

أهمية القرارات المالية المعبر عنها بالعائد على الاستثمار والتكلفة الوسيطة في خلق
القيمة الاقتصادية المضافة-دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات لفترة (2014-2018)
**The importance of financial decisions that are expressed as the return on
investment and weighted average cost of capital in creating economic
value added - the Alliance Insurance case study for period (2014-2018)**

د. قاشي يوسف

جامعة البويرة، الجزائر
y.gachi@univ-bouira.dz

بن سنة ناصر

جامعة البويرة، الجزائر
n.bencenna@univ-bouira.dz

تاريخ النشر: 2021/12/15

تاريخ القبول: 2021/07/05

الاستلام: 2021/06/10

ملخص: تهدف هذه الدراسة إلى توضيح مدى مساهمة العائد على الاستثمار والتكلفة الوسيطة المرجحة كأساس لاتخاذ القرارات المالية في خلق القيمة للمؤسسة، مع إبراز أهمية العائد على الاستثمار والتكلفة الوسيطة لرأس المال في توجيه المؤسسة لاتخاذ القرار المناسب، بالاعتماد على القيمة الاقتصادية المضافة وذلك لتفسير مدى خلق القيمة، لذلك تم القيام بدراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة (2014-2018). حيث تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لوصف مختلف متغيرات الدراسة مع تحليل وتفسير وتوضيح الدلائل المختلفة للنتائج المتوصل إليها، وقد توصلت الدراسة أن العائد على رأس المال المستثمر والتكلفة الوسيطة لرأس المال كأساس لاتخاذ القرارات المالية تساهم بشكل كبير في خلق القيمة لمؤسسة أليانس للتأمينات، في حالة أن القيمة الاقتصادية المضافة موجبة عندما يكون العائد أكبر من التكلفة.
الكلمات المفتاحية: عائد على رأس المال المستثمر، تكلفة وسيطة مرجحة لرأس المال، قرارات مالية، خلق القيمة، قيمة اقتصادية مضافة.

تصنيف JEL: G31, G32, G39, L25.

Abstract: The Study aims to clarify the contribution of the return on investment the capital and weighted average cost as the basis for making financial decisions in creating value for organization. Highlighting their importance in guiding the organization to make the right decision, Based on the added economic value to explain the value creation. The study found that return on investment capital and weighted average cost basis for making financial decision contributes significantly to create value for Alliance Insurance, in the case of economic value added, it is positive when the return is greater of cost.

Keywords: return on Investment capital, weighted average cost capital, financial decisions, value creation, economic value added.

Jel Classification Codes : G31, G32, G39, L2.

• المؤلف المرسل: بن سنة ناصر

I. تمهيد:

تعتبر القرارات المالية من أهم القرارات المتخذة في المؤسسة الاقتصادية نظرا لتأثيرها المباشر على مستقبل وقيمة المؤسسة بحيث تتمحور هذه القرارات في قرار الاستثمار وقرار التمويل. بحث اتخاذ أي قرار يكون بناء على قاعدة من المعطيات تعتمد عليها المؤسسة، فقرار الاستثمار يتوفر على عدة أساليب يمكن للمؤسسة الاعتماد عليها في بناء هذا القرار، ففي هذه الحالة نعتد على العائد على رأس المال المستثمر لمعرفة مدى توجيه المؤسسة لاتخاذ القرار الصحيح، أما قرار التمويل فيعتمد أساسا على تكاليف التمويل وتقوم المؤسسة بالمفاضلة بين مصادر التمويل الداخلية أو الخارجية بناء على أدنى التكاليف، لذا نقوم بالاستعانة على التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال. وفي هذا الخصوص المؤسسة تسعى دائما إلى تعظيم قيمتها بخلق القيمة سنويا، ولقياس هذه القيمة هناك عدة مقاييس يحدد القيمة الفعلية للمؤسسة، لذا في هذه الحالة نعتد على القيمة الاقتصادية المضافة وهي من بين المقاييس الحديثة التي تحدد الربح الحقيقي، بمعنى قيمة المؤسسة الحقيقية. وهذا ما نحاول إثباته من خلال دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات للفترة (2014-2018)، بالاعتماد على القوائم المالية لفترة الدراسة.

من خلال ما سبق نتضح ملامح إشكالية هذا البحث والتي يمكن صياغتها في السؤال الرئيسي الموالي:

ما مدى مساهمة العائد على الاستثمار والتكلفة الوسيطة المرجحة خلق القيمة الاقتصادية المضافة
لمؤسسة أليانس للتأمينات المعبر عنها بالقيمة ؟

من هذا السؤال الرئيس للبحث تتفرع الأسئلة الفرعية التالية:

- ما مدى مساهمة العائد على الاستثمار والتكلفة الوسيطة لرأس المال في توجيه المؤسسة لاتخاذ القرار المناسب؟
- مدى أهمية القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير خلق القيمة لمؤسسة أليانس للتأمينات؟
الفرضيات: كاجابة مسبقة للأسئلة الفرعية السابقة نفتح الفرضيات التالية:
- يتم توجيه المؤسسة إلى اتخاذ القرار الصحيح في حالة العائد على الاستثمار أكبر من التكلفة الوسيطة لرأس
المال؛

- القيمة الاقتصادية المضافة تبين بالفعل مدى خلق القيمة للمؤسسة ومدى تبديها.

أهداف الدراسة:

- توضيح مدى مساهمة العائد على الاستثمار والتكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال في توجيه قرار المؤسسة.
-إبراز أهمية القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير خلق القيمة لمؤسسة أليانس للتأمينات؛
- التعرف على أهمية القرارات المالية من خلال العائد على الاستثمار والتكلفة الوسيطة لرأس المال في خلق القيمة
لمؤسسة أليانس للتأمينات.

المنهج المتبع: وفقا لطبيعة الدراسة تم إتباع المنهج الوصفي التحليلي من خلال وصف مختلف المفاهيم المتعلقة
بالقرارات المالية المتمثلة في قرار الاستثمار وقرار التمويل، بالاعتماد على العائد على الاستثمار والتكلفة الوسيطة
المرجحة لرأس المال، ووصف مختلف الجوانب المتعلقة بالقيمة الاقتصادية المضافة، أما المنهج التحليلي فتم
استخدامه في الجانب التطبيقي، حيث تم دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة (2014-2018)،
بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة وقمنا بتحليل وتفسير وتوضيح الدلائل المختلفة للنتائج المتوصل إليها.

أولاً: مفاهيم حول القرارات المالية:

القرار المالي هو القرار الذي يشمل عدة قرارات كالاختيار بين استثمار السيولة الفائضة وتوزيع الأرباح والاختيار بين التمويل الداخلي (التمويل الذاتي) والتمويل الخارجي، في هذا الإطار يتم التطرق في هذا المحور إلى قرار الاستثمار، قرار التمويل. (حمام و دباش، 2015)

1. تعريف قرار الاستثمار: قبل تعريف قرار الاستثمار سنوضح معنى الاستثمار،

الاستثمار: هو عملية اقتصادية مدروسة من قبل شخص طبيعي أو قانوني تقوم على أسس أو قواعد علمية أو عقلانية بموجبها يجري توجيه أصول مادية أو مالية أو بشرية أو معلوماتية نحو تحقيق عوائد اقتصادية أو اجتماعية أو ثقافية أو علمية... في المستقبل بتدفقات مستمرة عادة تضمن قيما تتجاوز القيم الحقيقية الحالية للأصول الرأسمالية "المطلوبة" وفي ظروف تتسم بالأمان (والتأكد) قدر المستطاع مع عدم استبعاد هامش مقبول للمخاطرة. (هوشيار، 2015)

- قرار الاستثمار: هو "القرار الذي يتعلق على صرف الإنفاق الفوري من أجل الاستفادة من ربح على عدة فترات متتالية؛ (piget, 2011)

- كما يُعرف القرار الاستثماري على أنه: "القرار الذي ينصب اهتمام متخذها على كيفية توظيف الأموال التي يتم الحصول عليها، أي التوظيف الأفضل بهدف الحصول على عوائد الملائمة لمستوى المخاطرة التي تتعرض لها هذه الأموال عند توظيفها. (هباش و مناع، 2018).

2. تعريف قرار التمويل: قبل التطرق إلى مفهوم قرار التمويل نوضح معنى التمويل،

التمويل: هو عملية تجميع الأموال ووضعها تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة ومستمرة من طرف المساهمين أو المالكين لهذه المؤسسة وهذا ما يعرف بتكوين رأس المال الجماعي وتجسيد هذه الأخيرة في الميزانية التي تحتوي على:

- جانب الأصول يظهر فيه الاستخدامات؛

- جانب الخصوم يظهر فيه الموارد؛ (يوسف، 2012)

- قرار التمويل: هو قرار يوازن بين الحصول على الأموال وامتلاك أصول طبيعية، مالية (Comso & Hemeci, 1999, p. 438)

يعتبر اتخاذ القرارات التمويلية في المؤسسة من بين الوظائف الأساسية كونه يتعلق بتحديد هيكل التمويل الأمثل أي مزيج التمويل الأمثل الذي تخفض تكلفة رأس المال إلى حدها الأدنى. (تيموي، 2011)

3. العائد على رأس المال المستثمر (ROIC): يمكن تعريف العائد على رأس المال المستثمر على أنه العائد المحقق من رأس المال المستثمر في نشاط المؤسسة وذلك بغض النظر عن مصادر تمويله.

4. متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال (WACC): تعرف التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال على أنها متوسط تكلفة الدينار الواحد من رأس مال المستثمر الذي يتم تمويله من مزيج الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من مصادر

تمويل داخلية أو خارجية أو من كليهما معا. (جويحان، 2015) وتحسب المؤسسة التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس من خلال ثلاث خطوات وهي (R Hitcher, 2011)

- تحديد الوزن النسبي من كل مصدر من مصادر تمويل رأس المال على أساس القيمة السوقية؛

- حساب المعدل بعد خصم الضرائب من التكلفة من كل مصدر؛

- حساب متوسط التكلفة المرجح لجميع المصادر؛

ويتم حسابها من خلال العلاقة التالية: $WACC=(Ke*We)+(Kd*Wd)$

Ke : متوسط كلفة الأسهم، ويقصد به الحد الأدنى للعائد المطلوب عن الاستثمار في سهم الشركة

We: الوزن النسبي للتمويل الداخلي، والمتمثل بحقوق المساهمين في هيكل التمويل.

Kd: تكلفة الدين.

Wd: الوزن النسبي للتمويل الخارجي، والمتمثل في الديون المالية الطويلة الأجل.

ثانيا: مفاهيم حول القيمة الاقتصادية المضافة:

القيمة الاقتصادية المضافة هي من المقاييس الحديثة التي تسعى إلى تقييم أداء المؤسسة المالي الحقيقي والتي

تهدف فعليا إلى تقييم أداء مهام إدارة المؤسسة بغض النظر عن الأرباح المحققة، قبل التطرق إلى تعاريف القيمة الاقتصادية يتم توضيح معنى القيمة:

1. تعريف القيمة: قد اختلفت العديد من النظريات في تحديد مفهوم دقيق للقيمة، فقد تتحدد القيمة بالعرض أو

الطلب أو المنفعة أو تكلفة الإنتاج أو العمل، حيث يمكن أن تكون القيمة على أنها:

- القيمة عبارة عن رأي وليس حدث، فالسعر هو الحدث والمقصود هنا هو سعر الدفع الذي على أساسه تتم

عملية المبادلة في البورصة (Jean & Maire, 1990)

- القيمة من الممكن أن تكون موجودة من دون تبادل فهي تتركز عن التقدير النظري المعتمد على مفهوم

المنفعة والذي قام المستثمر أو المقيم المقارنة مع مختلف السلع المتاحة وتحول القيمة إلى سعر يتحقق بوجود

مطابقة بين العرض والطلب الحقيقيين (Raffegau & Dubois, sans annee)

2. تعريف القيمة الاقتصادية المضافة: يمكن توضيح معنى القيمة الاقتصادية المضافة من خلال التعاريف

التالية:

يعود أصل تعريف القيمة الاقتصادية المضافة إلى Marshall, 1890 & Hamilton, 1777 واللذان قدما

شرحا للشركات لتعظيم الثروة التي يجب أن تعود عليهم بشكل أكبر من كلفة الدين والملكية. (Medeiros, 2002)

عرف القيمة الاقتصادية (Jiambalov, 2007) EVA Stern, Stewart

بأنه: "مقياس للإنجاز الربح الحقيقي حيث مرتبط بتعظيم ثروة الملاك على مدى الزمن وهو الفرق بين صافي الربح

المعدل بعد الضرائب وتكلفة رأس المال المملوك والمفترض:"

- وعرفت أيضا على أنها: "مقياس محاسبي لأداء التشغيل الجاري وهو يمثل الدخل المتبقي بعد حصول

المستثمرين على الحد الأدنى من العائد المطلوب الذي يعوضهم عن المخاطر التي يواجهونها نتيجة استثمار "

(Spero, 1997) أموالهم في الوحدة

- أنها: "الربح الاقتصادي الكلي"، بمعنى أنها ليست النتيجة المحاسبية الصافية التقليدية، ولكنها الفائض الناتج بعد طرح تكلفة الأموال الإجمالية بما فيها الأموال الخاصة، القيمة الاقتصادية المضافة تساوي الفرق بين صافي (بوحفص، 2013)

3. التعديلات والتسويات المقترحة لحساب القيمة الاقتصادية المضافة:

يتميز مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في حسابه عن غيره، حيث يعيد النظر في محددات تكلفة التشغيل، إذ يتعامل مع التكاليف من منظور الربح الاقتصادي الذي يركز على مفهوم التدفقات النقدية، ليس كريح المحاسبي الذي يركز على مفهوم الاستحقاق، فالديون المشكوك فيها مثلا وفقا للمفهوم المحاسبي يتم خصم قيمتها عن السنة من الإيرادات التشغيل في نفس السنة، أم مفهوم الربح الاقتصادي ينص على أن لا تخصم من الإيرادات طالما لم يتم إعدام تلك الديون بالفعل، كذلك الربح الاقتصادي يرفض خصم نفقات الحملة الإعلانية بالكامل من إيرادات السنة، إذ يخصم ما يخص تلك السنة فقط.

هناك عدة تعديلات تتطلبها القيمة الاقتصادية المضافة EVA والتي اقترحها سترن ستوارت نذكر منها:

- مخصص ضرائب الدخل المؤجلة؛

- مخصص تقادم المخزون؛

- إهلاك شهرة المحل؛

- رسملة الموجودات غير الملموسة؛

- نفقات إعادة الهيكلة؛

- المنح الحكومية ومكافآت نهاية الخدمة وتقييم الالتزامات الطارئة؛

ويوجد تعديلات أخرى تخص التضخم والمشروعات المشتركة وترجمة العملة ونماذج السداد المؤجلة والتأجير

التشغيلي ومخصصات الضمان. (زبيدي، 2017)

4. مزايا استخدام مقياس القيمة الاقتصادية المضافة:

من أهم مزايا القيمة الاقتصادية المضافة ما يلي:

- القيمة الاقتصادية المضافة تعتبر من أكثر المقاييس المالية قدرة على التعبير عن الربح الاقتصادي لمنشآت

الأعمال وأكثرها ارتباطا بتحقيق الثروة للملاك خلال الفترات المختلفة؛

- أشارت بعض الدراسات التطبيقية أن القيمة الاقتصادية المضافة تتفوق على غيرها من مقاييس الأداء المحاسبية

مثل: ربحية السهم، والعائد على حقوق الملكية والعائد على الاستثمار بأكثر من 50% في قدرتها على تفسير التغيرات

في ثروة الملاك؛

- تعمل القيمة الاقتصادية المضافة على زيادة ثروة الملاك من خلال تحفيز الإدارة على اتخاذ القرارات التي تؤدي إلى

زيادة القيمة المحققة لحملة الأسهم؛

- تطبيق نظام القيمة الاقتصادية المضافة في منشآت الأعمال يعتبر تطبيقا لمفهوم حوكمة الشركات، حيث أن هذا

النظام يشجع الإدارة على التوجه نحو الأنشطة والاستثمارات التي من المتوقع أن تعظم القيمة المحققة لحملة

الأسهم، ويرى البعض بأن الهدف الأساسي لحوكمة الشركات يتمثل في تعظيم ثروة الملاك من خلال تحسين الأداء لتحقيق هذا الهدف (وادي و سقف الحيط، 2016)
5. قياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA:

إن القيمة الاقتصادية المضافة EVA تركز على جميع الجوانب المهمة لأعمال المنشأة، حجم رأس المستثمر وتقسيمه ما بين الدين ورأس المال الممتلك K تكلفة رأس المال (الأسهم والقروض)، حيث يمكن تحقيق القيمة الاقتصادية من خلال الربح الاقتصادي والتي يطلق عليها القيمة الاقتصادية المضافة EVA والتي تشابه صافي القيمة الحالية NPV في احتسابها، إلا أن NPV فتحسب لعدة سنوات، كما أن تكلفة رأس المال التي تستخدم كمعدل الخصم في احتساب إل NPV تطبق على المنشأة ككل.

• Panahi ووفقا ل (Panahietal) فإنه لقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA يتم ذلك خلال المعادلة الآتية:)
Wan Normeza, W (2014) ، و Christopher, N
$$EVA = (ROIC - WACC) * IC$$

حيث أن:

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة.

ROIC: العائد على رأس المال المستثمر ويتم حسابه من خلال قسمة NOPAT على IC

NOPAT: صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب.

IC: رأس المال المستثمر.

WACC = التكلفة المرجحة لرأس المال.

فإذا كانت $EVA > 0$

ففي هذه الحالة يمكن القول أن المنشأة ناجحة ويكون هناك زيادة في ثروة الملاك وبالتالي يكسبون أكثر من أصل الاستثمار أما إذا كانت $EVA = 0$ فهذا يعني أن المنشأة قد أنتجت بقدر ما استثمرت من أموال وعندما تكون $EVA < 0$ هذا يعني تآكل في ثروة الملاك.

أما لحساب تكلفة رأس المال WACC فإن ذلك يتم من خلال المعادلة التالية:

$$WACC = Ke * W Equity + Kd * W Debt$$

حيث أن:

Ke: معدل كلفة الأسهم للشركات.

WEquity: الوزن النسبي للأسهم في هيكل التمويل.

Kd: معدل كلفة الديون في الشركات (متوسط سعر الائتمان والخصم بالبنك المركزي).

WDebt: الوزن النسبي للديون في هيكل التمويل.

II. دور العائد على الاستثمار والتكلفة الوسيطة المرجحة في خلق قيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة (2014-2018):

بعد التطرق للجانب النظري سنقوم في الجانب التطبيقي بحساب مختلف متغيرات الدراسة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة (2014-2018) للتعرف على إمكانية خلق القيمة للمؤسسة بالاعتماد على القيمة الاقتصادية المضافة.

أولاً: متغيرات الدراسة:

لدراسة مدى مساهمة العائد على الاستثمار والتكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال في خلق القيمة لمؤسسة أليانس للتأمينات من خلال القيمة الاقتصادية المضافة يتم تقسيم متغيرات الدراسة إلى ما يلي:

1. المتغيرات المستقلة: يتم تقسيم المتغيرات المستقلة إلى ما يلي:

-قرار الاستثمار: يتم التعبير عنه بالعائد على رأس المال المستمر والذي يمكن حسابه من خلال العلاقة

التالية:

$$ROIC = NOPAT / IC$$

NOPAT: صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة

IC: رأس المال المستثمر

-قرار التمويل: يتم التعبير عنه من خلال التكلفة الوسيطة المرجحة WACC والذي يمكن إيجادها من خلال

العلاقة التالية:

$$WACC = Ke * We + Kd * Wd$$

Ke: تمثل العائد على الأموال الخاصة.

Kd: تكلفة الديون المالية بعد الضريبة (سعر الفائدة بعد الضريبة)

We: الوزن النسبي للأموال الخاصة على مجموع رأس المال (الأموال الخاصة + الديون المالية).

Wd: الوزن النسبي للديون المالية الطويلة الأجل على مجموع (الأموال الخاصة + الديون المالية).

WACC: التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال.

2. المتغير التابع: خلق القيمة لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة (2014-2018) ويتم التعبير عنه من خلال القيمة الاقتصادية المضافة بحيث:

-إذا كان $EVA > 0$ يمكن القول أن المؤسسة ناجحة وهناك خلق للقيمة لمؤسسة أليانس للتأمينات مع الزيادة في ثروة الملاك وبالتالي المكاسب أكبر من أجل الاستثمار.

-إذا كان $EVA < 0$ يعني أن هناك تآكل في القيمة لمؤسسة أليانس للتأمينات أي تآكل في ثروة الملاك والقيمة الحقيقية للمؤسسة.

3. أساليب جمع البيانات:

اعتمدت الدراسة في جمع البيانات على مصادر ثانوية المتمثلة بشكل أساسي في القائم المالية لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة (2014-2018) من خلال: الموقع الإلكتروني الرسمي للمؤسسة محل الدراسة بالإضافة إلى الاستفادة من تقارير ومنشورات البنك المركزي الجزائري www.allianceassurances.com.dz لتقدير سعر الفائدة المعمول به في الجزائر من خلال الموقع الرسمي www.Bank-of-algeria.dz وأيضا الاعتماد على الأبحاث والدراسات التي تناولت نفس الموضوع البحث بشكل مباشر أو غير مباشر. ثانيا: خطوات حساب القيمة الاقتصادية:

يتم حساب القيمة الاقتصادية المضافة وفق العلاقة التالية: (Panahi, Christopher,N, & Wan Normeza, W, 2014)

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

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة.

ROIC: العائد على الاستثمار ويتم حسابه من خلال NOPAI على IC.

NOPAT: صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة.

IC: رأس المال المستثمر.

WACC: التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال.

1. حساب التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال مؤسسة أليانس للتأمينات: يتم حساب التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال من خلال العلاقة التالية:

$$WACC = Ke * We + Kd * Wd$$

Ke: تمثل العائد على الأموال الخاصة.

Kd: تكلفة الديون المالية بعد الضريبة (سعر الفائدة بعد الضريبة)

We: الوزن النسبي للأموال الخاصة على مجموع رأس المال (الأموال الخاصة + الديون المالية).

Wd: الوزن النسبي للديون المالية الطويلة الأجل على مجموع (الأموال الخاصة + الديون المالية)

WACC: التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال.

1.1. حساب عوائد الأموال الخاصة Ke لمؤسسة أليانس للتأمينات (2014-2018):

تحتسب تكلفة الأموال الخاصة وفق علاقة مردودية الأموال الخاصة حسب العلاقة التالية:

Ke = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة. يتم تلخص النتائج حسب الجدول التالي:

الجدول 1. تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة أليانس للتأمينات لفترة (2014-2018) الوحدة دج.

البيان	2014	2015	2016	2017	2018
النتيجة الصافية	355369919	363021284.57	421931678	432140991	462355811
الأموال الخاصة	2381709349	2518684542	2663547942	2809276625	2965214622
Ke	0.14920792	0.14413130	0.15840964	0.15382642	0.1559265

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية لمؤسسة أليانس للتأمينات.

2.1 حساب تكلفة الديون المالية طويلة الأجل بعد الضريبة (Kd)

تحدد تكلفة الديون المالية انطلاقاً من متوسط الأسعار الفائدة السائدة في السوق وبالاعتماد على الفترات الإحصائية الثلاثية والسنوية للبنك المركزي الذي يحدد مختلف النقاط الخاصة بالقطاع المصرفي. ويتم حساب $Kd = I(1-t)$ التكلفة الديون من خلال العلاقة التالية:

ويتم تلخيص النتائج في الجدول التالي :

الجدول 2. تكلفة الديون المالية (Kd) لمؤسسة أليانس للتأمينات (2014-2018):

البيان	2014	2015	2016	2017	2018
I	0.07	0.07	0.065	0.0675	0.0675
(1-t)	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81
Kd	0.0567	0.0567	0.05265	0.054675	0.054675

المصدر: من إعداد الباحثين.

ييجاد تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون المالية يتم حساب التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال ملخص في الجدول التالي:

3.1 حساب التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال

الجدول 3. التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (WACC) لمؤسسة أليانس للتأمينات للفترة (2014-2018):

البيان	2014	2015	2016	2017	2018
Ke	0.14920792	0.14413130	0.15840964	0.15382642	0.15592659
Ce	2381709349	2518684542	2663547942	28092766259	2965214622
D+Ce	2411531533	2520089640	2663547942	2809276625	2965214622
We	0.98763350	0.99944241	1	1	1
Kd	0.0567	0.0567	0.05265	0.054675	0.054675
D	29822184.27	1405098.51	0	0	0
Wd	0.01236649	0.00055755	0	0	0
WACC	0.14806392	0.14408254	0.15840964	0.15382642	0.1559265

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة والجدول 1 و 2

2. حساب العائد على رأس المال المستثمر: يتم حساب العائد على رأس المال من خلال الاعتماد على العلاقة

$$ROIC = NOPAT / IC$$

التالية:

من خلال هذه العلاقة يتوجب حساب NOPAT صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب ورأس المال المستثمر (IC)

1. حساب صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب:

NOPAT: النتيجة العملياتية قبل الفوائد (T-1)

يتم حسابها وفق الجدول التالي:

الجدول 4. صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب لمؤسسة أليانس للتأمينات لفترة (2014-2018)

2018	2017	2016	2015	2014	البيان
322953228	302291814	372177005	355056906	380563237	النتيجة العملياتية
0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	(T-1)
261592114	244856369	301463374	287596094	308256222	NOPAT صافي الربح التشغيلي

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية.

2.2. حساب رأس المال المستثمر IC: يتم حساب رأس المال المستثمر بالعلاقة التالية:

رأس المال المستثمر = الاستثمارات العينية + الاحتياج في رأس المال العامل (BFR)

BFR = (الأصول الجارية - خزينة الأصول) - (خصوم الجارية - خزينة الخصوم)

يتم حساب احتياجات رأس المال العامل من خلال الجدول التالي:

الجدول 5. احتياج رأس المال العامل لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة (2014-2018)

2018	2017	2016	2015	2014	البيان
3499482961	4232469852	3688277638	3690153541	4046631342	أصول جارية- خزينة الأصول
4637771252	4294572702	3797226583	3710923124	3954915619	خصوم الجارية- خزينة الخصوم
-1138288291	.62102850-	108948944-	20769582-	91715722	BFR

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية.

من خلال الجدول 5 الملخص لنتائج احتياجات رأس المال العامل للسنوات الخمس، يتم حساب رأس المال

المستثمر حسب الجدول التالي:

الجدول 6. رأس المال المستثمر لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة (2014-2018)

2018	2017	2016	2015	2014	البيان
1914260871	1629754066	1480182513	1274306304	926733446	الاستثمارات ت العينية
1138288291-	62102850-	108948944-	20769582-	91715722	BFR
775972580	1567651216	1371233569	1253536721	1018449168	IC

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية.

بعد حساب رأس المال المستثمر (IC) الملخص في الجدول 6 وحساب صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة

الملخص في الجدول 4 يتم حساب العائد على رأس المال المستثمر حسب الجدول التالي:

الجدول 7. العائد على رأس المال المستثمر لمؤسسة أليانس (2014-2018)

2018	2017	2016	2015	2014	البيان
261592114	244856369	301463374	287596094	308256222	NOPAT
775972580	1567651216	1371233569	1253536721	1018449168	IC
0.337115	0.156193	0.219848	0.229427	0.302672	ROIC

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الجدول 6 و 4.

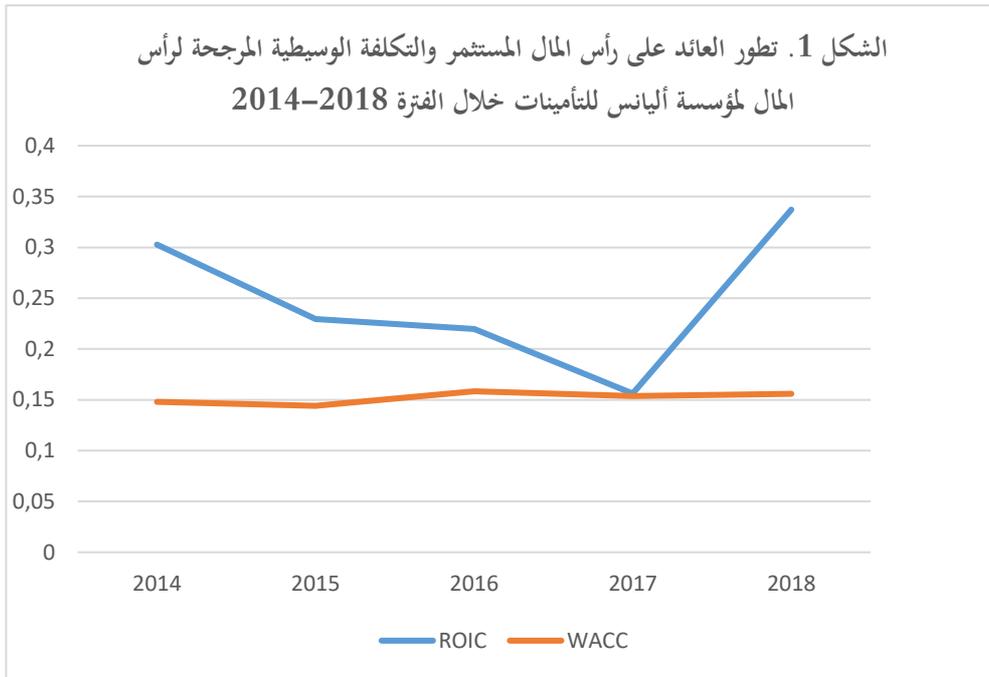
بعد إيجاد العائد على رأس المال المستثمر الملخص في الجدول 7 والتكلفة الوسيطة المرجحة الملخص في الجدول 3 بالإضافة إلى رأس المال المستثمر الملخص في الجدول 6 يتم حساب القيمة الاقتصادية المضافة من خلال الجدول التالي:

الجدول 8. القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة أليانس للتأمينات من خلال فترة (2014-2018)

2018	2017	2016	2015	2014	البيان
0.337115	0.156193	0.219848	0.229427	0.302672	ROIC
0.155926	0.153826	0.158409	0.144082	0.148063	WACC
775972580	1567651216.51	1371233569.1	1253536721.4	1018449168.8	IC
140597695.7	3710630.42	84247219.25	106983091.49	157461407.55	EVA

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الجدول 7 ، الجدول 3 و الجدول 6.

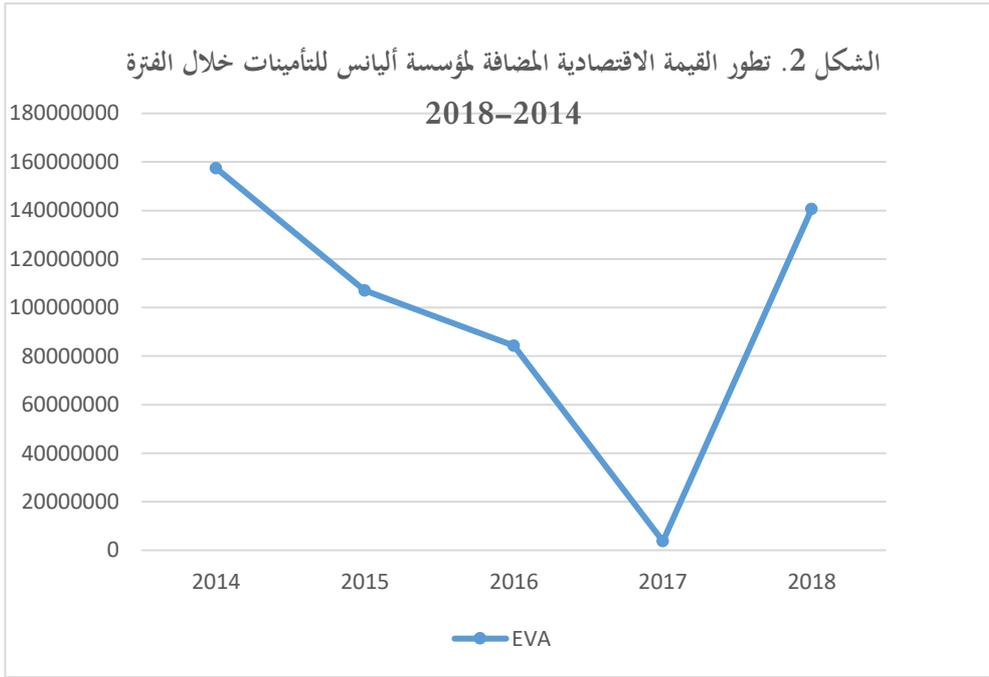
من خلال الجدول (8): يمكن التمثيل البياني لتطور العائد على الاستثمار والتكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة الدراسة كما هو موضح في الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الجدول 8.

من خلال الجدول (8) والشكل (1) نلاحظ ما يلي:

- أن العائد على رأس المال المستثمر خلال فترة الدراسة في تناقص بداية من سنة 2014 الذي كان ب(0.302672) إلى أدنى مستوى له في سنة 2017 وبلغ (0.156193)، بحيث كانت فوارق الانخفاض على التوالي: (0.073245)، (0.009579)، (0.063655)، أما في سنة 2018 عاد إلى الارتفاع في حدود (0.337115) وذلك بمقدار (0.180922) الذي كان في اعلي نسبة في فترة الدراسة؛
- التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال كانت تقريبا مستقرة خلال فترة الدراسة بالارتفاع والانخفاض وكانت بين أعلى قيمة لها في سنة 2016 المقدر ب(0.158409) وأدنى قيمة لها في سنة 2015 بمقدار (0.144082)؛
- كان العائد على رأس المال أكبر من التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال خلال فترة الدراسة لذلك كان الفارق موجبة على التوالي: (0.154609)، (0.085345)، (0.061439)، (0.002367)، (0.181189)؛
- في هذه الحالة يمكن الاعتماد على العائد والتكلفة كأساس لاتخاذ القرارات المالية لوجود الفارق الموجب أي هنا خلق قيمة للمؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة (2014-2018).
- من خلال الجدول (8): يمكن التمثيل البياني لتطور القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة (2014-2018) كما يلي:



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الجدول 8.

من خلال الجدول (8) والشكل (2) نلاحظ أن:

- القيمة الاقتصادية المضافة خلال فترة الدراسة موجبة وبالتالي نقول أن هناك خلق للقيمة وتعظيم للقيمة الحقيقية للمؤسسة وزيادة لثروة الملاك؛

- القيمة الاقتصادية المضافة في انخفاض مستمر حيث كانت أعلى قيمة لها في سنة 2014 التي بلغت (1574614075.55 دج)، وانخفضت بمقدار (50478316.06 دج) في سنة 2015 لتكون بـ (1069830914.49)، وتواصل الانخفاض في سنة 2016 لتصل إلى (842472192.25 دج) أي بانخفاض عن 2015 بمقدار (227358724.24 دج)، أما في سنة 2017 وصلت إلى أدنى مستوى لها في حدود (3710630.42 دج) بانخفاض مقدر بـ (80536588.83 دج)، في السنة الأخيرة 2018 عاودت القيمة الاقتصادية في الارتفاع لتبلغ (1405976953.79 دج) بارتفاع مقدر بـ (136887065.37 دج).

III. نتائج الدراسة

من خلال نتائج الدراسة المخصصة في الجدول 8 تم التوصل إلى مايلي:

- أن العائد على رأس المال المستثمر خلال فترة الدراسة في تناقص بداية من سنة 2014 الذي كان بـ (0.302672) إلى أدنى مستوى له في سنة 2017 وبلغ (0.156193)، بحيث كانت فوارق الانخفاض على التوالي: (0.073245)،

(0.009579)، (0.063655)، أما في سنة 2018 عاد إلى الارتفاع في حدود(0.337115) وذلك بمقدار (0.180922) الذي كان في اعلي نسبة في فترة الدراسة؛

- التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال كانت تقريبا مستقرة خلال فترة الدراسة بالارتفاع والانخفاض وكانت ين أعلى قيمة لها في سنة 2016 المقدره ب(0.158409) وأدنى قيمة لها في سنة 2015 بمقدار (0.144082)؛

- كان العائد على رأس المال أكبر من التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال خلال فترة الدراسة لذلك كان الفارق موجبة على التوالي: (0.154609)، (0.085345)، (0.061439)، (0.002367)، (0.181189)؛

- في هذه الحالة يمكن الاعتماد على العائد والتكلفة كأساس لاتخاذ القرارات المالية لوجود الفارق الموجب أي هنا خلق قيمة للمؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة (2014-2018).

- كلما زاد مقدار العائد على رأس المال المستثمر بعد خصم التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال فان ذلك يؤدي خلق قيم للمؤسسة وبالتالي اتخاذ قرار سليم،

- القيمة الاقتصادية المضافة خلال فترة الدراسة موجبة وبالتالي نقول أن هناك خلق للقيمة وتعظيم للقيمة الحقيقية للمؤسسة وزيادة لثروة الملاك؛

-القيمة الاقتصادية المضافة في انخفاض مستمر حيث كانت أعلى قيمة لها في سنة 2014 التي بلغت(157461407.55دج)، وانخفضت بمقدار(50478316.06دج) في سنة 2015 لتكون ب(106983091.49)، وتواصل الانخفاض في سنة 2016 لتصل إلى (84247219.25دج) أي بانخفاض عن 2015 بمقدار(22735872.24دج)، أما في سنة 2017 وصلت إلى أدنى مستوى لها في حدود(3710630.42دج) بانخفاض مقدر ب(80536588.83دج)، في السنة الأخيرة 2018 عاودت القيمة الاقتصادية في الارتفاع لتبلغ(140597695.79دج) بارتفاع مقدر ب(136887065.37دج).

- كلما ارتفعت القيمة الاقتصادية المضافة من سنة إلى أخرى تبين ارتفاع في خلق القيمة للمؤسسة، وكلما انخفضت أو كانت سالبة تبين تدمير في قيمتها،

- أن حدوث أي تغير في قيمة المؤسسة يرجع إلى تغير القيمة الاقتصادية المضافة لها فضلا عن ذلك بالإمكان استخدام القيمة الاقتصادية في تفسير تغيرات قيمة المؤسسة وعوائد أسهمها بصورة أفضل،

من خلال هذه النتائج يتم تأكيد صحة فرضياتنا الأولى والثانية المبينة كما يلي:

- يتم توجيه المؤسسة إلى اتخاذ القرار الصحيح في حالة العائد على الاستثمار أكبر من التكلفة الوسيطة لرأس المال؛

- القيمة الاقتصادية المضافة تبين بالفعل مدى خلق القيمة للمؤسسة ومدى تبديها.

IV. الخلاصة:

من خلال دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة (2014-2018) والاطلاع على مختلف القوائم المالية المساعدة خلال فترة الدراسة، والقيام بمختلف المراحل لقياس وحساب مختلف متغيرات الدراسة وتحليل النتائج المتوصل إليها اتضح أن العائد على رأس المال المستثمر والتكلفة الوسيطة لرأس المال كأساس لاتخاذ القرارات المالية تساهم بشكل كبير في خلق القيمة لمؤسسة أليانس للتأمينات وهذا من خلال النتائج التالية:

- العائد على رأس المال المستثمر والتكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال كأساس في اتخاذ القرارات المالية تساعد المؤسسة في خلق القيمة للمؤسسة بناء على الفارق الموجب بينهما ومقارنتا برأس المال المستثمر،

- كلما زاد مقدار العائد على رأس المال المستثمر بعد خصم التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال فان ذلك يؤدي خلق قيم للمؤسسة وبالتالي اتخاذ قرار سليم،

- حتى يمكن اتخاذ قرار سليم الذي يمكن من تحقيق قيمة للمؤسسة وحملة الأسهم يجب على إدارة المؤسسة استخدام الموارد المتاحة لديها بصورة تقود إلى تحقيق عائد من الأموال المستثمرة أكبر من تكلفة الحصول على هذه الأموال،

- يقوم مفهوم القيمة الاقتصادية أساسا على القيمة السوقية للموجودات ويمثل من الناحية المبدئية التدفق النقدي الصافي المخصوم وهي وسيلة لقياس الربحية الاقتصادية الحقيقية، أي القيمة التي يتم تكوينها بواسطة المؤسسة عن طريق تحليل تكلفة رأس المال عمليا إلى حسابات ربح وخسارة تقليدية،

- تكون القيمة الاقتصادية المضافة موجبة عندما يكون العائد أكبر من التكلفة أي أن المؤسسة تنشئ قيمة أما إذا كانت سالبة فان ذلك يعني تدمير القيمة بالنسبة للمؤسسة ولحملة أسهمها، غير أن وجود القيمة الاقتصادية المضافة سالبة يمكنها أن يتوافق بشكل ممتاز مع مؤسسة تظهر سجلاتها تحقق أرباح من الناحية التقليدية،

- كلما ارتفعت القيمة الاقتصادية المضافة من سنة إلى أخرى تبين ارتفاع في خلق القيمة للمؤسسة، وكلما انخفضت أو كانت سالبة تبين تدمير في قيمتها،

- أن حدوث أي تغير في قيمة المؤسسة يرجع إلى تغير القيمة الاقتصادية المضافة لها فضلا عن ذلك بالإمكان استخدام القيمة الاقتصادية في تفسير تغيرات قيمة المؤسسة وعوائد أسهمها بصورة أفضل،

من خلال نتائج الدراسة يمكن إعطاء بعض الاقتراحات التالية:

-توفير بنك المعلومات على المستوى الوطني لتمكين الباحثين في الحصول على البيانات اللازمة لتحديد مختلف المتغيرات الخاصة بالمؤسسات المدرجة في البورصة،

-استرشاد المؤسسات بمقاييس الأداء التقليدية وعلى رأسها العائد على رأس المال المستثمر خاصة في حالة صنع القرارات الاستثمار، مع الأخذ بالعين الاعتبار تكاليف رأس المال المستثمر في صنع قرار التمويل، وذلك بالمقارنة بين العائد والتكلفة لتحقيق الربح الحقيقي،

-إجراء المزيد من البحوث لاكتشاف دور القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الجوانب المتعددة للأداء المالي للمؤسسة، وكذلك في تفسير التغيرات في القيمة الحقيقية للمؤسسة والتغيرات السعرية لأسعار الأسهم في مختلف القطاعات،

-الاهتمام بمقياس القيمة الاقتصادية المضافة من أجل التعرف على الكفاءة الإدارية في اتخاذ القرارات وتحقيق أهداف المؤسسات وحملة الأسهم.

- الاحالات والمراجع: المؤلفات

- Comso, P., & Hemeci, F. *Gestion financiere de l'entreprise* (éd. 9). Paris: Dunod. (1999). Page 438.
- Jean, B., & Maire, C. *Manuel d'évaluation des entreprise*. Paris: éditions d'organisation. (1990). Page 19.
- Jambalov, J. *Managerial Accounting* (éd. 3). New York: Jhon Wiley. (2007). Page 470
- piget, P. *Décision d'investissement incertitude et information*. paris: ed economica. (2011). Page 09.
- R Hitcher, J. *Financial Valuation-Application and Models* (éd. Third edition, Vol. 4). canada: Wiley finance. (2011). Page 228.
- Raffegau, J., & Dubois, F. *l'évaluation financiere de l'entreprise* (éd. 1). Paris, France: presse universitaires de france. (sans annee). Page 5-6.
- هوشيار معروف. *الاستثمارات والاسواق المالية*. (1، المحرر) عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع. (2015). الصفحة 17.
- حسين يوسف يوسف. *التمويل في المؤسسة الاقتصادية* (الإصدار 1). الاسكندرية: دار التعليم الحامعي. (2012).. الصفحة 171-172.

المقالات:

- Medeiros, O. R. Empirical Evidance on the Relationship between Eva and Stock returns in Brazilian Firms. *university of Brazilian*, 7(6), (2002). pages 124-136.
- Panahi, B., Christopher,N, & Wan Normeza, W. The Correlation of Eva and Mva with stock price of companies in Tehran stock market. *Interdisciplinary journal of contemporary research in business*, 6(2). (2014).
- Spero, T. Getting EVA Right. *TMA Journal*, 17(6) (1997, nov/dec).page 3.
- بشير زيبيدي. تحليل الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة-دراسة حالة مجمع صيدال(2012-2015). *مجلة الدراسات الاقتصادية والعالمية*, 03(10) (2017).الصفحة 189-198.
- رامي ابو وادي، و نهيل سقف الحيط. القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لتقييم أداء المصارف التجارية الاردنية. *مجلة جامعة النجاح للابحاث (العلوم الانسانية)*، 30(12). (2016). 2520-2493.
- سميحة بوحفص. دور نظام المعلومات المحاسبية في حساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة -EVA-دراسة حالة مؤسسة صناعة الكوابل-فرع جنرال كابل-. *جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر*. (2013).
- عبد المجيد تيموي. المتغيرات المالية المحددة لفاعلية قرار استخدام الديون كمصدر مالي في المؤسسة. *مجلة الواحات للبحوث والدراسات*(13)، (2011). الصفحة 64.
- فارس هباش، و ريمة مناع. أثر المعلومات المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق عمان المالي. *مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والادارية*، 9، (2018). الصفحة 626-646.
- محمود حمام، و أميرة دباش. أثر التدفقات النقدية على اتخاذ القرارات المالية-دراسة حالة البنوك التجارية بولاية جيجل. *مجلة البحوث الاقتصادية والمالية*، 4. (2015). الصفحة 65 - 83.

الأطروحات:

- سلطان سليمان جويحان. أثر القيمة المضافة الاقتصادية على الاسعار السوقية للاسهم دراسة تحليلية مقارنة مع أثر المؤشرات المالية التقليدية الربح المتبقي والعائد على الاستثمار. رسالة ماجستير، قسم المحاسبة والتمويل، كلية الاعمال، جامعة الشرق الاوسط. (2015). الصفحة 8.