصوم عن تدهور هيكلي في مؤشرات "الاستقلالية المالية (Financial Autonomy)"، فالملحوظ هو التآكل المستمر في القاعدة الرأسمالية للمؤسسة، حيث انخفض الوزن النسبي لـ "رؤوس الأموال الخاصة" بشكل حاد ومقلق من (32.37%) إلى (22.39%) في نهاية الفترة، هذا الانحدار يعني أن المؤسسة فقدت جزءاً كبيراً من قدرتها على امتصاص الخسائر المحتملة، وأصبحت تعتمد هيكلياً على التمويل الخارجي، حيث حافظت الديون غير الجارية على هيمنتها بنسبة تقارب (58%)، مما يكرس تبعية المؤسسة للمقرضين ويرفع من تكلفة الأموال.

• **تحليل مخاطر السيولة وهيكل الآجال:** لعل أخطر مؤشر تبرزه البيانات هو الاختلال في "هيكل آجال الديون"، فقد تضاعف الوزن النسبي لـ "الخصوم الجارية" من (9.25%) في 2020 ليشكل (20.15%) من إجمالي الهيكل المالي في 2024، هذا التحول يعني استبدال جزء من التمويل المستقر بتمويل قصير الأجل، وهو ما يتعارض مع مبدأ "التوازن المالي الأدنى"، إن تمويل (20%) من أصول المؤسسة (التي يغلب عليها الطابع الثابت) بموارد قصيرة الأجل يضع المؤسسة في وضعية "انكشاف مالي (Financial Exposure)"، ويزيد من احتمالية مواجهة عسر مالي تقني في حال تأخر التحصيلات أو تباطؤ دورة التشغيل.

وكخلاصة لما سبق يفضي التحليل العمودي إلى استنتاج وجود "فجوة هيكلية (Structural Gap)" متسعة في النموذج المالي للمؤسسة، حيث يتسم جانب الأصول بالصلابة وطول الأجل نتيجة توسع الاستثمارات، بينما يتسم جانب الخصوم بتزايد الهشاشة وقصر الأجل نتيجة تآكل الأموال الخاصة وتفاقم الديون الجارية، هذه الوضعية المعروفة مالياً بـ "الهيكل المالي المقلوب" جزئياً، تشير إلى أن المؤسسة تمول نموها الاستثماري على حساب أمائها المالي، مما يجعل استمراريته مرهونة بتوفر السيولة الفورية وقدرتها على تحديد ديونها قصيرة الأجل، وليس بقوة مركزها المالي الذاتي.

المطلب الثاني: تحليل النسب ومؤشرات التوازن المالي لمؤسسة ENOF

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

يمثل تحليل النسب المالية ومؤشرات التوازن إحدى الأدوات المحورية لتقييم الوضعية المالية لمؤسسة ENOF، إذ يسمح بقياس درجة الاستقرار في هيكل التمويل وكفاءة إدارة الموارد على المديين القصير والطويل، ومن خلال دراسة هذه المؤشرات يمكن الوقوف على قدرة المؤسسة على تغطية التزاماتها، واستيعاب المخاطر، وضمان استدامة نشاطها ضمن بيئة تشغيلية متغيرة.

1. النسب المالية لمؤسسة ENOF:

يعرض الجدول التالي مجموعة النسب المالية المستخدمة في تقييم الوضعية المالية لمؤسسة ENOF، والمصنفة إلى نسب هيكلية وتشغيلية وربحية، وذلك بهدف تحليل مدى التوازن المالي للمؤسسة وقياس كفاءة نشاطها ومستوى أدائها عبر مختلف مؤشرات المالية.

جدول رقم (IV-34): النسب المالية لمؤسسة ENOF.

2024	2023	2022	2021	2020	القاعدة	النسب المالية
النسب الهيكلية						
1.19	1.28	1.38	1.61	1.49	(حقوق الملكية + الخصوم غير المتداولة) / الأصول غير المتداولة	التمويل الدائم
0.33	0.38	0.43	0.54	0.53	حقوق الملكية / الأصول غير المتداولة	التمويل الذاتي
22.40%	25.25%	27.62%	43%	48%	حقوق الملكية / إجمالي الخصوم	الاستقلالية المالية
3.47	2.95	2.62	2.31	2.09	الخصوم غير المتداولة + الخصوم المتداولة / حقوق الملكية	المديونية الإجمالية
1.63	2.29	2.92	4.39	4.24	الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة	السيولة العامة
3.27%	9.06%	11.97%	9.49%	14.40%	السيولة النقدية / الخصوم المتداولة	السيولة السريعة (الفورية)
النسب التشغيلية						
92%	86%	90%	87%	79%	القيمة المضافة / رقم الأعمال	معدل القيمة المضافة
91.91%	86.13%	90.49%	87.06%	79.06%	القيمة المضافة / رقم الأعمال (المبيعات)	الكفاءة الاقتصادية
2 010	1 742	1 493	1666	1643	رقم الأعمال (المبيعات) / عدد الموظفين	إنتاجية الموظفين
نسب الربحية						
4.46%	5.55%	5.53%	4.24%	0%	صافي الربح / رقم الأعمال (المبيعات)	هامش الربح الصافي
0.03	0.03	0.03	0.02	0	النتيجة الصافية / حقوق الملكية	المردودية المالية (ROE)
29.54%	18.24%	17.71%	22.45%	16.25%	فائض الأرباح الإجمالية التشغيلية (EBE) / رقم الأعمال	مردودية الاستغلال

المصدر: مؤسسة ENOF، مديرية المالية والمحاسبة.

تحليل محتوى الجدول:

1.1. النسب الهيكلية:

— التمويل الدائم: شهدت هذه النسبة تراجعاً تدريجياً من 1.49 في 2020 لتستقر عند 1.19 في 2024، ورغم هذا الانخفاض إلا أن النسبة لا تزال أكبر من الواحد الصحيح (>1)، وهو مؤشر إيجابي يعني أن الموارد

طويلة الأجل (أموال خاصة + ديون طويلة الأجل) لا تزال كافية لتغطية الأصول الثابتة بالكامل، بل وتترك فائضاً (رأس مال عامل موجب) لتمويل جزء من الدورة التشغيلية، مما يضمن التوازن المالي الأدنى للمؤسسة.

– **التمويل الذاتي:** تُظهر هذه النسبة تراجعاً ملحوظاً إذ انخفضت من 0.53 إلى 0.33 في عام 2024، مما يعني أن الأموال الخاصة للمؤسسة تغطي فقط ثلث أصولها الثابتة، في حين يتم تمويل الثلثين المتبقين (67%) عبر الاستدانة، وقد سجلت المؤسسة خلال السنتين الأولى نسبة تمويل ذاتي تفوق النصف، مما يعكس قدرتها على تمويل أصولها الثابتة من مواردها الخاصة. إلا أن هذا التراجع الكبير في النسبة يعكس انكشافاً مالياً متزايداً ومخاطر عالية مرتبطة بتمويل أصول ثابتة عبر ديون، وهو ما يمثل مصدر قلق حقيقي للمؤسسة فيما يتعلق بالاستقرار المالي والقدرة على مواجهة التزاماتها المستقبلية.

– **الاستقلالية المالية:** سجلت هذه النسبة تراجعاً، منتقلة من (48%) في 2020 إلى (22.40%) في 2024، مما يشير إلى اعتماد متزايد وتدرجي للمؤسسة على القروض والتمويل الخارجي لتمويل أنشطتها بدلاً من أموالها الخاصة، وهذا التوجه يؤكد فقدان المؤسسة لجزء من سيادتها المالية، حيث أصبحت أموال الملاك تمثل أقل من ربع إجمالي الموارد، مما يرفع من المخاطر المتعلقة بالملاءة المالية على المدى الطويل.

– **المديونية الإجمالية:** ارتفعت نسبة المديونية من (2.09) إلى (3.47) في سنة 2024، القراءة المالية لهذه النسبة تفيد بأن ديون المؤسسة (القصيرة والطويلة) أصبحت تعادل ثلاثة أضعاف ونصف أموالها الخاصة، وهو ما قد يشكل خطراً على الملاءة المالية على المدى الطويل، كما أن هذه الرافعة المالية المفرطة تشكل عبئاً ثقيلاً على الخزينة وتجعل المؤسسة شديدة الحساسية تجاه أي ارتفاع في أسعار الفائدة أو تراجع في النشاط.

– **السيولة العامة:** تقيس هذه النسبة قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل باستخدام أصولها المتداولة، حيث شهدت تراجعاً حاداً من مستويات مرتفعة (4.24) في 2020 و(4.39) في 2021 لتصل إلى (1.63) في 2024، ويشير هذا الانخفاض المتواصل إلى وضع السيولة المتعثر لدى الشركة، حيث يُظهر انخفاض السيولة العامة أن الشركة تمر بوضع دقيق وحرص فيما يتعلق بسداد ديونها قصيرة الأجل باستخدام أصولها المتاحة، ورغم أن النسبة لا تزال نظرياً فوق مستوى الأمان الواحد (1)، إلا أن الاتجاه التنافسي السريع يستدعي الحذر.

– **السيولة الفورية:** تُستخدم نسبة السيولة السريعة لقياس قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها قصيرة دون الاعتماد على تصريف المخزون، أي من خلال سيولتها النقدية الفورية وأشباهاها فقط، إذ تراجعت هذه النسبة بشكل حاد من (14.40%) في 2020 إلى مستوى بالغ الهشاشة بلغ (3.27%) في 2024، ويعكس

هذا الانخفاض الحاد في سنة 2024 تحديداً ضعفاً شديداً في السيولة النقدية الجاهزة، ما يزيد من مخاطر التعثر في سداد الالتزامات العاجلة ويجعل المؤسسة عرضة لأي صدمة مالية مفاجئة، ويُفسر هذا الوضع اعتماد المؤسسة المتزايد على تأجيل تسديد الموردين كآلية اضطرارية لتخفيف الضغط على خزانة قصيرة الأجل شبه منعدمة.

2.1. النسب التشغيلية:

— **معدل القيمة المضافة:** شهدت المؤسسة قفزة نوعية في معدل القيمة المضافة، حيث ارتفع من (79%) إلى (92%) في عام 2024، وتعكس هذه النسبة المرتفعة جداً قدرة استثنائية على التحكم في تكاليف المدخلات (المواد الأولية والخدمات)، مما يشير إلى وجود "اندماج صناعي" قوي يعزز من فاعلية العمليات الإنتاجية، ويعني هذا أن كل دينار من المبيعات يولد قيمة مضافة عالية تغطي تكاليف الإنتاج المختلفة وتُسهم في تعزيز ربحية المؤسسة، مما يدل على كفاءة دورة الإنتاج ونجاح استراتيجيات التحكم في التكاليف والتشغيل؛ ومع ذلك تجدر الإشارة إلى أن ارتفاع معدل القيمة المضافة لا يضمن بالضرورة ارتفاعاً في هامش الربح الصافي، حيث تأثرت الربحية النهائية بشكل سلبي نتيجة الأعباء المالية المتزايدة المرتبطة بتفاقم المديونية، هذا يشير إلى أن كفاءة التشغيل وخلق القيمة المضافة يجب أن يقترنا بإدارة مالية متوازنة لضمان ترجمة هذه القيمة إلى أرباح صافية مستدامة تعكس صحة الأداء العام للمؤسسة.

— **الكفاءة الاقتصادية:** تُظهر الكفاءة الاقتصادية للمؤسسة أداءً قوياً، حيث ارتفعت من 79.06% إلى 91.91%، وهو ما يؤكد أن المؤسسة فعالة جداً في تحويل رقم معاملاتهما إلى ثروة حقيقية تغطي تكاليف عناصر الإنتاج (الأجور، الضرائب، الاهتلاكات)، مع ترك هامش مريح للربح، وبذلك فإن استمرار الكفاءة الاقتصادية عند مستوى عالٍ يعكس قدرة المؤسسة على توليد قيمة مضافة معتبرة من نشاطها، مما يؤكد جدواها الاقتصادية واستدامة أدائها.

— **إنتاجية الموظفين:** تقيس هذه النسبة قدرة المؤسسة على توليد إيرادات لكل موظف، أي حجم رقم الأعمال الذي يحققه كل عنصر بشري. وقد سجلت إنتاجية الموظف تحسناً ملموساً، حيث ارتفع نصيب الموظف الواحد من رقم الأعمال من 1643 إلى 2010 وحدة نقدية، ويعكس هذا النمو أن زيادة المبيعات فاقت نمو كتلة الأجور أو عدد الموظفين، مما يشير إلى تحسين الكفاءة التنظيمية واستغلال أفضل للموارد البشرية المتاحة.

3.1. نسب الربحية:

— **هامش الربح الصافي:** تستخدم هذه النسبة لقياس القدرة الحقيقية للمؤسسة على تحويل رقم أعمالها إلى أرباح صافية بعد احتساب جميع الأعباء، ورغم تحسن هذا المؤشر مقارنة بسنة 2020 (حيث كان 0%)،

إلا أنه استقر عند مستوى منخفض نسبياً بلغ (4.46%) في 2024، وتجدد الإشارة إلى أن الربحية الصافية قد استقرت بين عامي 2022 و 2023، لكنها تراجعت في عام 2024 رغم ارتفاع رقم المعاملات، ويعزى ذلك بشكل أساسي إلى زيادة الأعباء المالية الناتجة عن تفاقم المديونية، مما أدى إلى تآكل الهامش النهائي، حيث يتبقى للمؤسسة 4.5 دينار فقط كربح صافٍ من كل 100 دينار مبيعات، وهو معدل متواضع يعكس حجم الضغوط التي يفرضها الهيكل التمويلي على النتائج الصافية.

— **المردودية المالية:** تظهر هذه النسبة مستويات متدنية إجمالاً، ولكن عند تتبع مسارها يشير الارتفاع التدريجي من 0.02 في عام 2021 إلى 0.04 في عام 2023 إلى تحسن نسبي في المردودية مقارنة بالأموال الخاصة المستثمرة، ومع ذلك، فإن العائد النهائي الذي استقر عند (0.03) في 2024 لا يزال ضعيفاً، مما يدل على أن الأموال الذاتية للمؤسسة لا تحقق عائداً اقتصادياً كافياً لتبرير حجم الأموال المجمدة والمخاطر المالية المرتبطة بها. ويبرز هذا الوضع الحاجة الملحة للبحث عن وسائل لتعزيز مردودية الأموال الخاصة، سواء من خلال زيادة الأرباح التشغيلية أو إعادة هيكلة هيكل التمويل لتحسين كفاءة رأس المال.

— **مردودية الاستغلال:** يعد هذا المؤشر أبرز نقاط القوة في أداء المؤسسة، حيث ارتفع من (16.25%) إلى (29.54%) في عام 2024، يعكس هذا التحسن الملحوظ تحكماً أفضل في أعباء التشغيل، ويبرز قدرة المؤسسة على تعزيز كفاءتها التشغيلية، واقتراب الهامش من 30% يؤكد متانة النشاط الأساسي للمؤسسة وقدرتها العالية على توليد فائض نقدي من عملياتها التشغيلية قبل احتساب الأعباء التمويلية والاستهلاكات.

2. قدرة التمويل الذاتي CAF لمؤسسة ENOF (Capacité d'autofinancement):

ولتعزيز دقة التشخيص المالي، ننتقل الآن إلى احتساب قدرة التمويل الذاتي (CAF)، بوصفها المؤشر الجوهري الذي يعكس الموارد النقدية الداخلية الصافية التي ولدتها المؤسسة فعلياً، والتي تحدد هامش مناورتها الحقيقي في سداد الديون وتمويل استثماراتها، كما يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم (IV-35): قدرة التمويل الذاتي (CAF) لمؤسسة ENOF.

الوحدة: KDA

2024	2023	2022	2021	2020	البيان (Rubriques)
229 756	234 959	200 625	169 598	12 117	النتيجة الصافية (1)
892 796	696 283	722 130	1 183 837	1 132 429	مخصصات الاهتلاكات، المؤنات وخسائر القيمة (2)
67 618	187 065	143 919	401 774	401 774	استرجاعات خسائر القيمة والمؤنات (3)
1 054 934	744 177	778 836	951 661	742 772	قدرة التمويل الذاتي = 3+2+1 (CAF)

المصدر: مؤسسة ENOF، مديرية المالية والمحاسبة.

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

يوضح جدول تطور قدرة التمويل الذاتي (CAF) الديناميكية الداخلية للمؤسسة في توليد تدفقات داخلية، حيث نلاحظ أنها حافظت على فوائض نقدية موجبة ومستقرة نسبياً طيلة فترة التحليل، لتسجل أعلى مستوى لها في سنة 2024 بتجاوزها عتبة المليون وحدة (KDA 1,054,934)، وبقراءة تحليلية لمكونات هذا المؤشر يتضح أن المصدر الأساسي للتمويل الذاتي في المؤسسة هو بند "مخصصات الاهتلاكات والمؤونات" الذي يمثل الكتلة الأكبر مقارنة بالنتيجة الصافية، فعلى سبيل المثال في سنة 2020 ورغم تدني الأرباح الصافية إلى أدنى مستوياته بقيت قدرة التمويل مرتفعة بفضل ضخامة مخصصات الاهتلاك، مما يعكس امتلاك المؤسسة لقاعدة أصول صناعية ضخمة توفر لها درعاً مالياً يحمي سيولتها من تقلبات النشاط التجاري، أما من حيث تفسير التغيرات الزمنية فإن التراجع المسجل في CAF خلال سنتي 2022 و 2023 (رغم تحسن الأرباح الصافية) يعود سببه المباشر إلى انخفاض العبء المحاسبي للاهتلاكات، وهو ما يشير محاسبياً إلى وصول جزء من تجهيزات أو معدات المؤسسة إلى نهاية عمرها الافتراضي وانتهاء فترة اهتلاكها كلياً، وفي المقابل فإن القفزة النوعية المسجلة في سنة 2024 تُفسر بعودة مؤشر الاهتلاكات للارتفاع مجدداً ليصل إلى KDA 892 796 تزامناً مع استقرار الأرباح، وهو ما يدل على قيام المؤسسة بعمليات تجديد للاستثمارات (Renouvellement des investissements) أو اقتناء أصول جديدة دخلت الميزانية وبدأ احتساب أقساطها، مما عزز من الموارد الداخلية الصافية وأكد قدرة المؤسسة المستمرة على تمويل دورتها التشغيلية ذاتياً.

3. مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة ENOF:

يعرض الجدول التالي تطور مؤشرات التوازن المالي للمؤسسة خلال فترة الدراسة، مما يوضح التغيرات في قدرتها على إدارة مواردها القصيرة الأجل والسيولة اللازمة لتلبية احتياجاتها التشغيلية.

جدول رقم (IV-36): مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة ENOF.

الوحدة: (10³ ×) MDA

2024	2023	2022	2021	2020	القاعدة	المؤشرات المالية
4487781	5682372	5606361	8209975	6663315	الأصول المتداولة - الديون قصيرة الأجل	صافي رأس المال العامل (FR)
4253920	5282920	5200938	7200700	5407698	احتياجات الدورة - موارد الدورة	احتياجات رأس المال العامل (BFR)
233861	399452	405423	1009275	1255617	FB - BFR	الخزينة الصافية (TR)

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات مقدمة من طرف مديرية المالية والمحاسبة.

يعكس الجدول تطور العلاقة بين الموارد المستقرة والاستخدامات التشغيلية، وفيما يلي قراءة تحليلية لكل مؤشر:

– رأس المال العامل الصافي (**FR - Fonds de Roulement**): سجل قيماً موجبة طيلة فترة الدراسة، مما يعني أن المؤسسة تحترم "قاعدة التوازن المالي الدنيا"، حيث تغطي مواردها الدائمة كافة أصولها الثابتة وتوفر فائضاً لتمويل جزء من الأصول المتداولة، ومع ذلك يُلاحظ اتجاه تنازلي مقلق في قيمة هذا المؤشر، فبعد أن بلغ ذروته في عام 2021 بحدود (8.2 مليون دج)، أخذ في الانحدار المستمر ليصل إلى أدنى مستوياته في عام 2024 عند (4.48 مليون دج)، هذا التراجع الحاد يشير إلى أن وتيرة نمو الاستثمارات (الأصول الثابتة) كانت أسرع من وتيرة نمو الموارد الدائمة (الأموال الخاصة والديون الطويلة)، مما أدى إلى تآكل هامش الأمان المالي للمؤسسة.

– احتياجات رأس المال العامل (**BFR - Besoin en Fonds de Roulement**): تُظهر البيانات أن احتياجات رأس المال العامل كانت موجبة طوال الفترة، وهو وضع طبيعي لمؤسسة نشطة صناعياً وتجارياً، حيث تفوق احتياجات الدورة (مخزونات + حقوق) موارد الدورة (موردين)، نلاحظ تراجعاً في قيمة الاحتياج في عام 2024 لتصل إلى (4.25 مليون دج) مقارنة بالسنوات السابقة، ورغم أن انخفاض الـ BFR يعد عادةً مؤشراً إيجابياً (تحسن في التحصيل أو تصريف المخزون أو تمديد فترة الموردين)، إلا أنه في سياق هذه المؤسسة، جاء الانخفاض مترافقاً مع انخفاض أكبر في الـ FR، مما أبقى الوضعية المالية تحت الضغط.

– الخزينة الصافية (**TR - Trésorerie Nette**): بما أن الخزينة الصافية هي محصلة الفرق بين (FR) و (BFR)، فقد بقيت موجبة طوال السنوات الخمس، مما يعني أن المؤسسة لم تقع في عجز مالي (سحب على المكشوف) وحافظت على توازنها المالي العام، إلا أن النقطة الجوهرية تكمن في التآكل المستمر والمخيف في فائض الخزينة في السنتين الأخيرتين.

في المحصلة يُظهر تحليل مؤشرات التوازن المالي وضعية تتسم بالاستقرار الهش، فبالرغم من احترام المؤسسة لقاعدة التوازن المالي الدنيا (FR موجب وخزينة موجبة) إلا أن الديناميكية الزمنية للمؤشرات تبعث على القلق، فقد أدى التآكل المتسارع لرأس المال العامل (FR) نتيجة استنزاف الموارد الطويلة في تمويل الاستثمارات إلى تقليص قدرته تدريجياً على تغطية أعباء الدورة التشغيلية (BFR) التي ظلت مرتفعة، هذا التقارب الخطير بين الموارد المتاحة والاحتياجات التشغيلية استنزف هامش الأمان المالي، مما هوى بالخزينة الصافية (TR) إلى مستويات حدية (Marginal levels) في عام 2024، وعليه فإن المؤسسة تقف حالياً على حافة الانكشاف المالي، حيث أن الفائض الضئيل المتبقي في الخزينة لا يكفي لامتناع أي صدمات محتملة في

دورة الاستغلال (كتأخر تحصيل الديون أو ركود المخزون)، مما يجعل استعادة التوازن المالي الصلب مرهوناً بضرورة ضخ موارد دائمة جديدة لترميم رأس المال العامل.

وفي ضوء هذا التشخيص الهيكلي يمكن تقييم الأداء المالي للمؤسسة بأنه أداء يفتقر إلى الاستدامة والمرونة، فالتدهور المستمر في مؤشرات التوازن يعكس قصوراً في التخطيط المالي الاستراتيجي، حيث عجزت الإدارة المالية عن مواءمة سياساتها التمويلية مع متطلبات النمو التشغيلي والاستثماري المتسارع، إن استنزاف الاحتياطات المالية (تآكل رأس المال العامل والخزينة) لتغطية احتياجات النشاط يُعد مؤشراً سلبياً على كفاءة الأداء المالي، الذي تحول بمرور السنوات من وضعية المتانة إلى وضعية الهشاشة المالية، ليصبح عائلاً محتملاً أمام تطور المؤسسة بدلاً من أن يكون داعماً لها، مما يفرض حتمية مراجعة السياسات المالية المعتمدة لتصحيح المسار.

المطلب الثالث: دراسة جدوى إنشاء مشروع استثماري جديد بمؤسسة ENOF

تجسيدا للتوجه الاستراتيجي الرامي إلى تثمين الثروات المنجمية والارتقاء بالقيمة المضافة للمنتجات الخام، يأتي مشروع استغلال الصخور الكلسية لإنتاج كربونات الكالسيوم كاستجابة عملية لمتطلبات السوق الصناعية المتنامية، فبعد التشخيص الدقيق للإمكانات الجيولوجية للمكمن، وتحديد الفرص الواعدة في قطاعات الدهانات والبلاستيك والصناعات التحويلية التي تعتمد بشكل كبير على الاستيراد، بالإضافة إلى قطاع معالجة المياه، تبلورت فكرة المشروع القاضي بإنشاء وحدة إنتاجية بطاقة 100,000 طن سنوياً.

يهدف هذا الاستثمار الهيكلي إلى الانتقال من مجرد استخراج وبيع المادة الخام (الحجر الجيري) إلى تصنيع مادة نصف مصنعة ذات قيمة سوقية عالية، مما يساهم في تعزيز الموقع التنافسي للمؤسسة وتحقيق التكامل الصناعي، وهو ما ستتناوله دراسة الجدوى التالية بالتحليل والتقييم للوقوف على مدى رشادته الاقتصادية والمالية.

يقع موقع الدراسة بالمكان المسمى "Ahl Ounnene" ببلدية Oggaz ولاية Mascara، على مساحة 28 هكتاراً بمحاذاة السفوح الشمالية الغربية لـ Djebel Halloufa، ويحده غرباً مصنع إسمنت Lafarge، حيث يمكن الوصول إليه عبر مسلك متفرع من الطريق الوطني RN°04.

في سياق تحديد الرخصة المنجمية لاستغلال محجرة الحجر الجيري (الكلس) الموجه لإنتاج كربونات الكالسيوم، تم ضبط أشغال الاستغلال والتطوير وفقاً لأحكام القانون المنجمي والقواعد الفنية المعمول بها، وبناءً على التقييم التقني للمكمن، الذي أظهر حجم احتياطات قابلة للاستغلال يقدر بـ (9,667,306 طن) وبالنظر لمردودية

محطة التكسير، حُدد العمر الافتراضي لنشاط المحجرة بحوالي 483 سنة، وذلك بافتراض وتيرة إنتاج سنوية تبلغ 20,000 طن من المادة الخام (TVC)؛

وفي ضوء هذه المعطيات تم وضع مخطط استغلال عشري (للسنوات العشر القادمة) يستهدف إنتاج 20,000 طن سنوياً من الخام، يُستخرج منها 14,000 طن كمنتجات نهائية، وسيتم تركيز عمليات الاستغلال في المستويات العليا للموقع (الجهة الجنوبية الغربية) وفق تقنية المدرجات المتتالية (من الأعلى نحو الأسفل) بارتفاع 5 أمتار للمدرج الواحد، وتجدر الإشارة إلى أن أشغال التهيئة الأساسية (المسالك والمنصات) قد أنجزت بنسبة كبيرة، في حين لا تزال الحاجة قائمة لاستكمال منحدرات الوصول للمدرجات وتمديد المسلك الرئيسي نحو قمة الموقع لضمان انسيابية العمليات الاستخراجية.

1. تحليلات حول سوق كربونات الكالسيوم:

يُقدّر الاستهلاك الوطني من Carbonate de calcium بحوالي 700.000 طن/سنة، تُستورد منها ما يقارب 300.000 طن، المنتج الذي ستطرحه ENOF في السوق سيساهم جزئياً في تلبية الحاجة الوطنية من carbonate de calcium micronise ultra fin (GCC) كما أن إنشاء الخط الجديد المخصص لعمليات revêtement de carbonate de calcium سيسمح لـ ENOF باختراق سوق جديد واستقطاب زبائن إضافيين ينشطون في قطاع plastiques et polymères من خلال توفير carbonate de calcium micronise ultra fin revêtu (GCCC)، وسيتيح هذا المنتج كذلك لـ ENOF إمكانية ولوج السوق المتوسطي وتعزيز حضورها على المستوى الإقليمي.

حيث تتركز الاستراتيجية التجارية والتسويقية للمؤسسة بشكل رئيسي على محورين:

• **المحور الأول:** يتمثل في ترقية المنتج الوطني من خلال توفير مجموعة متنوعة من المنتجات المنجمية المطابقة للمعايير الدولية، وتمر هذه الترقية عبر أيام توعوية وإعلامية بالتعاون مع الغرفة الجزائرية للتجارة والصناعة (CACI)، بمشاركة المتعاملين الاقتصاديين الناشطين في مجالات الصناعة، الفلاحة، البناء، والصناعة الصيدلانية وشبه الصيدلانية.

• **المحور الثاني:** هو ترقية الصادرات، لا سيما مع الملحقين التجاريين للتمثيلات الدبلوماسية المعتمدة في الجزائر، وتعد كربونات الكالسيوم من بين المنتجات المراد ترويجها للتصدير، إضافة لمنتجات أخرى كالبتونيت، الدولوميت، والفلدسبار كأولوية، بينما يأتي منتج الباريات في المرتبة الثانية نظراً لأن الاحتياج الوطني لم يتم تشبعه بالكامل بعد.

يُظهر تحليل الوضعية التسويقية من التقارير التشغيلية لوحدة Oggaz أن مشروع استغلال الصخور الكلسية لإنتاج كربونات الكالسيوم استطاع خلال الفترة الأولى من النشاط اكتساب موطئ قدم في سوق يتميز بتوسع الطلب وتنوع الاستخدامات الصناعية، غير أن الولوج الفعلي لهذا السوق لا يعتمد حصراً على وفرة العرض الكمي، بل يرتبط ارتباطاً وثيقاً بمدى الاستجابة للمعايير الفيزيو-كيميائية الدقيقة التي يفرضها المستعملون الصناعيون، حيث تشكل "درجة البياض Taux de blancheur" و "انسيابية المنتج Fluidité" محددات أساسية للقدرة التنافسية، وهي العوامل التي شكلت تحدياً تقنياً لوحدة "عقاز" في مرحلة انطلاقها، إذ أظهرت بيانات الأداء التجاري للفترة المنقضية من سنة 2024 تبايناً ملحوظاً بين الأهداف المسطرة والنتائج المحققة، حيث بلغت نسبة الإنجاز الكمي 7.8% فقط (3415 طن)، في حين لم يتجاوز رقم الأعمال المحقق عتبة 3% من التوقعات.

تشير وضعية وحدة Oggaz إلى تباين ملحوظ في أداء مختلف مجالات استعمال Carbonate de calcium، حيث تُبرز كل شعبة خصوصياتها التقنية والتسويقية التي تحدد مستوى التوقع التنافسي للمنتج، وذلك كما يلي:

- **Enduit et Peinture:** يعود تعثر المبيعات (Mévente) أساساً إلى انخفاض نسبة البياض والسطوع (Luminosité) التي يظهرها منتج الوحدة مقارنة بما تقدمه المنافسة، إذ تسجل هذه الأخيرة مستويات أعلى بكثير من حيث جودة البياض؛
- **تغذية الأنعام:** أفضت عمليات التنقيب (Prospection) إلى استقطاب زبائن جدد يستخدمون Carbonate de calcium في إنتاج الأعلاف والمغذيات (Nutriment) الحيوانية، مما يعكس قابلية هذا السوق للتوسع؛
- **مواد منع التسرب (Étanchéité):** يعد هذا المجال واعداً بشكل كبير، خاصة مع تركز عدد معتبر من صناعات مواد منع التسرب في غرب البلاد، في حين لا تزال عمليات التنقيب جارية لتعزيز التوقع التجاري؛
- **الحفر (Forage):** أظهرت نتائج اختبارات العينات المرسلة إلى مؤسسة المحروقات (ENSP/BASP) مطابقة إيجابية لمتطلبات الانحلالية (Solubilité)، مع الإشارة إلى أن عقد التموين لا يزال قيد التفاوض؛
- **Plastique et polymères:** مكنت أنشطة التنقيب من ربط شراكات مع زبائن يستخدمون Carbonate de calcium micronise في تصنيع الـ "Compound" والـ "Master batch"، وهي

حبيبات بوليمر معتمدة في إنتاج مواد بلاستيكية متعددة منها الأغلفة الكهربائية (Gaines électriques) والمطاط؛

• **صناعة السجاد (Tapisserie):** يعتمد الزبون الوحيد في هذا المجال شركة "TAPIDOR" على منتج (Micronisé)، غير أن استعماله يسبب انسدادات (Colmatages) متكررة وتفاعلات كيميائية تُفسد جودة المنتج النهائي، مما استدعى إطلاق تجارب للتحسين وإعادة ضبط الخصائص الحبيبية (Granulométrie)؛

• **صناعة الكوابل (Câblerie):** يسجل هذا القطاع استعمالاً محدوداً لـ Carbonate de calcium، وذلك لصعوبة إدخاله تقنياً في إنتاج حبيبات البوليمرات، فضلاً عن اعتماد مؤسسات الكوابل بشكل مباشر على المستوردين لتلبية احتياجاتهم.

تجدر الإشارة إلى أنّ أشغال إنجاز هذا المشروع انطلقت سنة 2016، بينما دخل حيز التشغيل الفعلي في سنة 2023 بعد استكمال مختلف عمليات التجهيز والتركيب، وهو ما يسمح بتحديد العمر الإنتاجي المعتمد في الدراسة المالية.

بعد تقديم نظرة شاملة حول مشروع استغلال الصخور الكلسية لإنتاج كربونات الكالسيوم بما في ذلك دوافع إنشائه، قدرته الإنتاجية، وموقعه في السوق الحالية والمتوقعة، تجدر الإشارة إلى أن مشروعاً من هذا النوع يستند في تقييمه الأولي إلى ثلاث دراسات أساسية: البيئية، التسويقية، والمالية، ونظراً لكون الدراسة البيئية قد أظهرت تطابق المشروع مع المعايير التنظيمية المعمول بها، كما أن الدراسة التسويقية جاءت في حدود المقبول من حيث إمكانيات ولوج السوق واستهداف الفئات الصناعية المعنية، ولأنهما لا يندرجان ضمن نطاق تخصص هذا البحث بشكل معمق، فقد تم الاكتفاء بعرض خلاصتهما العامة دون التطرق إلى تفاصيلهما التقنية، وبناء على ذلك سيتم التركيز في ما يلي على الدراسة المالية للمشروع باعتبارها الركيزة الأساسية لقياس رشادة القرار الاستثماري والتمويلي الذي اتخذته المؤسسة، وذلك من خلال تحليل الهيكلية المالية للمشروع، وتقدير كلفته والعوائد المنتظرة منه، وتقييم مدى مساهمته في تعزيز الأداء المالي العام للمؤسسة على المدى المتوسط والبعيد.

2. الدراسة المالية لمشروع استغلال الصخور الكلسية لإنتاج كربونات الكالسيوم:

تستند النمذجة المالية لمشروع استغلال الصخور الكلسية لإنتاج كربونات الكالسيوم على جملة من المحددات والفرضيات المستمدة من الدراسة التقنية وواقع السوق، والتي تهدف إلى وضع إطار واقعي لتقدير التدفقات النقدية المستقبلية، وفيما يلي تفصيل لأهم الفرضيات المعتمدة:

— **الفرضيات التجارية والاقتصادية:** بنيت تقديرات الإيرادات على دراسة معمقة للسوق، اعتمدت المؤشرات التالية:

• **الطاقة الإنتاجية المستهدفة:** يهدف المشروع إلى استغلال وتأمين مكنم كربونات الكالسيوم للوصول إلى قدرة إنتاجية سنوية تقدر بـ 100,000 طن من (GCC) لتلبية احتياجات السوق الوطنية واستهداف الأسواق الدولية.

• **ديناميكية السوق:** تفترض الدراسة نمواً سنوياً للطلب المحلي بنسبة 5%، مع استهداف الاستحواذ على 50% من حصة السوق الجزائرية لكربونات الكالسيوم (GCC).

• **سياسة التسعير:** تم اعتماد متوسط سعر بيع مرجعي قدره 4,456 دج/طن، مع افتراض استقرار نسبي في الأسعار (انخفاض لا يتجاوز 2% سنوياً على مدى 10 سنوات).

— **الفرضيات التقنية والتشغيلية (Hypothèses Opérationnelles):** تم تقدير تكاليف التشغيل بناءً على المعايير الفنية التالية:

• **هيكل التكاليف:** تقدر تكلفة استخراج المادة الأولية من المحجرة بـ 804 دج/طن، بينما تبلغ تكلفة التحويل الصناعي في المصنع 1.336 دج/طن (تشمل الرواتب، الطاقة، التغليف...)، وقد أخذ بعين الاعتبار معدل تضخم سنوي للتكاليف بحدود 3%.

• **الموارد البشرية:** يتطلب تشغيل المشروع طاقماً يقدر بـ 110 موظفاً، بمتوسط تكلفة أجور سنوية تبلغ 75,000 دج/للموظف، مع معدل زيادة سنوية (Augmentation) يقدر بـ 3%.

• **الطاقة والنقل:** تم حساب تكلفة الطاقة بناءً على استهلاك كهربائي قدره 3.000 kW بسعر ثابت (4,5 DA/KWh)، واستهلاك مياه بحدود 10 ml/jour، كما يفترض النموذج قرب المحجرة من المصنع (أقل من 10 كلم) مما يجعل تكاليف النقل مدمجة ضمن تكلفة الإنتاج.

— **الفرضيات المالية والاستثمارية (Hypothèses Financières):** لتقييم مردودية المشروع، تم اعتماد المحددات المالية الآتية:

• **حجم وهيكل الاستثمار:** تبلغ التكلفة الإجمالية للاستثمار 1.53 مليار دج (موزعة بشكل رئيسي بين تهيئة المحجر (25.6 مليون د.ج) وإنشاء المصنع وتجهيزه (739.5 مليون دج)، ويشمل المبلغ المتبقي رأس المال العامل وتكاليف الانطلاق)، يتم إنجازه خلال فترة 24 شهراً.

- **هيكل التمويل:** يعتمد المشروع على استراتيجية التمويل البنكي الكلي (100%) لتغطية تكلفة الاستثمار، دون اللجوء للأموال الخاصة (Autofinancement = 0).
 - **المردودية:** يظهر المشروع مؤشرات ربحية عالية، حيث يقدر العائد على الاستثمار (ROI) بـ 45%، وهامش ربح صافي بعد الضرائب يقدر بـ 19% (ما يعادل 257.7 مليون دج/سنة).
 - **سياسة الاهتلاك:** تم تحديد مدة اهتلاك المنشآت والاستثمارات الكبرى بـ 20 سنة، بينما تهتلك المعدات والتجهيزات خلال فترة تتراوح بين 5 إلى 10 سنوات.
 - **المؤشرات التقييمية:** تم اعتماد معدل خصم (Taux d'actualisation) قدره 10% لحساب القيمة الحالية، ومعدل ضريبة على أرباح الشركات (IBS) بنسبة 19%، كما تم تقدير نقطة التعادل (Seuil de rentabilité) عند مستوى 25% من الطاقة الإنتاجية، وآجال تحصيل مستحقات الزبائن بـ 60 يوماً.
- تقدير التكلفة الاستثمارية (Investment Cost):

ولتجسيد المشروع الاستثماري، تم حصر الاحتياجات المالية اللازمة للانطلاق في دورة الاستغلال، والتي تشمل مصاريف التأسيس، تهيئة موقع المنجم، اقتناء معدات الاستخراج، وإنشاء وحدة المعالجة الصناعية، ويوضح الملحق رقم (11) ذلك، أما الجدول أسفله فهو عبارة عن ملخص لتوزيع التكلفة الاستثمارية حسب طبيعة الأصول، كما يتضمن الجدول مخطط الاهتلاك (Plan d'amortissement) المعتمد لكل أصل، والذي يحدد العمر الافتراضي للتجهيزات وقيمة قسط الاهتلاك السنوي الذي سيدرج ضمن الأعباء المحاسبية.

جدول رقم (37-IV): الهيكل التفصيلي للتكاليف الاستثمارية ومخطط الاهتلاك المعتمد لمشروع استغلال الصخور الكلسية لإنتاج كربونات الكالسيوم.

الوحدة: ألف دج

البيان	المبلغ	معدل الاهتلاك السنوي (%)	مدة الاهتلاك
الدراسات التكميلية (Etudes complémentaires)	30 747	33%	3 سنوات
فتح المنجم (Ouverture de la mine)	56 000	33%	3 سنوات
معدات المنجم (Equipements mine)	235 762	20%	5 سنوات
وحدة المعالجة والإنتاج (Usine de traitement)	2 551 708	بالنسبة لكل الوحدات (10%) ، ما عدا أشغال البناء المنجزة من قبل ENCC (5%)	سنة (10-20)
منشآت قاعدية وأخرى (Infrastructures)	231 769	10%	10 سنوات
المجموع العام للاستثمار	3 105 986		/

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (11) المقدم من طرف مديرية الدراسات والتطوير.

محتوى الجدول:

- يقدر الغلاف المالي الإجمالي للمشروع بـ 3.1 مليار دينار جزائري، وهو ما يصنف المشروع ضمن الاستثمارات الكبرى كثيفة رأس المال؛
 - هيمنة "وحدة المعالجة" (Usine de traitement) على هيكل التكاليف بنسبة تجاوزت 82% من إجمالي الاستثمار، هذا يشير إلى أن المشروع لا يكتفي بالاستخراج الأولي (المادة الخام)، بل يركز على التحويل الصناعي (Micronisation) لخلق قيمة مضافة أعلى، وهو قرار استثماري رشيد يهدف لتعظيم العوائد بدلاً من بيع المادة خاماً.
 - اعتمدت المؤسسة سياسة اهتلاك متباينة لترشيد العبء الضريبي:
 - اهتلاك متسارع: (33%) لمصاريف التأسيس والتهيئة لامتنعاص تكلفتها بسرعة في السنوات الثلاث الأولى (الأكثر ربحية عادة) لتقليل الضرائب.
 - اهتلاك صناعي: (10-20%) للمعدات والمباني بما يتوافق مع المعايير المحاسبية والعمر الافتراضي للأصول.
 - تشير البيانات التفصيلية (أنظر الملحق رقم 11) إلى وجود قيمة متبقية للأصول (Valeur Résiduelle) في نهاية فترة الدراسة تقدر بـ 488 مليون دج، وتعود أساساً لمنشآت البناء (ENCC) التي يمتد عمرها لـ 20 سنة، مما يعزز من قيمة أصول المؤسسة في المدى الطويل.
- برنامج تنفيذ الاستثمار (Mobilisation des investissements):
- لتفادي الاختلالات المالية أثناء مرحلة الإنجاز، يتطلب المشروع جدولة دقيقة لعمليات الدفع (Décaissements) بما يتوافق مع وتيرة تقدم الأشغال المادية، يوضح الملحق رقم (12) ملخصاً للتدفقات النقدية الخارجة للاستثمار، مقسمة حسب مراحل الإنجاز الكبرى.
- يوضح الجدول الزمني لتعبئة الاستثمارات أن المشروع يمتد على فترة إنجاز تغطي حوالي 15 شهراً، حيث تم توزيع النفقات وفق التدرج التالي: المرحلة الأولى: تركزت النفقات على الدراسات التكميلية (جيوتقنية وجيولوجية) ودفعات مقدمة لانطلاق تصنيع وحدة المعالجة، المرحلة الوسطى: عرفت تسارعاً في وتيرة الإنفاق خصصت أساساً لتهيئة الأرضية (Ouverture des pistes) وبداية الأشغال الكبرى مع شركة الإنجاز (ENCC)، مرحلة الذروة: (Pic des décaissements) وتظهر بوضوح في الأشهر الممتدة من مارس إلى جويلية، حيث تم صرف ما يقارب 64% من الغلاف المالي لاقتناء التجهيزات الرئيسية للمصنع Ligne de micronisation،

وشاحنات النقل وآليات الحفر، المرحلة النهائية: خصصت لاقتناء سيارات الخدمة ووسائل النقل الخفيفة استعداداً لدخول مرحلة الاستغلال.

— الفرضيات التقنية والمالية لبرنامج الإنتاج، الأسعار، وتكاليف المواد المستهلكة:

بُنيت تقديرات الإيرادات على فرضيات إنتاجية تصاعدية (Montée en cadence) لضمان دخول آمن للسوق، حيث تم تحديد نسبة استغلال بـ 70% في السنة الأولى، لترتفع إلى 80% في السنة الثانية، وتبلغ الطاقة القصوى (100%) ابتداءً من السنة الثالثة ويعكس الزيادة الطبيعية للطاقة التشغيلية للوحدة، وهذا بحجم إنتاج سنوي يقارب 115,500 طن، وقد انعكس هذا البرنامج على رقم الأعمال التقديري الذي ينتقل من 567 مليون دج في سنة الانطلاق ليصل إلى عتبة 911 مليون دج في السنة العاشرة، مدفوعاً بمزيج إنتاجي متنوع (5، 10، و 20 ميكرون) وأسعار بيع مدروسة (متوسط مرجح يبدأ من 9,000 دج/طن) (أنظر الملحق رقم 13)، مع مراعاة أسعار المواد المستهلكة (طاقة، تغليف، صيانة) السائدة في السوق.

وتجدر الإشارة إلى أن استراتيجية الإنتاج اعتمدت على تنوع المزيج السلعي (Product Mix)، حيث تم التركيز على المنتج ذو القياس 10 ميكرون (بحجم 40,000 طن) باعتباره الأكثر طلباً في السوق الصناعية، يليه القياسان 5 و 20 ميكرون، تسمح هذه التشكيلة للمؤسسة بتغطية قطاعات واسعة (الدهانات البلاستيك، الورق) وتقليل مخاطر الاعتماد على منتج واحد، أما بخصوص سياسة التسعير، فقد تبنت المؤسسة أسعاراً تنافسية بمتوسط مرجح (Prix Moyen Pondéré) يناهز 10,300 دج/طن، مع افتراض ثبات نسبي للأسعار، مما يعكس رغبة المؤسسة في كسب حصص سوقية سريعة بدلاً من تعظيم الهامش الربحي في المدى القصير، البيانات التفصيلية لبرنامج الإنتاج وسياسة التسعير مبينة في الملحق رقم (13).

— تقديرات الموارد البشرية، كتلة الأجور، والرسوم الجبائية والمنجمية:

شملت الدراسة تقديراً دقيقاً لتكاليف اليد العاملة وفق الهيكل التنظيمي للمشروع، بالإضافة إلى حساب الضرائب والرسوم النوعية المرتبطة بالنشاط المنجمي (الإتاوة، الرسم البيئي)، تفاصيل الرواتب والضرائب مدرجة في الملحق رقم (14).

يظهر تحليل هذه البنود الخصائص التالية:

- **الموارد البشرية:** رصدت الدراسة ميزانية للأجور تغطي تعداداً بـ 110 موظفاً (بمتوسط أجر شهري 75.000 دج)، مع إدراج زيادة سنوية تقدر بـ 3%، مما يجعل كتلة الأجور عبئاً ثابتاً ومتزايداً بمرور السنوات، إلا أنه ضروري لضمان كفاءة التشغيل.

• **الضرائب والرسوم:** تم حساب الأعباء الجبائية بدقة، حيث تم إدراج إتاوة الاستخراج (Redevance d'extraction) بنسبة 6% من رقم الأعمال (وهي خاصة بالقطاع المنجمي)، بالإضافة إلى الرسم على النشاط المهني (TAP) والرسم البيئي، مما يجعل الجباية مرتبطة طردياً بتطور المبيعات.

– هندسة التمويل وخدمة الدين (Structure de Financement):

يعتبر اختيار المزيج التمويلي من أهم القرارات الاستراتيجية، بناءً على البيانات المالية للمشروع يوضح الجدول التالي خصائص القرض البنكي المعتمد لتمويل الاستثمار، والمقدم من طرف البنك الوطني الجزائري BNA :

جدول رقم (IV-38): خصائص التمويل البنكي المقدم من طرف BNA لمؤسسة ENOF .

الوحدة: ألف دج

البيان	الخصائص / القيمة
مبلغ القرض (Montant du crédit)	3.105.986 (تغطية 100% من الاستثمار)
المساهمة الشخصية (Autofinancement)	0
معدل الفائدة (Taux d'intérêt)	3.50% (معدل مدعم)
مدة القرض (Durée)	سنوات 10
فترة الإمهال/التأجيل (Différé)	سنوات 3
القسط السنوي الأول (Annuité -1 Year)	72.273 (فوائد فقط خلال فترة التأجيل)

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (15) المقدم من طرف مديرية الدراسات والتطوير.

اعتمدت المؤسسة في تمويل مشروعها الاستثماري استراتيجية التمويل الخارجي الكلي، حيث تم التعاقد على قرض بنكي طويل الأجل بقيمة 3.1 مليار دج تغطي كامل التكلفة الاستثمارية، دون اللجوء للتمويل الذاتي (0=Autofinancement)، وقد تم تحديد شروط القرض بمعدل فائدة 3.5%، ومدة سداد تمتد لـ 10 سنوات، مع الاستفادة من فترة إمهال (Différé) مدتها 3 سنوات، تكتفي فيها المؤسسة بدفع الفوائد فقط دون استهلاك أصل الدين.

نظراً لحجم القرض الاستثماري (حوالي 3.1 مليار دج)، يتحمل المشروع أعباءاً مالية (فوائد) معتبرة في السنوات الأولى (حوالي 72 مليون دج في السنة الأولى)، إلا أن الجدول المالي يظهر تناقصاً تدريجياً لهذه الأعباء لتتعدم كلياً بعد السنة الثامنة، وذلك بفضل فترة الإمهال ونسبة الفائدة المحددة، مما يخفف الضغط على خزينة المؤسسة في مرحلة النضج.

– تقدير وتحليل أعباء الاستغلال (Charges d'exploitation):

لتحديد تكلفة المنتج وعتبة المردودية، تم تقدير مختلف أعباء الاستغلال السنوية وهو ما يبينه الملحق رقم (16).

يظهر هيكل التكاليف أن الأعباء الإجمالية للسنة الأولى تقدر بـ 656 مليون دج، وتحتل مخصصات الاهتلاك الصدارة بنسبة تقارب النصف (46%) نظراً لضخامة الاستثمار، تليها تكاليف المواد المستهلكة (المتفجرات، الوقود، التغليف) وكتلة الأجور التي تغطي رواتب 110 موظف بمتوسط أجر 75.000 دج ونسبة زيادة سنوية 3%، كما تم رصد ميزانية للضرائب تشمل الإتاوة المنجمية (6%) والرسم البيئي. بالإضافة إلى تخصيص مبالغ لتغطية المصاريف المتنوعة (Frais divers) المتمثلة أساساً في أقساط التأمين على المنجم والممتلكات، وكذا الأعباء المشتركة (Charges communes) الموجهة لتسيير المصالح العامة للمؤسسة (أنظر الملحق رقم 16).

– تحليل المردودية والنتائج الصافية (Analyse du Compte de Résultat):

بعد تقدير الإيرادات والتكاليف، يوضح الملحق رقم (17) المسار المالي للمشروع من خلال حساب النتائج التقديرية، والذي يبرز قدرة المؤسسة على تغطية أعبائها وتحقيق هوامش ربح صافية، ومن خلال قراءة تحليلية للمؤشرات، يمكننا تقسيم الأداء المالي إلى ثلاث مراحل مفصلة:

● **مرحلة العجز (سنة 1 و 2):** يسجل المشروع نتيجة صافية سالبة (68 - مليون دج، و 21 - مليون دج) نظراً لعدم بلوغ الطاقة الإنتاجية القصوى (70 - 80 ألف طن)، وثقل الأعباء المالية والاهتلاكات في بداية النشاط.

● **مرحلة الربحية (ابتداءً من السنة 3):** بمجرد استقرار الإنتاج عند 100.000 طن، يقفز رقم الأعمال إلى 834 مليون دج، مما سيسمح للمشروع بتحقيق أول ربح صافي بقيمة 89 مليون دج، ليواصل النمو التدريجي مستفيداً من تراجع أعباء الفوائد وتزايد أسعار البيع.

● **مرحلة الأرباح القصوى (ابتداءً من السنة 11):** تظهر التقديرات تضاعفاً في النتيجة الصافية لتصل إلى عتبة 406 مليون دج، وذلك نتيجة التخلص الكلي من الأعباء المالية (انتهاء سداد القرض) وانتهاء فترة الاهتلاك المحاسبي للجهيزات، مما يرفع هامش الربح الصافي إلى مستويات قياسية تستمر حتى نهاية فترة الدراسة.

– التقييم المالي وجدوى الاستثمار:

يرتكز هذا التقييم أساساً على تحليل تدفقات الخزينة الصافية (Net Cash Flows) بدلاً من الأرباح المحاسبية، وذلك باستخدام تقنية الخصم النقدي (Actualisation) التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

للقود وتكلفة الفرصة البديلة، يوضح الملحق رقم (18) قائمة التدفقات النقدية السنوية المتوقعة، متبوعةً بنتائج حساب مؤشرات القرار الاستثماري المعيارية وهي: صافي القيمة الحالية (VAN)، معدل العائد الداخلي (TRI)، وفترة استرداد رأس المال (DR). ونظراً لطبيعة الاستثمار المنجمي، تم إجراء هذا التقييم وفق سيناريوهين زمنيين (أفق 10 سنوات وأفق 20 سنة) لقياس مدى جدوى ومردودية المشروع على المدى الطويل، ويبين الجدول مختصر لهذه البيانات:

جدول رقم (39-IV): مؤشرات التقييم المالي لمشروع ENOF.

المؤشر (Indicateurs)	السيناريو الأول (10 سنوات)	السيناريو الثاني (20 سنة)	القرار الاستثماري
معدل العائد الداخلي (TRI / IRR)	4 %	10 %	مقبول في المدى الطويل
القيمة صافي (NPV/ VAN)	- 783.582 (سالبة)	102.634 (موجبة)	المشروع يخلق قيمة
فترة الاسترداد	-	8 سنوات و 5 أشهر	متوسط الأجل

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (18) المقدم من طرف مديرية الدراسات والتطوير.

بناءً على تدفقات الخزينة الصافية (Net Cash Flows) واستخدام معدل خصم معياري، أفرزت الدراسة نتيجتين متناقضتين حسب الأفق الزمني: عند تقييم المشروع لمدة 10 سنوات: تظهر القيمة الحالية الصافية (VAN) سالبة بـ 783 - مليون دج، ومعدل عائد داخلي ضعيف (4%)، أما عند تمديد التقييم لـ 20 سنة (العمر الافتراضي للمنجم): تتحول الـ VAN إلى قيمة موجبة 102.6 + مليون دج، ويرتفع معدل العائد الداخلي إلى 10 %.

المطلب الرابع: تقييم رشادة قرارات الاستثمار والتمويل في مؤسسة ENOF

بناءً على المعطيات التقنية والقوائم المالية التقديرية التي تم استعراضها سابقاً، نهدف في هذا العنصر إلى قراءة ما وراء الأرقام واستخلاص النتائج الجوهرية التي تجيب على إشكالية الدراسة، لا يقتصر الهدف هنا على معرفة الربح أو الخسارة فحسب، بل يتعداه إلى تقييم مدى رشادة القرارات التي تبنتها المؤسسة في مرحلة التخطيط، سواء تعلق الأمر بحجم الاستثمار، هيكل التمويل، أو السياسة التشغيلية، وذلك في ضوء مؤشرات المردودية والمخاطر المستخرجة.

1. النتائج المستخلصة من دراسة جدوى مشروع استغلال الصخور الكلسية لإنتاج كربونات الكالسيوم لمؤسسة ENOF:

1.1. النتائج المتعلقة بقرار الاستثمار (Investment Decision Results):

أظهرت دراسة الجدوى أن القرار الاستثماري للمؤسسة اتسم بخصائص استراتيجية واضحة تهدف لتعظيم القيمة، ويمكن تلخيص نتائجها فيما يلي:

– **استراتيجية القيمة المضافة الصناعية:** تشير الأرقام إلى أن المؤسسة وجهت 82% من رأسمالها الاستثماري (حوالي 2.5 مليار دج) لإنشاء "وحدة المعالجة الصناعية (Usine)"، بدلاً من الاكتفاء بمعدات الاستخراج، وهذا يعكس رشادة اقتصادية تهدف للخروج من دائرة "ربع المواد الخام" إلى "الصناعة التحويلية" لضمان هوامش ربح أعلى واستقرار في الأسواق؛

– **كثافة رأس المال وطول فترة الاسترداد:** بينت المؤشرات أن المشروع يتطلب غلافاً مالياً ضخماً (3.1 مليار دج) وفترة استرداد (Payback Period) تصل إلى 8 سنوات و 5 أشهر، حيث تصنف هذه النتيجة المشروع ضمن "الاستثمارات الهيكلية طويلة الأمد"، أي أن قبول المؤسسة لهذه الفترة الطويلة يؤكد أن قرار الاستثمار مبني على رؤية استراتيجية للاستدامة (Durability) وليس الربح السريع والمضاربة؛

– **واقعية التخطيط التشغيلي:** افترضت الدراسة تدرجاً في استغلال الطاقة الإنتاجية (70%، 80%، ثم 100%)، هذه الفرضية تُعد مؤشراً إيجابياً على التحوط للمخاطر التقنية (Risk Aversion) في مرحلة الانطلاق، مما يعزز مصداقية النتائج المالية المتوقعة.

2.1. النتائج المتعلقة بقرار التمويل (Financing Decision Results):

فيما يخص هيكلية الموارد المالية، أفضت الدراسة إلى نتائج تؤكد كفاءة الهندسة المالية للمشروع:

– **الاستفادة القصوى من الرافعة المالية (Leverage):** أظهرت الدراسة اعتماد المشروع على القروض البنكية بنسبة 100% لتمويل الاستثمار، حيث يُعد هذا قراراً تمويلياً "جريئاً ورشيداً" في آن واحد، حيث استغلت المؤسسة انخفاض تكلفة الدين (3.5%) لتمويل أصول تدر عائداً أعلى (10%)، مما يعظم العائد على الأموال الخاصة؛

– **التوافق بين التدفقات النقدية وخدمة الدين:** نجحت الدراسة في مواءمة جدول سداد القرض مع قدرة المشروع على توليد السيولة، وذلك عبر طلب فترة إمهال (Différé) لمدة 3 سنوات، هذه النتيجة حيوية جداً حيث جنبت المؤسسة خطر "العسر المالي" في سنوات العجز المحاسبي (السنة 1 و 2)، مما يؤكد أن قرار التمويل لم يراع فقط "الحصول على المال" بل "شروط سداده"؛

– **التحسين الجبائي (Tax Shield):** أبرزت الدراسة دور الاهتلاكات والعبء المالي للفوائد في تخفيض الوعاء الضريبي، وهذا يمثل وفراً ضريبياً قانونياً يصب في خانة ترشيد التدفقات النقدية الخارجة.

3.1. النتائج المتعلقة بالمردودية والأداء المالي (Performance & Profitability):

خلصت الدراسة المالية إلى جملة من المؤشرات المعيارية التي تحكم على جدوى المشروع:

- **مردودية مشروطة بالمدى الطويل:** سجل المشروع صافي قيمة حالية (VAN) سالبة عند تقييمه لـ 10 سنوات، وموجبة (102+ مليون دج) ومعدل عائد داخلي (TRI = 10%) عند 20 سنة، مدلوله أن المشروع مجد اقتصادياً، بشرط استمرارية النشاط لكامل العمر الافتراضي للمنجم؛
- **القدرة الهيكلية على خلق القيمة:** يؤكد تحليل جدول النتائج أن المشروع يمتلك قدرة عالية على توليد قيمة مضافة (Valeur Ajoutée) كافية لتغطية أعباء الاستغلال وتكاليف التمويل (رغم البداية المحاسبية السالبة، إلا أن التدفقات النقدية التشغيلية EBE الإيجابية تضمن استمرارية النشاط، مع آفاق واعدة جداً للربحية بعد انقضاء فترة سداد القروض واهتلاك الاستثمارات الكبرى.)، مما يضمن استمرارية الدورة التشغيلية للمؤسسة.
- **القدرة العالية على توليد التدفقات (Cash Generation):** رغم تسجيل خسائر محاسبية في السنوات الأولى، إلا أن تدفقات الخزينة (Cash Flows) كانت إيجابية ومستقرة منذ السنة الأولى (أكثر من 230 مليون دج)، ما يعني أن المشروع يمتلك "ملاءة مالية (Solvabilité) قوية تمكنه من الوفاء بالتزاماته التشغيلية والبنكية، وهو المؤشر الأهم بالنسبة للممولين.

تأسيساً على ما سبق يمكن القول إن دراسة الجدوى قد أدت دورها كأداة لترشيد القرار، حيث أثبتت أن المشروع يمتلك مقومات النجاح الاقتصادي والمالي، شريطة التحكم في فترة الإنجاز وضمان الوصول للطاقة القصوى في السنة الثالثة، هذه النتائج النظرية (Ex-ante) تضعنا أمام فرضيات سنقوم باختبار مدى تحققها فعلياً في النقاط التالية من خلال تحليل واقع المشروع بعد دخوله مرحلة الاستغلال.

وفي هذا السياق يمكن تحديد ثلاث فرضيات مرجعية شكلت الأساس المنطقي لاتخاذ القرار:

- **تتعلق الفرضية الأولى بالقدرة الاستيعابية للسوق ومستوى النشاط المستهدف،** حيث بُني القرار الاستثماري بتوسيع الطاقة الإنتاجية إلى 100,000 طن سنوياً على أساس تقديرات تؤكد وجود طلب فعلي يسمح بتصريف هذه الكميات، وتعتبر هذه الفرضية شرطاً لازماً لجدوى الاستثمار، إذ أن تحقيق هذا المستوى من المبيعات هو العامل المحدد لخفض تكلفة الوحدة الواحدة من خلال توزيع التكاليف الثابتة على حجم إنتاج أكبر (تحقيق وفورات الحجم)، وأي انحراف سلبي عن هذا المستوى يؤدي حتماً إلى ارتفاع تكلفة الإنتاج وتراجع الهوامش الربحية نتيجة عدم استغلال الطاقة الإنتاجية المتاحة.

ترتبط الفرضية الثانية بالكفاءة التشغيلية ومعدل القيمة المضافة، إذ يفترض النموذج الاقتصادي للمشروع أن التكنولوجيا المعتمدة في وحدة المعالجة الصناعية تسمح بتحقيق معدلات قيمة مضافة مرتفعة تتجاوز المعدلات القياسية للقطاع، وتستند هذه الفرضية إلى أن الفارق الإيجابي بين قيمة المخرجات وتكلفة المدخلات يجب أن يكون كافياً لتغطية أعباء المستخدمين وجميع المصاريف التشغيلية، مع توفير فائض نقدي (الفائض الإجمالي قبل الأعباء المالية والضريبية والاستهلاكات - EBITDA) يغطي الأعباء المالية المترتبة على الهيكل التمويلي للمشروع، مما يجعل من معدل القيمة المضافة المؤشر الرئيسي للحكم على الجدوى الاقتصادية للنشاط.

أما الفرضية الثالثة فتختص بتوازن الهيكل المالي وعلاقة العائد بالمخاطرة، حيث تم تبرير قرار الاعتماد الكلي على التمويل الخارجي (نسبة استدانة 100%) بفرضية انخفاض المخاطر التشغيلية للمشروع، والمتمثلة في تحديد نقطة التعادل عند مستوى 25% من الطاقة القصوى، ويقوم المنطق المالي لهذا القرار على أن انخفاض عتبة المردودية يوفر هامش أمان مرتفع يضمن قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية تجاه البنوك مهما كانت تقلبات مستوى النشاط، مما يسمح بالاستفادة الإيجابية من الرافعة المالية لتعظيم العائد دون تعريض الملاءة المالية للمؤسسة للخطر.

2. تقييم رشادة القرار الاستثماري والتمويلي من خلال تحليل مؤشرات الأداء الفعلي (2020-2024):

يشكل تحليل القوائم المالية لمؤسسة ENOF خلال الفترة الممتدة من 2020 إلى 2024 محطة مفصلية في هذه الدراسة، حيث تغطي هذه السلسلة الزمنية مرحلتين حاسمتين: مرحلة استكمال التجهيز والاستثمار (2020-2022)، ومرحلة الدخول الفعلي في الاستغلال وتوسع النشاط (2023-2024)، ونهدف من خلال هذا التحليل البعدي (Ex-post analysis) إلى اختبار مدى نجاعة الخيارات الاستراتيجية التي تبنتها المؤسسة، وتقييم ما إذا كانت القرارات الاستثمارية والتمويلية قد اتسمت بالرشادة اللازمة لضمان التوازن المالي وتحقيق النمو المستدام، وبما يخدم في النهاية الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة.

تنويه: تجدر الإشارة إلى أن القوائم المالية المعتمدة في هذا التحليل تخص المؤسسة ككل (ENOF)، والتي تضم وحدات إنتاجية سابقة بالإضافة إلى المشروع الجديد موضوع الدراسة، وعليه فإن قياس رشادة قرارات هذا المشروع سيتم وفق مقارنة "الأثر الإضافي (Incremental Impact)"، أي أننا سنعتبر القفزة النوعية في المؤشرات المالية والنشاط (الفارق بين ما قبل 2023 وما بعدها) هي النتيجة المباشرة لدخول الاستثمار الجديد حيز الاستغلال، باعتبار أن النشاط التقليدي للمؤسسة كان يتسم بالاستقرار النسبي في السنوات السابقة.

1.2. تحليل رشادة "القرار الاستثماري" وأثره على نمو النشاط:

ينطلق تقييم كفاءة القرار الاستثماري والحكم على رشادته، من مبدأ أساسي مفاده أن أي زيادة في حجم الأصول المستثمرة يجب أن يقابلها نمو موازي أو يفوقها في حجم النشاط وتوليد الثروة، وبناءً على البيانات المالية الفعلية للمؤسسة، سنركز في هذا المحور على تحليل العلاقة بين التوسع في القاعدة الإنتاجية (الأصول الثابتة) وبين تطور مؤشرات الأداء التجاري والاقتصادي، بهدف الإجابة عن التساؤل الجوهرى التالي: "هل أدى ضخ الأموال في الأصول الثابتة الجديدة إلى خلق ثروة حقيقية وقيمة مضافة للمؤسسة؟"، كما سندعم هذا التحليل بحساب معدل دوران الأصول لقياس كفاءة المؤسسة في تشغيل استثماراتها الضخمة.

– تطور نمو رقم الأعمال (Chiffre d'Affaires - CA):

تظهر قراءة مؤشرات النشاط وبالأخص تطور رقم الأعمال، أن القرار الاستثماري بتوسيع وتحديث القدرات الإنتاجية كان قراراً رشيداً بامتياز واستجابةً حقيقية لفرص السوق، فبالاعتماد على كل من جدول حساب النتائج والتحليل الأفقي الخاص به، نلاحظ التحول التالي: فبعد مرحلة من الركود النسبي خلال سنوات الإنجاز (2020 – 2022) التي عرف فيها رقم الأعمال تراجعاً طفيفاً ليصل إلى 3.6 مليار دج، سجلت المؤسسة نقطة تحول جذرية بمجرد دخول الاستثمارات الجديدة حيز الخدمة في سنة 2023، محققة قفزة في المبيعات بنسبة 17% مقارنة بالسنة التي قبلها ليصل إلى 4.2 مليار دج، وقد تأكدت صوابية هذا التوجه في سنة 2024 حيث واصل رقم الأعمال نسقه التصاعدي بنمو لافت قدره 22% مقارنة بسنة 2023 ليتجاوز عتبة 5.1 مليار دج، هذا النمو المتسارع يعكس نجاح المؤسسة في تحويل الأصول الثابتة (التي انتقلت من طور الإنجاز إلى طور الإنتاج) إلى تدفقات إيرادية حقيقية، مما يؤكد الكفاءة التقنية والتسويقية للمشروع.

ولاختبار فرضية أن المشروع المنجز قد شكل نقطة انعطاف إيجابية (Turning Point) في المسار المالى للمؤسسة، نستند إلى بيانات الجدول المالى التالى الذى يوضح هيكلة مبيعات ورقم أعمال مؤسسة ENOF، والذى سنستخدمه كقاعدة لاستخراج نسب النمو والعلاقات السببية:

جدول رقم (IV-40): هيكلة مبيعات ورقم أعمال مؤسسة ENOF.

الوحدة: (MDA)

2024	2023	2022	2021	2020	Produits
814 513	799 388	775 893	760 729	676 317	Baryte
795 696	641 349	508 108	413 542	336 586	Bentonite
217 825	160 307	143 757	69 504	80 634	Carbonate
67 284	34 367	59 700	69 713	38 993	Kieselguhr
85 203	83 024	70 745	119 534	122 396	Feldspath
88 650	89 573	19 130	78 428	307 517	Zinc
160 975	121 113	167 537	44 029	---	Dolomie

الفصل الرابع: تقييم ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة

حالة مؤسسة ENOF و ECDE

2 924 850	2 100 454	1 674 090	2 068 524	2 475 552	Granulats
5 158 607	4 029 575	3 418 960	4 003 911	3 924 147	Total ENOF
0	207 270	205 946	0	0	خدمات مقدمة Prestations
5158607	4 236 845	3 624 906	4003911	3924147	رقم الأعمال Total
4.22%	3.98%	4.20%	1.73%	2.05%	النسبة 1: وزن كربونات من إجمالي المبيعات
100%	95.1%	94.3%	100%	100%	النسبة 2: مساهمة المبيعات في رقم الأعمال

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات المقدم من طرف مديرية الدراسات والتطوير.

يظهر من خلال تحليل الجدول المالي أن منتج كربونات الكالسيوم بدأ يستحوذ تدريجياً على مكانة متنامية داخل محفظة منتجات مؤسسة ENOF، وهو ما يعكس الأثر المباشر لدخول المشروع مرحلة الإنتاج الفعلي، فقد ارتفع الوزن النسبي لهذا المنتج من 3.98% سنة 2023 إلى 4.22% سنة 2024، وهو تطور مهم من الناحية التحليلية، ليس لقيمه المطلقة بل لدلالته الاقتصادية إذ يشير إلى أن مبيعات الكربونات تنمو بوتيرة أسرع من معدل نمو باقي المنتجات، مما يثبت وجود طلب فعلي متزايد على هذا المنتج الجديد ويؤكد أن المشروع بدأ يفرض حضوره داخل النشاط الإنتاجي للمؤسسة، ويُعد هذا التحسن في "الحصة الداخلية" للمنتج دليلاً على أن الطاقة الإنتاجية الجديدة لم تبقى كامنة، بل تحولت إلى مبيعات فعلية في السوق؛

لا يتوقف أثر المشروع عند حدود تطور منتج الكربونات فقط، بل يمتد ليؤثر على مجموع مبيعات المنتجات الصناعية للمؤسسة، فمن خلال قراءة الأرقام الخاصة بالإنتاج والمبيعات، نلاحظ أن قيمة مبيعات المنتجات ارتفعت من 3.418 مليار دج سنة 2022 إلى 4.029 مليار دج سنة 2023، ثم إلى 5.158 مليار دج سنة 2024، أي بزيادة تفوق 1.7 مليار دج خلال سنتين فقط، ويعكس هذا النمو المتسارع استفادة المؤسسة من القدرات الإنتاجية الجديدة التي وقفها مشروع كربونات الكالسيوم، إضافة إلى التحسن الذي طال مردودية باقي الأنشطة الإنتاجية نتيجة توسيع البنية التحتية الصناعية واستغلالها المشترك، ويُفهم من ذلك أن المشروع لم يؤثر بشكل منعزل، بل ساهم في تعزيز الأداء الصناعي الكلي للمؤسسة من خلال رفع مستوى الاستفادة من الطاقات المتاحة؛

تتجلى العلاقة السببية بين مشروع كربونات الكالسيوم ونمو رقم الأعمال من خلال تطور مساهمة المنتجات الصناعية في رقم الأعمال، حيث ارتفعت من 94.3% في 2022 إلى 95.1% في 2023 لتبلغ 100% في 2024، ما يعني أن رقم الأعمال لسنة 2024 أصبح قائماً بالكامل على النشاط الإنتاجي، ويُفسر النمو المسجل في رقم الأعمال سنة 2024 (+22%) بتوسع المبيعات الصناعية خصوصاً مبيعات الكربونات، مما يدل على أن الزيادة في الطاقة الإنتاجية الناتجة عن المشروع الجديد كانت المحرك الأساسي لهذا التحسن.

ورغم هذا النمو اللافت الذي يثبت صحة التوجه الاستراتيجي، إلا أن مقارنة الكميات المحققة (45,612 طن في 2024) مع الفرضية المرجعية الأولى (100,000 طن) تشير إلى أن المؤسسة لا تزال في مرحلة "الصعود (Ramp-up)، وأنها لم تستغل سوى 45% من طاقتها الكامنة، مما يعني أن الرشادة التجارية تحققت جزئياً ولكنها ما تزال تحمل فرصاً ضائعة.

وعلى الرغم من هذا الانحراف الكمي عن التوقعات، إلا أنه يمكن القول إن المشروع لعب دور "الرافعة الإنتاجية" التي أدت إلى تحريك النشاط نحو مستويات أعلى من المردودية، وأن الزيادة المسجلة في رقم الأعمال ليست مجرد تحسن ظريفي، بل نتيجة مباشرة لتحول أصول المؤسسة من حالة الإنجاز إلى حالة الإنتاج، الأمر الذي يعكس نجاح القرار الاستثماري في خلق تدفقات إيرادية حقيقية.

– معدل القيمة المضافة (Taux de Valeur Ajoutée):

علاوة على النمو الكمي يتجلى عمق الرشادة الاستثمارية في نوعية القيمة المحققة، حيث تكشف نسب "معدل القيمة المضافة" عن مستويات أداء متصاعدة واستثنائية بلغت 92% في سنة 2024، ويشير هذا المعدل المرتفع إلى أن طبيعة الاستثمار لم تكن مجرد توسعة كمية، بل كانت تحديداً نوعياً وعميقاً لسلسلة القيمة، مما مكن المؤسسة من تحقيق هامش قيمة مضافة مرتفع جداً مقارنة بتكلفة المدخلات، وبذلك يمكن الجزم بأن قرار ضخ أموال ضخمة في التكنولوجيا والمعدات الحديثة كان مبرراً اقتصادياً، حيث نقل المؤسسة من مجرد منتج للمواد الأولية إلى مصنع ذي كفاءة تحويلية عالية.

وتأتي هذه النتيجة القياسية (92%) لتؤكد بشكل قاطع صحة الفرضية المرجعية الثانية (الكفاءة التشغيلية)، فنجاح المؤسسة في تعظيم القيمة المضافة يثبت أن الاختيار التقني للمصنع كان قراراً رشيداً بامتياز، حيث نجحت التكنولوجيا في تحويل المواد الخام إلى مخرجات ذات قيمة عالية.

– التحول في هيكل الأصول والاستثمار (CAPEX Analysis):

يكشف التحليل الهيكلي لأصول الميزانية عن تحول جوهري في طبيعة النفقات الرأسمالية (CAPEX) للمؤسسة، وهو ما يعكس نجاحها في إدارة المرحلة الانتقالية من "الإنجاز" إلى "الاستغلال"، فمن خلال تتبع حركة بنود الأصول غير الجارية نلاحظ الانخفاض الحاد وتلاشي بند "تثبيتات قيد الإنجاز" الذي كان يسيطر على الميزانية في السنوات السابقة، ليقابله ارتفاع موازٍ ومحسوس في بند "التثبيتات العينية" خلال سنتي 2023 و 2024، هذا التغير الهيكلي يحمل دلالة قوية على رشادة إدارة الاستثمار، حيث يؤكد أن المؤسسة نجحت في

تحويل مواردها المالية المجمدة (أصول قيد الإنجاز) إلى أصول إنتاجية جاهزة فعلياً، منهيّة بذلك مرحلة مخاطر الإنجاز وموفرة القاعدة المادية اللازمة لانطلاق دورة الاستغلال.

– كفاءة استغلال الاستثمارات (معدل دوران الأصول-Asset Turnover):

يعتبر هذا المؤشر المقياس الحقيقي لرشادة الاستثمار، حيث يقيس قدرة الأصول المستثمرة على توليد المبيعات، ويعبر الجدول التالي عن قيم هذا المؤشر خلال سنوات الدراسة.

جدول رقم (IV-41): تطور معدل دوران الأصول لمؤسسة ENOF .

البيان / السنوات	2020	2021	2022	2023	2024
رقم الأعمال (CA)	3.924.147	4.003.911	3.624.906	4.236.845	5.158.607
مجموع الأصول	22.232.128	24.152.916	27.116.926	30.591.904	35.509.092
معدل دوران الأصول	0.176	0.165	0.133	0.138	0.145

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات القوائم المالية.

عند قسمة رقم الأعمال على مجموع الأصول، نلاحظ استقراراً وتحسناً تدريجياً في المعدل رغم تضخم قاعدة الأصول (المقام) بشكل كبير في 2023/2024 نتيجة الاستثمارات الجارية دون أن يقابلها إنتاج فوري، في سنة 2024 بمجرد دخول المشروع حيز الخدمة، عاد المؤشر للارتفاع التدريجي مسجلاً 0.145 ورغم أن المعدل يبدو منخفضاً وهو ما يعكس الطبيعة الهيكلية للصناعات الثقيلة كثيفة رأس المال، إلا أن النمو المتزامن بين الأصول والمبيعات يؤكد أن الطاقات الإنتاجية الجديدة لم تبق عاطلة، بل دخلت فوراً وبكفاءة في الدورة الاقتصادية، هذا المسار يؤكد كفاءة القرار الاستثماري في تحقيق المواءمة المثلى بين الطاقات الإنتاجية المستحدثة والأداء التجاري الفعلي.

2.2. تحليل رشادة قرار التمويل (التوازن المالي والمخاطر):

يهدف هذا المحور إلى تقييم متانة الهيكل المالي للمؤسسة في مواجهة أعباء الاستدانة الناتجة عن المشروع، سنركز على تحليل مؤشرات التوازن ونسب المديونية ونسب السيولة، للتحقق مما إذا كانت القرارات التمويلية قد اتسمت بالرشادة اللازمة للحفاظ على الاستقرار المالي وتفادي مخاطر العسر، بالتزامن مع تمويل النمو.

– مؤشرات التوازن المالي (FR - BFR - TN):

فيما يتعلق بالسياسة التمويلية، أثبتت مؤشرات التوازن المالي أن المؤسسة نجحت في إدارة معادلة "النمو مقابل المخاطر" بكفاءة عالية، فعلى الرغم من ضخامة البرنامج الاستثماري حافظت المؤسسة على توازن هيكلي صلب طيلة فترة الدراسة، حيث بقي رأس المال العامل (FR) موجباً ومغطياً لاحتياجات رأس المال العامل (BFR)، وهو ما أفرز خزينة صافية (TN) موجبة في جميع السنوات، بلغت ذروتها في 2022 ثم استقرت عند مستويات

آمنة (حوالي MDA 233 861 في 2024)، هذا الفائض في الخزينة حتى في ذروة النشاط يُعد دليلاً قاطعاً على رشادة التخطيط المالي، حيث تم تمويل الأصول طويلة الأجل بموارد دائمة (أموال خاصة + ديون طويلة الأجل)، متجنباً بذلك مخاطر السيولة التي غالباً ما تعصف بالمشاريع الكبرى في سنواتها الأولى.

– الاستقلالية المالية والمديونية:

أما من جانب الهيكل المالية فقد سجلت المؤسسة تحولاً جذرياً، حيث انخفضت نسبة الاستقلالية المالية من مستويات مريحة % 48 في سنة 2020 لتصل إلى % 22.4 في سنة 2024، بالتزامن مع ارتفاع نسبة المديونية الإجمالية لتبلغ 3.47، وهو ما يعني أن الديون أصبحت تمثل قرابة % 77 من إجمالي الخصوم، ورغم أن هذه المؤشرات توحي ظاهرياً بارتفاع درجة المخاطرة، إلا أن قراءتها في سياق المردودية تكشف عن "استغلال رشيد للرافعة المالية"، ولإثبات ذلك قمنا بحساب معدل تغطية الفوائد (Interest Coverage Ratio) لسنة 2024 بقسمة النتيجة التشغيلية (682,089 ألف دج) على الأعباء المالية (337,694 ألف دج)، لنجد أنه يساوي 2.02 مرة؛

تؤكد هذه النتيجة أن الأرباح التشغيلية للمؤسسة قادرة على تغطية تكلفة ديونها بضعفين، مما يعني أن قرار الاستدانة لم يكن مغامرة غير محسوبة، ومع ذلك تجدر الإشارة إلى دخول المؤسسة في "منطقة الحذر" في سنة 2024 حيث أدى ثقل الديون إلى تسجيل نتيجة مالية سالبة (198- ألف دج) مما يستدعي مراقبة دقيقة، وبالمحصلة يبقى هذا اللجوء المكثف للاستدانة خياراً استراتيجياً لتمويل نمو الأصول الضخم دون استنزاف أموال المساهمين (التمويل الذاتي).

تأسيساً على ذلك فإن معدل تغطية الفوائد (2.02 مرة) يُعتبر مؤشراً مطمئناً ولكنه حذر، وهو ما يضع الفرضية المرجعية الثالثة (الأمان المالي) موضع اختبار، فرغم أن القرار التمويلي (الاستدانة الكاملة) كان جريئاً، إلا أن قدرة التدفقات التشغيلية الحالية على تغطية الفوائد بضعفين تثبت أن المؤسسة لم تقع في فخ العسر المالي، مما يؤكد -إلى حد الآن- رشادة المخاطرة المحسوبة التي تبنتها دراسة الجدوى.

3.2. تقييم المردودية والأداء المالي (Profitability & Performance Evaluation):

يعد تحليل المردودية بمثابة المعيار الفاصل للحكم على مدى رشادة القرارات، فالرشادة المالية لا تقاس بحجم الأموال المستثمرة أو المعبأة، بل تقاس حصراً بـ النتيجة النهائية، أي "هل نجح هذا المشروع في خلق ثروة حقيقية تفوق تكلفته؟"، في هذا المحور سنخضع الأداء المالي لاختبار الواقع لنثبت ما إذا كانت هوامش الربح والعوائد المحققة كافية لتبرير الأعباء والمخاطر التي تم تحملها، وبالتالي تأكيد أن قرار التوسع كان خياراً اقتصادياً مجدياً يضمن استدامة المؤسسة.

– مردودية الاستغلال (Rentabilité d'Exploitation):

يعتبر هذا المؤشر المقياس الأدق للحكم على كفاءة النموذج الاقتصادي للمشروع، حيث يقيس هامش الربح التشغيلي الصافي الذي يولده النشاط قبل خصم الأعباء المالية والاهتلاكات، وذلك بقسمة فائض الأرباح الإجمالية (EBE) على رقم الأعمال، حيث يظهر جدول النسب المالية تطوراً هيكلياً لافتاً في هذا المعدل، فبعد أن كان مستقرّاً في حدود 17.71% و 18.24% خلال سنوات الإنجاز (2022-2023)، سجل قفزة قياسية في سنة 2024 ليصل إلى 29.54%، يدل هذا الارتفاع المفاجئ (بأكثر من 11 نقطة مئوية) إلى "الرشادة التشغيلية Operational Rationality" للقرار الاستثماري، فالانتقال من هامش 18% إلى قرابة 30% يعني أن كفاءة التجهيزات الإنتاجية المستحدثة (المصنع الجديد) قد حسنت من هيكل التكاليف (Cost Structure)، وسمحت للمؤسسة بالاستفادة القصوى من "وفورات الحجم"، حيث أدت زيادة الكميات المنتجة إلى انخفاض تكلفة الوحدة الواحدة، وعليه فإن الرشادة هنا تتجلى في نجاح الاستثمار في نقل المؤسسة إلى مستوى أعلى من الفعالية الإنتاجية، حيث أصبح كل دينار مبيعات يولد فائضاً نقدياً أكبر، وهو الضمان الأساسي لاسترداد تكلفة الاستثمار وسداد الديون.

– تحليل تطور النتيجة الصافية وهامش الربح الصافي:

تتوج مخرجات القرارات الاستثمارية والتمويلية في المحصلة النهائية بالأرباح، وفي هذا السياق أظهرت المؤسسة قدرة متميزة على الحفاظ على الربحية الصافية (Resultat Net) موجبة ومستقرة طيلة الفترة (2020-2024)، حيث سجلت ربحاً صافياً قدره 229.756 KDA في سنة 2024، ورغم أن هوامش الربح الصافي تبدو مستقرة عند حدود 4.5% - 5.5%، إلا أن هذا الاستقرار يُعد إنجازاً في حد ذاته بالنظر إلى الارتفاع الكبير في مخصصات الاهتلاك (التي قاربت 900 مليون دج في 2024) والأعباء المالية المترتبة على القروض، وعليه إن قدرة المؤسسة على استيعاب هذه الأعباء الهيكلية والمالية الضخمة والبقاء في منطقة الربحية تؤكد متانة نموذجها الاقتصادي، فالرشادة هنا لا تقاس بتعظيم الربح الآني المحاسبي، بل بالقدرة على توليد تدفقات نقدية تشغيلية (CAF) تسمح بسداد الديون وتجديد الاستثمارات، وهو ما نجحت المؤسسة في تحقيقه.

– المردودية المالية (Rentabilité Financière - ROE):

يهدف هذا المؤشر إلى قياس العائد الذي يحققه المساهمون على أموالهم الخاصة، حيث نلاحظ من خلال الجدول استقراراً تاماً في معدل المردودية المالية عند مستوى 0.03 أي (3%) خلال السنوات الثلاث الأخيرة (2022-2024) رغم التغيرات الهيكلية الكبيرة في الميزانية، ويعكس هذا الاستقرار (وعدم التراجع) رشادة مالية عالية في إدارة مرحلة ما بعد الاستثمار، فمن المعروف مالياً أن السنوات الأولى للمشاريع الكبرى تشهد عادة تآكلاً في المردودية المالية للمساهمين بسبب ضخامة أعباء الاهتلاك الفوائد البنكية، إلا أن قدرة المؤسسة على

امتصاص هذه الأعباء الهيكلية والحفاظ على مردودية موجبة ومستقرة (3%) يعد مؤشر إيجابياً على الصلابة المالية، وكذا يدل على نجاعة الدراسة الاقتصادية التي ضمنت توازن الإيرادات مع التكاليف المتضخمة، ونجحت في حماية ثروة الملاك من التآكل أثناء فترة التوسع، بمعنى أن المؤسسة حالياً في مرحلة "الرسملة وبناء القاعدة الأصولية" وليس في مرحلة "جني الأرباح القصوى"، وقدرتنا على تحقيق عائد موجب ومستقر للمساهمين في ذروة التوسع الاستثماري تؤكد نجاحها في الموازنة بين النمو والاستدامة.

3. الاستنتاج العام للدراسة التطبيقية:

ختاماً لهذه الدراسة الميدانية التي استهدفت اختبار دور التحليل المالي ودراسات الجدوى في ترشيد القرارات بمؤسسة ENOF، ومن خلال المقارنة المعمقة بين التقديرات القبلية (Ex-ante) والنتائج الفعلية (Ex-post)، توصلنا إلى يقين علمي وعملي يؤكد صحة فرضية البحث، فقد أثبتت الأرقام والمؤشرات المستخلصة أن المؤسسة لم تتخذ قراراتها بشكل عشوائي، بل التزمت بالمعيار الجوهرى للرشادة الاقتصادية والمالية. تجلت رشادة القرار في دقة اختيار الهدف الاستثماري، فقد وجهت المؤسسة مواردها نحو "تحديث القاعدة الصناعية" واستهدفت منتجات ذات قيمة مضافة عالية (كربونات الكالسيوم)، وقد أثبت هذا الخيار فعاليته القصوى من خلال تحقيق معدلات قيمة مضافة استثنائية (92%)، وقفزة نوعية في رقم الأعمال (+22%)، مما يثبت أن المؤسسة لم تهدر مواردها في نشاطات عقيمة، بل وجهتها إلى استثمارات ذات قيمة المضافة، أي أن الاستثمار لم يكن مجرد توسع كمي، بل كان انتقالاً نوعياً نحو أنشطة ذات مردودية عالية. كما أظهرت المؤسسة كفاءة عالية في طريقة إدارتها لمواردها المالية من خلال الموازنة بين "عبء الدين" و"قدرة السداد"، فبفضل الحفاظ على هامش تغطية فوائد آمن (أكثر من 2 مرة) وتدفقات خزينة موجبة، نجحت الإدارة في تجنب الوقوع في فخ العسر المالي وحافظت على توازنها المالي، هنا كانت "الكفاءة" تعني تحقيق الأهداف بأقل قدر من المخاطر والهدر.

وعليه يمكن الجزم بأن دراسة الجدوى والتحليل المالي لم يكونا مجرد أدوات تقنية، بل كانا بمثابة "نظام توجيه استراتيجي (Strategic Guidance System)" مكن المؤسسة من الموازنة بين طموح النمو (الاستثمار) وقيود الموارد (التمويل)، ليصنع في النهاية قراراً رشيداً ضمن للمؤسسة البقاء، النمو، والاستدامة المالية في بيئة تنافسية متغيرة.

خلاصة الفصل:

أفضت الدراسة التحليلية لواقع الاستثمار والتمويل في كل من مؤسسة (ECDE) ومؤسسة (ENOF) إلى نتيجة جوهرية مفادها أن "الرشادة المالية" في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية ليست نموذجاً نظمياً واحداً، بل هي ممارسة مرنة تتشكل حسب استراتيجية المؤسسة وظروف السوق، فقد أظهر الواقع الميداني أن أدوات التحليل المالي ودراسات الجدوى تُستخدم لتحقيق غايتين مختلفتين: إما لغرض "التحصين والدفاع" (بناء هوامش أمان لضمان البقاء)، وإما لغرض "التوسع والنمو" (استغلال الموارد لتعظيم القيمة)، وعليه فإن الحكم على رشادة القرار لا يرتبط فقط بتعظيم الربح الآني، بل بمدى قدرة القرار المالي على تحقيق التوافق بين "المخاطرة المقبولة" و"الاستدامة المالية".

وفي هذا السياق، كشفت الدراسة أن الرشادة هي نتاج مباشر لجودة توظيف هاتين الأداتين ومدى التكامل بينهما، ففي حين ساهم تلازم دقة دراسة الجدوى مع متانة التحليل المالي في حالة (ENOF) في بلوغ الرشادة المتكاملة (تحقيق النمو والأمان معاً)، أدى انفصال الأداتين في حالة (ECDE) حيث حضر التحليل المالي وغابت دقة التقديرات التسويقية إلى الاكتفاء بـ "رشادة تحوطية جزئية"، ضمنت الأمان المالي لكنها عجزت عن تحقيق المردودية الاقتصادية القصوى.

وبناء على ما سبق، خلصت الدراسة الميدانية إلى جملة من النتائج التي تشخص الواقع المالي والاستثماري للمؤسسات محل الدراسة، وتجب عن مدى توفر "الرشادة" في اتخاذ قراراتها، وفيما يلي تفصيل ذلك حسب كل حالة:

◀ النتائج الخاصة بمؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف (ECDE):

— تميزت المؤسسة بصلابة هيكلية عالية وملاءة مالية فائقة، مدعومة بمؤشرات توازن إيجابية وفوائض في الخزينة، وقد جاء هذا الوضع نتيجة لتبني سياسة "الأمان المالي" التي تُغلب الاستقلالية وتتفادى الإفراط في الاستدانة، مفضلةً بذلك نهج "التحوط المالي" الذي يجمع بذكاء بين استغلال الرافعة المالية وتعزيز الحصانة المالية للمؤسسة، بعيداً عن المخاطرة المفرطة.

— سجلت الدراسة انحرافاً بين التقديرات المتفائلة لدراسة الجدوى والواقع الفعلي لمشروع إنجاز "الخط الثالث"، حيث اصطدمت الفرضيات الساكنة بواقع تشبع السوق وتراجع الأسعار، مما جعل المردودية الاقتصادية أقل من المتوقع، وأثبت قصور الجدوى التسويقية.

- شكلت الهندسة المالية للمشروع (المزج المتوازن مع فترات إمهال طويلة) "صمام الأمان" الذي حمى المؤسسة من تداعيات تعثر المشروع تشغيلياً، مما يؤكد نجاح المؤسسة في تحقيق رشادة تمويلية ضمنت استمراريته.
- اعتمدت المؤسسة "رشادة تحوطية"، نجحت في حماية المؤسسة من العسر المالي لكنها لم تحقق الكفاءة الاقتصادية القصوى للمشروع.

← نتائج دراسة حالة المؤسسة الوطنية للمنتجات المنجمية غير الحديدية والمواد النافعة (ENOF):

- اتسمت الهيكلة المالية للمؤسسة بتوازن ديناميكي صلب، حيث ضمن رأس المال العامل (FR) تغطية كلية ومستدامة لاحتياجات الدورة التشغيلية (BFR)، في حين استقرت الخزينة الصافية (TN) عند مستويات موجبة عقلانية (الحد الأدنى الآمن)، مما يؤكد نجاح الإدارة في توجيه الموارد الفائضة نحو تمويل النمو الاستثماري بدلاً من تجميدها كسيولة عاطلة.
- سجلت المؤسسة تراجعاً في مؤشرات الاستقلالية لصالح تنامي المديونية، مما يعكس تبني سياسة "مخاطرة مالية مرتفعة"، غير أن متانة الملاءة وقدرة التدفقات على تغطية الديون جعلت من هذا الخيار المالي رافعةً آمنة للنمو وليس تهديداً للاستمرار.
- تبنت المؤسسة سياسة "الكفاءة القصوى"، حيث تخلصت من السيولة العاطلة ووجهت مواردها نحو الاستثمار، محققة توازناً مالياً دقيقاً يضمن تغطية احتياجات التشغيل دون تجميد الأموال، في تحول واضح من "ثقافة الاكتناز" إلى "ثقافة الاستثمار".
- أثبت التقييم البعدي نجاح الاستثمار الاستراتيجي لمشروع "كربونات الكالسيوم"، حيث تطابقت النتائج الفعلية مع دراسة الجدوى، محققة نقلة نوعية في القيمة المضافة (92%) ومؤكدة دقة التخطيط الاستراتيجي.
- جسدت المؤسسة الاستفادة الاستراتيجية من الرافعة المالية من خلال الاعتماد الكلي على القروض البنكية، وهو قرار رشيد مدعوم بتدفقات نقدية تشغيلية قوية قادرة على خدمة الدين، مما عظم من مردودية الأموال الخاصة للمؤسسة.

خاتمة

عاجت هذه الأطروحة إشكالية محورية في الإدارة المالية المعاصرة، تتعلق بمدى مساهمة أدوات التحليل المالي ودراسات الجدوى في ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية داخل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، وقد تدرج البناء المنهجي للدراسة عبر فصولها الأربعة، انطلاقاً من التأصيل النظري لقرارات الاستثمار والتمويل، مروراً باستعراض الأدوات التقنية للتحليل والتقييم، ووصولاً إلى تبيان الدور الوظيفي لهذه الأدوات في عقلنة القرارات، ليُتَّوج هذا المسار بدراسة ميدانية معمقة اختبرت واقع الممارسة في مؤسستين تنشطان في قطاعين إنتاجيين مختلفين، هما مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف (ECDE) التابعة للقطاع الصناعي التحويلي، والمؤسسة الوطنية للمنتجات المنجمية غير الحديدية والمواد النافعة (ENOF) التابعة للقطاع المنجمي.

وكان الغرض الجوهرى من هذا البحث يتجاوز الطرح النظري المجرد، مستهدفاً تشخيص "فجوة الرشادة" في الواقع العملي، واختبار فرضية أن دقة التخطيط المالي تؤدي حتماً إلى كفاءة القرار الاقتصادي، وقد سمح لنا هذا التناول المزدوج (النظري- التطبيقي) بتفكيك آليات اتخاذ القرار في البيئة الجزائرية، وفهم الكيفية التي يوظف بها المسير المالي بيانات الماضي (التحليل المالي) وتوقعات المستقبل (دراسات الجدوى) للمفاضلة بين بدائل النمو والحفاظ على التوازنات المالية.

وفي ختام هذا المسار البحثي، يمكن التأكيد على أن الدراسة قد حققت أهدافها وبلغت غايتها النهائية، حيث أثبتت المعطيات الميدانية أن هذه الأدوات ليست مجرد إجراءات شكلية، بل هي محددات حاسمة لرسم المسار الاستراتيجي للمؤسسة، وبناءً على التحليل المقارن والتشخيص الدقيق للفرضيات والنتائج، توصلنا إلى جملة من الاستنتاجات التي تجيب بشكل مباشر على إشكالية البحث، نوجزها في النتائج التالية:

◀ نتائج الجانب النظري:

- يُعد اتخاذ القرار المالي عملية معقدة تخضع لعدة متغيرات كمية ونوعية، حيث تؤثر جودة هذه القرارات (المدخلات) بشكل سبي ومباشر على مستوى الأداء المالي للمؤسسة (المخرجات) وقيمتها الاقتصادية.
- توجد علاقة تبادلية ملزمة بين قراري الاستثمار والتمويل، فالقرار الاستثماري يحدد حجم الاحتياجات المالية وتوقيتها، بينما يحدد القرار التمويلي تكلفة هذه الأموال والحدود القصوى للمخاطرة المسموح بها.
- تعتمد مصداقية نتائج التحليل المالي ودراسات الجدوى بشكل كلي على جودة وشفافية المعلومات المحاسبية، مما يجعل دقة البيانات شرطاً مسبقاً لأي عملية تقييم مالي صحيحة.
- تتكامل أدوات التحليل المالي (التي تشخص الوضعية الحالية والقدرة المالية) مع دراسات الجدوى (التي تقدر التدفقات المستقبلية والمخاطر المحتملة) لتشكيل قاعدة بيانات متكاملة تدعم عملية اتخاذ القرار.

- يتجاوز التحليل المالي مجرد كونه عملية حسابية للمؤشرات والنسب، ليكون أداة تشخيصية تقيم الوضعية الحالية للمؤسسة وتحدد قدرتها المستقبلية على الوفاء بالالتزامات وتمويل النمو، مما يجعله القاعدة الأساسية التي يبنى عليها التخطيط المالي.
 - يُعد تحليل التوازن المالي من خلال مؤشرات رأس المال العامل FR، واحتياجات رأس المال العامل BFR، والخزينة الصافية TN المحدد الرئيسي للسياسة التمويلية، حيث يفرض هذا التحليل ضرورة تغطية الاستخدامات المستدامة بموارد دائمة لضمان الاستقرار المالي وتجنب مخاطر العسر.
 - تكمن الوظيفة الأساسية لدراسة الجدوى في تحويل الفرضيات الاستثمارية المجردة إلى مؤشرات رقمية قابلة للقياس والمفاضلة (مثل القيمة الحالية الصافية ومعدل العائد الداخلي)، مما يوفر معياراً كمياً للحكم على جاذبية المشروع.
 - تخلص الدراسة إلى أن القرار الرشيد ليس هو القرار الخالي من المخاطر، بل هو القرار الذي يحقق أعلى عائد ممكن عند مستوى مخاطرة محدد ومقبول استراتيجياً، وتتمثل مهمة الأدوات المالية في تحديد "نقطة التعادل" التي تتساوى فيها المنفعة الحدية للعائد مع التكلفة الحدية للمخاطرة.
 - يُعرف الترشيح الاستثماري بأنه عملية توجيه الموارد المالية النادرة نحو الأصول التي تحقق عائداً يفوق تكلفة الفرصة البديلة، مع ضمان التوافق الزمني بين العمر الاقتصادي للأصل وفترة استحقاق مصادر تمويله.
 - يركز القرار الاستثماري الرشيد على معايير القيمة الزمنية للنقد (VAN, TRI) التي تفاضل بين المشاريع بناءً على قدرتها على تغطية تكلفة الأموال المستثمرة وتحقيق فائض قيمة حقيقي، مما يستبعد القرارات المبنية على الحدس أو الضرورة التشغيلية غير المدروسة.
 - لا تقتصر الرشادة في التمويل على توفير السيولة فحسب، بل تتعداها إلى هندسة الهيكل المالي بهدف تدنية المتوسط المرجح لتكلفة الأموال (WACC) والحفاظ على التوازن المالي على المدى الطويل، وهو مسعى يتطلب الموازنة الدقيقة بين استغلال مزايا الوفورات الضريبية للديون، وتجنب مخاطر الإفلاس المترتبة على ارتفاع الرافعة المالية.
 - يتطلب الترشيح المالي الموازنة الدقيقة بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة، حيث تهدف الأدوات الكمية إلى تحديد مستوى المخاطرة الذي يمكن للمؤسسة تحمله دون تهديد استمراريته.
- ◀ نتائج دراسة حالة مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف (ECDE):
- تتمتع المؤسسة بصلابة مالية عالية (Solidité Financière)، حيث أفرزت الميزانية توازناً هيكلياً دائماً، إذ غطت الموارد الدائمة كافة الأصول الثابتة مع تحقيق هامش أمان مريح (رأس مال عامل FR موجب ومتصاعد)، مما يعكس سياسة تمويلية متزنة.

- رغم التوازن الهيكلي، سجلت المؤسسة ارتفاعاً حاداً في احتياجات رأس المال العامل (BFR) نتيجة تضخم المخزون، إلا أن الخزينة الصافية (TN) ظلت موجبة، مما يعني أن المؤسسة نجحت في تمويل هذا العجز التشغيلي بمواردها الذاتية دون السقوط في أزمة سيولة.
- تتمتع المؤسسة باستقلالية مالية قوية جداً (نسبة تغطية الديون بالأموال الخاصة تجاوزت 3 مرات)، مع انخفاض مخاطر المديونية، مما يمنحها قدرة تفاوضية عالية ومرونة في مواجهة الصدمات الخارجية.
- سجلت المؤسسة معدلات سيولة (عامة وفورية) تفوق المعايير المقبولة، ما يؤكد قدرتها المطلقة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل (Solvabilité)، وهو دليل على وجود تسيير نقدي حذر ورشيد.
- اعتمد تقييم المشروع على مقارنة "التحليل البعدي (Ex-post Analysis) لقياس الفجوة بين "السيناريو المخطط" في دراسة الجدوى (2011) و"الواقع المنجز" (2023-2024)، مما سمح بكشف انحرافات جوهرية في الفرضيات.
- أثبتت النتائج قصوراً في الرشادة الاستثمارية من الناحية التجارية والاقتصادية، فرغم الرشادة التقنية (تكنولوجيا حديثة واقتصاديات حجم)، إلا أن القرار بُني على "فرضيات ساكنة" لم تتنبأ بتشبع السوق وتدهور الأسعار، مما أدى إلى ضياع فرص بديلة ضخمة وتراجع في المردودية المتوقعة، حيث تحول المشروع إلى طاقة إنتاجية ضخمة تواجه صعوبة في خلق القيمة المضافة المستهدفة.
- حققت المؤسسة أعلى درجات الرشادة في القرار التمويلي، من خلال هندسة مالية محكمة (مزيج تمويلي 50/50 مع فترة إمهال طويلة)، هذا القرار لم يكن مجرد توفير للأموال، بل لعب دور "الدرع الواقي" الذي امتص صدمة تأخر المشروع لسنوات، وحمل المؤسسة من العسر المالي، وضمن استدامة التدفقات النقدية رغم تعثر المبيعات.
- تجلّى الرشد المالي في قدرة المؤسسة على خفض التكلفة الفعلية للتمويل إلى أدنى مستوياتها، ليس فقط عبر معدلات الفائدة، بل أساساً عبر الاستغلال الذكي لفترة الإمهال الطويلة (7 سنوات)، هذه الهندسة الزمنية للديون تعتبر تخصيصاً أمثل للموارد، حيث سمحت بتأجيل الأعباء المالية إلى ما بعد مرحلة اللايقين التشغيلية، مما خفف الضغط على التدفقات النقدية في السنوات التأسيسية.
- أكدت الدراسة أن القيمة المضافة للتحليل المالي في هذه الحالة، تمثلت في تحييد المخاطر المالية كتعويض عن ارتفاع عدم اليقين السوقي، فبما أن دراسة الجدوى لم تنجح في إزالة غموض السوق، تدخل التحليل المالي ليوفر شبكة أمان هيكلية، مما يثبت أن هذه الأدوات تعمل كنظام توازن: كلما زادت مخاطر الاستثمار، زادت الحاجة لصرامة التحوط المالي.

– تبنت المؤسسة موقعاً استراتيجياً على منحى "العائد والمخاطرة" قائماً على "مبدأ تقاسم المخاطر (Risk Sharing)"، فمن خلال اعتماد هيكل تمويلية مختلطة نجحت أدوات التحليل المالي في هندسة معادلة توازنية مثلى، تجنبت بها المؤسسة الانكشاف الكلي للمخاطر (في حال التمويل الذاتي الكامل) وتجنبت أعباء الدين الثقيلة (في حال الاقتراض الكامل)، مفضلةً بذلك استقرار العائد على تعظيمه غير مشروط.

تحققت الرشادة في حالة "مؤسسة (ECDE) مشروع انجاز خط انتاج جديد" جزئياً وبشكل متفاوت، فقد نجحت المؤسسة في تحقيق "الرشادة التحوطية" (ضمان البقاء، الأمان المالي، والاستقلالية)، لكنها واجهت تحديات كبيرة في تحقيق "الرشادة الاقتصادية التنبؤية" (دقة دراسات السوق وواقعية العوائد)، مما يجعل أدوات التحليل المالي وسيلة فعالة للرقابة والحماية أكثر منها وسيلة دقيقة للتخطيط الاستراتيجي المستقبلي في ظل بيئة متقلبة.

◀ نتائج دراسة حالة المؤسسة الوطنية للمنتجات المنجمية غير الحديدية والمواد النافعة (ENOF):

– تتمتع المؤسسة بـ "توازن مالي صلب ومستدام" طيلة فترة الدراسة، فعلى الرغم من ضخامة الغلاف المالي للمشروع الاستثماري، حافظت المؤسسة على رأس مال عامل (FR) موجب ومغطى كلياً لاحتياجات الدورة التشغيلية (BFR)، مما يعكس سياسة تمويلية حكيمة تعتمد على الموارد الدائمة لتمويل الأصول، متجنبة بذلك مخاطر عدم التوافق الزمني.

– التراجع في مستوى الخزينة الصافية (TN) لم يكن مؤشراً عجزاً، بل دليل على "رشد تسييري" يهدف إلى التخلص من السيولة العاطلة وتوظيفها في الاستثمار المنتج، وتكمن قمة الرشادة في نجاح المؤسسة في الحفاظ على خزينة موجبة في ذروة مرحلة التوسع، مما يعني أنها حققت "المستوى الأمثل للسيولة" الذي يضمن استمرار النشاط دون تكديس أموال غير مستغلة.

– ان لجوء المؤسسة للاستدانة كان خياراً استراتيجياً لاستغلال "الرافعة المالية"، وبما أن معدل تغطية الفوائد (Coverage Ratio) بلغ (2.02 مرة)، فإن المؤسسة في وضع مريح يسمح لها بسداد أعباء الديون من تدفقاتها التشغيلية، مما يؤكد أن قرار التمويل الخارجي كان "مغامرة محسوبة" لتعظيم ثروة الملاك وليس نتيجة عسر مالي.

– كشف التقييم البعدي (Ex-post) عن رشادة استثمارية عالية، حيث نجح المشروع في نقل المؤسسة من نشاط الاستخراج البسيط إلى الصناعة التحويلية ذات القيمة المضافة العالية (معدل قيمة مضافة 92%)، وقد تطابقت النتائج الفعلية مع الطموحات التخطيطية، حيث حقق المشروع قفزة نوعية في رقم الأعمال (+22%) وهوامش ربحية متصاعدة، مما يثبت دقة دراسة الجدوى وواقعية فرضياتها.

– أثبتت النتائج أن الاعتماد الكلي على الديون لم يكن عشوائياً، بل كان قراراً يهدف إلى تدنية 'المتوسط المرجح' لتكلفة الأموال (WACC) من خلال استغلال الدرع الضريبي (خصم الفوائد من النتيجة الخاضعة للضريبة)،

نجحت المؤسسة في خفض التكلفة الحقيقية للتمويل، مما ساهم بشكل مباشر في تعظيم صافي أرباح المساهمين وتضخيم القيمة السوقية للمؤسسة.

– تميز القرار التمويلي بـ "الكفاءة في تعظيم العائد" من خلال الاعتماد الكلي على القروض البنكية (100%)، نجحت المؤسسة في الاستفادة من "الدرع الضريبي" وتكلفة الدين المنخفضة لرفع مردودية الأموال الخاصة (ROE)، مع الحفاظ على قدرة التمويل الذاتي (CAF) عند مستويات قوية تضمن سداد الديون بأريحية.

– اختارت المؤسسة التمويل في منطقة "المخاطرة المحسوبة" على منحى العائد، متبينة استراتيجية هجومية استندت إلى دقة دراسة الجدوى، وقد سمح هذا اليقين التقني والتسويقي للمؤسسة بقبول مستوى أعلى من المخاطر المالية (المديونية) لغرض تعظيم "مردودية الأموال الخاصة (ROE)"، محققة بذلك التوازن الأمثل بين "الجرأة في الاستثمار" و"الكفاءة في التمويل".

تحققت الرشادة في بعدها الاقتصادي والمالي المتوازن في حالة مؤسسة (ENOF) من خلال مشروع استغلال الصخور الكلسية لإنتاج كربونات الكالسيوم، حيث لقد لعبت أدوات التحليل المالي دور "البوصلة" التي وجهت المؤسسة نحو الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة، بما يحقق أعلى كفاءة ممكنة في التخصيص (Maximization of Efficiency)، حيث تم الموازنة ببراعة بين "متطلبات الاستثمار" ومستويات "الانضباط المالي"، الأمر الذي أسهم في خلق قيمة مضافة حقيقية دون تعريض المؤسسة لمخاطر مالية.

◀ استنتاجات الدراسة التطبيقية (الإجابة على إشكالية البحث):

– أثبتت الدراسة التطبيقية أن استخدام التحليل المالي ودراسات الجدوى يؤثر فعلياً في توجيه الخيارات الاستراتيجية للمؤسسات، حيث تعتمد عليها الإدارة لتحديد حجم الاستثمار ونمط التمويل المناسب.

– تؤكد النتائج النظرية استحالة الفصل بين قراري الاستثمار والتمويل، فالجدوى الاقتصادية للمشروع (الاستثمار) مشروطة بتكلفة رأس المال (التمويل)، والقدرة على الاقتراض (التمويل) مشروطة بجودة التدفقات النقدية المتوقعة (الاستثمار)، مما يفرض معالجة القرارين كمنظومة واحدة متكاملة.

– كشفت النتائج أن تطبيق معايير الرشادة يختلف باختلاف استراتيجية المؤسسة، فقد يؤدي إلى تبني سياسة "تحفظية" تعطي الأولوية للاستقرار المالي كما في حالة (ECDE)، أو سياسة "توسعية" تعطي الأولوية لتعظيم النمو كما في حالة (ENOF).

– يساهم التحليل المالي في تحديد القدرة التمويلية للمؤسسة، مما يفرض قيوداً على القرار الاستثماري في حال ضعف المؤشرات، أو يتيح فرصاً للتوسع في حال توفر الملاءة المالية.

- أظهرت النتائج أن الفعالية الاقتصادية للقرار الاستثماري ترتبط بمدى تطابق تقديرات دراسة الجدوى (خاصة الشق التسويقي والتقني) مع النتائج الفعلية بعد التنفيذ، حيث يؤدي أي انحراف في التقديرات إلى تراجع المردودية.
 - بينت الدراسة أن ارتفاع المديونية لا يتعارض بالضرورة مع الرشادة المالية، بشرط أن تكون التدفقات النقدية الناتجة عن الاستثمار كافية لتغطية أعباء الديون وتحقيق فائض قيمة للمساهمين.
 - أكدت النتائج أن مفهوم الرشادة لا يعني بالضرورة تكديس السيولة، بل يكمن في كفاءة توجيه الموارد المالية المتاحة نحو الأصول الإنتاجية التي تولد عائداً أعلى من تكلفة الفرصة البديلة.
 - تخلص الدراسة إلى أن الرشادة المالية تتحقق عند التكامل بين "واقعية الدراسة القبلية للمشروع" و"متانة الهيكلة المالية للمؤسسة"، حيث يعمل هذا التكامل على تقليل احتمالات التعثر المالي وتعظيم فرص النجاح الاقتصادي.
- « اختبار الفرضيات:

من خلال النتائج المتوصل إليها في الجانبين النظري والتطبيقي يمكننا الإجابة على الفرضيات المطروحة كما يلي:

1. الفرضية الأولى: "وجود علاقة ارتباطية وثيقة بين الاستيعاب العميق للإطار المفاهيمي لقرارات التمويل والاستثمار وبين فعالية اتخاذ القرار، إذ يُعد الفهم الدقيق لهذه الأسس النظرية الركيزة الأولى لبناء قرارات مالية رشيدة تتسق مع الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة" (الفرضية محققة)، تؤكد نتائج الدراسة النظرية صحة الفرضية، حيث أثبتت النتائج أن جودة القرار المالي تعتمد على "مدخلات معرفية" دقيقة تؤثر بشكل مباشر في الأداء المالي، إذ يتطلب الأمر فهماً دقيقاً للعلاقة التبادلية الملزمة بين القرار الاستثماري الذي يحدد الحاجة المالية والقرار التمويلي الذي يحدد التكلفة والمخاطرة، وهو ما يفرض على المسير الانتقال من قراءة الأرقام المحاسبية إلى تطبيق المفاهيم الاقتصادية مثل القيمة مقابل المخاطرة وتكلفة الفرصة البديلة، ويُعد هذا الأساس النظري الآلية التي تحول الرؤية الاستراتيجية للمؤسسة إلى أهداف مالية كمية، وتضمن تجنب القرارات غير المدروسة، لبناء قرارات رشيدة توازن بين متطلبات النمو وقيود الاستدامة، محققة بذلك التوافق بين الأسس النظرية والممارسات التطبيقية.

2. الفرضية الثانية: "تساهم أدوات التحليل المالي ودراسة الجدوى في تقييم المشاريع الاستثمارية، لكنها تبقى محدودة في قدرتها على عكس التغيرات الاقتصادية والمخاطر الحديثة، مما يقلل من دقتها" (فرضية محققة)، تُثبت النتائج النظرية صحة الفرضية، ويعود ذلك -استناداً للنتائج- إلى اعتماد التحليل المالي في الغالب على بيانات محاسبية تاريخية قد لا تعبر بدقة عن القيمة الاقتصادية الحالية في ظل التضخم أو تقلبات السوق السريعة، كما أن دراسات الجدوى مهما بلغت دقتها تظل مبنية على فرضيات وتوقعات للمستقبل، وهذه التوقعات تصطدم دائماً بحالة عدم اليقين البيئية التي لا يمكن إلغاؤها نهائياً، مما يجعل هذه الأدوات تواجه صعوبة في استيعاب الصدمات الاقتصادية المفاجئة أو المخاطر غير النظامية التي لم تكن موجودة في البيانات السابقة، وبالتالي فإن دقتها تظل

نسبية ومشروطة بمدى استقرار المحيط الاقتصادي، وتبقى قاصرة إذا لم تدعم بنماذج محاكاة وتحديث مستمر لمواكبة التقلبات البيئية السريعة.

3. الفرضية الثالثة: "يساهم استخدام أدوات تقييم القرار الاستثماري والتمويلي في تحسين جودة القرارات التمويلية والاستثمارية من خلال توفير معايير كمية تساعد على مقارنة البدائل المتاحة بشكل موضوعي" (فرضية محققة)، جاءت نتائج الجانب النظري داعمة ومثبتة للفرضية، حيث تبين أن القيمة الأساسية لأدوات تقييم القرار الاستثماري والتمويلي تكمن في قدرتها على ضبط الخيارات من خلال توفير معايير كمية وموضوعية، إذ تعمل دراسات الجدوى على تحويل الفرضيات الاستثمارية إلى مؤشرات رقمية قابلة للقياس (مثل القيمة الحالية الصافية ومعدل العائد الداخلي) مما يلغي الاعتماد على التقدير الشخصي، في حين يوفر التحليل المالي بيانات دقيقة تحدد القدرة المالية وهامش المناورة المالي، وهذا الانتقال من التقييم النوعي إلى القياس الكمي يمنح متخذ القرار القدرة على إجراء مقارنة موضوعية بين البدائل المتاحة، ويضمن تخصيص الموارد المالية للمشاريع التي تحقق أعلى عائد بأقل تكلفة، مما يرسخ مبدأ الرشادة الاقتصادية.

4. الفرضية الرابعة: "يسهم تطبيق أدوات دراسة الجدوى والتحليل المالي في ترشيد القرارات الاستثمارية والتمويلية في كلتا المؤسستين، غير أن فعالية هذه الأدوات تكون أعلى في مؤسسة إنتاج ECDE مقارنة بالمؤسسة ENOF بسبب وضوح أكبر في دورة الإنتاج، وتوافر بيانات مالية أكثر استقراراً"، بناءً على نتائج الدراسة الميدانية تم إثبات الشق الأول من الفرضية وتصحيح شقها الثاني، حيث ساهمت الأدوات فعلياً في ترشيد القرارات في كلتا المؤسستين لكن بفعالية تختلف عما تم افتراضه، فقد أظهرت النتائج أن وضوح دورة الإنتاج في مؤسسة (ECDE) لم يكن كافياً لضمان دقة التنبؤ، حيث اقتصرَت فعالية الأدوات فيها على تحقيق رشادة وقائية حمت المؤسسة من الإفلاس رغم عدم تحقيق الأهداف الاقتصادية للمشروع بسبب ثبات الفرضيات التسويقية وعدم تحديثها، بينما في المقابل وعلى الرغم من تعقيد المسار الإنتاجي وطبيعة النشاط المنجمي في مؤسسة (ENOF)، كانت فعالية الأدوات أعلى، حيث تطابقت النتائج الفعلية مع التخطيطية ونجحت المؤسسة بفضل التخطيط المالي الدقيق في استغلال الرافعة المالية لزيادة العائد، مما يؤدي لتصويب الفرضية بأن الفعالية لا ترتبط بطبيعة النشاط، بل بمدى واقعية الدراسات السوقية وكفاءة الإدارة المالية في توجيه الأدوات نحو تحقيق النمو.

➤ توصيات الدراسة:

بناءً على ما توصلنا إليه في هذه الدراسة سنقوم بتقديم التوصيات التالية:

— إلزام المؤسسات العمومية الإنتاجية باعتماد التحليل المالي ودراسة الجدوى كشرط أساسي قبل اتخاذ أي قرار تمويلي أو استثماري، خاصة فيما يتعلق بالمشاريع الكبرى.

- توحيد نماذج إعداد دراسات الجدوى داخل المؤسسات العمومية، بما يضمن معيارية التحليل وقابلية المقارنة بين المشاريع الاستثمارية.
- تعزيز استقلالية المصالح المالية داخل المؤسسات العمومية ومنحها صلاحيات أوسع في تقييم البدائل التمويلية والاستثمارية.
- تطوير استخدام أدوات التحليل المالي الحديثة وعدم الاكتفاء بالمؤشرات التقليدية، مثل تحليل التدفقات النقدية المخصومة وتحليل الحساسية.
- إدماج تحليل المخاطر المالية ضمن التحليل المالي ودراسة الجدوى، خاصة مخاطر التمويل، تقلب التكاليف، وعدم استقرار الطلب.
- إعطاء أولوية لدراسة الجدوى الاقتصادية على حساب الاعتبارات الإدارية أو الظرفية عند اتخاذ القرار الاستثماري.
- إدراج البعد الاجتماعي والاقتصادي في دراسات الجدوى، بما يتماشى مع طبيعة المؤسسات العمومية ودورها التنموي.
- تحديث معطيات دراسات الجدوى بصفة دورية، خاصة في ظل تقلبات الأسعار وتغير شروط التمويل.
- ضرورة الاستثمار في تحديث البنية الرقمية للمؤسسات عبر تبني أنظمة تخطيط موارد المؤسسة (ERP)، أو ما يصطلح عليه بالفرنسية (Progiciel de Gestion Intégré – PGI)، وهي أنظمة متطورة تعمل على دمج كافة الوظائف الحيوية (المحاسبة، الإنتاج، المبيعات، والمخزون) في قاعدة بيانات مركزية موحدة، مما يضمن تدفقاً آنياً للمعلومات، ويقضي على مشاكل التشتت وأخطاء الإدخال اليدوي، موفراً بذلك أرضية صلبة لاتخاذ قرارات مالية دقيقة في الوقت الفعلي.
- ضرورة تدريب وتكوين الإطار المالي على استخدام البرمجيات الحديثة للتقييم المالي والنماذج الإحصائية للتنبؤ، لتمكينهم من الانتقال من دور "المحاسب المسجل للعمليات" إلى دور "المحلل المالي" الشريك في صنع القرار الاستراتيجي.

◀ الدراسات المقترحة:

نقترح القيام بالدراسات التالية مستقبلاً:

- واقع ومتطلبات تطبيق أدوات التحليل المالي الذكي في المؤسسة الجزائرية.
- تطبيقات التحليل المالي ودراسات الجدوى في المؤسسة الجزائرية العمومية والخاصة دراسة مقارنة.
- مساهمة الأساليب الحديثة للتحليل المالي ودراسات الجدوى في تقييم المؤسسات الناشئة (Startups).
- تقييم الجدوى البيئية والاجتماعية للمشاريع العمومية الجزائرية.
- أثر التمويل الإسلامي في ترشيد القرار التمويلي والاستثماري داخل المؤسسات العمومية الجزائرية.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

أ-الكتب:

- 1-ابراهيم بدر شهاب الخالدي. (2012). السلوك التنظيمي - منحنى تطبيقي معاصر. (الطبعة الأولى) عمان، الأردن: دار الاعلام.
- 2-ابراهيم متولي حسن المغربي. (2015). دور حوافز الاستثمار في تعجيل النمو الاقتصادي من منظور الاقتصاد الاسلامي والأنظمة الاقتصادية المعاصرة. الاسكندرية، مصر: دار الفكر الجامعي.
- 3-أحمد رجب. (2023). الإدارة وفن اتخاذ القرار. القاهرة، مصر: ناشرون وكالة الصحافة العربية.
- 4-أحمد عبد السميع علام. (2008). دراسة الجدوى الفنية والاقتصادية وتقييم المشروعات. الإسكندرية، مصر: دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر.
- 5-أحمد غنيم. (2002). دور دراسات الجدوى والتحليل المالي في ترشيد قرارات الاستثمار والائتمان. القاهرة، مصر: المكتبات الكبرى.
- 6-أحمد فوزي ملوخية. (2006). أسس دراسات الجدوى للمشروعات الصغيرة. الإسكندرية، مصر: دار الفكر الجامعي.
- 7-الأخضر لقلبي، و حسن دردوري. (2019). رياضيات التمويل والاستثمار . القاهرة، مصر: دار حميثرا للنشر والترجمة.
- 8- الشمري خالد توفيق، (2010). " التحليل المالي والاقتصادي في دراسات تقييم وجدوى المشاريع "، دار وائل للنشر والتوزيع.
- 9-أشرف محمد دوابه. (2008). نحو دراسة جدوى إسلامية للمشروع. القاهرة، مصر: دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة.
- 10-إلياس بن ساسي، و يوسف قريشي. (2006). التسيير المالي : الإدارة المالية :دروس وتطبيقات. عمان، الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
- 11-إلياس بن ساسي، و يوسف قريشي. (2011). التسيير المالي (الإدارة المالية) (الإصدار الطبعة الثانية). عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
- 12-أمين السيد أحمد لطفي. (2006). التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة،. الاسكندرية، مصر: الدار الجامعية.
- 13- العيساوي كاظم جاسم، " دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات تحليل نظري وتطبيقي"، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، سنة 2005، ص27.
- 14-تامر خميس. (2019). اتجاهات تطوير مهنة المحاسبة والمراجعة في مصر في ضوء التشريعات ذات العلاقة. دار تويته للنشر والتوزيع.
- 15-جهد فراس الطيلوني. (2010). دراسات الجدوى الاقتصادية للمشاريع. عمان: دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع.
- 16-جيل برتان. (1981). الاستثمار الدولي، ترجمة علي مقداد. بيروت، لبنان: منشورات عويدات.
- 17-حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا ارشيد، و محفوظ أحمد جودة. (2011). الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق. عمان، الأردن: دار زهران للنشر والتوزيع.

- 18- حسني علي خريوش، و عبد المعطي رضا أرشيد. (1999). الإستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق. عمان، الأردن: الشركة الدولية للنشر.
- 19- حمزة محمود الزبيدي. (2006). أساسيات الادارة المالية. عمان، الأردن: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع.
- 20- حمزة محمود الزبيدي. (2008). الادارة المالية المتقدمة. الأردن: الوراق للنشر والتوزيع.
- 21- خالد أحمد علي محمود. (2019). فن إدارة المخاطر في البنوك وسوق المال. الاسكندرية، مصر: دار الفكر الجامعي.
- 22- خالد توفيق الشمري. (2010). التحليل المالي و الاقتصادي في دراسات تقييم وجدوى المشاريع. عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
- 23- خبراء المجموعة العربية للتدريب والنشر. (2012). صناعة القرارات الإدارية بين النظرية والتطبيق. القاهرة: المجموعة العربية للتدريب والنشر.
- 24- خليل محمد خليل عطية. (2008). دراسات الجدوى الاقتصادية. مصر: مركز تطوير الدراسات العليا والبحوث.
- 25- داوود نعيم نمر. (2011). التحليل المالي: دراسة نظرية وتطبيقية. عمان: دار البداية ناشرون وموزعون.
- 26- دريد كامل آل شبيب. (2009). الاستثمار والتحليل الاستثماري. عمان، الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
- 27- دريد كامل آل شبيب. (2009). مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة (الإصدار الثاني). عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
- 28- دريد كامل آل شبيب. (2010). ادارة مالية الشركات المتقدمة. الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع.
- 29- دونالد ووترز. (2002). 101 طريقة لتطوير أداء الشركات (الإصدار الطبعة الأولى). مصر: دار الفاروق للنشر والتوزيع.
- 30- زينب صالح الاشوح. (2016). دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات. القاهرة، مصر: المجموعة العربية للتدريب والنشر.
- 31- سمير محمد عبد العزيز. (2006). اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي مدخل في التحليل واتخاذ القرارات. الإسكندرية: مركز الإسكندرية للكتاب.
- 32- سيد سالم عرفة. (2011). دراسة جدوى المشروعات. عمان: دار الراية للنشر.
- 33- شعيب شنوف. (2009). محاسبة المؤسسة طبقاً للمعايير المحاسبية الدولية (الإصدار الجزء الثاني). الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
- 34- شعيب شنوف. (2012). التحليل المالي الحديث طبقاً للمعايير الدولية للإبلاغ المالي IFRS. (الإصدار الأول) عمان، الأردن: دار زهران للنشر والتوزيع.
- 35- شقيري نوري موسى، صالح طاهر الزرقان، وسيم محمد الحداد، و مهند فايز الدويكات. (2012). إدارة الاستثمار. عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع.
- 36- شيماء سراج. (2017). تقييم المشروعات الاستثمارية وخطوات دراسات الجدوى وفقاً لمنهج منظمة الأمم المتحدة للتنمية الصناعية (يونيبدو). مصر: الدار المصرية اللبنانية.
- 37- طارق عبد الرؤوف عامر، و إيهاب عيسى المصرى. (2015). صناعة واتخاذ القرار (الإصدار الأول). القاهرة، مصر: مؤسسة طيبة للنشر والتوزيع.
- 38- طلال كداوي. (2008). تقييم القرارات الاستثمارية. عمان، الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر.

- 39- عادل مبروك محمد، ونجلاء عبد المنعم إبراهيم. (2025). مبادئ التمويل والإدارة المالية من منظور إسلامي. الإسكندرية ، مصر: دار التعليم الجامعي.
- 40- عاطف وليم اندراوس. (2006). التمويل والإدارة المالية للمؤسسات. الاسكندرية، مصر: دار الفكر الجامعي.
- 41- عاطف وليم أندراوس. (2006). دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات (الأسس-القواعد-الخطوات-المعايير). الإسكندرية: دار الفكر الجامعي.
- 42- عبد الحميد الشواربي، و محمد الشواربي. (2002). إدارة المخاطر الائتمانية من وجهتي النظر المصرفية والقانونية. الإسكندرية: منشأة المعارف.
- 43- عبد الكريم عبد الله عبد الله. (2010). ضمانات الاستثمار في الدول العربية- دراسة قانونية مقارنة لأهم التشريعات العربية والمعاهدات الدولية مع الإشارة إلى منظمة التجارة العالمية ودورها في هذا المجال. عمان، الأردن: دار الثقافة للنشر والتوزيع.
- 44- عبد الكريم محمد يعقوب. (2007). دراسات جدوى المشروعات. عمان، الأردن: دار أسامة للنشر والتوزيع.
- 45- عبد اللطيف مصيطفى، و محمد بن بوزيان. (2015). أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية. لبنان: مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع.
- 46- عبيد علي أحمد الحجازي. (2001). مصادر التمويل. مصر: دار النهضة العربية.
- 47- عدنان تايه النعيمي، وأرشد فؤاد التميمي. (2008). التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة. عمان، الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
- 48- عدنان تايه النعيمي، وأرشد فؤاد التميمي. (2009). الإدارة المالية المتقدمة. عمان، الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
- 49- عرفة، أ، وشلي، س. (2005). دراسات الجدوى وماذا بعد الجدوى. مصر: مكتبة النهضة.
- 50- عطالله علي الزبون. (2011). استراتيجيات التحليل المالي. الدمام، السعودية: دار المتنبي للنشر والتوزيع.
- 51- العلي أسعد حميد. (2010). الإدارة المالية الأسس العلمية و التطبيقية. عمان، الأردن: دار وائل.
- 52- علي غذوان. (2020). مبادئ الإدارة المالية. سوريا: منشورات الجامعة الافتراضية السورية.
- 53- علي لطفي. (بدون سنة). التخطيط الإقتصادي، دراسة نظرية و تطبيقية. بيروت، لبنان: مطبعة الدار الجامعية.
- 54- علي محمد خضر، وآخرون. (1996). أسس دراسة الجدوى للمشروعات الاستثمارية الزراعية. ليبيا: منشورات جامعة عمر المختار.
- 55- علي يوسف، منذر مرهج، تقييم المشاريع ودراسة الجدوى، من منشورات الجامعة الافتراضية السورية، الجمهورية العربية السورية، 2018، ص 8.
- 56- فايز سليم حداد. (2008). الإدارة المالية. عمان، الأردن: دار الحامد للنشر والتوزيع.
- 57- فؤاد أبو اسماعيل. (2015). الإدارة المالية المعاصرة. (الطبعة الأولى) القاهرة، مصر: دار الفكر العربي.
- 58- فيصل الشواورة. (2013). مبادئ الإدارة المالية-إطار نظري ومحتوى عملي- (الطبعة الأولى). عمان، الأردن: دار المسيرة.
- 59- قاسم ناجي حمدي. (2008). أسس إعداد دراسات الجدوى وتقييم المشروعات مدخل نظري وتطبيقي. عمان، الأردن: دار المناهج للنشر والتوزيع.

- 60- كاظم جاسم العيساوي. (2004). دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات: تحليل نظري وتطبيقي. عمان: دار المناهج.
- 61- كاظم جاسم العيساوي. (2013). دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات: تحليل نظري وتطبيقي. عمان: دار المناهج.
- 62- محمد أحمد الكايد. (2010). الإدارة المالية الدولية والعالمية: التحليل المالي والاقتصادي (الإصدار الأول). عمان، الأردن: دار كنوز المعرفة.
- 63- محمد السيد البدوي الدسوقي طلحة. (2017). النموذج التطبيقي لإعداد دراسة جدوى فعاله. القاهرة: دار العلوم للنشر والتوزيع.
- 64- محمد المبروك أبو زيد. (2009). التحليل المالي شركات وأسواق مالية (الإصدار الثاني). الرياض، السعودية: دار المريخ للنشر.
- 65- محمد أيمن عزت الميداني. (2006). الإدارة التمويلية في الشركات (الإصدار الثالث). الرياض: مكتبات ونشر العبيكان.
- 66- محمد ساحل. (2019). التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية. الأردن: مركز الكتاب الأكاديمي.
- 67- محمد سعيد عبد الهادي. (2007). الادارة المالية: الاستثمار والتمويل - التحليل المالي والأسواق المالية الدولية. عمان: دار الحامد.
- 68- محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، و جلال ابراهيم العبد. (2003). الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديدة. الاسكندرية، مصر: الدار الجامعية.
- 69- محمد صالح الحناوي، و نihal فريد مصطفى. (2008). الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال. الاسكندرية، مصر: المكتب الجامعي الحديث.
- 70- محمد غياث شبيخة. (2022). الاستثمار المبادئ - الأدوات - المخاطر والتقييم. دمشق، سوريا: دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع.
- 71- محمد محمود الخطيب. (2010). الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات (الإصدار الأول). عمان، الأردن: دار الحامد.
- 72- محمد مطر. (2003). الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني. عمان، الأردن: دار وائل للنشر.
- 73- محمد مطر. (2006). ادارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية). (الطبعة الرابعة) عمان، الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
- 74- محمد منصوري. (2012). تشجيع الاستثمار وأثره على التنمية الاقتصادية. عمان: دار الراجية للنشر والتوزيع.
- 75- محمد منير شاكر، اسماعيل اسماعيل، و نور عبد الناصر. (2008). التحليل المالي - مدخل صناعة القرارات. (الإصدار الثالث) عمان، الأردن: دار وائل.
- 76- محمود حسين الوادي، حسين محمد سمحان، و إبراهيم محمد خريس. (2014). دراسات الجدوى الاقتصادية و المالية. عمان: دار صفاء للنشر و التوزيع.
- 77- محمود واضح، جمال جعيل، "واقع دراسات جدوى المشاريع الإنشائية في الجزائر: الصعوبات والحلول"، مجلة الاقتصاد الصناعي، 09(02).

- 78- مراد علي نشأت خليل. (2007). دراسات الجدوى وتقييم المشروعات الاستثمارية. لبنان: دار النهضة العربية للنشر والتوزيع.
- 79- مروان شموط، وكنجو عبود كنجو. (2010). أسس الاستثمار. القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات.
- 80- مروان عثمان. (2023). استراتيجيات التسويق للمبتدئين. القاهرة، مصر: عصير الكتب للترجمة والنشر والتوزيع.
- 81- مصطفى بابكر. (2008). التحليل باستخدام شجرة القرار. الكويت: المعهد العربي للتخطيط.
- 82- مصطفى يوسف كافي. (2009). تقنيات دراسة الجدوى الاقتصادية للمشاريع السياحية والفندقية ومشروعات ال BOT. سوريا: دار ومؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع.
- 83- مصطفى يوسف كافي. (2022). مسرعات الأعمال في إدارة المشاريع الريادية الصغيرة والناشئة. القاهرة، مصر: دار عقل للنشر والدراسات والترجمة.
- 84- معراج، ه. بجناس، ع و مجدل، أ. (2013). القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية. الأردن: دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع.
- 85- مفلح محمد عقل. (2009). مقدمة في الإدارة المالية (المجلد الأول. الطبعة الأولى). عمان، الأردن: مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع.
- 86- مفلح محمد عقل. (2010). الإدارة المالية والتحليل المالي. عمان، الأردن: مكتب المجتمع العربي للنشر والتوزيع.
- 87- مفلح محمد عقل. (2011). مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي (الطبعة العربية الأولى). عمان، الأردن: مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع.
- 88- منذر الداود. (2021). دليلك المالي لإدارة المؤسسة الناشئة: خطواتك المالية في دراسة وتشغيل ونمو المؤسسة الناشئة. المملكة المتحدة: نشر ذاتي.
- 89- منير إبراهيم هندی. (2008). الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر. الإسكندرية، مصر: المكتب العربي الحديث.
- 90- منير إبراهيم هندی. (2011). أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات). الإسكندرية، مصر: دار المعرفة الجامعية.
- 91- منير هندی. (2002). الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر (الإصدار السادس). الإسكندرية، مصر: المكتب العربي الحديث.
- 92- موسى اللوزي. (1999). التطور التنظيمي -أساسيات ومفاهيم حديثة-. (الطبعة الأولى) عمان، الأردن: دار وائل للنشر.
- 93- ناصر دادي عدون، (1999). "تقنيات مراقبة التسيير"، دار المحمدية، الجزائر.
- 94- نعيم نمر داوود. (2012). التحليل المالي بإستخدام برنامج EXCEL. عمان، الأردن: دار البداية ناشرون وموزعون.
- 95- نوري موسى شقيري، وسلام أسامة عزمي. (2009). دراسة الجدوى الاقتصادية و تقييم المشروعات الاستثمارية. عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
- 96- هندي، م. (2002). الإدارة المالية-مدخل تحليلي معاصر (الطبعة السادسة). الاسكندرية، مصر: المكتب العربي الحديث.
- 97- هوشيار، م. (2009). الإستثمارات والأسواق المالية. عمان: دار صفاء للنشر و التوزيع.
- 98- وائل رفعت خليل. (2017). إدارة التسويق. عمان، الأردن: دار المعتر للنشر والتوزيع.

- 99- وليد ناجي الحياي. (2009). الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي (الإصدار الأول). عمان، الأردن: دار إثراء للنشر والتوزيع.
 - 100- يحي عبد الغني أبو الفتوح. (2003). أسس و إجراءات دراسات جدوى المشروعات. الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة للنشر.
 - 101- يعقوب، ع. (2009). دراسات جدوى المشروع. مصر: دار أسامة للنشر.
 - 102- يوسف مامش، و ناصر دادي عدون. (2008). أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي (الإصدار الأول). الجزائر: دار المحمدية العامة.
 - 103- يوسف، إ. (2006). أزمة قانون العمل المعاصر بين نهج تدخل الدولة ومذهب اقتصاد السوق. الأردن: دار وائل.
- ب- الأطروحات والرسائل:**
- 1- أحمد الصغير ريغة. (2013-2014). تقييم أداء المؤسسات الصناعية باستخدام بطاقة الأداء المتوازن دراسة حالة المؤسسة الوطنية لإنتاج الآلات الصناعية -PMO-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية. الجزائر: جامعة قسنطينة-2.
 - 2- آزاد براهيم. (2022-2023). دراسة تأثير درجة سيولة الأسواق المالية على القرارات التمويلية في المؤسسات الاقتصادية.
 - 3- دراسة حالة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص مالية مؤسسة. الجزائر: جامعة محمد البشير الإبراهيمي-برج بوعريش.
 - 4- تمجددين نور الدين، (2018-2019) دور وأهمية دراسات الجدوى في تقييم وتمويل مشروعات القطاع الخاص - دراسة حالة المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر (منطقة الجنوب الشرقي) -، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة-، ص 20.
 - 5- حنان بوطغان. (2006-2007). تحليل المردودية المحاسبية للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير. الجزائر: جامعة 20 أوت 1995، سكيكدة.
 - 6- خيرة سرار. (2019-2020). سياسات الإستثمار و دورها في تحقيق التوازن الاقتصادي في الجزائر- دراسة تحليلية مقارنة مع بعض الدول العربية خلال الفترة (2000-2017)، أطروحة دكتوراه مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، تخصص دراسات اقتصادية ومالية. الجزائر، قسم العلوم الاقتصادية: جامعة زيان عاشور الجلفة.
 - 7- رانية تناح. (2022-2023). دراسة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية باستخدام منهج السيادة العشوائية دراسة حالة مؤسسة صيدال، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك. جامعة الجزائر 3.
 - 8- رضوان باصور. (2016-2017). دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تقييم أداء المؤسسات - حالة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية -، أطروحة دكتوراه مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة. جامعة الجزائر 3.
 - 9- رفيق غدار. (2016-2017). نموذج تقييم و تمويل الاستثمار الحقيقي في اقتصاد المشاركة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، تخصص اقتصاديات المالية، النقود و البنوك. الجزائر، قسم العلوم الاقتصادية: جامعة فرحات عباس- سطيف-1.
 - 10- سعاد لفتاحة. (2021-2022). دور الاستثمار وإعادة التأمين في المحافظة على الملاءة المالية في شركات التأمين - دراسة حالة الشركة الوطنية للتأمين-SAA، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص علوم اقتصادية. الجزائر: جامعة فرحات عباس، سطيف-1.

- 11-سلامي، س. (2022-2023). إدارة المخاطر الاستثمارية بين البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية في ظل توجيهات الملاة بازل 3 دراسة تطبيقية مقارنة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص مالية، بنوك وتأمينات. الجزائر: جامعة فرحات عباس. سطيف 1.
- 12-سمية سلامي. (2023). إدارة المخاطر الاستثمارية بين البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية في ظل توجيهات الملاة بازل 3 دراسة تطبيقية مقارنة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص مالية، بنوك وتأمينات. الجزائر: جامعة فرحات عباس. سطيف 1.
- 13-عبد القادر بابا. (2003-2004). سياسة الاستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة، أطروحة دكتوراه مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع التخطيط. جامعة الجزائر 3.
- 14-عزالدين تمار. (2020-2021). طرق الأمثلية ودورها في ترشيد قرارات المؤسسة "دراسة حالة مؤسسة بريد الجزائر"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص الطرق الأمثلية في الاقتصاد. جامعة الجزائر 3.
- 15-غنية بوربيعة. (2010-2011). محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة - الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسات. جامعة الجزائر 3.
- 16-فاطمة زهراء سكندري. (2022-2023). أهمية إدارة المخاطر المالية في تحسين أداء المؤسسات الاقتصادية -دراسة حالات مؤسسات اقتصادية -، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية. الجزائر: جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف.
- 17-ليندة وهي. (2014-2015). دور الحوكمة المالية في تحسين الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية -دراسة حالة المؤسسة NCA روية-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص الإدارة المالية للمؤسسات. جامعة الجزائر 3.
- 18-محمد شوقي حابي. (2022-2023). أثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم المالية والمحاسبة، تخصص مالية مؤسسة. الجزائر: جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان.
- 19-محمد غردى. (2011-2012). القطاع الزراعي الجزائري وإشكالية الدعم والاستثمار في ظل الانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص التحليل الاقتصادي. الجزائر، قسم العلوم الاقتصادية: جامعة الجزائر 3.
- 20-محمد موسى فرج الله. (2010-2011). دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات الإدارية في ظل ظروف عدم التأكد، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، تخصص محاسبة وتمويل. فلسطين: جامعة الإسلامية غزة.
- 21-ملال ربيعة، إشكالية اتخاذ القرار الاستثماري الأمثل باستخدام الأساليب الرياضية دراسة حالة مؤسسة RoCaAl بسيدي بلعباس، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص بحوث العمليات وتسيير المؤسسات، جامعة أبو بكر بلقايد - تلمسان-، 2009-2010، ص 48.
- 22-نسرین قوادر. (2020-2021). أهمية البعد الأخلاقي في ترشيد القرارات المالية كآلية للحد من مخاطر التعثر المالي للمؤسسات الاقتصادية: دراسة استقصائية لعينة من شركات المساهمة الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص مالية المؤسسة. الجزائر: جامعة محمد البشير الإبراهيمي - برج بوعريج.

- 23-نصرالدين لصاق. (2022-2023). دور بطاقة قياس الأداء المتوازنة في تقييم الأداء البيئي للمؤسسة الاقتصادية، نموذج مقترح في مؤسسة صناعة الإسمنت بسور الغزلان. SC.SEG، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه، تخصص تدقيق ومراقبة التسيير. الجزائر: جامعة الجزائر 03.
 - 24-نور الدين تمجدين. (2018-2019). دور وأهمية دراسات الجدوى في تقييم وتمويل مشروعات القطاع الخاص - دراسة حالة المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر (منطقة الجنوب الشرقي)-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص نقود وتمويل. الجزائر: جامعة محمد خيضر -بسكرة.
 - 25-نورالدين زحوفي. (2012-2013). فعالية دراسة الجدوى الاقتصادية والمالية في اختيار وتقييم المشاريع الاستثمارية (دراسة حالة إنشاء سوق الجملة للخضر والفواكه بعين الدفلى)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص الإدارة المالية للمؤسسات. جامعة الجزائر 3.
 - 26-هاجر سعدي. (2012-2013). أثر دراسة الجدوى الاقتصادية على القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية دراسة حالة بنك البركة الجزائري، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة. الجزائر: جامعة فرحات عباس - سطيف 1.
 - 27-هشام طلحي. (2021-2022). انعكاسات مناخ الاستثمار من خلال المؤشرات الاقتصادية الكلية على تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة في كل من الجزائر والمغرب دراسة قياسية مقارنة خلال الفترة (1990-2019)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، تخصص اقتصاد دولي. الجزائر: جامعة محمد خيضر -بسكرة.
 - 28-هشام عامر. (2018-2019). فعالية استخدام النماذج الرياضية في تقييم المشاريع الاستثمارية- دراسة حالة مجموعة من المشاريع على مستوى بنوك تجارية جزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية. الجزائر، قسم العلوم الاقتصادية: جامعة محمد بوضياف المسيلة.
 - 29-وردة قريني. (2022-2023). أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسة في ظل اختلاف فرص النمو -دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية. الجزائر: جامعة 8 ماي 1945 قالمة.
 - 30-الوليد قسوم ميساوي. (2017-2018). أثر ترقية الاستثمار على النمو الاقتصادي في الجزائر منذ 1993، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص اقتصاد تطبيقي. الجزائر: جامعة محمد خيضر - بسكرة.
 - 31-يسمين دروازي. (2010-2011). دور الاستشارة وأهمية دراسة الجدوى التسويقية في نجاح المشروعات الاستثمارية في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص علوم التجارية. الجزائر: جامعة الجزائر 3.
- ت - المجلات:**
- 1-ابراهيم جمال طاهر. (2017). المشروع الاستثماري في ميزان الربحية التجارية والربحية القومية (الاجتماعية) (دراسة تحليلية للمعايير المعتمدة في اعداد دراسات جدوى وتقييم عدد من المشاريع في محافظة دھوك). المجلة الأكاديمية لجامعة نوروز.
 - 2-أحمد صديقي، سعاد فريقي، وخدوجة صبرو. (2017). تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة. مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، 01(01).
 - 3-أسامة عبد الحميد منصور حماد. (2017). إطار مقترح لتطبيق مدخل "BSC" لتقييم أداء الوحدات الطبية ذات الطابع الخاص بجامعة الزقازيق. مجلة البحوث التجارية، 39(01).
 - 4-إلياس سليمان. (2010). عناصر المزيج التسويقي والتكنولوجيا (العلاقة والتأثير). مجلة البدر، 02(12).

- 5-آمال هبور، وبوشامة شوام. (2021). واقع التأمينات في الجزائر "مقارنة المردودية المالية للشركات العمومية والشركات الخاصة". *Revue Algerienne d'Economie et gestion*, 15(02).
- 6-أمينة بركان. (2015). تحليل وتقييم المشاريع العمومية وعقلانية الإختيارات العمومية. *مجلة الاقتصاد الجديد*, 01(12).
- 7- آمنة دراجي، عبد الحميد علوان، (2025) "قاعدة التوازن المالي بين النظرية والتطبيق في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة حالة مطاحن عمرين عمر للفترة (2020-2022)"، *مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة*, (10)، (01).
- 8-برحومة، ع. وزغبة، ط. (2009). ماهية اتخاذ القرار و الطرق الكمية المساعدة في صنعه بالمؤسسة الاقتصادية. صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية. *مجلة جامعة محمد بوضياف-الجزائر*.
- 9- بلال سباع، وسامية عمر عبدة. (2022). نمذجة علاقة الرافعة المالية وحجم المؤسسة بالقيمة الاقتصادية المضافة باستخدام بيانات البانل للفترة (2010_2019). *مجلة المؤسسة*, 11(01).
- 10-تركي ناجي، ه. وقاسم هاشم، ص (جوان 2015م). نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة: بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية. *مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية*, (83)21.
- 11-توين علي، بلحمدي سيد علي، الحرتسي حميد عبد الله، دور دراسات الجدوى المالية في ترشيد قرارات التمويل: دراسة حالة تمويل مؤسسة (EFB)، *المجلة المغاربية للإقتصاد والمناجنت*، المجلد 05، العدد 01، سنة 2018، ص 256.
- 12-حسين بن العارية. (2011). "معياري صافي القيمة الحالية VAN كمقياس لتقييم المشاريع الاستثمارية مع التطبيق على مشروع ممول من طرف بنك BDL". *مجلة الحقيقة* (18).
- 13-حليمة شابي. (2017). دراسة جدوى المشاريع الاستثمارية في الجزائر: عرض وتقييم. *مجلة معارف*, 12(22).
- 14-حمزة غربي، وعيسى بدروني. (2019). العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة. *مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة*, 01(02).
- 15-درار عبد المكرم حسن عوض الله، ومعاذ عبد الله حاج الأمين. (2022). أثر التحليل المالي على قرارات الاستثمار في البنوك (دراسة ميدانية على فروع المصارف العاملة بالولاية الشمالية- دنقلا). *مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية*, 06(21).
- 16-رايح شيلق، وعمار بن نوار. (2016). الموازنة بين العائد والمخاطرة كأساس لاختيارالقرارات المالية. *مجلة دفاتر إقتصادية*, 7(2).
- 17-رانية تكواشت. (2022). أثر الرافعة المالية على الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المؤسسة الوطنية لانتاج الانابيب الغير ملحمة (TSS) خلال الفترة (2009-2017). *مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية*, 08(01).
- 18-رضا زهواني، خير الدين وصيف فائزة، وسيمر بوعافية. (2017). دور الإدارة المالية في صنع القرارات المالية قرار التمويل، قرار الاستثمار وتوزيع الأرباح. *مجلة العلوم الادارية والمالية*، المجلد 01(العدد 01).
- 19- رضوان العمار، دانيا إبراهيم غايا، (2018) "نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المنشأة: عرض وتحليل"، *مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية*، المجلد (40)، العدد (06).
- 20-ريمة زننارة، وشريفة العيد. (2023). مصادر التمويل في المؤسسة والعوامل المؤثرة فيه- دراسة نظرية-. *مجلة المالية والاسواق*, 10(02).

- 21-زبيدة سمروود، وجمال الدين سحنون. (2020). دور التحليل المالي في تقييم الأداء المالي عن طريق مؤشرات التوازن (دراسة حالة المؤسسة الوطنية للسكك الحديدية ANESRIF للفترة 2017-2018). مجلة الريادة لاقتصاديات الاعمال، 06(03).
- 22-سالم عثمان محمد عبد الكريم، أنور احمد محمد اسمية، وعبد الرزاق محمد احمد ابورزيزة. (2025). مدى تطبيق بطاقة الأداء المتوازن كأسلوب إداري حديث في تقييم الأداء دراسة حالة : مصرف شمال إفريقيا -فرع تهرونة. المجلة الأوروبية المفتوحة للعلوم الاجتماعية والتربوية، 01(02).
- 23-سعيد رحيم، وزينب خلدون. (2018). دراسة تحليلية لمدى صلاحية نظرية الرفع المالي في المشروعات الاقتصادية الإسلامية. مجلة التنمية والإستشراف للبحوث والدراسات، 03(04).
- 24-سعيدة بورديم. (2013). الأساليب الكمية ودورها في اتخاذ القرار الاستثماري. مجلة الحقيقة -جامعة أدرار-(العدد 25).
- 25-سعيدة بورديم. (2023). الأساليب الكمية ودورها في اتخاذ القرار الاستثماري. مجلة الحقيقة، 12(03).
- 26-سفيان دلفوف. (2018). أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية: حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي. مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، 14(19).
- 27-سليم مجلخ، ياسر بن يونس، و وليد بشيشي. (2020). أثر الهيكل المالي على المردودية المالية دراسة تطبيقية في مؤسسة عمر بن عمر للفترة 2010/2018. مجلة الاقتصاد الجديد، 11(02).
- 28-شريف غياط، وعبد المالك مهري. (2013). تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية بإستخدام مؤشر قياس المردودية دراسة حالة: مؤسسة البناء والأشغال العمومية (ERTP) خلال الفترة: 2011-2013. مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية-العدد الاقتصادي، 24(02).
- 29-طاهر الشيخ عمر الشيخ، وحسين أسعد مبارك. (2020). الاتجاهات الحديثة للمراجعة الداخلية ودورها في ترشيد قرارات التمويل المصرفي. مجلة كلية التنمية البشرية، 09(01).
- 30-عادل علي بابكر الماحي أبو الجود. (2019). دور النسب المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية "دراسة تطبيقية على مصرف الراجحي". مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، 06(03).
- 31-عالية غالمي. (2018). التحليل المالي وأدوات التوازن المالي في إطار ميزانية المؤسسة التحليل المالي. مجلة مفاهيم للدراسات الفلسفية(01).
- 32-عبد الحسين صالح علاء، و صفاء الدين فاضل عدي. (بلا تاريخ). تقييم أداء الشركات العراقية باستخدام نموذج العائد على حقوق الملكية دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة 2010-2008. مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية.
- 33-عبد القادر مسعودي، ومحمد طالي. (2020). التأثير الجبائي على التمويل الذاتي للمؤسسة الاقتصادية -حالة مؤسسة أن سي أ روية-. مجلة الاقتصاد الجديد، 11(02).
- 34-عبد اللطيف أولاد حيمودة. (2017). قياس الأداء المصرفي للبنوك التجارية باستخدام نموذج العائد على حقوق الملكية دراسة حالة بنكي CPA و BBA للفترة (2014-2016)-. مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات(12).
- 35-عبد اللطيف عثمان، وعباس لحر. (2018). دور نظم المعلومات الحاسبية في اتخاذ القرارات بالمؤسسات الاقتصادية دراسة حالة وحدة تغذية الأنعام مستغانم. مجلة دفاتر بواذكس(العدد رقم 09).

- 36- عبد اللطيف مصيطفي، وعبد الله عنيشل. (2019). قياس العائد والمخاطرة باستخدام نموذج التسعير بالمراجحة لبورصة الكويت. مجلة إضافات اقتصادية، 3(1).
- 37- عثمان مداحي. (2018). أهمية ودور المعلومات في اتخاذ القرارات. مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات (العدد الثالث عشر).
- 38- العلا رضاني، الطاهر جخيوة، وعمار بن نوار. (2015). دور الأساليب الكمية في إختيار القرارات التمويلية المتوازنة في المؤسسة الاقتصادية. مجلة (المدير)، 02(02).
- 39- علي باكرية، عبد الجبار دويبي، و عبد الله بيض القول. (2024). مساهمة تحليل مؤشر المردودية في تحسين الأداء المالي - Dupont نموذجاً - دراسة حالة المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر. دراسات اقتصادية، 18(01).
- 40- علي توبين، سيد علي بلحمدي، و حميد عبد الله الحرتسي. (2018). دور دراسات الجدوى المالية في ترشيد قرارات التمويل: دراسة حالة تمويل مؤسسة (EFB). المجلة المغربية للإقتصاد والمناجنت، 05(01).
- 41- عمار بن نوار، وعبد الله غالم. (2021). اختيار قرار التمويل الأمثل وفق فترات حياة المؤسسة الاقتصادية. مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 21(العدد 01).
- 42- عمر قمان، و زيان قديد. (2021). فاعلية نموذج (DUPONT) في تحليل الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية - دراسة تحليلية لشركة صيدال-. مجلة آفاق علوم الإدارة والاقتصاد، 05(02).
- 43- عميروش بوبكر. (2022). أهمية تحقيق التوازن المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية لعينة من المجمعات البترولية للفترة (2020/2019). مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، 07(01).
- 44- فهد عبد الرحمن أحمد الأحمد. (2013). دور دراسات الجدوى والتحليل المالي في ترشيد قرارات الإستثمار والتمويل. مجلة الاقتصاد الجديد، 04(08).
- 45- قاسم أحمد الدباس، و عامر ممدوح الزعي. (2024). أثر الرافعة المالية على ربحية الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان. مجلة المنهل الإقتصادي، 07(01).
- 46- قندوز، ع. (2022). التقييم المالي للمشروعات الاستثمارية. أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة: منشورات صندوق النقد العربي.
- 47- محمد البشير بن عمر، وأحمد نصير. (2017). مساهمة مبادئ حوكمة المؤسسات في ترشيد القرارات المالية - حالة المجمع الصناعي صيدال-. مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 03(العدد 10).
- 48- محمد البشير مركان، فوزي الحاج أحمد، وعيسى دراجي. (2020). معايير التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية في ظل ظروف التأكد. مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة، 03(01).
- 49- محمد الصيرفي. (2005). اقتصاديات المشروع. الإسكندرية: منشورات مؤسسة حورس الدولية.
- 50- محمد بن قطاف، ومحبوب بن حمودة. (2017). عناصر المزيج التسويقي لمنتجات الصناعات التقليدية والحرفية. مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية، 06(01).
- 51- محمد جموعي قريشي. (2004). تقييم أداء المؤسسات المصرفية دراسة حالة لمجموعة من البنوك الجزائرية - خلال الفترة 1994. 2000. مجلة الباحث(03).
- 52- محمد عماد الدين سعادي، وبومدين طيبي. (2021). المردودية كأداة فعالة لتقييم المؤسسات الاقتصادية " حالة فرع إنتاج الحليب ومشتقاته بولاية تلمسان". مجلة معارف، 16(02).

- 53- محمد محروس سعدوني إبراهيم. (2023). أثر تحليل القوائم المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية. المجلة القانونية، 18(01).
- 54- محمود جمام، وأميرة دباش. (2015). أثر قائمة التدفقات النقدية على اتخاذ القرارات المالية -دراسة حالة البنوك التجارية بولاية جيجل-. مجلة البحوث الاقتصادية والمالية (العدد الرابع).
- 55- مفيدة نادي، صابرينة مغتات، والعالية ختو. (2016). أهمية دراسة الجدوى الاقتصادية في المشاريع الاستثمارية السياحية "دراسة حالة حمام منتيلة بغيليزان". مجلة الحكمة للدراسات الاقتصادية، 04(07).
- 56- منال بن شيخ. (2020). تقنيات التعامل مع المخاطر في شركات التأمين على الأشخاص. مجلة إيكوفان، 02(02).
- 57- منال بن عمار، وعمر آيت مختار. (2021). دور دراسات الجدوى في ترشيد قرارات التمويل للمشاريع الاستثمارية _دراسة حالة لبنك الفلاحة والتنمية الريفية بالشلف. مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، 09(02).
- 58- منور أوسري، جيلالي بن حاج، وفتيحة مغراوة. (2009). دراسة الجدوى البيئية للمشاريع الاستثمارية. مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، 05(07).
- 59- المهدي حجاج، وبلال شيخي. (2014). تفسير أثر الإهلاك على التوازن المالي في ظل تطبيق النظام المحاسبي المالي. مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، 02(07).
- 60- مهملي بن علي. (2016). متخذ القرار الرشيد وتأثيره على فعالية تقييم الأداء الوظيفي داخل المؤسسة. مجلة الرواق، 03(03).
- 61- ناصر بن سنة، ويوسف قاشي. (2021). مساهمة القرارات المالية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة مؤسسة أن سي أ روية للفترة (2017-2014). مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، 15(02).
- 62- نبيلة بومدين، وجمال خليفاتي. (2020). معيار صافي القيمة الحالية المرتبطة بالزمن أحد أهم طرق تقييم المشاريع الاستثمارية في ظل حالة التأكد دراسة حالة مؤسسة اقتصادية في الفترة الممتدة بين 2016-2021. مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، 11(03).
- 63- نصيرة حمودة. (2016). دور دراسة الجدوى الاقتصادية في ترشيد القرار الاستثماري والتمويلي دراسة حالة الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب (عناية). مجلة دفاتر بواذكس، 01(05).
- 64- نضال محمد رضا، عباس فاضل علي، وحسين كريم جاسم. (2019). دور بطاقة الأداء المتوازن في تحسين الادارة الاستراتيجية دراسة تطبيقية. مجلة جامعة بابل للعلوم الصرفة والتطبيقية، 27(01).
- 65- نعيمة سعيد، وأحمد بوشنافة. (2017). دراسة وتقييم جدوى المشاريع الاستثمارية العمومية القطاعية. مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 03(العدد 02).
- 66- نور الدين تمجغدين. (2009). تمجغدين نور الدين، "دراسات الجدوى الاقتصادية بين المتطلبات النظرية والإشكالات العملية"، مجلة الباحث، العدد السابع، 2009-2010، مجلة الباحث، 07(07).
- 67- هودة عبو، وربيعة عبو. (2021). الهيكل التمويلي الأمثل ومؤشرات تقييمه بالتطبيق على مؤسسة باتيميتال عين الدفلى 2015-2018. مجلة القيمة المضافة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 02(العدد 02).
- 68- ياسر بن يونس، وليد بشيشي، وسليم مجلخ. (2021). دراسة تحليلية، إحصائية لأثر الهيكل المالي على المردودية الاقتصادية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2018/2010. مجلة المالية والأسواق، 08(01).
- 69- يونس مونة، ونذير نجماي. (2021). أهمية كفاءة المؤسسة الاقتصادية في تحديد الهيكل المالي الأمثل، دراسة تطبيقية على عينة من مؤسسات قطاع انتاج الأغذية في السعودية. مجلة الاقتصاد وريادة الأعمال، 05(02).

ث- المطبوعات:

- 1-جمال قدام. (بدون تاريخ). قدرة التمويل الذاتي والمردودية. مطبوعة بيداغوجية في مقياس التشخيص المالي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة محمد الصديق بن يحي جيجل. الجزائر.
- 2-خالد بن جلول. (2018). نظرية اتخاذ القرار. مطبوعة بيداغوجية في مقياس نظرية اتخاذ القرار، موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس علوم الاقتصادية، جامعة 8 ماي 1945 قالم. الجزائر.
- 3-هدى بصير. (2019). التحليل المالي المتقدم. مطبوعة بيداغوجية في مقياس التحليل المالي المتقدم، موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر، سطيف، الجزائر: جامعة فرحات عباس - سطيف 1، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.
- 4-وهيبة بن داودية. (2019). مطبوعة بيداغوجية في مقياس تقييم المشاريع. قسم علوم التسيير، الجزائر: جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف.

ج- المؤتمرات والندوات والدورات:

- 1-زغيب مليكة وإلياس بوجعادة. (أفريل 2009). دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة- الاقتصادية، ملتقى علمي دولي، جامعة محمد بوضياف، مسيلة، الجزائر.
- 2-نعيمه يحيوي، وخديجة لدرع. (يومي 22 و23 نوفمبر 2011). بطاقة الأداء المتوازن BSC أداة فعالة للتقييم الشامل لأداء المنظمات. الملتقى الدولي الثاني حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات. الجزائر: جامعة ورقلة.

ح- المواقع الالكترونية:

- 1-الأخضر لقليطي. (2020). محاضرات في التحليل المالي. المسيلة، الجزائر: جامعة محمد بوضياف - المسيلة. تم الاسترداد من: <https://num.univ-msila.dz>.
- 2--صباح اسطيفان كجة جي. (2008). اعداد دراسات الجدوى الاقتصادية لمشاريع التنمية. بغداد. تم الاسترداد من: <https://fr.scribd.com/document>.
- 3-عمر علي سحر. (بلا تاريخ). الإدارة واتخاذ القرار (الإصدار نسخة إلكترونية). تاريخ الاسترداد: 2025، من <https://www.google.dz/books/edition>.

◀ المراجع باللغة الأجنبية:

A-Books :

- 1-Alzard, C. & Separi, S. (2010). *Contrôle de gestion manuel et application*. Paris: Dunod.
- 2-Barreau, j. & delahaye, j. (1994). *gestion financier* (éd. 3 Ed). Paris: Dunand.
- 3-Chesnick, D. (2000). *Financial Management and Ratio Analysis for Cooperative Entreprises*. Washington, D.C.: United States Departement of Agriculture.

- 4-Chiha, K. (2009). Finance d'entreprise, Approche Stratégique. Alger: édition Homa.
- 5-Cohen, E. (1991). Gestion financière de l'entreprise et développement financier. (Edicef, Éd.) Paris: UREF.
- 6-Conso, P. & Hemici, F. (1999). *Gestion Financière de l'entreprise* (éd. 9ème). Paris: Dunod.
- 7-Djuatio, E. (2004). Management des projet, Technique d'évaluation, Analyse, choix et planification. Paris: Edition L'Harmattan.
- 8-Kaplan, R, & Atkinson, A. (1997). *Advanced Management Accounting* (éd. 3rd edition). Prentice hall.
- 9-Meye, F. (2007). Evaluation de la rentabilité des projets d'investissement. Paris: édition L'Harmattan.
- 10-Taverdet- Popoilek, N. (2006). Guide du choix d'investissement. France: édition d'organisation.
- 11-Verminen, P. (2002). *finance d'entreprise* (éd. 05). paris: Dalloz gestion.
- 12-Visczavona, P. (1996). *Gestion Financière et Harchés*. Paris, France: Financière, Atol édition.

B-Articles :

- 1-Al-Zwayali, I. (2017). Using a Balanced Scorecard Approach to Measure Environmental Performance: A Proposed Model. *International Journal of Economics and Finance*, 08.
- 2-Hanna, N. (2002). The balance on the balanced scorecard: A critical analysis of some of its assumptions. *Management Accounting Research*, 13(03).
- 3-Huang, R., & Ritter, J. (2006). Testing Theories of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment. *Journal of Finance*, 03.
- 4-Javad Afrasiabishani et al,(2012) "A Comprehensive Review on Capital Structure Theories ", School of Doctoral Studies European Union Journal, No 04.
- 5-Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 03.
- 6-Kaplan, R., & Norton, D. (1996). *The balanced scorecard: Translating strategy into action*. Harvard Business School Press.
- 7-Kaplan, R., & Reisen de Pinho, R. (2007). *Amanco: Developing the sustainability scorecard*. Harvard Business School.
- 8-Kolbe, G., & Greer, p. (2003). *Investment Analysis for Real Estate Decisions*. chigcago: Dearborn.
- 9-Kraus, A., & Litzenberg, R. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*,, 28(04).

- 10-Miller, M. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, 32(02).
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(03).
- 11-Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(03).
- 12-Myers,, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(03).
- 13-Patrick Piget, (2005).« Gestion financière de l'entreprise » 2ème édition, Economica, Paris, France.
- 14-Ross, S. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 08(01).
- 15-Sahiti, A., Ahmeti, S., Sahiti, A., & Aliu, M. (2016). The impact of Balanced Scorecard on Improving the Performance and Profitability of the Implementing Companies. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 07(04).
- 16-Sardinha, D., Reijnders, L., & Antunes, P. (2007). Developing sustainability balanced scorecards for environmental services: A study of three large Portuguese companies. *Environmental Quality Management*, 16(04).
- 17-Zingales, F., & Hockerts, K. (2003). *Balanced scorecard and sustainability: Examples from literature and practice*. CMER.

C- Websites :

- 1-Khan, M., Rehan, R., Chhapra, I., & Sohail, A. (2021). Capital Structure Theories: A Comprehensive Review. *Innovation, Technology and Management Journal*,, 11(03). Récupéré sur https://www.researchgate.net/publication/353325247_Capital_Structure_Theories_A_Comprehensive_Review
- 2-Saksonova, S. (2010). *Financial Management*. Lithuania: University of Latvia. Récupéré sur https://www.bcci.bg/projects/latvia/pdf/5_FV_FullCourse_ENG.pdf
- 3-Skinner, T. (2025, 08 23). *Balanced Scorecard KPI Examples for 2024 KPI Scorecard Template*. Récupéré sur Rhythm Systems: <https://www.rhythmssystems.com/blog/comprehensive-list-of-179-kpi-examples-for-any-industry>.

الملاحق

الملاحق

الملحق رقم (01): توزيع الغلاف الاستثماري البالغ 50 مليار دج حسب بنود الإنفاق لمؤسسة ECDE.

الوحدة: (MDA)

N°	ECDE	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Total
I. ANCIENNES LIGNES n° 01 et n°2 / الخطوط القديمة																	
1	الاستثمارات الجديدة	313		600					600					600			2113
2	استثمارات الاستبدال	1469	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	4269
3	استثمارات التهيئة	258															258
4	قطع غيار الاستراتيجية	514	0	0	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	1714
	المجموع	2554	200	800	300	300	300	300	900	300	300	300	300	900	300	300	8354
II. NOUVELLE LIGNE - EQUIPEMENTS DE PRODUCTION / خط الإنتاج الجديد - تجهيزات الإنتاج																	
1	دراسات	9															9
2	استشارة هندسية	351	108	108	108												675
3	Usine clé en main	6000	9000	6000	9000												30000
4	غاز و كهرباء sonalgaz	459	459														918
5	قطع غيار الاستراتيجية								500	200	200	500	200	200	200	200	2200
6	Autres أخرى	10															10
	المجموع	6829	9567	6108	9108	0	0	0	500	200	200	500	200	200	200	200	33812
III. ENVIRONNEMENT - HYGIENE ET SECURITE / البيئة و النظافة و السلامة																	
1	بيئة	91															91
2	النظافة و السلامة	37			50				38				50		50		225
3	المجموع	128	0	0	50	0	0	0	38	0	0	0	50	0	50	0	316
IV. INVESTISSEMENTS DANS LES CARRIERES / إستثمارات في الحاجر																	
1	إمتياز	2006															2006
2	آليات التشغيل/آلات البناء	0			922				500				500				1922
	المجموع	2006	0	0	922	0	0	0	500	0	0	0	500	0	0	0	3928
V. FRAIS DE DEMARRAGE DE LA NOUVELLE LIGNE / رسوم بداية تشغيل الخط الجديد																	
	المجموع	975	1025	1085	1145												4230
RECAPITULATIF / ملخص																	
1	استثمارات الصيانة	2554	200	800	300	300	300	300	900	300	300	300	300	900	300	300	8354
2	خط الإنتاج الجديد	6829	9567	6108	9108	0	0	0	500	200	200	500	200	200	200	200	33812
3	البيئة والأمن	128	0	0	50	0	0	0	38	0	0	0	50	0	50	0	316
4	الحاجر	2006	0	0	922	0	0	0	500	0	0	0	500	0	0	0	3928
5	تكاليف بداية تشغيل	975	1025	1085	1145	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4230
	المجموع العام	12492	10792	7993	11525	300	300	300	1938	500	500	800	1050	1100	550	500	50640

المصدر: بيانات مقدمة من طرف مديرية التنظيم والتخطيط، مؤسسة ECDE.

الملحق رقم (02): مستويات الإنتاج المتوقعة لمؤسسة ECDE خلال المدة (2011-2025).

ECDE	Rap 2009	Budget 10	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
LES PRODUCTIONS PHYSIQUES PROJETEES en tonnes																	
Lignes n° 01 et n° 02 - ciment	2 413 861	2 230 000	2 430 000	2 300 000	2 300 000	2 300 000	2 300 000	2 300 000	2 300 000	2 300 000	2 300 000	2 300 000	2 300 000	2 300 000	2 300 000	2 300 000	2 300 000
Ligne n° 01 et n° 02 - clinker	2 081 597	1 953 800	2 100 000	1 955 000	1 955 000	1 955 000	1 955 000	1 955 000	1 955 000	1 955 000	1 955 000	1 955 000	1 955 000	1 955 000	1 955 000	1 955 000	1 955 000
Nouvelle Ligne n° 03 - ciment						500 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	1 900 000	1 900 000	1 900 000	1 900 000	1 900 000	1 900 000	1 900 000	1 900 000
Nouvelle Ligne n° 03 - clinker						425 000	1 700 000	1 700 000	1 700 000	1 615 000	1 615 000	1 615 000	1 615 000	1 615 000	1 615 000	1 615 000	1 615 000
Total ciment	2 413 861	2 230 000	2 430 000	2 300 000	2 300 000	2 800 000	4 300 000	4 300 000	4 300 000	4 200 000	4 200 000	4 200 000	4 200 000	4 200 000	4 200 000	4 200 000	4 200 000
Total clinker	2 081 597	1 953 800	2 100 000	1 955 000	1 955 000	2 380 000	3 655 000	3 655 000	3 655 000	3 570 000	3 570 000	3 570 000	3 570 000	3 570 000	3 570 000	3 570 000	3 570 000
LES VENTES - EN TONNE																	
Vrac	698 082	646 700	729 000	690 000	690 000	840 000	1 290 000	1 290 000	1 290 000	1 260 000	1 260 000	1 260 000	1 260 000	1 260 000	1 260 000	1 260 000	1 260 000
en %	29%	29%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Sac	1 722 671	1 583 300	1 701 000	1 610 000	1 610 000	1 960 000	3 010 000	3 010 000	3 010 000	2 940 000	2 940 000	2 940 000	2 940 000	2 940 000	2 940 000	2 940 000	2 940 000
en %	71%	71%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
Total	2 413 861	2 230 000	2 430 000	2 300 000	2 300 000	2 800 000	4 300 000	4 300 000	4 300 000	4 200 000	4 200 000	4 200 000	4 200 000	4 200 000	4 200 000	4 200 000	4 200 000
LES PRIX DE VENTE																	
Ciment en DA	3 849	3 795	4 030	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000
LES CHIFFRE D'AFFAIRES en MDA																	
Anciennes lignes	9 290	8 463	9 794	9 200	9 200	9 200	9 200	9 200	9 200	9 200	9 200	9 200	9 200	9 200	9 200	9 200	9 200
Nouvelle ligne	0	0	0	0	0	2 000	8 000	8 000	8 000	7 600	7 600	7 600	7 600	7 600	7 600	7 600	7 600
Total	9 290	8 463	9 794	9 200	9 200	11 200	17 200	17 200	17 200	16 800	16 800	16 800	16 800	16 800	16 800	16 800	16 800

المصدر: بيانات مقدمة من طرف مديرية التنظيم والتخطيط، مؤسسة ECDE.

الملحق رقم (03): الحسابات التقديرية التشغيلية للفترة (2011-2025) للمؤسسة ECDE.

ECDE	Rap 09	Clôt 10	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024	2 025
Production en MT	2 414	2 230	2 430	2 300	2 300	2 800	4 300	4 300	4 300	4 200	4 200	4 200	4 200	4 200	4 200	4 200	4 200
Chiffre d'affaires	9 236	8 568	9 844	9 200	9 200	11 200	17 200	17 200	17 200	16 800	16 800	16 800	16 800	16 800	16 800	16 800	16 800
Valeur ajoutée	6 531	5 968	6 891	6 440	6 440	7 748	11 948	11 810	11 810	11 530	11 530	11 438	11 438	11 346	11 346	11 254	11 254
en % du CA	71%	70%	70%	70%	70%	69%	69%	69%	69%	69%	69%	68%	68%	68%	68%	67%	67%
EBE	5 503	4 614	5 343	4 947	4 666	5 972	10 164	9 873	9 865	9 462	9 294	9 192	9 182	9 080	8 894	8 791	8 779
en % du CA	60%	54%	54%	54%	51%	53%	59%	57%	57%	56%	55%	55%	55%	54%	53%	52%	52%
Résultat d'exploitation	4 609	3 803	3 452	2 820	2 572	3 370	6 147	5 184	5 189	4 797	4 644	4 356	4 623	4 853	4 738	4 595	4 734
en % du CA	50%	44%	35%	31%	28%	30%	36%	30%	30%	29%	28%	26%	28%	29%	28%	27%	28%
Résultat net	3 809	3 228	2 579	2 090	1 857	2 679	5 333	4 418	4 420	3 793	3 669	3 436	3 632	3 839	3 761	3 629	3 742
en % du CA	41%	38%	26%	23%	20%	24%	31%	26%	26%	23%	22%	20%	22%	23%	22%	22%	22%
Capacité d'autofinancement	4 812	4 281	3 685	3 396	3 131	4 460	8 529	8 286	8 275	7 637	7 565	7 586	7 592	7 514	7 413	7 408	7 437
en % du CA	52%	50%	37%	37%	34%	40%	50%	48%	48%	45%	45%	45%	45%	45%	44%	44%	44%

المصدر: بيانات مقدمة من طرف مديرية التنظيم والتخطيط، مؤسسة ECDE.

الملحق رقم (04): الميزانيات الاقتصادية التقديرية للفترة (2011-2025) للمؤسسة ECDE.

ECDE	Rap 09	Clôt 10	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024	2 025
Immobilisations (a)	10 471	9 418	20 804	30 290	37 991	46 753	43 857	40 290	36 735	34 828	31 433	27 783	24 343	22 018	19 466	16 187	13 042
Incorporelles	206	206	206	206	206	206	206	206	206	206	206	206	206	206	206	206	206
Corporelles	10 028	8 975	20 361	29 847	37 488	46 310	43 414	39 847	36 292	34 385	30 990	27 340	23 900	21 575	19 023	15 744	12 599
Financières	237	237	237	237	237	237	237	237	237	237	237	237	237	237	237	237	237
Besoins en FDR (b)	580	714	820	767	767	767	1 433	1 433	1 433	1 400	1 400	1 400	1 400	1 400	1 400	1 400	1 400
Stocks	2 139	1 785	2 051	1 917	1 917	1 917	3 583	3 583	3 583	3 500	3 500	3 500	3 500	3 500	3 500	3 500	3 500
Créances	1 474	1 428	1 641	1 533	1 533	1 533	2 867	2 867	2 867	2 800	2 800	2 800	2 800	2 800	2 800	2 800	2 800
Fournisseurs et autres	3 033	2 499	2 871	2 683	2 683	2 683	5 017	5 017	5 017	4 900	4 900	4 900	4 900	4 900	4 900	4 900	4 900
ACTIF ECONOMIQUE (1=a-b)	11 851	10 132	21 624	31 857	38 698	47 520	45 291	41 723	38 168	36 228	32 833	29 183	25 743	23 418	20 866	17 587	14 442
Capitaux propres ©	28 595	31 823	34 402	36 492	38 349	41 027	46 361	49 011	51 664	53 939	56 141	58 203	60 394	62 697	64 934	67 132	69 377
Capital social	6 241	6 241	6 241	6 241	6 241	6 241	6 241	6 241	6 241	6 241	6 241	6 241	6 241	6 241	6 241	6 241	6 241
Réserves	18 396	18 396	18 396	18 396	18 396	18 396	18 396	18 396	18 396	18 396	18 396	18 396	18 396	18 396	18 396	18 396	18 396
Subventions	149	149	149	149	149	149	149	149	149	149	149	149	149	149	149	149	149
Report à nouveau	0	3 809	7 037	9 616	11 706	13 563	16 241	19 807	22 457	25 360	27 686	29 981	31 956	34 073	36 407	38 716	40 849
Résultat de l'exercice	3 809	3 228	2 579	2 090	1 857	2 679	5 333	4 418	4 420	3 793	3 669	3 436	3 632	3 839	3 761	3 629	3 742
Dettes de structure (d)	421	421	25 421	25 421	25 421	25 421	25 421	25 421	25 421	23 498	21 575	19 632	17 729	15 806	13 883	11 959	10 036
Provisions	354	354	354	354	354	354	354	354	354	354	354	354	354	354	354	354	354
Dettes d'investissements	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67
Emprunt FNI	0	0	25 000	25 000	25 000	25 000	25 000	25 000	25 000	23 077	21 154	19 231	17 308	15 385	13 462	11 538	9 615
- Trésorerie (e)	17 966	22 112	38 198	30 856	25 072	18 928	26 491	32 709	38 917	41 209	44 883	48 672	52 380	55 085	57 971	61 504	64 971
PASSIF FINANCIER (2=c+d-e)	11 850	10 132	21 624	31 857	38 698	47 520	45 291	41 723	38 168	36 228	32 833	29 183	25 743	23 418	20 866	17 587	14 442
FDR (3=c+d-a)	18 545	22 826	39 019	31 623	25 838	19 695	27 924	34 143	40 350	42 609	46 283	50 072	53 780	56 485	59 371	62 904	66 371

المصدر: بيانات مقدمة من طرف مديرية التنظيم والتخطيط، مؤسسة ECDE.

الملحق رقم (05): خطة الموارد والاستخدامات للفترة (2011-2025) للمؤسسة ECDE.

الملاحق

ECDE	Rap 09	Clôt10	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Investissements projetés (a)		0	12 492	10 792	8 915	10 603	900	900	900	1 938	500	500	500	1 930	1 100	500	530
Anciennes lignes		0	2 554	200	800	300	300	300	300	900	300	300	300	300	900	300	300
Nouvelle ligne		0	9 938	10 592	8 115	10 303	0	0	0	1 038	200	200	200	1 050	200	200	230
Remboursement des emprunts (b)		0	0	0	0	0	0	0	0	1 923	1 923	1 923	1 923	1 923	1 923	1 923	1 923
Emprunts CLT-FNI		0	0	0	0	0	0	0	0	1 923	1 923	1 923	1 923	1 923	1 923	1 923	1 923
Comptes courants associés		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Provision pour dividendes ©		0	0	0	0	0	0	1 767	1 768	1 517	1 468	1 374	1 461	1 535	1 505	1 452	1 497
Ressources stables (d)		4 281	28 685	3 396	3 131	4 460	8 529	8 286	8 275	7 637	7 565	7 586	7 592	7 514	7 413	7 408	7 437
Ressources internes (CAF)		4 281	3 685	3 396	3 131	4 460	8 529	8 286	8 275	7 637	7 565	7 586	7 592	7 514	7 413	7 408	7 437
Ressources bancaires		0	25 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ressources des actionnaires		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Variation du FDR (f=d-a-b-c)		4 281	16 193	-7 396	-5 784	-6 143	8 229	6 218	6 207	2 259	3 674	3 788	3 708	2 705	2 885	3 533	3 467
Variation du BFR (e)		134	106	-54	0	0	667	0	0	-33	0	0	0	0	0	0	0
Variation de la trésorerie (2=1-e)		4 147	16 086	-7 342	-5 784	-6 143	7 563	6 218	6 207	2 292	3 674	3 788	3 708	2 705	2 885	3 533	3 467
=TRESORERIE NETTE (1-2)	17 966	22 113	38 199	30 857	25 073	18 929	26 492	32 710	38 918	41 210	44 884	48 673	52 381	55 086	57 972	61 505	64 972

المصدر: بيانات مقدمة من طرف مديرية التنظيم والتخطيط، مؤسسة ECDE.

الملحق رقم (06): تحليل الجدوى المالية لبرنامج الاستثمار من خلال مؤشري VAN و TRI للفترة (2011-2025) للمؤسسة ECDE.

ECDE - CONSOLIDE (الوحدة)		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025		
DÉTERMINATION DE LA VALEUR ACTUELLE NETTE (VAN) تحديد القيمة الحالية الصافية																		
Chiffre d'affaires / رقم الأعمال		9844	9200	9200	11200	17200	17200	17200	16800	16800	16800	16800	16800	16800	16800	16800		
Résultat net / صافي النتيجة		2579	2090	1857	2679	5333	4418	4420	3793	3669	3436	3652	3839	3761	3629	3742		
+ Amortissement et Prov / استهلاكات ومخصصات		1106	1306	1274	1781	3196	3868	3855	3844	3896	4130	3940	3675	3652	3779	3695		
= Cash flows bruts / التدفقات النقدية الخام		3685	3396	3131	4460	8529	8286	8275	7637	7565	7586	7592	7514	7413	7408	7437		
-Remboursement emprunt FNI / - سداد قرض FNI		0	0	0	0	0	0	0	1923	1923	1923	1923	1923	1923	1923	1923		
=Cash flows disponibles / التدفقات النقدية المتاحة		3685	3396	3131	4460	8529	8286	8275	5714	5642	5663	5669	5591	5490	5485	5514		
Cash flows actualisés / تدفقات نقدية مخضومة		3290	2707	2228	2834	4840	4198	3743	2308	2033	1823	1630	1435	1258	1122	1007		
Cumul des CF actualisés / المجموع التراكمي للتدفقات المخضومة		3290	5997	8225	11060	15900	20097	23840	26148	28183	30006	31636	33071	34329	35452	36459		
+ trésorerie nette à fin 2009 / خزانة صافية نهاية 2009	17966	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
- Autofinancement investi / تمويل ذاتي مستثمر	-25640	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
+ Valeur résiduelle / قيمة متبقية	12675	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
-Solde de l'emprunt FNI / -رصيد قرض FNI	-9615	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
VAN au taux de 12% / VAN% 12 معدل	31844	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
TAUX INTERNE DE RENTABILITÉ (TIR) / معدل العائد الداخلي (TIR)																		
Cash flows nets / صافي التدفقات النقدية	0	-25640	3685	3396	3131	4460	8529	8286	8275	5714	5642	5663	5669	5591	5490	5485	5514	69377
TAUX INTERNE DE RENTABILITÉ / معدل العائد الداخلي																		
21%																		

المصدر: بيانات مقدمة من طرف مديرية التنظيم والتخطيط، مؤسسة ECDE.

الملحق رقم (07): تطور مؤشرات تقييم مؤسسة ECDE المالية (سكور "Z").

الوحدة: MDA

2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010 (تقديري)	2009 (تقديري)	البند
0.79	0.75	0.72	0.68	0.63	0.61	0.57	0.52	0.5	0.44	0.37	0.29	0.39	0.49	0.62	0.66	0.59	R1 = (الأصول القابلة للتحقيق + السيولة) / إجمالي الميزانية
1.67	1.67	1.67	1.67	1.67	1.67	1.67	1.66	1.66	1.66	1.63	1.7	1.7	1.7	1.69	1.64	1.6	R2 = رؤوس الأموال الدائمة / إجمالي الميزانية
2.59	2.6	2.63	2.65	2.71	2.71	2.74	2.79	2.94	2.83	2.93	2.64	2.32	2.67	2.69	2.67	2.96	R3 = فائض التشغيل الإجمالي EBE رقم الأعمال خارج الضريبة
-0.18	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15	-0.13	-0.15	-0.13	-0.15	-0.12	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15	-0.11	R4 = احتياجات رأس المال العام BFR رقم الأعمال خارج الضريبة
-0.69	-0.8	-0.89	-1	-1.09	-1.19	-1.28	-5.39	-1.35	-1.33	-1.34	-2.08	-2.45	-2.45	-2.25	-0.02	-0.05	R5 = المصاريف المالية/ القيمة المضافة
4.18	4.07	3.98	3.85	3.77	3.65	3.55	-0.55	3.60	3.47	3.44	2.43	1.81	2.26	2.60	4.80	4.99	SCORE 'Z'

المصدر: بيانات مقدمة من طرف مديرية التنظيم والتخطيط، مؤسسة ECDE.

الملحق رقم (08): المؤشرات التقديرية للهوامش والربحية لمؤسسة ECDE.

الوحدة: MDA

ECDE	2009 (Rapp)	2010 (R.B)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
المؤشرات التشغيلية (LES MARGES D'EXPLOITATION)																	
معدل القبية المضافة	71%	70%	70%	70%	69%	69%	69%	69%	69%	68%	68%	68%	68%	68%	67%	67%	67%
معدل فائض التشغيل الإجمالي (EBE)	60%	54%	54%	54%	51%	53%	59%	57%	57%	56%	55%	55%	55%	54%	53%	52%	51%
معدل صافي الفائض	41%	38%	26%	23%	20%	24%	31%	26%	26%	23%	22%	20%	22%	23%	22%	22%	22%
معدل الفائض الإجمالي	32%	30%	37%	37%	34%	40%	30%	48%	48%	45%	43%	43%	43%	43%	44%	44%	44%
المؤشرات المالية (LES MARGES D'EXPLOITATION)																	
رقم الأعمال (CA) / لكل موظف (بالآلاف د.ج)	8336	7418	8279	7216	6343	7226	11097	11097	11097	10839	10839	10839	10839	10839	10839	10839	10839
القبية المضافة (VA) / لكل موظف (بالآلاف د.ج)	6036	5167	5795	5051	4441	4999	7705	7619	7619	7459	7459	7379	7379	7379	7320	7261	7261
مصاريف المستعدين / القبية المضافة (بذ %)	12%	19%	18%	15%	25%	19%	12%	14%	14%	14%	13%	13%	15%	17%	17%	17%	17%
المصاريف المالية / فائض التشغيل الإجمالي (بذ %)	0%	0%	17%	19%	20%	15%	9%	9%	10%	10%	9%	9%	8%	7%	7%	6%	5%
الربحية الاقتصادية (RENTABILITE ECONOMIQUE)																	
النسبة 1 = نتيجة التشغيل العادية (ENE) / رقم الأعمال (CA) (بذ %)	49%	42%	43%	40%	37%	37%	41%	35%	33%	33%	32%	30%	31%	32%	31%	30%	30%
النسبة 2 = رقم الأعمال (CA) / الأصول الاقتصادية الصافية (AEN)	0.54	0.53	0.46	0.3	0.24	0.24	0.38	0.41	0.43	0.46	0.51	0.58	0.65	0.72	0.81	0.96	1.16
الربحية الاقتصادية (RE)	41%	35%	20%	12%	9%	9%	15%	14%	14%	16%	16%	17%	20%	23%	25%	28%	35%

المصدر: بيانات مقدمة من طرف مديرية التنظيم والتخطيط، مؤسسة ECDE.

الملحق رقم (09): المؤشرات التقديرية لنسب التوازن والهيكل المالي لمؤسسة ECDE.

الوحدة: MDA

2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010 (R.B)	2009 (Rapp)	ECDE
التوازن المالي للمؤسسة (ÉQUILIBRE FINANCIER DE L'ENTREPRISE)																	
66571	62904	39571	36483	35750	30072	46253	42609	40350	34145	27924	19695	25833	31623	39019	22526	18587	Fonds de roulement (العمال الدائم)
47.41	44.93	42.41	40.33	35.44	35.77	33.06	30.45	29.15	23.62	19.48	21.1	33.7	41.25	47.56	31.97	24.09	en mois de CA (بالأشهر من رقم الأعمال)
1400	1400	1400	1400	1400	1400	1400	1400	1433	1433	1433	787	787	787	820	714	580	BFR (الحاجة إلى رأس المال العامل)
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0.82	1	1	1	1	0.75	en mois de CA
64971	61504	57971	55083	52350	48672	44853	41209	38917	32709	26491	18928	25072	30836	38198	22112	17965	Trésorerie (الخزينة)
46.41	43.93	41.41	39.33	37.44	34.77	32.06	29.4	28.15	22.62	18.48	20.28	32.7	40.15	46.56	30.97	23.34	en mois de CA
98%	98%	98%	98%	97%	97%	97%	97%	96%	96%	95%	96%	97%	97%	98%	98%	97%	en % de FDR (نسبة متعوبة من رأس المال العامل)
الملاءة المالية والمديونية (SOLVABILITE FINANCIERE ET ENDETTEMENT)																	
82%	80%	78%	75%	73%	70%	68%	66%	63%	62%	60%	59%	58%	56%	93%	92%	89%	R1 = Cap propres/TB
18%	20%	22%	25%	27%	30%	32%	34%	37%	38%	40%	41%	42%	44%	45%	8%	11%	R2 = Dettes/TB
الربحية المالية (RENTABILITE FINANCIERE)																	
3782	3629	3761	3839	3602	3486	3609	3795	4420	4413	3533	2679	1557	2080	2379	3228	3509	Résultat de l'exercice (نتيجة الدورة المالية)
69377	67132	64934	62697	60394	58203	56141	53959	51664	49011	46361	41027	38349	36482	34402	31823	28395	Capitaux propres (حقوق الملكية (رؤوس الأموال الخاصة)
5%	5%	6%	6%	6%	6%	7%	7%	9%	9%	8%	7%	5%	6%	7%	10%	13%	Rentabilité financière (الربحية المالية)

المصدر: بيانات مقدمة من طرف مديرية التنظيم والتخطيط، مؤسسة ECDE.

الملحق رقم (10): إعادة جدولة تسديد قرض FNI لمؤسسة ECDE.

Montant du 1er encours:			11 582 161 706,83	DA		
Taux d'intérêts :			3,50%			
Date du 1er versement :			13 février 2017			
Période de différé :			84	Mois		
Date de valeur :			13 février 2024			
Durée :			26	Semestrialités		
					Crédit	
					11582161706,83	
N° échéance	Date d'échéance	Nombre de jour	Encours	Principal	interets	Semestrialité
1	13 août 2024	182	11 582 161 706,83	445 467 757,96	204 939 916,87	650 407 674,83
2	13 février 2025	184	11 136 693 948,87	445 467 757,96	199 223 080,64	644 690 838,60
3	13 août 2025	181	10 691 226 190,91	445 467 757,96	188 135 883,11	633 603 641,07
4	13 février 2026	184	10 245 758 432,95	445 467 757,96	183 285 234,19	628 752 992,15
5	13 août 2026	181	9 800 290 674,99	445 467 757,96	172 457 892,85	617 925 650,81
6	13 février 2027	184	9 354 822 917,03	445 467 757,96	167 347 387,74	612 815 145,70
7	13 août 2027	181	8 909 355 159,07	445 467 757,96	156 779 902,59	602 247 660,55
8	13 février 2028	184	8 463 887 401,11	445 467 757,96	151 409 541,29	596 877 299,25
9	13 août 2028	182	8 018 419 643,15	445 467 757,96	141 881 480,91	587 349 238,87
10	13 février 2029	184	7 572 951 885,19	445 467 757,96	135 471 694,84	580 939 452,80
11	13 août 2029	181	7 127 484 127,23	445 467 757,96	125 423 922,07	570 891 680,03
12	13 février 2030	184	6 682 016 369,27	445 467 757,96	119 533 848,38	565 001 606,34
13	13 août 2030	181	6 236 548 611,31	445 467 757,96	109 745 931,81	555 213 689,77
14	13 février 2031	184	5 791 080 853,35	445 467 757,96	103 596 001,93	549 063 759,89
15	13 août 2031	181	5 345 613 095,39	445 467 757,96	94 067 941,55	539 535 699,51
16	13 février 2032	184	4 900 145 337,43	445 467 757,96	87 658 155,48	533 125 913,44
17	13 août 2032	182	4 454 677 579,47	445 467 757,96	78 823 044,95	524 290 802,91
18	13 février 2033	184	4 009 209 821,51	445 467 757,96	71 720 309,03	517 188 066,99
19	13 août 2033	181	3 563 742 063,55	445 467 757,96	62 711 961,03	508 179 718,99
20	13 février 2034	184	3 118 274 305,59	445 467 757,96	55 782 462,58	501 250 220,54
21	13 août 2034	181	2 672 806 547,63	445 467 757,96	47 033 970,78	492 501 728,74
22	13 février 2035	184	2 227 338 789,67	445 467 757,96	39 844 616,13	485 312 374,09
23	13 août 2035	181	1 781 871 031,71	445 467 757,96	31 355 980,52	476 823 738,48
24	13 février 2036	184	1 336 403 273,75	445 467 757,96	23 906 769,67	469 374 527,63
25	13 août 2036	182	890 935 515,79	445 467 757,96	15 764 608,99	461 232 366,95
26	13 février 2037	184	445 467 757,83	445 467 758,00	7 968 923,22	453 436 681,22
T O T A L				11 582 161 707,00	2 775 870 463,15	14 358 032 170,15

المصدر: بيانات مقدمة من طرف مديرية التنظيم والتخطيط، مؤسسة ECDE.

الملحق رقم (11): الهيكل التفصيلي للتكاليف الاستثمارية ومخطط الاهتلاك المعتمد لمشروع استغلال الصخور الكلسية لإنتاج كربونات الكالسيوم لمؤسسة ENOF

Affectation	Equipement	Qts	U	Prix Unitaire (KDA)	Total	annuitée	1er année	2e année	3e année	4e année	5e année	6e année	7e année	8e année	9e année	10e année	11e année	12e année	13e année	14e année	15e année	16e année	17e année	18e année	19e année	20ème année	Total	
Etudes complémentaires	etude geotechnique	1	-	3 460	3 460	33%	9096	9096	9096																		27287	3460
	etude geologique	1	-	27 287	27 287																							
	S/Total 1				30 747																							
Ouverture de la mine	Plan d'exploitation	0	U	200	0	33%	0	0	0																		0	
	Ouverture des pistes	1200	ml	25	30 000	33%	10000	10000	10000																		30000	
	Découverte	20000	m3	1	20 000	33%	6667	6667	6667																		20000	
	Ouverture des fronts d'exploitation	6000	m3	1	6 000	33%	2000	2000	2000																		6000	
	S/Total 2				56 000		18666,667	18666,667	18666,667																		56000	
Equipements mine	Bulldozer	1	U	48 552	48 552	20%	9 710	9 710	9 710	9 710	9 710																48 552	
	Chariot de forage	0	U	0	0	20%	0	0	0	0	0																0	
	Pelle excavatrice SC	2	U	60 662	60 662	20%	12 132	12 132	12 132	12 132	12 132																60 662	
	Marteau BR	1	U	5 000	5 000	20%	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000																5 000	
	Chargeurs (5 m³)	1	U	23 800	23 800	20%	4 760	4 760	4 760	4 760	4 760																23 800	
	Camions carrières (25T)	3	U	29 916	89 748	20%	17 950	17 950	17 950	17 950	17 950																89 748	
	Camion-citerne	1	U	8 000	8 000	20%	1 600	1 600	1 600	1 600	1 600																8 000	
	S/Total 3				235 762		47 152	47 152	47 152	47 152	47 152	0	0	0	0	0											235 762	
Usine de traitement	Ligne de micronisation	1	U	1 481 632	1 481 632	10%	148 163	148 163	148 163	148 163	148 163	148 163	148 163	148 163	148 163	148 163											1 481 632	
	Construction par ENCC	0	U	970 176	970 176	5%	48 509	48 509	48 509	48 509	48 509	48 509	48 509	48 509	48 509	48 509	48 509	48 509	48 509	48 509	48 509	48 509	48 509	48 509	48 509	48 509	970 176	
	Etudes et engineering	1	U	21 662	21 662	10%	2 166	2 166	2 166	2 166	2 166	2 166	2 166	2 166	2 166	2 166	2 166										21 662	
	Equipements de manutention	1	U	8 000	8 000	10%	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800										8 000	
	Divers outillages	1	U	2 000	2 000	10%	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200										2 000	
	Véhicules industriel	1	U	60 800	60 800	10%	6 080	6 080	6 080	6 080	6 080	6 080	6 080	6 080	6 080	6 080	6 080										60 800	
	amenagement batiment	1	U	7 438	7 438	10%	744	744	744	744	744	744	744	744	744	744	744										7 438	
	Total usine				2 551 708		206 662	206 662	206 662	206 662	206 662	206 662	206 662	206 662	206 662	206 662	206 662										2 066 620	
Infrastructures et autre	Ligne Electrique	-	Km	62 824	62 824	10%	6 282	6 282	6 282	6 282	6 282	6 282	6 282	6 282	6 282	6 282											62 824	
	Poste Electrique	1	U	93 334	93 334	10%	9 333	9 333	9 333	9 333	9 333	9 333	9 333	9 333	9 333	9 333	9 333										93 334	
	Ligne gaz + poste de détente	1	Km	23 611	23 611	10%	2 361	2 361	2 361	2 361	2 361	2 361	2 361	2 361	2 361	2 361	2 361										23 611	
	Réservoir d'eau	1	U	10 000	10 000	10%	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000										10 000	
	Réservoir Gazoil	1	U	20 000	20 000	10%	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000										20 000	
	vehicule de service	2	U	2 000	4 000	10%	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400										4 000	
	Véhicules sanitaire	1	U	10 000	10 000	10%	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000										10 000	
	Véhicule Pic up 4x4	2	U	4 000	8 000	10%	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800										8 000	
	Total Infrastructure				231 769		23 177	23 177	23 177	23 177	23 177	23 177	23 177	23 177	23 177	23 177	23 177										231 769	
Total Général				3 105 986	-	304 754	304 754	304 754	276 991	276 991	229 839	229 839	229 839	229 839	229 839	229 839										2 617 438		

المصدر: بيانات مقدمة من طرف مديرية الدراسات والتطوير، مؤسسة ENOF.

الملحق رقم (12): الهيكل التفصيلي للتكاليف الاستثمارية والجدولة الزمنية للنفقات لمشروع استغلال الصخور الكلسية لإنتاج كربونات الكالسيوم لمؤسسة ENOF

Affectation	Equipement	Qts	U	Prix Unitaire (KDA)	Total	Octobre	Novembre	Décembre	Janvier	Fevrier	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre	
Etudes complémentaires	etude geotechnique	1	-	3460	3460																0
	etude geologique	1	-	27287	27287				9 096	9 096	9 096										27 287
	S/Total 1				30 747	0	0	0	9 096	9 096	9 096	0	0	0	0	0	0	0	0	0	27 287
Ouverture de la mine	Ouverture des pistes	1200	ml	25	30000			10 000	10 000	10 000											30 000
	Découverte	20000	m3	1	20000				5 000	5 000	5 000	5 000									20 000
	Ouverture des fronts d'exploitation	6000	m3	1	6000						1 500	1 500	1 500	1 500							6 000
	S/Total 2				56 000	0	0	10 000	15 000	15 000	6 500	6 500	1 500	1 500	0	0	0	0	0	0	56 000
Equipements mine	Bulldozer	1	U	48552	48552				4 855							43 697					48 552
	Pelle excavatrice SC	2	U	60662	60662				6 066					54 596							60 662
	Marteau BR	1	U	5000	5000				500					4 500							5 000
	Chargeurs (5 m3)	1	U	23800	23800				2 380					21 420							23 800
	Camions carrières (25T)	3	U	29916	89748				8 975					80 773							89 748
	Camion-clerne	1	U	8000	8000										800				7 200		8 000
	S/Total 3				235 762	0	0	0	22 776	0	0	0	0	161 289	800	43 697	0	0	7 200	0	235 762
Usine de traitement	Ligne de micronisation	1	U	1481632	1481632		148 163				266 694	266 694	266 694	266 694	266 694						1 481 632
	Construction par ENCC	0	U	970176	970176		97 018				174 632	174 632	174 632	174 632	174 632						970 176
	Equipements de manutention	1	U	8000	8000				800	3 600	3 600										8 000
	Divers outillages	1	U	2000	2000									200					1 800		2 000
	Véhicules industriel	1	U	60800	60800														60 800		60 800
	amenagement batiment	1	U	7438	7438									744					6 694		7 438
	Autre locations	0	H	0	0									0	0	0	0	0	0	0	0
	Total usine	0	0	0	2551708	0	245 181	0	800	3 600	444 925	444 936	444 936	445 880	444 936	3 610	3 610	0	69 294	0	2 551 708
Infrastructures et autre	Ligne Electrique	-	Km	62824	62824							10 471	10 471	10 471	10 471	10 471	10 471				62 824
	Poste Electrique	1	U	93334	93334							31 111	31 111	31 111							93 334
	Réservoir d'eau	1	U	10000	10000									3 333	3 333	3 333					10 000
	Réservoir Gazoil	1	U	20000	20000									6 667	6 667	6 667					20 000
	vehicule de service	2	U	2000	4000							400							3 600		4 000
	Véhicules sanitaire	1	U	10000	10000							1 000							9 000		10 000
	Véhicule Pic up 4x4	2	U	4000	8000							800							7 200		8 000
	Total Infrastructure	0	0	0	231769				231 769												231 769
Total Général					3 105 986	0	245 181	10 000	279 441	27 696	460 521	451 436	446 436	608 669	445 736	47 307	3 610	0	76 494	0	3 102 526

المصدر: بيانات مقدمة من طرف مديرية الدراسات والتطوير، مؤسسة ENOF.

الملحق رقم (13): البرنامج التقديري للإنتاج، الأسعار، ورقم الأعمال (2020-2039) لمؤسسة ENOF.

1-Production :																					Tonnes	
Annees		1er Année	2e Année	3e Année	4e Année	5e Année	6e Année	7e Année	8e Année	9e Année	10e Année	11e Année	12e Année	13e Année	14e Année	15e Année	16e Année	17e Année	18e Année	19e Année	20ème Année	Total
Abattage		80 850	92 400	115 500	115 500	115 500	115 500	115 500	115 500	115 500	115 500	115 500	115 500	115 500	115 500	115 500	115 500	115 500	115 500	115 500	115 500	1 097 250
concassage		73 500	84 000	105 000	105 000	105 000	105 000	105 000	105 000	105 000	105 000	105 000	105 000	105 000	105 000	105 000	105 000	105 000	105 000	105 000	105 000	997 500
production 0-5 mm		70 000	80 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	950 000
Produit 5µm		21000	24 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	285 000
Produit 10 µm		28000	32 000	40000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	380 000
Produit 20 µm		21000	24 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	285 000
Monté en cadence		70%	80%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
Prix																						
Produits	Inter	1er Année	2e Année	3e Année	4e Année	5e Année	6e Année	7e Année	8e Année	9e Année	10e Année	11e Année	12e Année	13e Année	14e Année	15e Année	16e Année	17e Année	18e Année	19e Année	20ème Année	Total
Produit 5µm	10000	10 000	10 000	10 300	10 300	10 609	10 609	10 927	10 927	11 255	11 255	11 593	11 593	11 941	11 941	12 299	12 299	12 668	12 668	13 048	13 048	11 464
Produit 15µm	9000	9 000	9 000	9 270	9 270	9 548	9 548	9 835	9 835	10 130	10 130	10 433	10 433	10 746	10 746	11 069	11 069	11 401	11 401	11 743	11 743	10 317
Produit 20µm	8000	8 000	8 000	8 240	8 240	8 487	8 487	8 742	8 742	9 004	9 004	9 274	9 274	9 552	9 552	9 839	9 839	10 134	10 134	10 438	10 438	9 171
Moyen pondéré		9 000	9 000	9 270	9 270	9 548	9 548	9 835	9 835	10 130	10 130	10 433	10 433	10 746	10 746	11 069	11 069	11 401	11 401	11 743	11 743	10 317
Chiffre d'affaires																						
Annees		1er Année	2e Année	3e Année	4e Année	5e Année	6e Année	7e Année	8e Année	9e Année	10e Année	11e Année	12e Année	13e Année	14e Année	15e Année	16e Année	17e Année	18e Année	19e Année	20ème Année	Total
Produit 5µm		189 000	216 000	278 100	278 100	286 443	286 443	295 036	295 036	303 887	303 887	313 004	313 004	322 394	322 394	332 066	332 066	342 028	342 028	352 289	352 289	2 940 485
Produit 10 µm		226 800	259 200	333 720	333 720	343 732	343 732	354 044	354 044	364 665	364 665	375 605	375 605	386 873	386 873	398 479	398 479	410 434	410 434	422 747	422 747	3 528 582
Produit 20 µm		151 200	172 800	222 480	222 480	229 154	229 154	236 029	236 029	243 110	243 110	250 403	250 403	257 915	257 915	265 653	265 653	273 622	273 622	281 831	281 831	2 352 388
chiffre d'affaires (KDA)		567 000	648 000	834 300	834 300	859 329	859 329	885 109	885 109	911 662	911 662	939 012	939 012	967 182	967 182	996 198	996 198	1 026 084	1 026 084	1 056 866	1 056 866	8 821 455
Production stocké		#DIV/0!	114%	129%	100%	103%	100%	103%	100%	103%	100%	103%	100%	103%	100%	103%	100%	103%	100%	103%	100%	
Matières et fournitures consommées																						
Coût moyen à la Tonnes de chaux																					4901 Dinars	
Rubriques	DA/T	1 ère Année	2 ème Année	3 ème Année	4 ème Année	5 ème Année	6 ème Année	7 ème Année	8 ème Année	9 ème Année	10 ème Année	11 ème Année	12 ème Année	13 ème Année	14 ème Année	15 ème Année	16 ème Année	17 ème Année	18 ème Année	19 ème Année	20 ème Année	Total
Explosifs	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Carburants et lubrifiants	20	1 617	1 903	2 379	2 451	2 524	2 600	2 678	2 758	2 841	2 926	3 014	3 104	3 198	3 294	3 392	3 494	3 599	3 707	3 818	3 933	24 678
P.Rechange Carrière	34	2 358	2 428	2 501	2 576	2 654	2 733	2 815	2 900	2 987	3 076	3 168	3 263	3 361	3 462	3 566	3 673	3 783	3 897	4 014	4 134	27 027
P.Rechange Usine	0	14816	15 261	15 719	16 190	16 676	17 176	17 691	18 222	18 769	19 332	19 912	20 509	21 125	21 758	22 411	23 083	23 776	24 489	25 224	25 981	169 853
Eau / Elect.	100	7 000	8 240	10 300	10 609	10 927	11 255	11 593	11 941	12 299	12 668	13 048	13 439	13 842	14 258	14 685	15 126	15 580	16 047	16 528	17 024	106 831
Emballage/enssachage	1000	70 000	82 400	103 000	106 090	109 273	112 551	115 927	119 405	122 987	126 677	130 477	134 392	138 423	142 576	146 853	151 259	155 797	160 471	165 285	170 243	1 068 311
Total		95 791	110 233	133 899	137 916	142 054	146 315	150 705	155 226	159 883	164 679	169 619	174 708	179 949	185 348	190 908	196 635	202 534	208 610	214 869	221 315	1 396 700
Services																						
Coût moyen a la tonne																					50 Dinars	
Rubriques	DA/T	1 ère Année	2 ème Année	3 ème Année	4 ème Année	5 ème Année	6 ème Année	7 ème Année	8 ème Année	9 ème Année	10 ème Année	11 ème Année	12 ème Année	13 ème Année	14 ème Année	15 ème Année	16 ème Année	17 ème Année	18 ème Année	19 ème Année	20 ème Année	Total
Service divers	50,0	4 043	4 620	5 775	5 948	6 127	6 310	6 500	6 695	6 896	7 103	7 316	7 535	7 761	7 994	8 234	8 481	8 735	8 997	9 267	9 545	60 016

المصدر: بيانات مقدمة من طرف مديرية الدراسات والتطوير، مؤسسة ENOF.

الملحق رقم (14): تطور كتلة الأجور والضغط الجبائي التقديري لمؤسسة .ENOF.

Charges du personnel																						
Ce niveau de salaire est d'une moyenne de :											Dinars par mois											
Augmentation annuel de :											3%											
Annees	1er Année	2e Année	3e Année	4e Année	5e Année	6e Année	7e Année	8e Année	9e Année	10e Année	11e Année	12e Année	13e Année	14e Année	15e Année	16e Année	17e Année	18e Année	19e Année	20ème Année	Total	
effectif	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	-	
Salaires	75 000	77 250	79 568	81 955	84 413	86 946	89 554	92 241	95 008	97 858	100 794	103 818	106 932	110 140	113 444	116 848	120 353	123 964	127 682	131 513	-	
Charge du personnel	90 750	93 473	96 277	99 165	102 140	105 204	108 360	111 611	114 959	118 408	121 960	125 619	129 388	133 269	137 268	141 386	145 627	149 996	154 496	159 131	1 040 347	
Impots et taxes:																						
Redevance d'extarction						6,00%																
Taxe sur l'environnement						2,00%																
TAP						2,00%																
Autres taxes						0,50%																
	1er Année	2e Année	3e Année	4e Année	5e Année	6e Année	7e Année	8e Année	9e Année	10e Année	11e Année	12e Année	13e Année	14e Année	15e Année	16e Année	17e Année	18e Année	19e Année	20ème Année	Total	
Redevance	34020	38880	50058	50058	51560	51560	53107	53107	54700	54700	56341	56341	58031	58031	59772	59772	61565	61565	63412	63412	491748	
Taxe sur l'environnement	11340	12960	16686	16686	17187	17187	17702	17702	18233	18233	18780	18780	19344	19344	19924	19924	20522	20522	21137	21137	163916	
TAP	11340	12960	16686	16686	17187	17187	17702	17702	18233	18233	18780	18780	19344	19344	19924	19924	20522	20522	21137	21137	163916	
Autres taxes	2835	3240	4172	4172	4297	4297	4426	4426	4558	4558	4695	4695	4836	4836	4981	4981	5130	5130	5284	5284	40979	
S/total	59535	68040	87602	87602	90230	90230	92936	92936	95725	95725	98596	98596	101554	101554	104601	104601	107739	107739	110971	110971	860559	

المصدر: بيانات مقدمة من طرف مديرية الدراسات والتطوير، مؤسسة .ENOF.

الملحق رقم (15): جدول استهلاك القرض والأعباء المالية لمؤسسة .ENOF.

frais financiers

Montant du crédit	3 105 986
autofinancement	0
taux d'interet	3,50%
	10 ans dont 3ans de différer

Rubriques	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	Total
Remboursement																					0
Crédit restant																					#REF!
Frais financier	72 273	62 786	53 305	43 825	34 448	24 864	15 383	5 890													-

المصدر: بيانات مقدمة من طرف مديرية الدراسات والتطوير، مؤسسة .ENOF.

الملحق رقم (16): الجدول التلخيصي لهيكل أعباء الاستغلال السنوية لمؤسسة ENOF.

Fraix divers																						
Assurances Mines						250	KDA															
Assurances Patrimoine						0,38%	Patrimoine															
Rubriques		1er Année	2e Année	3e Année	4e Année	5e Année	6e Année	7e Année	8e Année	9e Année	10e Année	11e Année	12e Année	13e Année	14e Année	15e Année	16e Année	17e Année	18e Année	19e Année	20ème Année	Total
Valeur du patrimoine		3 105 986	3 105 986	3 105 986	3 105 986	3 105 986	3 416 585	3 416 585	3 416 585	3 416 585	3 416 585	3 416 585	3 416 585	3 416 585	3 416 585	3 416 585	3 416 585	3 416 585	3 416 585	3 416 585	3 416 585	-
Assurances Mines		250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	2 500
Assurances Patrimoine		11 803	11 803	11 803	11 803	11 803	12 983	12 983	12 983	12 983	12 983	12 983	12 983	12 983	12 983	12 983	12 983	12 983	12 983	12 983	12 983	123 929
Frais Divers		12 053	12 053	12 053	12 053	12 053	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	126 429
Charges commune																						
Charges commune						3,00%																
		1er Année	2e Année	3e Année	4e Année	5e Année	6e Année	7e Année	8e Année	9e Année	10e Année	11e Année	12e Année	13e Année	14e Année	15e Année	16e Année	17e Année	18e Année	19e Année	20ème Année	Total
Charges communes		17010	19440	25029	25029	25780	25780	26553	26553	27350	27350											245874
Total des charges																						
Rubriques		1er Année	2e Année	3e Année	4e Année	5e Année	6e Année	7e Année	8e Année	9e Année	10e Année	11e Année	12e Année	13e Année	14e Année	15e Année	16e Année	17e Année	18e Année	19e Année	20ème Année	Total
Mat. Fournit.		95 791	110 233	133 899	137 916	142 054	146 315	150 705	155 226	159 883	164 679	169 619	174 708	179 949	185 348	190 908	196 635	202 534	208 610	214 869	221 315	1 396 700
Services		4 043	4 620	5 775	5 948	6 127	6 310	6 500	6 695	6 896	7 103	7 316	7 535	7 761	7 994	8 234	8 481	8 735	8 997	9 267	9 545	60 016
Frais de Person.		90 750	93 473	96 277	99 165	102 140	105 204	108 360	111 611	114 959	118 408	121 960	125 619	129 388	133 269	137 268	141 386	145 627	149 996	154 496	159 131	1 040 347
Impôts		59 535	68 040	87 602	87 602	90 230	90 230	92 936	92 936	95 725	95 725	98 596	98 596	101 554	101 554	104 601	104 601	107 739	107 739	110 971	110 971	860 559
Frais Financiers		72 273	62 786	53 305	43 825	34 448	24 864	15 383	5 890	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	312 773
Frais Divers		12 053	12 053	12 053	12 053	12 053	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	126 429
Amortissem.		304 754	304 754	304 754	276 991	276 991	229 839	229 839	229 839	229 839	229 839	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2 617 438
Ch.communes		17 010	19 440	25 029	25 029	25 780	25 780	26 553	26 553	27 350	27 350	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	245 874
Total		656 208	675 397	718 693	688 529	689 822	641 775	643 509	641 983	647 684	656 336	410 725	419 692	431 885	441 398	454 243	464 336	477 869	488 575	502 836	514 195	6 660 135
Rubriques		1er Année	2e Année	3e Année	4e Année	5e Année	6e Année	7e Année	8e Année	9e Année	10e Année	11e Année	12e Année	13e Année	14e Année	15e Année	16e Année	17e Année	18e Année	19e Année	20ème Année	Total
90%																						
Mat. Fournit.	à niveau de salaire est d'une	0	0	0	0	0	0	75 000	Dinars par mois	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Services		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Frais de Person.		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Impôts		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Frais Financiers		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	0
Frais Divers		95 791	110 233	133 899	137 916	142 054	146 315	150 705	155 226	159 883	164 679	169 619	174 708	179 949	185 348	190 908	196 635	202 534	208 610	214 869	221 315	1 396 700
Amortissem.		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ch.communes		17 010	19 440	25 029	25 029	25 780	25 780	26 553	26 553	27 350	27 350	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	245 874
Total		9,374	8,442	7,187	6,885	6,898	6,418	6,435	6,420	6,479	6,563	4,107	4,197	4,319	4,414	4,542	4,643	4,779	4,886	5,028	5,142	7,011

المصدر: بيانات مقدمة من طرف مديرية الدراسات والتطوير، مؤسسة ENOF.

الملحق رقم (17): جدول حسابات النتائج التقديري للفترة 2021-2040.

Rubriques	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040
1-Production :	70 000	80 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
Prix de vente	9 000	9 000	9 270	9 270	9 548	9 548	9 835	9 835	10 130	10 130	10 433	10 433	10 746	10 746	11 069	11 069	11 401	11 401	11 743	11 743
Chiffre d'affaires	567 000	648 000	834 300	834 300	859 329	859 329	885 109	885 109	911 662	911 662	939 012	939 012	967 182	967 182	996 198	996 198	1 026 084	1 026 084	1 056 866	1 056 866
Effectifs	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
Salaire Moyen	75 000	77 250	79 568	81 955	84 413	86 946	89 554	92 241	95 008	97 858	100 794	103 818	106 932	110 140	113 444	116 848	120 353	123 964	127 682	131 513
Chiffre d'affaires	567 000	648 000	834 300	834 300	859 329	859 329	885 109	885 109	911 662	911 662	939 012	939 012	967 182	967 182	996 198	996 198	1 026 084	1 026 084	1 056 866	1 056 866
Production stocké	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I - Production de l'exrcice	567 000	648 000	834 300	834 300	859 329	859 329	885 109	885 109	911 662	911 662	939 012	939 012	967 182	967 182	996 198	996 198	1 026 084	1 026 084	1 056 866	1 056 866
Achats consommés	95 791	110 233	133 899	137 916	142 054	146 315	150 705	155 226	159 883	164 679	169 619	174 708	179 949	185 348	190 908	196 635	202 534	208 610	214 869	221 315
Services extérieurs et autres consommations	4 043	4 620	5 775	5 948	6 127	6 310	6 500	6 695	6 896	7 103	7 316	7 535	7 761	7 994	8 234	8 481	8 735	8 997	9 267	9 545
autres consommations	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
II - Consommation de l'exrcice	99 833	114 853	139 674	143 864	148 180	152 626	157 204	161 921	166 778	171 782	176 935	182 243	187 710	193 342	199 142	205 116	211 270	217 608	224 136	230 860
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)	467 167	533 147	694 626	690 436	711 149	706 703	727 904	723 188	744 884	739 881	762 077	756 769	779 472	773 841	797 056	791 082	814 814	808 476	832 730	826 006
Charges de personnel	90 750	93 473	96 277	99 165	102 140	105 204	108 360	111 611	114 959	118 408	121 960	125 619	129 388	133 269	137 268	141 386	145 627	149 996	154 496	159 131
Impôts, taxes et versements assimilés	59 535	68 040	87 602	87 602	90 230	90 230	92 936	92 936	95 725	95 725	98 596	98 596	101 554	101 554	104 601	104 601	107 739	107 739	110 971	110 971
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	316 882	371 635	510 748	503 669	518 779	511 270	526 608	518 641	534 200	525 748	541 520	532 553	548 530	539 017	555 188	545 095	561 448	550 741	567 264	555 905
Autres produits opérationnels	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Autres charges opérationnelles	29 063	31 493	37 082	37 082	37 833	39 013	39 786	39 786	40 583	40 583	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233	13 233
Dotations aux amortissements et aux provisions	304 754	304 754	304 754	276 991	276 991	229 839	229 839	229 839	229 839	229 839	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reprise sur pertes de valeur et provisions	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
V - RESULTAT OPERATIONNEL	-16 935	35 389	168 912	189 596	203 955	242 418	256 983	249 016	263 778	255 326	528 287	519 320	535 297	525 784	541 955	531 862	548 215	537 508	554 031	542 672
Produits financiers	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Charges financières	72 273	62 786	53 305	43 825	34 448	24 864	15 383	5 890	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
VI - RESULTAT FINANCIER	-72 273	-62 786	-53 305	-43 825	-34 448	-24 864	-15 383	-5 890	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)	-89 208	-27 397	115 607	145 771	169 507	217 554	241 599	243 126	263 778	255 326	528 287	519 320	535 297	525 784	541 955	531 862	548 215	537 508	554 031	542 672
Impôts exigibles sur résultat ordinaires	-20 518	-6 301	26 590	33 527	38 987	50 037	55 568	55 919	60 669	58 725	121 506	119 444	123 118	120 930	124 650	122 328	126 089	123 627	127 427	124 814
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	-68 690	-21 096	89 018	112 244	130 521	167 517	186 032	187 207	203 109	196 601	406 781	399 877	412 179	404 854	417 305	409 534	422 126	413 881	426 603	417 857
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	250 118	276 365	323 552	330 631	340 550	348 059	358 501	366 468	377 462	385 914	397 492	406 459	418 652	428 165	441 010	451 102	464 636	475 342	489 603	500 962
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	-68 690	-21 096	89 018	112 244	130 521	167 517	186 032	187 207	203 109	196 601	406 781	399 877	412 179	404 854	417 305	409 534	422 126	413 881	426 603	417 857
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	-68 690	-21 096	89 018	112 244	130 521	167 517	186 032	187 207	203 109	196 601	406 781	399 877	412 179	404 854	417 305	409 534	422 126	413 881	426 603	417 857

المصدر: بيانات مقدمة من طرف مديرية الدراسات والتطوير، مؤسسة ENOF.

الملاحق

الملحق رقم (18): جدول التدفقات النقدية التقديرية ومؤشرات التقييم المالي للمشروع.

[illegible]

المصدر: بيانات مقدمة من طرف مديرية الدراسات والتطوير، مؤسسة ENOF.