



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة عبد الحميد بن باديس - مستغانم
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة

مطبوعة علمية بيداغوجية مقدمة لطلبة السنة الثالثة ليسانس
تخصص: مالية المؤسسة

مادة:

سياسة واستراتيجية الاستثمار (دروس وتمارين)

من إعداد الدكتورة:
د/ براهيم بن حراث حياة



السنة الجامعية 2019-2020

توطئة

هذه المطبوعة هي عبارة عن مجموعة محاضرات في مادة سياسة واستراتيجية الاستثمار، تم فيها مراعاة المقرر الدراسي للمقياس لمستوى السنة الثالثة ليسانس

تخصص: مالية المؤسسة.

وكما هو ملاحظ ان هذه المادة تحتوي على موضوعين الأول منهما يتمثل في سياسة الاستثمار التي تمت معالجته من وجهة نظر المؤسسة فقط أما الموضوع الثاني فيتمثل في استراتيجية الاستثمار التي تم التطرق إليها من وجهة نظر المؤسسة كذلك.

كما احتوت هذه المطبوعة على مجموعة من الأمثلة والتمارين التطبيقية التي تمكن الطالب من فهم عملية تقييم الاستثمار في محيط مؤكد باعتبارها مرحلة مهمة للغاية لإنجاح سياسة الاستثمار على مستوى كل منظمة.

ومن جهة أخرى يمكن توجيه هذه المطبوعة كمرجع لعدة تخصصات، خاصة مادة تقييم المشاريع لمستوى الليسانس على مستوى كل الأقسام في الكلية.

مقدمة:

يعتبر الاستثمار أكثر الأدوات أهمية لإحداث التنمية الاقتصادية وتطور الدول مرتبط بقوة النشاط الاقتصادي، وهذا الأخير يرتبط بحجم المشاريع الاستثمارية المنجزة التي تساهم في إنشاء بنية قاعدية متينة تحرك عجلة النمو، وفي استمرار التقدم الاقتصادي والاجتماعي. ولإنجاح عملية الاستثمار سواء على مستوى المؤسسة او الدولة لا بد من وضع سياسة واضحة وهادفة.

ومن جهة اخرى تعتبر عملية التقييم المالي للاستثمار أهم خطوة وآخرها في تنفيذ سياسة الاستثمار، لأنه على أساسها سيتم اتخاذ القرار النهائي للاستثمار أو عدمه. وتعتمد هذه العملية على استعمال مجموعة من المقاييس لكن استعمالها في ظروف التأكد لا يكفي بما أن المحيط الخارجي مليء بالمخاطر والفرص لذلك لا بد من استخدام طرق أخرى تتماشى مع ظروف عدم التأكد لتحديد القيم التقديرية للتدفقات النقدية والتكلفة الأولية للاستثمار حتى يتم اتخاذ القرار.

برنامج مادة سياسة واستراتيجية الاستثمار	
الفصل الأول: عموميات حول الاستثمار وقرار الاستثمار	
أولاً: الإطار العام للاستثمار	
(1)	مفهوم الاستثمار
(2)	تصنيفات الاستثمار
(3)	أدوات الاستثمار
(4)	عوائق وحوافز الاستثمار
ثانياً: قرارات الاستثمار	
(1)	مفهوم عملية اتخاذ القرار
(2)	أنواع القرارات
الفصل الثاني: سياسة الاستثمار على مستوى المؤسسات	
أولاً: مفهوم سياسة الاستثمار على مستوى المشروع	
(1)	ماذا نقصد بسياسة الاستثمار
(2)	أهداف سياسة الاستثمار
(3)	الحاجة الى سياسة استثمار داخل المؤسسة
ثانياً: علاقة الاستثمار بالعائد والمخاطرة	
(1)	مخاطر الاستثمار
(2)	العائد الاستثمار
ثالثاً: تمويل الاستثمار في المؤسسة	
(1)	المقصود بتمويل الاستثمار
(2)	مصادر تمويل الاستثمار

الفصل الثالث: عملية تقييم الاستثمارات في محيط مؤد
أولاً: طرق التقييم المحاسبي
(1) معيار فترة استرجاع راس المال المستثمر
(2) المعدل المتوسط للمردودية
ثانياً: طرق التقييم المالي
(1) القيمة الحالية الصافية
(2) مؤشر الربحية
(3) معدل المردودية الداخلي
الفصل الرابع: استراتيجية الاستثمار
أولاً: المنظور الاستراتيجي للمؤسسة
(1) مفهوم الاستراتيجية الاستثمار
(2) البدائل الاستراتيجية الخاصة بالمؤسسة
ثانياً: المؤسسة والاستثمار في السوق المالي
(1) ما هي الاسواق المالية؟
(2) التمويل باستخدام الاوراق المالية في السوق المالي
المراجع
الملاحق

الفصل الأول

عموميات حول الاستثمار

الفصل الأول: عموميات حول الاستثمار وقرار الاستثمار

أولاً: الإطار العام للاستثمار

يعتبر الاستثمار أحد الوسائل المكونة لأصول المؤسسة واستخدامات أي دولة، وتختلف مفاهيمه من باحث إلى آخر وذلك حسب توجهاتهم وانتماءاتهم الفكرية.

(1) مفهوم الاستثمار:

بقي تعريف الاستثمار واسعاً وغير دقيق، وبذلك وقع الاختلاف بين ثلاث نظرات أساسية في التحليل الاقتصادي والمالي ألا وهي النظرة الاقتصادية، المحاسبية والمالية.

(1-1) النظرة الاقتصادية للاستثمار:

بالنسبة للاقتصاديين يفسر الاستثمار على أنه: " كل تضحية بالموارد الآن أملاً في الحصول على نتائج في المستقبل شرط أن يكون المبلغ الإجمالي أكبر من المصاريف الأولية"¹.

كما أن هذه النظرة تفسر الاستثمار: " بتكوين رأس المال وهي تحتوي على كل النفقات المالية المخصصة للشراء والإيداع و الصيانة، والتي من خلالها تستمر عملية

¹ Abdellah BOUGHABA, analyse et évaluation des projets, berti ed, 1998, paris, p :7

الإنتاج، إذن هذه النظرة تحتوي على كل النفقات المالية المرتبطة بالإنتاج سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة على فترات غير محددة بهدف الحصول على فائض" ¹.

1-2) النظرة المحاسبية والمالية للاستثمار:

بالنسبة للمحاسبين، يرتبط مبدأ الاستثمار "بمعيارين أساسيين هما الاستهلاك غير الفوري والملكية القانونية، فإذا كان استهلاك سلعة أو خدمة يتم خلال عدة أنشطة من طرف المؤسسة المالكة فإننا نكون بصدد استثمار" ².

أما النظرة المالية للاستثمار فهي أكثر شمولية، لأنها تعتبر كل النفقات المادية وغير المادية كاستثمار. والذين اعتمدوا هذه النظرة يتصورون أن الاستثمار هو كل الأصول الثابتة التي تملكها المؤسسة أو التي تحصل عليها على شكل قرض إيجار مثلاً. ³ وترتكز على مقياسي الديمومة وغاية الاستعمال، ولقد اعتبر الكاتب J.P. COUVREUR في كتابه قرار الاستثمار وسياسة المؤسسة بأن الاستثمار: "كأنه تبديل قيمة مالية حالية مقابل أمل تحقيق إيرادات مستقبلية، أي اعتبار الاستثمار كل عمل

¹: د. شوام بوشامة، تقييم واختيار الاستثمارات، ط1، دار الغرب للنشر و التوزيع، 2003، وهران، ص: 18

² Frank BANCE L et Alban RICHARD, le choix d'investissement, ed organisation et economica, 1995, paris, p :22

³ Frank BANCE L et Alban RICHARD, OPCIT, p23

تسيير وكل نفقة قامت بها المؤسسة للحصول على سلعة أو خدمة بهدف تحسين مواردها

يعتبر استثماراً، إضافة إلى ذلك فإن النظرة المالية تعطي أهمية للعناصر التالية:¹

- المدة الزمنية؛
- الخاصية الاقتصادية للاستثمار؛
- الخطر المرتبط بالمستقبل؛
- المردودية الممكن الحصول عليها؛
- الأصول الثابتة ونفقات التطور.
- احتياجات رأس المال العامل الاستغلالي الذي تمثله الأموال الدائمة، وينتج هذا الاحتياج عندما تكون عناصر الأصول المتداولة أكبر من موارد التمويل الناتجة عن الاستغلال.

1-3) بعض تعاريف الاستثمار:

يأخذ مصطلح استثمار عدة تعاريف تختلف من شخص لآخر، وذلك حسب

اختلاف النظرات التي قد سبق ذكرها، وفيما يلي سيتم التطرق إلى مختلف التعاريف

الأساسية المقتبسة من الكتب المتخصصة:

¹ Anne marie KEISER, gestion financière, 5^{ème} ed, eska, 1998, pp :131-132

- الاستثمار حسب GUITTON : " هو زيادة أو تنمية التجهيزات ووسائل الإنتاج والطاقات الإنتاجية، وتحسين للمستقبل مع قبول التضحية بالحاضر فهو إذن إجراء تحكيم بين الحاضر والمستقبل"¹؛
 - الاستثمار حسب KEYNES : " يعني الزيادة في التجهيزات الرأسمالية وهذه الزيادة تمس رأس المال الثابت والمتداول"²؛
 - الاستثمار حسب VIZZAVONA : "كل اقتناء لأصل معين بهدف الحصول امتيازات مستمرة"³؛
 - الاستثمار حسب BRADEL: هو عملية خلق رأس المال لتحقيق منافع مختلفة ومحصلة في المستقبل.
- من خلال هذه التعاريف يمكن التمييز بين تعاريف ذات النظرة الاقتصادية الكلية وهي تلك الخاصة بـ KEYNES والنظرة الاقتصادية الجزئية الخاصة بـ GUITTON و VIZZAVONA.

¹ Miloudi BOUBAKER, investissement et stratégie de developpement, opu, 1988, p :15

²: شوام بوشامو، مرجع سبق ذكره، 2003، ص:25

³ Patrice VIZZAVONA, gestion financière, berti, 9^{ème} ed, 1999, p :413

(2) أهمية الاستثمار:

أصبح تقدم الدول وتطورها يقاس بحجم استثماراتها، باعتباره أهم العوامل المساهمة في رفع الدخل الوطني، وبالتالي رفع المستوى الاجتماعي والاقتصادي. ونظرا لهذه الأهمية فإن الاستثمار يلعب دورا رئيسيا ومزدوجا في الاقتصاد، ويهدف بصفة عامة إلى توفير مناصب شغل ورفع مستوى المواد الاستهلاكية والمساهمة في التنمية والمنافسة الداخلية والخارجية.

1-1) بالنسبة للاقتصاد يكمن دور الاستثمار في أنه:

- أحد مكونات الطلب، فالمؤسسات التي تقوم بعملية الاستثمار تسمح بتشغيل مؤسسات أخرى. والمداخل التي توزعها هذه المؤسسات تحفز بدورها الطلب والنشاط الاقتصادي، لذلك عن طريق الاستثمار يحدث ما يعرف بمضاعف الاستثمار¹؛
- كما أن الاستثمار يؤثر على العرض، من خلال رفع مستوى طاقات الإنتاج وأحجام المواد الموجودة، إدماج عنصر الابتكارات داخل جهاز الإنتاج، لذلك فهو عنصر مهم داخل المؤسسة من خلال رفع ميزاتها التنافسية، ومحفز قوي لعملية التنمية الاقتصادية².

¹ شوام بوشامة، مدخل في الاقتصاد، الجزء الأول، دار الغرب للنشر والتوزيع، 2000، ص: 22

² شوام بوشامة، المرجع نفسه، ص 22

1-2) بالنسبة للمجتمع تظهر أهمية الاستثمار خاصة في:

تشغيل فئات معتبرة من الأسر أو الأفراد العاطلين، وبالتالي ضمان توفير لهم مداخيل فردية ومنه رفع مستوى الدخل الوطني والاستهلاك الإجمالي، وبهذا الصدد نوه المفكر الاقتصادي الشهير كينز إلى ضرورة الاستثمار لامتصاص البطالة وتحقيق الرفاهية الاجتماعية¹.

3) تصنيفات الاستثمارات:

بصفة عامة يصنف الاستثمار إلى فئتين هما الاستثمارات المادية والاستثمارات غير المادية، كما يمكن أن تأخذ الاستثمارات تصنيفات أخرى وفقا لمعايير معينة، نذكر منها:

أ) الاستثمار المادي:

يأخذ هذا الصنف من الاستثمار شكل الأصول المادية والتي تظهر في حسابات قسم الأصول وهي الأصول الثابتة والأصول المتداولة، بعبارة أخرى يحتوي هذا الصنف على المنتجات المادية التي يقسمها المحاسبون إلى نوعين:

- رأس المال الثابت:

يتكون من كل النفقات الخاصة، ك شراء أو اكتساب الأراضي، المباني، التجهيزات.²

¹ المرجع نفسه، ص 228

² شوام بوشامة، المرجع نفسه، ص:26

- رأس المال المتداول:

هو كل النفقات التي تساهم في تكوين مخزون المواد الأولية وإنشاء المواد المصنعة ونصف المصنعة، كما يطلق عليه الاستثمار الحقيقي " بحيث يعتبر استثمارا حقيقيا كل أصل حقيقي (سلع، عقار)، أي كل أصل له قيمة اقتصادية ويترتب على استخدامه منفعة اقتصادية إضافية تكون إما في شكل سلعة أو خدمة"¹

ب) الاستثمار غير المادي:

يضم هذا الصنف كل نفقات المنتجات غير المادية وهي أوسع من سابقتها ومتعددة وحسب البروفيسور شوام بوشامة يوجد قائمة تتكون من سبعة أنواع مهمة:²

- نفقات تكوين وإعادة تكوين العاملين؛
- نفقات الحصول على معرفة علمية وتقنية؛
- نفقات الحملات الإعلامية والدعائية؛
- الأشكال المختلفة المقدمة للزبائن والمشتريين؛
- شراء سندات مشاركة؛
- نفقات الحصول على الأبحاث والمعارف الحديثة؛

¹ المرجع نفسه، ص ص: 27-29

² شوام بوشامة، المرجع نفسه، ص: 26

– نفقات تغطية الخسائر المبرمجة.

3-1) أهم تصنيفات الاستثمارات:

تصنف الاستثمارات حسب مجموعة من المعايير، تختلف من بلد لآخر ومن

اقتصادي لآخر ومنها:

أ) تصنيف حسب طبيعة الاستثمار نجد:

استثمارات مادية – استثمارات معنوية – استثمارات مالية.

ب) تصنيف حسب الغاية أو الهدف:

استثمارات الاستبدال – استثمارات التوسع – الاستثمارات الإستراتيجية – استثمارات التجديد.

ث) تصنيف حسب نوعية النشاط الاقتصادي:

استثمارات صناعية – استثمارات فلاحية – استثمارات خدماتية.

ث) تصنيف حسب المعيار الجغرافي:

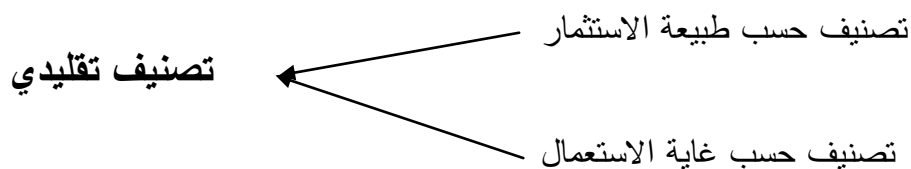
استثمارات محلية – استثمارات خارجية.

ج) تصنيف حسب المعيار القانوني:

الاستثمار العام – الاستثمار الخاص.

لكن في هذه المطبوعة سيتم التطرق إلى أهم المقاييس المستعملة داخل المؤسسة

وهي تتمثل في :



(ت) تصنيف حسب الخاصية العملية والذي يدمج عنصر الخطر.

➤ تصنيف الاستثمارات حسب طبيعتها: يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع وهي:

(أ) الاستثمارات المادية:

تتمثل في الاستثمارات الصناعية، التجارية، المخزون والاستثمارات ذات الخاصية

الاجتماعية، ومن خصائصها أن المداخل المنتظرة منها هي صعبة التقدير¹.

(ب) الاستثمارات المعنوية:

تتضمن المحل التجاري وكل المصاريف المتعلقة بالبحث والتكوين والدراسات، أي

الاستثمارات غير المادية بما فيها الفكرية والعلمية، من خصائصها أنها صعبة التقدير في

بداية نشاط المؤسسة وعند حساب المردودية².

(ت) الاستثمارات المالية:

تأخذ إما شكل قروض طويلة الأجل (ديون) أو سندات مساهمة، أو قروض قصيرة

الأجل (سيولة) ومن خصائصها أن السندات تعتبر استثمارات صناعية وتجارية غير

مباشرة أو خارجية¹.

¹ د. رضوان وليد العمار، أساسيات الإدارة المالية، دار الميسرة، الأردن، ط1، 1997، ص ص 117-119

² رضوان وليد العمار، مرجع نفسه، ص 120

➤ تصنيف الاستثمارات حسب غاية الاستعمال: يضم أربعة أنواع وهي:

أ) استثمارات الاستبدال (الإحلال):

تتم على أساس استبدال تجهيزات قديمة غير ملائمة مقابل تجهيزات جديدة شرط إبقاء رأس المال على حاله، وتعتبر الأكثر شيوعاً إذ تؤدي إلى التحديث والتطوير، كما تهدف إلى زيادة الأرباح عن طريق تخفيض التكاليف مع ثبات الطاقة الإنتاجية².

ب) استثمارات التوسع:

ينقسم هذا النوع إلى توسيع كمي وتوسيع نوعي، فأما التوسيع الكمي يتمثل في مدى تجاوب المؤسسة مع ارتفاع الطلب، لذلك تلجأ إلى إضافة أو زيادة آلات جديدة مع آلات قديمة بهدف رفع القدرة الإنتاجية. وأما التوسيع النوعي تكون الآلات الجديدة مختلفة عن الآلات الموجودة في المؤسسة وذلك لغرض تصنيع منتجات جديدة أو تحسين نوعية الإنتاج³.

ت) الاستثمارات الإستراتيجية:

¹: نفس المرجع السابق، ص 122

² J-Y SEPOT, l'économie du monde, ed Nathan, 2000, paris, p :40

³ J-Y SEPOT, OPCIT, p :40

في حالة ضعف المردودية تصبح المؤسسة مجبرة على تحسين إستراتيجيتها وتغييرها بإحداث طرق جديدة في مجال التسيير أو الإنتاج أو التسويق من خلال إنفاق مصاريف عديدة على الدراسات والأبحاث¹.

ث) استثمارات التحديث (التطوير):

يعتبر هذا النوع مكملًا لاستثمارات الاستبدال، فعند قيام المؤسسة بعملية استبدال معدات قديمة فإنها تستثمر في معدات جديدة عادة ما تكون أكثر تطورًا، وهذا ما يساعدها على مضاعفة الإنتاج وتخفيض التكاليف².

يتضح مما سبق ذكره حول مختلف التصنيفات، إلا أنها لا تأخذ بعين الاعتبار معيار الخطر الذي له تأثير كبير على عملية اتخاذ قرار الاستثمار، لذلك لا بد من التطرق إلى تصنيف آخر يدمج الخطر في التصنيف.

➤ تصنيف الاستثمار بإدماج الخطر:

يتم التطرق في هذا العنصر على أنواع هذا التصنيف ومدى تأثيرها على عملية اتخاذ القرارات.

¹ IDEM, p :40

² J-Y SEPOT, IDEM, p :40

(أ) الاستثمارات ذات التأثيرات على المدى القصير:

من أهمها نجد المخزونات وسندات المساهمة، وهذا النوع من الاستثمارات ليس فيه خطورة بشكل عام نظرا لضعف القيمة المالية المخصصة لها وإمكانية التنبؤ بالمدخيل والتخلي أو التقليل من الاستثمار¹.

(ب) الاستثمارات الإجبارية ذات التأثيرات على المدى الطويل:

تتمثل في مصاريف الأمن وتحسين ظروف العمل، وبالنسبة لتأثيراتها على اتخاذ القرار، فإنه لا يقع الاختيار إلا على طرق وكيفيات الإنتاج، المردودية غير منتظرة.²

(ت) استثمارات على المدى البعيد ذات خطورة محدودة:

في غالب الأحيان الغاية من استعمالها أو القيام بها هو الإجابة على طلب موجود وحقيقي، ومن خصائصها، أن الأخطار معروفة ومحددة لكن مصاريفها كبيرة والأخطار مستقبلية، وتتطلب إعداد إستراتيجية³.

(ث) استثمارات على المدى البعيد ذات خطورة كبيرة:

الهدف من استعمالها الاستجابة للطلب كالبحت والتطوير، قرارات الاستثمار في الخارج، ومن أهم خصائصها أنها ضرورية لتطوير وتنمية المؤسسة (بعد استراتيجي)

¹ IDEM, p :43

² J-Y SEPOT, IDEM, p 43

³ IDEM, p 43

ترتبط بخطورة كبيرة، ويطلق عليها نفقات الأعباء كدراسات السوق، الحملات الإعلامية والدعائية والقيام بها هدفه التقليل من حدة الخطر¹.

(4) أدوات الاستثمار:

يقصد بأداة الاستثمار ذلك الأصل الحقيقي أو المالي الذي يحصل عليه المستثمر مقابل المبلغ الذي سيستثمره، ويوجد عدة أدوات للاستثمار، ويطلق البعض على أدوات الاستثمار مصطلح وسائط الاستثمار، وأدوات الاستثمار المتاحة للمستثمر عديدة وهي²:

4-1) أدوات الإستثمار الحقيقي:

يمكن حصرها في: العقارات - السلع - المشاريع الاقتصادية - المعادن النفيسة.

أ- العقارات:

تعتبر العقارات من أهم أدوات الاستثمار المتعامل بهاسواء في السوق المحلي أو السوق الدولي بعد الأوراق المالية، وتتم بشكلين، إما بشكل مباشر عندما يقوم المستثمر بشراء سند عقاري صادر عن بنك عقاري مثلا، أو بالمشاركة في محفظة مالية لإحدى صناديق الاستثمار العقارية³، ويمكن حصر أهم خصائص العقارات كأداة للاستثمار في:

¹ IBID, p 43

² عبد الكريم بعداش (2007 - 2008)، الاستثمار الأجنبي المباشر وآثاره على الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1996 - 2005، الجزائر: جامعة الجزائر، صفحة (35 - 42). بتصرف.

³ محمد مطر، إدارة الإستثمارات - الإطار النظري والتطبيقات العلمية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1999 ص 79

- درجة الأمان: حيث تفوق في مجال الأوراق المالية؛

- ارتفاع التكاليف: حيث التكاليف المرتفعة تقابلها عوائد مرتفعة¹.

ب- السلع:

يتم التعامل في أسواق السلع عن طريق قيود خاصة تسمى "التعهدات المستقبلية"، وهي عقد بين طرفين هما منتج السلعة ووكيل أو سمسار، يتعهد فيه المنتج للسمسار بتسليم كمية معينة، وبتاريخ معين في المستقبل مقابل حصوله على تأمين أو تغطية تحدد بنسبة معينة من قيمة العقد، تتمتع بعض السلع بمزايا خاصة، تجعلها صالحة للاستثمار لدرجة أن تنشأ لها أسواق متخصصة، لتشكل بورصات (بورصة القطن في نيويورك، بورصة الذهب في لندن، البن في البرازيل، الشاي في سيريلانكا²).

ج-المشاريع الاقتصادية:

تعتبر المشاريع الاقتصادية من أكثر أدوات الاستثمار الحقيقي انتشارا، وتتنوع أنشطتها ما بين تجاري، وصناعي وزراعي، بعبارة أخرى تتنوع المشاريع الاقتصادية في تجارة السلع أو صناعتها أو تقديم الخدمات. ومن بين أهم خصائص الاستثمار في هذا المجال أنه: يحقق للمستثمر عائدا مقبولا مستمرا ويوفر له قدرا كبيرا من الأمان، يتمتع

¹ محمد مطر، المرجع نفسه، ص 79

² محمد مطر، المرجع نفسه، ص 80

المستثمر بحق إدارة أصوله إما بنفسه، أو بتفويض غيره، تحقق المشاريع إشباعاً حقيقياً للمجتمع، توظف جزءاً من يد العاملة، وبالتالي تعتبر مصدراً لدخولهم¹.

د - المعادن النفيسة:

يعتبر الاستثمار في المعادن النفيسة مثل الذهب والفضة والقصدير، من مجالات الاستثمار الحقيقي، وتتواجد للمعادن النفيسة أسواق منظمة وأهمها: سوق لندن، سوق زيوريخ، سوق هونغ كونغ وغيرها، ويتخذ الاستثمار في المعادن أشكالاً عديدة منها: الشراء والبيع المباشر، ودائع الذهب (البنوك)، المقايضة أو المبادلة بالذهب².

4-2) أدوات الاستثمار المالي:

تصنف أدوات الاستثمار المالي حسب معايير مختلفة ومن أهم هذه المعايير معيار المدة، وهي:

4-2-1) أدوات الاستثمار المالي قصير الأجل:

أ - القروض تحت الطلب:

هي قروض تمنحها البنوك لبعض المتعاملين بالأوراق المالية في أسواق رأس المال، ومن شروطها أن يحقق للبنك استدعاء القرض في أي وقت، وعلى المقترض أن يقوم

¹ زياد رمضان؛ مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الأردن، 1999 ص 46

² محمد مطر، مرجع سبق ذكره، 1999، ص 77

بالسداد خلال ساعات من طلب البنك، أسعارها منخفضة ومدتها قصيرة جدا قد لا تتجاوز يوما أو يومين¹.

2- أدونات الخزينة:

هي عبارة عن دين قصير الأجل، تقوم الحكومة بإصدار أوراق و تبيعها إلى المستثمرين الراغبين فيها، وتقوم البنوك وشركات التأمين بخصم قيمتها الإسمية بهدف الاقتراض للأجل القصير لسدّ حاجات مالية قصيرة الأجل، وتستحق هذه الأوراق في مدة تقل عن سنة تحمل عائدا متدنيا، وهي آمنة من المخاطر².

ج- الأوراق التجارية:

تتشابه الأوراق التجارية مع أدونات الخزينة في عدة جوانب، ولكنها تختلف عنها من جاهدة الإصدار التي تكون من طرف الشركات الكبرى بدلا من الحكومة، أي أنها أدوات اقتراض للقطاع الخاص، وعليه فهي ليست آمنة كليا من حيث المخاطر، وعائدها أكبر بقليل من أدونات الخزينة³.

¹ زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، 1999، ص 46

² زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 46

³ المرجع نفسه، ص 47

د - القبول:

يقوم مصدر البضاعة بتقديم السحب لمطالبة المستورد بدفع ثمن بضاعته، وعندما يقبل المستورد هذه المطالبة يكتب على السحب كلمة مقبول *Accepté*، ويضع توقيعه وتاريخ التوقيع فيصبح السحب عندها قبولا. ويمكن بيعه بأقل من قيمته الإسمية (مثل الكمبيالة)، وتقوم مؤسسات مالية عديدة بالاستثمار بهذه القبولات من خلال شرائها بخضم، والإحتفاظ بها إلى موعد استحقاقها حتى تحصل كامل قيمتها الإسمية وتربح الفرق¹.

هـ - شهادات الإيداع:

شهادة الإيداع وثيقة تثبت وجود وديعة في بنك بمبلغ ثابت بمعدل عائد فائدة محددة خلال فترة محددة، وعوائدها تكون معفاة من الضرائب. ونظرا لخصائصها هذه فإن البنوك تشجع إصدارها لتحصل موارد ثابتة ومستقرة منها، مما يشجع على الإستثمار طويل الأجل وعلى منح الإئتمان للأجل الطويل الذي تحتاجه المشاريع الكبيرة².

¹ زياد رمضان، المرجع نفسه، ص 47² المرجع نفسه، ص 48

و- العملات الأجنبية:

تنتشر أسواق العملات الأجنبية شتى أنحاء العالم وتحوز على اهتمام قسم كبير منها، مثل لندن، باريس، فرانكفورت، طوكيو وغيرها¹.

5) عوائق وحوافز الاستثمار:

يواجه المستثمر عدة عراقيل وعوائق غالباً ما تؤدي إلى فشل المشروع الاستثماري، ومن جهة أخرى يصادف المستثمر فرصاً وحوافز قد تساعد في إنجاح المشروع أو الاستمرارية والبقاء، ويمكن تلخيص أهم العوائق والحوافز التي ترتبط بعملية الاستثمار فيما يلي:

5-1) عوائق الاستثمار:

من بين أهم العراقيل التي تواجهها عملية الاستثمار يوجد:²

- أ) التكاليف: حيث أن ارتفاع التكاليف وتعددتها يعيق عملية الاستثمار؛
- ب) ندرة رأس المال إلى جانب معوقات التمويل: وتتمثل خاصة في ارتفاع معدلات الفائدة، نقص آليات وطرق التمويل، قلة ضمانات التمويل، نقص التمويل؛

¹ المرجع نفسه، ص 49

² حياة بن حراث، سياسات التمويل الموجهة لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، رسالة دكتوراه علوم منشورة، جامعة تلمسان، ص ص 23-28

(ت) **مشاكل التسويق**: تصادف المؤسسات عدة مشاكل في تسويق منتجاتها سواء كان

ذلك في التوزيع، الترويج، تحديد السعر، المنافسة وغيرها؛

(ث) **الضرائب والرسوم**: ارتفاع معدلات الضرائب وتعددتها، الازدواج الضريبي، كل هذا

يعيق عملية الاستثمار خاصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛

(ج) **الصعوبات الإدارية**: والمتمثلة في الفساد الإداري (الرشوة- التعصب- التسلسل-

المحسوبية..) بالإضافة إلى بطيء الإجراءات الإدارية وطول مدتها وعوائق أخرى؛

(ح) **العوائق القانونية**: تكمن في تعدد القوانين وكثرة التعديلات والتغييرات، بالإضافة

إلى عدم تطبيقها بشكل سليم ويخدم عملية الاستثمار.

2-4) **خوافز الاستثمار**:

تتمثل خوافز عملية الاستثمار حسب ما جاء في المادتين 12 و 13 من القانون 09-16

المؤرخ في 3 أوت 2016 والمتعلق بترقية الاستثمار، في: ¹

- الإعفاءات منها: الإعفاءات الجمركية، الإعفاءات الضريبية، تخفيض الرسوم؛

- التسهيلات والإعانات الحكومية؛

- ضمانات الاستثمار؛

- الخوافز المالية والتمويلية كالدعم المالي.

¹ المادتين 12 و 13 من القانون 09-16 المؤرخ في 3 أوت 2016 والمتعلق بترقية الاستثمار، ص ص 19-20

بالإضافة إلى عوامل أخرى تشجع وتحفز المستثمر على تحقيق عملية الاستثمار مثل:

- طبيعة السوق؛
- الإطار التشريعي والتنظيمي للاستثمار؛
- الاستقرار السياسي والاقتصادي للدولة؛
- بنية تحتية مناسبة للاستثمار؛
- بيئة إدارية بعيدة عن روتين إجراءات التأسيس والترخيص، وطرق الحصول على الخدمات المختلفة.

ثانيا: قرارات الاستثمار

حتى تحقق المؤسسة أهدافها لا بد من اتخاذ عدة قرارات لتسيير نشاطها بطريقة عقلانية وجيدة وتوجيه أعمال أفرادها وفق خطط مدروسة. وتتم هذه القرارات من خلال ما يعرف بعملية اتخاذ القرار.

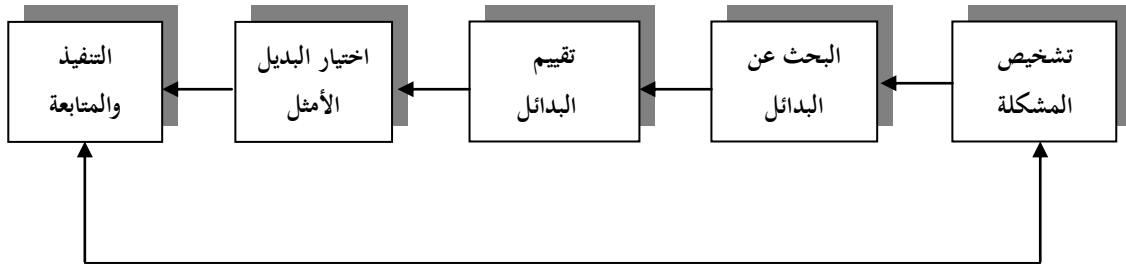
1) ماذا نقصد بعملية اتخاذ القرار:

يمكن اعتبار عملية اتخاذ القرار وسيلة لحل المشاكل والاختيار بين عدة حلول ممكنة بهدف تحقيق أكبر عائد وبأقل تكلفة. وهي سلسلة من الخطوات المتتابعة، ووفقا لعدد من أدبيات إدارة الأعمال فإنها تشمل:¹

¹ حسين طعمة، نظرية اتخاذ القرار ت أسلوب كمي تحليلي ، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان . الطبعة الأولى، 2010 ،ص 21

- **مرحلة تشخيص المشكلة:** تحديد المشكلة، تحليلها، التعرف على نقاط قوتها وضعفها، وفقا للأهداف العامة والخاصة المسطرة من طرف المؤسسة؛
 - **مرحلة البحث عن البدائل:** اقتراح وتحديد الحلول الممكنة، بالاعتماد على تجارب وخبرات ومعلومات سابقة في المؤسسة أو خارجها؛
 - **مرحلة تقييم البدائل:** أي تقديم البدائل على شكل قيم من خلال استخدام الطرق الكمية أو الكيفية التي يعتمد عليها متخذ القرار، ثم ترتيبها حسب الهدف (تعظيم الأرباح- تقليص التكاليف)؛
 - **مرحلة اختيار البديل الأمثل:** تحديد البديل الذي يحقق الأهداف المسطرة، أكبر قيمة في حالة تعظيم الربح، أو أقل قيمة في حالة تقليص التكاليف،
 - **مرحلة تنفيذ القرار ومتابعته:** من خلال عملية التقييم المستمر للنتائج.
- يمكن تقديم مراحل عملية اتخاذ القرار وفقا للمخطط التالي:

الشكل رقم (1): مراحل عملية اتخاذ القرار



التغذية العكسية (تقييم النتائج)

المصدر: من إعداد، بن حراث حياة بناء على المرجع حسين طعمة، نظرية اتخاذ القرار ت أسلوب كمي تحليلي ، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان . الطبعة الأولى، 2010، ص 21

(2) مفهوم قرار الاستثمار:

يعتبر قرار الاستثمار مشكلة تواجهها المؤسسة أو متخذ القرار والتي تتطلب المرور بمختلف مراحل عملية اتخاذ القرار للوصول إلى نتيجة واضحة، إضافة إلى أنه متعلق باستراتيجية المؤسسة على المدى البعيد وقرارات المؤسسة على المدى القصير، ومنه يرتبط قرار الاستثمار بالعائد والمخاطرة، وعلى المؤسسة التنبؤ بالصعوبات التي تتعرض لها من كل الجوانب لأنها ستحدد مستقبلها ومصيرها، وبالتالي أي خطأ في التقدير قد يؤدي إلى فشل المشروع.

ولتفادي هذه الاختلالات التنبؤية، على المؤسسة أن تدرس المشروع حسب الظروف التي ستطلق فيه، حيث يمكن تصنيف ظروف المحيط إلى ثلاثة أنواع، وفقا للمحيط الخارجي الذي تتكيف معه المنظمة¹:

▪ **ظروف التأكد:** تكون البدائل والمعلومات لحل المشكلة معروفة ومعلومة، ك شراء

آلات، معدات أراضي، مباني، وغيرها من الأنشطة؛

▪ **ظروف المخاطرة:** تكون البدائل معروفة ونتائجها مشكوك فيها أي تواجه مجموعة

من الاحتمالات، كالتوسع، دخول أسواق جديدة؛

¹ jean BARREAU et Jacqueline DELAHAYE, gestion financière, 10^{ème} ed, ed dunod, 2001, paris, p341

- **ظروف عدم التأكد:** وهي الأكثر صعوبة وتعقدا حيث تكون فيها البدائل غير معروفة وكذلك احتمالات حدوثها والعوائد المحتملة، كالقرارات الاستراتيجية، البورصة والأوراق المالية.

(3) أنواع القرارات والقرارات الاستثمارية:

يمكن التمييز داخل المؤسسات بين القرارات المبرمجة (الروتينية/ الرتبية) وبين القرارات غير المبرمجة (الجديدة/ غير الرتبية) وهي ملخصة في الجدول الآتي

الجدول رقم (1): أنواع القرارات وعناصر مقارنتها

عنصر المقارنة	القرارات المبرمجة	القرارات غير المبرمجة
نوع المشكلة	متكررة	جديدة
طبيعة المهمة	واضحة	غير واضحة بشكل دقيق
المعلومات	متوفرة إلى حد كبير	قليلة إلى حد كبير
عدد البدائل	متعددة	محدودة
القواعد والإجراءات السابقة	دائما	نادرا
المستوى الإداري لمتخذي القرار	الإدارة الإشرافية والوسطى	الإدارة العليا
درجة المخاطرة	محدودة جدا	كبيرة جدا
أمثلة	طلبات لوازم، تسجيل الفواتير	التنوع في المنتجات، أسواق جديدة

المصدر: حسن شرقي، نظرية القرارات الإدارية، مدخل كمي في الإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الأولى، 1997، ص22

أما القرارات الاستثمارية فهي تختلف حسب درجة المخاطرة وتحديد البدائل المتاحة:¹

¹ : حسن شرقي، نظرية القرارات الإدارية، مدخل كمي في الإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الأولى، 1997

- قرارات تحديد أولويات الاستثمار؛
- قرارات قبول أو رفض الاستثمار؛
- قرارات الاستثمار في ظروف التأكد؛
- قرارات الاستثمار في ظروف عدم التأكد والمخاطرة؛
- قرارات تعتمد على التحليل الوصفي؛
- قرارات تعتمد على التحليل الكمي.

4) العوامل المحددة لقرار الاستثمار

يواجه متخذ القرار العديد من الصعوبات في ظل الظروف التي سيتم اتخاذ القرار عندها، لأن قرارات الاستثمار تتأثر بمجموعة من العوامل يمكن أن تؤدي إلى نتائج أخرى، ومن بين هذه العوامل يوجد:

4-1) الكفاية الحدية للاستثمار:

هو سعر الخصم الذي يجعل القيمة الحالية لصافي العائد المتوقع من الاستثمار مساويا تماما لتكلفة الاستثمار الأولي خلال مدة معينة، ويوجد علاقة عكسية بين حجم الاستثمار والكفاية الحدية للاستثمار، ما دام هناك علاقة طردية بين الكفاية الحدية

للاستثمار ومعدل الفائدة، حيث كلما ارتفع معدل الفائدة (i) كلما انخفض الطلب على الاستثمار ومن تم انخفاض حجم الاستثمار¹؛

2-4) معدل الفائدة:

يؤدي انخفاض معدلات الفائدة على الاقتراض إلى إقبال المستثمرين على المزيد من الاستثمار، وارتفاعه يؤدي إلى حدوث العكس، لكن قد لا يكون معدل الفائدة العامل الوحيد في تغيير الاتجاه العام للاستثمار لأنه يوجد عوامل أخرى كالأرباح، رقم الاعمال، تغييرات أسعار السلع و الخدمات، الدخل، القدرة الشرائية وغيرها من العوامل²؛

3-4) معدل الخصم:

يتحدد هذا المعدل على حسب تغيرات معدلات الفائدة، معدلات التضخم وقيمة النقود، ولمعدل الخصم نفس تأثير معدل الفائدة على حجم الاستثمار، والعلاقة عكسية بينهما، حيث إذا انخفض معدل الخصم يزداد الاستثمار والعكس في حالي انخفاضه ينخفض الاستثمار أو يقل³؛

¹ محمد اسماعيل عثمان، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، ص 10

² محمد اسماعيل عثمان، نفس المرجع السابق، ص 10

³ HAMDANI BENALI, techniques de choix des investissement, séries ouvrages n 18, faculté de droit de MARRAKECH, 1999, p 14

4-4) حوافز الاستثمار¹:

هي كل الامتيازات والإعفاءات الممنوحة لبعض القطاعات أو المشاريع خلال فترة معينة، كلما تم زادت الحوافز التي تقدمها الحكومات كلما ارتفع الاستثمار وتطور في ذلك المجال الذي يتم تحفيزه، والعكس في حالة عدم تقديم حوافز لمشاريع أو قطاعات أخرى فإن الاستثمار فيها يكون قليلا أو ينعدم في الأحيان؛

4-5) مدى توفر مصادر التمويل²:

كلما تم توفير تمويل للمشاريع أو توفر المال الكافي سواء كان مصدره ذاتيا أو خارجي كلما زاد الاستثمار، والعكس صحيح في حالة عدم توفر مصادر التمويل اللازمة للمشروع؛

4-6) حالة تفاؤل أو تشاؤم متخذ القرار³:

يلعب سلوك المستثمر في عملية اتخاذ القرار دورا مهما، وترتبط حالة التفاؤل والتشاؤم بالتوقعات المستقبلية، حيث كلما كان هذا الأخير متفائلا كلما زاد الاستثمار، وإذا كان في حالة تشاؤم انخفض الاستثمار.

¹ محمد اسماعيل عثمان، مرجع سبق ذكره، ص 11

² محمد اسماعيل عثمان، المرجع نفسه، ص 13

³ HAMDANI BENALI, OPCIT, p 15

(5) العناصر المحددة لقرار الاستثمار:

يتكون الاستثمار بصفة عامة من عناصر مرتبطة ارتباطاً مباشراً مع بعضها البعض وتتمثل في تكلفة الاستثمار، نفقات الاستغلال، الإيرادات، عمر الاستثمار، القيمة المتبقية، التدفق النقدي.

5-1) تكلفة الاستثمار

ويرتبط اتخاذ القرارات الاستثمارية بالمفهوم المالي الأساسي الذي يطلق عليه العائد/التكلفة، إذ في ظل هذا المفهوم سيتم الاستثمار في الأصل الاستثماري عندما يزيد العائد كقيمة حالية عن التكلفة كقيمة حالية.

"إن تكلفة الاستثمار هي تلك المصاريف المباشرة أو غير المباشرة الضرورية لإنشاء أو تحقيق المشروع"¹، وتتمثل هذه المصاريف في اقتناء التجهيزات، الأراضي، المباني، المخزونات، السندات، وكل المصاريف الثانوية مثل تلك المتعلقة بالشراء، النقل، الجمارك، تكوين العمال، وقد تكون تكاليف الاستثمار "مصرفة مرة واحدة وفي وقت محدد، كما قد تصرف على مراحل أي على عدة فترات"².

¹ Anne-Marie KEISER, gestion financière, 5^{ème} ed, ed eska, 1998, paris, p :132

² Hervé THIRIEZ, initiation au calcul économique, ed dunod, 1977, paris, p :44

5-2) نفقات الاستغلال:

وهي عبارة عن التكاليف اللازمة لتشغيل المشروع، وتظهر عند البدء بالاستغلال المشروع، وتنقسم إلى نفقات الاستغلال المباشرة (تكاليف المواد الأولية، تكاليف اليد العاملة، الصيانة، الإيجارات، الدعاية والإشهار، التأمين، المصاريف الإدارية، مصاريف الطاقة)، ونفقات الاستغلال غير المباشرة (مخزون إضافي، موظفو الإدارة الإضافيين، ماعدا المصاريف المالية لا تدمج ضمن المصاريف غير المباشرة بل يتم حسابها في معدل الفائدة¹.

5-3) عمر الاستثمار:

وهو " عدد السنوات التي من خلالها ننتظر عائدات أو سيتم فيها الإنفاق على الاستثمار"²، ويرتبط مفهوم العمر الاقتصادي بمفهوم دراسات الجدوى للمشاريع الاستثمارية من حيث أن دراسات الجدوى تتطلب بالدرجة الأولى تحديد العمر الاقتصادي للمشروع؛ وفي هذا الصدد تشير أغلب الدراسات إلى ضرورة التمييز بين العمر الاقتصادي والعمر الإنتاجي.

إذ يراد بالعمر الإنتاجي الفترة التي يكون فيها المشروع مجدياً إنتاجياً أي أن يثبت قدرته على الإنتاج مع استمرار عملية الصيانة كالألات والتجهيزات دون الأخذ بعين

¹ محاضرات الأستاذ عابد العربي، مادة اختيار الاستثمارات، 2013، جامعة مستغانم، ص 54

² Hervé THIRIEZ, 1977, op.cit, p :44

الإعتبار العائد الاقتصادي الصافي المحقق من هذا المشروع، أما العمر الاقتصادي فيراد به تلك الفترة الزمنية التي يكون فيها المشروع الاستثماري مجديا اقتصاديا أي الفترة التي يحقق فيها المشروع تدفقا نقديا موجبا، ويحسب عمر الاستثمار بالعلاقة التالية:

$$CF_N = CF_E - CF_S > 0$$

$$\text{العمر الاقتصادي} = \frac{\text{مجموع قيمة الأصول الاستثمارية الثابتة}}{\text{مجموع (قيمة الأصل \times معدل الاهتلاك)}}$$

5-4) القيمة المتبقية للاستثمار:

عند نهاية عمر الاستثمار يمكن بيع التجهيزات المملوكة بسعر معين وهذا المبلغ

يسمى القيمة المتبقية للاستثمار¹، وتحسب القيمة المتبقية للأصل بالعلاقة التالية:

$$\text{القيمة المتبقية} = \text{قيمة الأصل} [\text{قيمة الأصل} \times \text{معدل الاهتلاك} \times \text{العمر الاقتصادي}]$$

5-5) التدفقات النقدية:

التدفق النقدي هو "عبارة عن تحركات الأموال التي ترافق الاستثمار منذ البدء

بتنفيذه حتى انتهاء حياته الإنتاجية"²، ويفرق المختصون بين نوعين من التدفقات النقدية:

تدفقات نقدية واردة وأخرى صادرة كما يطلق على هذين النوعين "تدفقات الخزينة الداخلة

¹ Hervé THIRIEZ , idem, p :45

² Anne-Marie KEISER, 1999, op.cit, p :134

والخارجة"¹. والفرق بين هذين النوعين من التدفقات يعرف بالتدفق النقدي الصافي. فالتدفقات النقدية هي الحركة النقدية التي تتكون من التدفقات النقدية الداخلية (مقبوضات) والمتمثلة في الإيرادات والتدفقات النقدية الخارجة (مدفوعات) والمتمثلة في التكاليف، حيث يمكن تصنيف التدفقات النقدية وفق الجدول التالي:

الجدول رقم (03): تصنيف التدفقات النقدية

النشاط	التدفقات النقدية الداخلة	التدفقات النقدية الخارجة
تشغيلي	صافي المبيعات المدينين (الزبائن) أنشطة تشغيلية أخرى	كلفة المباع من البضاعة العاملين والموردين مدفوعات عن أنشطة تشغيلية أخرى
استثماري	التنازل عن التثبيات (نقدا) التنازل عن الاستثمارات (نقدا) استرداد قروض ممنوحة	حيازة تثبيات (نقدا) حيازة استثمارات (نقدا) منح قروض طويلة الأجل للغير
تمويلي	زيادة رأس المال إصدار أسهم وسندات طويلة الأجل. الحصول على قروض	توزيع الأرباح (نقدا) شراء أسهم وسندات طويلة الأجل. تسديد القروض وفوائدها

المصدر: محاضرات الأستاذة مواعي بحرية، السنة ثمانية ماستر تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسات،

مادة: التقييم المالي للمشاريع، 2017، ص 32

يمكن حساب التدفق النقدي وفقا لصيغ عديدة منها:

التدفق النقدي الصافي قبل الضريبة = النتيجة الصافية + الاهتلاكات + المؤونات

$$CFN = RN + AMM + PRO$$

¹ idem, p :134

الفصل الثاني

سياسة الاستثمار على مستوى المؤسسات

الفصل الثاني: سياسة الاستثمار على مستوى المؤسسات

تحتاج القرارات الاستثمارية بمختلف أنواعها الى سياسة مستقرة وواضحة، يتم وضعها من طرف متخذي القرار من خلال منهج تحدد فيه الأهداف. وتختلف سياسة الاستثمار المتبعة من مشروع إلى آخر ومن نظرة إلى أخرى، حيث يمكن التمييز بين سياسات الاستثمار التالية:¹

- سياسة الاستثمار على مستوى المشروع؛
 - سياسة الاستثمار على مستوى الدولة؛
 - سياسة الاستثمار في سوق الأوراق المالية؛
 - سياسة الاستثمار على مستوى البنوك؛
 - سياسة الاستثمار على مستوى البنوك الإسلامية.
- وخصص هذا العمل لدراسة سياسة الاستثمار على مستوى المشروع أو ما يعرف بالمؤسسة، نظرا للتخصص المرتبط بالطلبة (مالية المؤسسة).

¹ عبد المطلب عبد الحميد، مبادئ وسياسات الاستثمار، الدار الجامعية، 2010، الاسكندرية، ص ص 162-200

أولاً: مفهوم سياسة الاستثمار على مستوى المشروع:

(1) ماذا نقصد بسياسة الاستثمار:

يمكن تعريف سياسة الاستثمار على مستوى المؤسسة بأنها: "مجموعة من القواعد والأساليب والإجراءات والتدابير التي تحكم وتوجه قرارات الاستثمار في المؤسسة لتحقيق أكبر قدر ممكن من الزيادة في الطاقة الانتاجية والعوائد بأقل التكاليف، خلال فترة زمنية معينة"¹. ومن خلال هذا التعريف نلاحظ أن لسياسة الاستثمار شروط:

- على المؤسسة اتباع طريقة معينة في اتخاذ قراراتها من أجل تحقيق أهدافها؛
- تنفيذ سياسة استثمار تتطلب أدوات وأهداف وزمن معين تتحقق فيه؛
- تكمن كفاءة هذه السياسة في مدى تحقيق للأهداف بأقل تكلفة وأقل درجة مخاطرة خلال فترة زمنية معينة.

(2) أهداف سياسة الاستثمار:

- يمكن تحديد أهداف سياسة الاستثمار في المؤسسة كما يلي²:
- تحديد ووضع الأسس والقواعد والآليات التي يتم بها اتخاذ القرارات الاستثمارية؛
 - ربط قرار الاستثمار بتحقيق أكبر قدر ممكن من رقم الأعمال والعوائد؛

¹ عبد المطلب عبد الحميد، نفس المرجع السابق، ص 162

² نفس المرجع السابق، 163

- اختيار البدائل الاستثمارية يكون على أساس تحقيق أكبر عائد للاستثمار وتحمل أقل تكلفة استثمارية ممكنة؛
- زيادة قيمة المشروع عبر الزمن وزيادة معدلات نموه؛
- ربط المؤسسة مع مختلف أنشطتها الرئيسية (العمليات - التسويق - التمويل).

(3) الحاجة إلى سياسة استثمار داخل كل مؤسسة:

بعد التطرق إلى مفهوم سياسة الاستثمار وتحديد أهم أهدافها يتضح ضرورة أن يكون داخل كل مؤسسة سياسة استثمارية واضحة المعالم ومبنية على أسس سليمة ومستقرة، نظرا لأنها تتعلق باتخاذ قرارات مستقبلية للشركة (نتائج مستقبلية على المدى المتوسط والطويل)، وتصاحب المشروع في كل مراحل تطوره ونموه (الإنشاء - التجديد - التوسع)¹.

بالإضافة إلى أن القرارات الاستثمارية هي قرارات ترتبط بالطبيعة الاحتمالية لتحقيق الأرباح وتتخذ في ظروف عدم التأكد (المخاطرة)، وعليه ستكون المؤسسة بحاجة إلى المفاضلة والاختيار بين عدة بدائل استثمارية باستخدام آليات وطرق وتحليل النتائج ومن ثم اتخاذ القرار.

¹ عبد المطلب عبد الحميد، نفس المرجع السابق، ص 164

ثانيا: علاقة قرار الاستثمار بالعائد والمخاطرة

يرتبط كل استثمار أو قرار استثماري بالعائد والمخاطرة، حيث أنه ينتج عن كل استثمار عائد، ويرتبط العائد دائما بوجود درجة من المخاطرة والتي تعبر عن عدم التأكد. بعبارة أخرى إن العائد على الاستثمار يقوم على توقعات والتوقعات مرتبطة دائما بأوضاع احتمالية.

1) مخاطر الاستثمار:

مخاطر الاستثمار عبارة عن احتمال عدم تحقيق العوائد النقدية المتوقعة، أو عدم التأكد مما سيحدث في المستقبل. ويعتبر الخطر من أهم المشاكل الأساسية المرتبطة بقرار الاستثمار، فكل القرارات الاقتصادية وخاصة منها المالية معرضة له، وكل نتيجة منتظرة من القرار لا يمكن التأكد منها بصفة نهائية هي بحد ذاتها مخاطرة، فالخطر هو: "التضحية باليقين الحاضر للحصول على وعود مغرية في مستقبل محتمل و غير مؤكد"¹، وللتوضيح أكثر سيتم التطرق إلى المخاطر بصفة عامة.

1-1) تعريف المخاطر:

يأخذ مصطلح المخاطر مفاهيم عديدة تعكس وجهات نظر الباحثين المختلفة حول هذا المفهوم، ويمكن تلخيصها فيما يلي:

¹ norbert GUEDJ, finance d'entreprise (les règles du jeu), ed organisation, 2000, paris.,p :297

المخاطر هي "درجة التقلب في العائد المتوقع، أو هي احتمال اختلاف العائد الحقيقي للاستثمار بالعائد المتوقع من ذلك الاستثمار حسب درجة المخاطر، ويوجد حالات تتعدم فيها المخاطر عندها تتساوي فيها العوائد المتوقعة مع العوائد الفعلية، وهي حالات نادرة جدا في الحالات الاقتصادية"¹.

المخاطر هي "احتمال خطأ في النتائج المتنبؤ بها، فإذا كان الاحتمال مرتفعا عندها ستكون درجة المخاطر عالية، أما إذا كان الاحتمال منخفضا فإن درجة المخاطر ستكون منخفضة"²، وهذا ما يؤكد ارتباط العائد بالمخاطر.

المخاطر هي "إمكانية الحصول على عوائد حقيقية مختلفة عن العوائد المتوقعة وهذا ما يدل على وجود تقلبات في العوائد مستقبلا"³.

1-2) تصنيف المخاطر:

تأخذ المخاطر عدة أنواع وتصنيفات منها ما يكون من وجهة نظر المؤسسة ومنها ما يكون من وجهة نظر السوق أو بيئة الأعمال، ففي الحالة الأولى ويمكن أن نميز بين عدة أنواع من الخطر، وهي:⁴

¹ حسن السلطان، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، كلية الاقتصاد، دمشق، 2010 ص ص: 7-17 بالتصرف

² صلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد رحمان الدوري، إدارة البنوك (مدخل كمي واستراتيجي معاصر)، دار وائل للنشر، الأردن، 2000، ص: 166.

³ صلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد رحمان الدوري، نفس المرجع السابق، ص 166

⁴ norbert GUEDJ, idem, p:297

- الخطر التجاري (انخفاض الأسعار ، المنافسة القوية مثلا)؛
 - الخطر التقني (الاختراعات الحديثة و الإبداع مثلا)؛
 - الخطر الاجتماعي (انخفاض المستوى الاجتماعي مثلا)؛
 - الخطر الاقتصادي (ارتفاع أسعار المواد الأولية أو عوامل الإنتاج مثلا)؛
 - الخطر المالي (المرتبط بتراجع أو تفاقم الديون لتمويل المشروع مثلا)؛
- وعند دراسة الخطر يتم التمييز بين الخطر الاستغلالي (التجاري، التقني، الاجتماعي، الاقتصادي، السياسي) و الخطر المالي، وإدماج الخطر في حساب المعايير سيغير من النتائج أو من مردودية المشروع.
- أما في الحالة الثانية تصنف المخاطر إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة:

➤ المخاطر المنتظمة:

"هي مخاطر عامة تؤثر على جميع الاستثمارات في السوق بفعل عوامل مشتركة وبالتالي لا يمكن التحكم فيها بسهولة، وغالبا ما تظهر هذه المخاطر عند وقوع أحداث كبيرة تتأثر معها السوق بأكمله مثلا حدوث حروب أو تغيير في النظام السياسي"¹.

¹ - أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص: 17.

➤ المخاطر غير المنتظمة:

"تنتج هذه المخاطر من عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، ويمكن للمؤسسة أن تتنبأ بمخاطرها وتحد منها، مثلاً الإضراب العمالية في الشركة أو في القطاع الذي تنتمي إليه، الأخطاء الإدارية في تلك الشركة، ظهور قوانين جديدة تؤثر على تلك الشركة"¹

وينتج عن المخاطر النظامية وغير النظامية عدة أنواع من المخاطر وهي:

- مخاطر السوق:

تشير المخاطر السوقية إلى التحرك العام في أسعار الأوراق المالية، حيث تعمل الأحداث الخارجية على تحريك أسعارها، وبذلك يصعب التنبؤ بها، ولا يمكن للمستثمر تجنب هذه التقلبات القصيرة الأجل.

- مخاطر الإدارة:

تتمثل في سوء التسيير والأخطاء التي يرتكبها المديرون في المؤسسة، التي تؤثر على مسار الشركة ومستقبلها، لذلك على المؤسسة أن تدرك خطورة هذا الأمر وتحاول

¹ - زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الثانية، 2002، ص: 333.

إيجاد الحلول المناسبة ومواجهة المشاكل، وتكون يقظة في إدارة شؤونها واستغلال الظروف المناسبة، وكل هذا سيكون له تأثير كذلك على عائدها المادي ويحقق أهدافها.¹

- مخاطر الصناعة:

تتعلق بظروف خاصة بالصناعة، مثل نذرة توفير المواد الأولية اللازمة، نزاعات مستمرة بين العمال وإدارة المصنع، تكنولوجيا جديدة، شدة المنافسة، بالإضافة إلى القوانين المرتبطة بالرقابة على التلوث البيئي.²

- مخاطر الأعمال:

تنشأ هذه المخاطر بسبب نوعية الأداء التشغيلي ومتغيرات بيئة الأعمال، والمتمثلة في السياسات الإدارية، ظروف المنافسة، تغيرات طلب المستهلكين والظروف الاقتصادية، مما تؤدي إلى تذبذب عوائد العمليات التشغيلية.³

- مخاطر الرفع التشغيلي والمالي:

يرتبط الرفع التشغيلي بهيكل تكاليف المنشأة، حيث يظهر بسبب زيادة التكاليف الثابتة التشغيلية بالنسبة للتكاليف الكلية، حيث يزيد الرفع التشغيلي كلما ارتفعت التكاليف الثابتة التشغيلية مع ثبات العناصر الأخرى المتمثلة في المبيعات والتكاليف المتغيرة. أما

¹ - حامد العربي الحضيبي، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، مصر، 2000، ص: 48.

² - محمد مطر، فايز تيم، نفس المرجع السابق، 2005، ص: 48.

³ - محمد مطر، فايز تيم، المرجع نفسه، ص 48

مخاطر الرفع المالي فتحدث نتيجة استخدام المؤسسة لأموال الغير بتكلفة ثابتة، مثل السندات والأسهم الممتازة، وكلما زاد حجم الاقتراض زادت مخاطر الرفع المالي، مما سيؤدي إلى انخفاض أرباح التشغيل عن تكلفة التمويل، ومنه انخفاض الربح¹.

- مخاطر الإفلاس:

مخاطر الإفلاس ما هي إلا نتيجة المخاطر السابقة وخاصة ومخاطر الرفع المالي والتشغيلي، حيث تصبح المؤسسة غير قادرة على تسديد التزاماتها تجاه الغير، بسبب عدم توازن مركزها المالي، ومن جهة لا يستطيع أصحاب الأموال استرجاع مستحقاتهم².

- مخاطر سعر الفائدة:

هو الخطر الناتج عن ارتفاع معدلات الفائدة في الأسواق مما ينتج عنه انخفاض في قيمة الأصل أو سندات وأسهم المؤسسة، وتقاس مخاطر سعر الفائدة باستخدام النسبة بين الأصول والخصوم التي تتأثر بتذبذب أسعار الفائدة³.

¹ - محمد مطر، فايز تيم، نفس المرجع السابق، ص: 49.

² - زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الثانية، 2002، ص: 333.

³ - زياد رمضان، نفس المرجع السابق، 2002، ص: 333.

- مخاطر التضخم:

إذا ارتفع معدل التضخم فإن القيمة المتوقعة للعوائد بالنسبة للمؤسسة ستتناقص بسبب انخفاض القدرة الشرائية التي كانت نتيجة ارتفاع اسعار السلع المعروضة في الأسواق¹.

- مخاطر السيولة:

يتعرض المستثمر إلى مخاطر السيولة الناتجة عن انخفاض القدرة الشرائية للعملة بسبب التضخم، إذ تنخفض قيمة السند الحقيقية عن الاسمية، حيث كلما طالت مدة السند ارتفعت مخاطر السيولة².

1-3 طرق تحليل المخاطر الممكنة:

يوصي خبراء الاستثمار بإجراء ثلاثة أنواع من أجل تحليل مخاطر عدم التأكد وهي: تحليل نقطة التعادل - تحليل حساسية المشروع - التحليل الاحتمالي.

(أ) تحليل نقطة التعادل:

هي النقطة التي تتساوى فيها الإيرادات مع التكاليف، وبالتالي يكون مستوى المبيعات عند نقطة الصفر أي لا يحقق لا ربح ولا خسارة³.

¹ حسني علي خربوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، 2007، عمان، ص 53

² حسني علي خربوش وآخرون، نفس المرجع السابق، ص 54

³ norbert GUEDJ, finance d'entreprise (les règles du jeu), ed organisation, 2000, paris. P 57

ب) تحليل الحساسية:

تبين هذه الطريقة كيف يتغير صافي القيمة الحالية للمشروع نتيجة تغير أحد المتغيرات التي تدخل في عملية الحساب الاصلية، مثل رقم الاعمال - سعر بيع الوحدة - تكلفة الوحدة - معدل الخصم - المدة¹.

ت) التحليل الاحتمالي:

لكل قرار استثماري توقع، ويمكن قياس درجة المخاطرة حسب التوزيع الاحتمالي أو الاحتمال التقديري المصحوب بكل رقم².

مثال تطبيقي:

- تقدير تفاؤلي يعني حالة ازدهار باحتمال 0,2

- تقدير تشاؤمي يعني حالة انكماش باحتمال 0,2

- تقدير ثابت يعني حالة عادية باحتمال 0,6

الجدول رقم (2): معطيات التحليل الاحتمالي

الحالة الاقتصادية	الارباح المتوقعة	احتمال حدوث كل حالة	القيمة المتوقعة
انكماش	150	0,2	30
عادية	400	0,6	180
ازدهار	600	0,2	120

¹ norbert GUEDJ, OPCIT, p60

² norbert GUEDJ, IDEM, p62

النتيجة المتوقعة من الأرباح هي:

$$330 = 120 + 180 + 30 \text{ ون}$$

(2) العائد الاستثماري:

(1-2) مفهوم العائد:

يقصد بالعائد صافي التدفق النقدي الناتج عن استثمار مبلغ معين، وكذلك المقابل الذي يتوقعه المستثمر المستقبل،. بعبارة أخرى. العائد هو مكافأة إضافية متوقعة من المستثمر مقابل تخليه الآن عن إشباع معين¹.

(2-2) علاقة العائد بالمخاطرة:

يوجد علاقة طردية تربط بين مفهوم العائد والمخاطر معا في، حيث كلما ارتفع طموح المستثمر لتحقيق عائد على استثماراته، كلما أعد نفسه لتحمل مستوى أعلى من المخاطر والعكس صحيح، في حالة انخفاض توقعات المستثمر حول العائد. وبغض النظر عن سلوك المستثمر في عملية اتخاذ القرار الاستثماري، فإنه دائما يقارن بين العائد والمخاطر، ليتخذ القرار الاستثماري الذي يضمن له إما:

- تحقيق أعلى عائد عند مستوى ثابت من المخاطر.

- أو تحقيق أقل مخاطر عند مستوى ثابت من العائد.

¹ - صلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، مرجع سابق، 2000، ص: 177.

2-3) إدارة المخاطر:

تمر عملية إدارة المخاطر بمجموعة من المراحل تمكن متخذ القرار من تجنب بعض

المخاطر أو التحكم في درجة التأثير بها وهي:¹

- تحديد المخاطر (التي من المحتمل أن تؤثر كثيرا على المشروع)؛
- قياس المخاطر (تقييم مدى تأثير المشروع ومخرجاته بالمخاطر المحددة)؛
- تطوير الاستجابات (القيام بما يمكن لتجنب أو مواجهة هذه المخاطر)؛
- التحكم في رد المخاطر (الاستجابة للتغيرات على مدى فترة المشروع).

2-4) أثر الخطر وعدم التأكد على محددات قرار الاستثمار:

عادة ما يؤدي اتخاذ القرار في ظروف التأكد إلى نتائج غير دقيقة، لذلك لا بد من

الأخذ بعين الاعتبار مفهوم الخطر وعدم التأكد وإدخال بعض الأساليب لمعالجة المتغيرات الأساسية المتحكم فيها ضمن عملية اتخاذ قرار الاستثمار.

أ) التدفقات النقدية:

تعتبر التدفقات النقدية غير مؤكدة الحدوث، كما يمكن أن تختلف عبر الزمن وهذا

الاختلاف في القيم المتوقعة هو ما يعرف بالمخاطرة، فكلما كان الاختلاف كبيرا كلما

¹ حسن السلطان، 2007، ص 18

كانت درجة المخاطرة مرتفعة، وتقاس هذه الأخيرة عن طريق الانحراف المعياري للتدفقات النقدية¹.

ب) مدة حياة المشروع:

تفترض المعايير المستخدمة في حالة التأكد أن العمر الإنتاجي للفرص الإنتاجية ثابتة ولا تتأثر بالظروف الخارجية، إلا أن هذه الفرضية غير واقعية لأن العمر الإنتاجي للمشروع مقدر وليس حقيقي، وعليه فإن استعمال مثل هذه الطرق في اتخاذ قرار الاستثمار قد يؤدي نتائج غير دقيقة. ولتجنب هذه النتائج تم اقتراح " أسلوب تخفيض مدة المشروع"³.

ج) مبلغ الاستثمار الأولي :

في ظروف التأكد يتم تحديد مبلغ الاستثمار، ولا يطرأ عليه أي تغيير إلا إذا كان موزع على أكثر من فترة يتم استحداثه،" لكن هذا الافتراض ليس صحيحا بسبب التغيرات التي قد يحدث في المستقبل"⁴.

¹ BERTRAND. H et Charles Heitz, comment évaluer les risques lie aux investissement, ed Clet, 1989, p : 51.

³ Eric STEPHANY ,2000 , op.cit, p :154

⁴ BERTRAND. H et Charles Heitz, 1989, op.cit, p : 51.

ثالثاً: تمويل الاستثمار في المؤسسة

يعتمد نجاح الاستثمار بالدرجة الأولى على عملية التمويل وما توفره من مختلف الوسائل التي تساعد في إنشاء واستغلال وتوسيع نشاط المؤسسة، كما أن فشل الاستثمار يعود بالدرجة الأولى إلى عملية التمويل، باعتبارها مشكلاً وعائقاً يقف أمام تحقيق مختلف أهدافها، إذن على المؤسسة وضع سياسة التمويل تضمن لها نجاح هذه العملية.

1) المقصود بتمويل الاستثمار:

يمكن تعريف عملية التمويل من وجهة نظر المشروع على أنها: "توفير المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع خاص أو عام"¹، كما يعرفها البعض على أنها: "الحصول على الأموال بغرض إستخدامها لتشغيل أو توسيع المشروع، وتحديد أفضل مصدر للأموال من خلال التكلفة والعائد"².

وتحتاج عملية التمويل إلى سياسة واضحة من أجل تحقيق أهداف التمويل من جهة وأهداف الاستثمار من جهة أخرى.

¹ - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص: 24

² أحمد بوراس، المرجع نفسه، ص: 24

(2) تعريف سياسة التمويل:

تعرف سياسة التمويل بأنها: "مجموعة من القواعد والأساليب والإجراءات والتدابير التي تعمل على توفير الموارد المالية اللازمة في الوقت المناسب، وبأقل تكلفة ممكنة مع استغلال تلك الموارد بعقلانية"¹.

فمن خلال هذا التعريف تتحدد مجموعة من الأهداف تسعى إلى تحقيقها سياسة التمويل والتي تتمثل في:²

- توفير الأموال اللازمة للمؤسسات في الوقت المناسب؛
- تحديد كيفية الحصول على الأموال اللازمة ومصادرهما المختلفة للقيام بنشاطها في مراحلها المختلفة (الإنشاء - التوسع - النمو)؛
- تحديد كيفية إدارة هذه الأموال لتحقيق أقصى ربح ممكن؛
- تحديد تكلفة الحصول على الأموال وتكوين هيكل التمويل الأمثل للمؤسسة الذي يحقق الأهداف المطلوبة بأقل تكلفة ممكنة (هذا في حالة وجهة نظر المؤسسة).
- ويتطلب تطبيق سياسة تمويل الاستثمار تحديد مصادر التمويل المتاحة والممكن اختيارها

¹ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص: 171

² عبد المطلب عبد الحميد، المرجع نفسه، ص: 172

حسب الإمكانيات الخاصة بالمؤسسة، ويوجد عدة مصادر أو طرق تمويل يمكن استخدامها لتمويل الاستثمار.

(3) مصادر تمويل الاستثمار:

تختلف المعايير المعتمدة في تصنيف مصادر التمويل المختلفة، فهناك من يستخدم التصنيف حسب الزمن (تمويل طويل الأجل، متوسط وقصير الأجل) وهناك من يستخدم التصنيف حسب طبيعة التمويل (تمويل داخلي وخارجي).

وبما أن عملية التمويل تخص الاستثمار فسيتم الأخذ بعين الاعتبار التصنيف حسب طبيعة التمويل بإعتباره التصنيف الأفضل والذي يساعد المؤسسة في تحديد المصدر الملائم والأنسب لها.

(3-1) التمويل الداخلي:

وهو ما يعرف بالتمويل الذاتي، ويقصد به "الأموال الناتجة عن العمليات الجارية للمؤسسة دون مصادر خارجية" والتي تمكنها من تغطية إحتياجاتها المالية، تسديد الديون، إنجاز الاستثمارات وزيادة رأس المال العامل"¹.

¹ - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص ص: 27-28

بعبارة أخرى التمويل الذاتي هو: " قدرة المؤسسة على تمويل ذاتها من خلال كل العمليات التي تقوم بها لتحقيق فائض في نتيجة إستغلال الدورة، الإهلاكات، المؤونات والأموال المحتجزة (غير الموزعة)، باعتبار كل هذه العناصر مصادر للتمويل الذاتي.¹

3-2) التمويل الخارجي:

نظرا لضعف إمكانية بقاء المؤسسات على التمويل الداخلي الذي غالبا لا يخدم أهدافها المتوسطة والطويلة المدى، فإنها تلجأ إلى مصادر تمويل خارجية حتى تتمكن من حل مشاكلها المالية وتمويل مختلف احتياجاتها. ومن بين أهم المصادر الخارجية التي قد تجعل نشاط هذه المؤسسات ناجحا والتي تلجأ إليها بكثرة يوجد: التمويل البنكي (سواء كان تقليديا أو إسلاميا)، القروض والصكوك بمختلف أنواعها، التمويل عن طريق الائتمان التجاري من طرف الموردين، اعتماد بعض المؤسسات المالية للتمويل، التمويل بالمشاركة (شركات رأس مال المخاطر)، أو اللجوء إلى السوق المالي من خلال طرح السندات والأسهم ومختلف المشتقات المالية التي سنتطرق إليها في الفصل الرابع.

واختيار أحد الأساليب يتطلب دراسة تكلفة التمويل وبالطبع سيقع الاختيار على أقل تكلفة وأكبر عائد للمؤسسة، بعبارة أخرى ما هو التمويل المناسب للمؤسسة والذي سيزيد من نمو رأسمالها؟

¹ - بن حراث حياة، تقييم الاستثمار على مستوى المؤسسات والبنوك، رسالة ماجستير، جامعة مستغانم، 2006، ص: 203

4) مراحل عملية التمويل وإحتياجات التمويل:

بعد تحديد مختلف مصادر التمويل الداخلية والخارجية التي يمكن لصاحب المؤسسة إختيارها والمفاضلة بينها، تأتي خطوة مهمة جدا ألا وهي مراحل عملية التمويل التي تقوم بها المؤسسات ذاتها أو دائنوها، والتي يتم حصرها في مجموعة من الخطوات الرئيسية ثم تليها خطوة مهمة كذلك تتمثل في تحديد مختلف الإحتياجات المالية للمشروع والطرق التمويلية التي تفي بالغرض لحظها.

4-1) مراحل عملية التمويل:

تمر عملية تمويل المؤسسات بمراحل يمكن حصرها في الخطوات التالية:

أ) الدراسة الأولية:

يقوم صاحب المؤسسة بدراسة شاملة حول المشروع المقترح تنفيذه، بتحديد مختلف الكفاءات والخبرات ومؤهلات القائمين على إنجازها، نوع الخدمة التي يقدمها وخصائصها، مدى توفر السوق المناسبة له وإدارة ظروف العرض والطلب والمنافسة، والإطلاع على جميع القوانين الخاضعة إليها، والأخطار المختلفة المحيطة والمردودية المتوقعة، وتُطلب هذه الدراسة من صاحب المشروع في حالة تقديم طلب التمويل إلى البنوك أو المؤسسات

المالية والتي تقوم بدورها بمراحل هذه الدراسة أو تحديد العناصر التي ينبغي على صاحب المشروع إعدادها وفقا لشروطها¹.

ب) دراسة جدوى المشروع:

من أجل الوصول إلى قرار استثماري ناجع ورشيد، تتم دراسة شاملة حول جدوى المشروع ويتعلق الأمر بالجوانب التسويقية، التقنية، الإقتصادية، المالية، بالإضافة إلى تحديد أهداف المشروع².

ت) إتخاذ قرار التمويل:

اعتمادا على دراسات جدوى المشروع التي أجراها صاحب المؤسسة وقيّمها، يقوم البنك بإتخاذ القرار في ما يخص شكل وحجم التمويل الذي يمكن أن يمنحه له، آخذا بعين الإعتبار الأولويات في إختيار المشاريع والموارد المتاحة وتوزيع مخاطر الإستثمار. إضافة إلى معايير أخرى، يجب مراعاتها عند منح القرض والمتمثلة في شروط التمويل، الضمانات، القدرة على التسديد وغيرها³.

¹ معلومات مقدمة من طرف رئيس مصلحة الاستغلال، وكالة القرض الشعبي الجزائري- فرع مستغانم، 2013، (بالتصرف)

² وكالة القرض الشعبي الجزائري، نفس المرجع السابق، 2013 (بالتصرف)

³ وكالة مستغانم القرض الشعبي الجزائري، نفس المرجع السابق، 2013 (بالتصرف)

ث) صرف التمويل:

بعد التوصل إلى قرارات بشأن مساهمة المقرض في تمويل المشروع، يتم التوقيع على إتفاقية القرض التي تنظم العلاقة بين المقرض والمقترض من حيث الفوائد، أقساط القروض وأجال التسديد وكيفية صرف الأموال¹.

ج) متابعة المشروع:

يمارس المقرض حقه في متابعة وتنفيذ المشروع وتشغيله من وقت لآخر، وطلب البيانات والتقارير سواء في مرحلة الإنشاء أو التشغيل، وذلك بهدف الإطمئنان على سير المشروع وحماية أموال البنك².

ح) تحصيل القرض:

يتابع المقرض سداد أقساط القرض والفوائد وفقا للشروط الواردة في العقد، وفي حالة تخلف المقترض عن الوفاء بالتزاماته لأسباب تخرج عن إرادته، قد يقدم له المقرض مهلة للتسديد أو يعدل البرنامج الزمني للتسديد أو يتخذ إجراءات قانونية ضده³.

4-2) الإحتياجات المالية الخاصة بالمؤسسات:

¹ وكالة مستغانم القرض الشعبي الجزائري، نفس المرجع السابق، 2013، (بالتصرف)

² المرجع نفسه، (بالتصرف)

³ المرجع نفسه، (بالتصرف)

للمؤسسات إحتياجات تمويل عديدة، وعادة ما ترتبط هذه الأخيرة بمختلف مراحل المؤسسة (الإنشاء، التطوير، النضج، الإنحدار)، وتتمثل هذه الإحتياجات في:

- الإحتياجات المالية في طور التأسيس والإنشاء:

خلال هذه المرحلة يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من الإحتياجات المالية وهي:

أ. رأس المال الأولي (التأسيسي):

يحتاج المشروع خلال الفترة التأسيسية إلى تمويل يسبق إنطلاقه الفعلي في مجال الأعمال، في حين يقابل ذلك صعوبات في الحصول على الأموال نظرا للأخطار التي ترافق المشروع قبل التجسيد¹.

ب. تمويل الإنطلاق الفعلي للمشروع:

وهو التمويل المرتبط بالسنوات الأولى من حياة المشروع، والتي يحتاج إلى أموال لمواجهة جزء من المصاريف الأولية (كالمصاريف الإعدادية ومصاريف حيازة المعدات)، وهذا ما يجعل المؤسسة مضطرة إلى اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية².

¹ - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص: 19 (بالتصرف)

² - أحمد بوراس، نفس المرجع السابق، ص: 20 (بالتصرف)

- الإحتياجات المالية في طور النمو:

إذا وجدت المؤسسة فرصة لتلبية إحتياجات المرحلة الأولى فستنتقل إلى مرحلة النمو والإستقرار، وستحقق نموا سريعا في مستويات إنتاجها ورقم أعمالها وتدفقاتها النقدية، مما سيزيد من إحتياجاتها المرتبطة بالإستثمارات والمخزونات وقيم الإستغلال¹.

- الإحتياجات المالية في مرحلة التوسع:

خلال هذه المرحلة تبدأ المؤسسة في تحقيق عدة إنجازات وتوسعات في قدراتها الإنتاجية وقنوات توزيعها، وستكون بحاجة إلى موارد مالية لتوسيع هذه القدرات بهدف تطوير وتمويل منتجاتها، لتمس تمويل متوسط المدى ثم تمويل طويل المدى².

- الإحتياجات المالية في مرحلة النضج:

في هذه المرحلة تكون المؤسسة قد حققت العديد من الأهداف القصيرة والمتوسطة الأجل (الإستقرار، نمو رقم الأعمال، زيادة الأرباح، نمو التدفقات النقدية)، وللمحافظة على كل هذا، ستحتاج لتمويل قصير الأجل لتلبية إحتياجات دورة الإستغلال بنسب أقل، وستحتاج كذلك إلى تمويل طويل الأجل لتطوير منتجات حالية أو مستقبلية³.

¹ - أحمد بوراس، المجمع نفسه، ص : 21، (بالتصرف)

² - أحمد بوراس، نفس المرجع السابق، ص : 22 (بالتصرف)

³ - أحمد بوراس، المجمع نفسه، ص : 23 (بالتصرف)

- الإحتياجات المالية في حالة الإنحدار:

بمرور الوقت، قد تفقد المؤسسة تنافسياتها ومكانتها في السوق، مما يزيد من إحتياجاتها إلى تمويل إضافي خاصة إذا فكرت في طرح منتج جديد في السوق¹. وتعتبر هذه المرحلة عكس المرحلة السابقة.

مما سبق ذكره، يتبين أن إحتياجات التمويل المؤسسات متعددة ومختلفة تبعا لمراحل نموها التي تمر بها طيلة نشاطها، منذ استقرار فكرة الإستثمار لدى صاحب المشروع إلى غاية بلوغها مرحلة النضج ثم الإنحدار.

¹ - أحمد بوراس، نفس المرجع السابق، ص: 24

الفصل الثالث

عملية تقييم الاستثمارات

الفصل الثالث: عملية تقييم الاستثمارات

حتى يتمكن المستثمر من اتخاذ قرار قبول أو رفض أي مشروع استثماري، عليه أن يقوم بتقييم مردوديته وتحديد مدى مساهمته في أهداف المؤسسة، وتتم عملية التقييم باستعمال معايير محاسبية وأخرى مالية ترتبط بالمردودية والسيولة.

وترتكز هذه المعايير على الفرضيات الآتية:

- اعتبار المشاريع الاستثمارية عديمة المخاطرة وتعمل في محيط مؤكد؛
- يكون تقييم القيم النقدية لمكونات الاستثمار على أساس أسعار السوق؛
- 3 لأخذ بعين الاعتبار تدفقات نقدية صافية بعد الضريبة؛
- تكون النفقات الاستثمارية غالبا في بداية السنة (السنة 0) والتدفقات النقدية تتحقق في نهاية كل سنة طوال مدة حياة المشروع.

أولاً: طرق التقييم التقليدية

1) معيار فترة استرجاع رأس مال المستثمر (DR):

1-1) مفهومها:

تعتبر فترة الاسترجاع من الطرق الكلاسيكية في تقييم الاستثمارات وتتميز ببساطتها وسهولة تطبيقها، ويمكن تعريفها على أنها: "عدد السنوات اللازمة لتغطية تكلفة الاستثمار الأولي بواسطة التدفقات النقدية الصافية المتراكمة الناتجة عن هذا الاستثمار"¹.

بعبارة أخرى هي: "الوقت اللازم الذي يتساوى فيه مبلغ التدفقات النقدية الصافية المتراكمة مع مبلغ الاستثمار الأولي المنفق"².

فمن خلال هذين التعريفين، نلاحظ أن هذه الطريقة تشبه كثيرا طريقة عتبة المردودية، التي تعبر عن النقطة التي لا تحقق فيها المؤسسة لا ربح ولا خسارة. كما تركز هذه الطريقة على فكرة أن: "المبلغ المستثمر يجب استرجاعه بسرعة (الحد من الخطر وضمان المردودية)، وتستعمل بكثرة في المشاريع الصغيرة، لأن اهتمام المستثمرين يركز أكثر على السيولة"³.

بالإضافة إلى ما سبق، تعتبر فترة استرجاع رأس المال المستثمر معياراً لـ:

¹ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، ط 1، 2001، الجزائر ص156

² PATRICK PIGET, gestion financière de l'entreprise, ed Economica, 1998, paris, p :281

³ Eric STEFANY, gestion financière, 2^{ème} ed, Economica, 2000, paris, p :154

- * **الرفض:** بحيث يتم رفض كل مشروع لديه مدة استرجاع أكبر مما كانت محددة⁴؛
- * **الاختيار:** بين مشروعين، ويتم اختيار المشروع الذي يحقق أقل مدة شرط أن تكون هذه المشاريع متساوية المدة⁴.

وحتى تتخذ المؤسسة قرارا بشأن هذا المعيار، عليها أن تحدد المدة التي تسمح لها برفض أو قبول المشروع، فإذا كانت أقل، فإن المشروع يكون مقبولا، والعكس في حالة ما إذا كانت أكبر من تلك المدة المحددة¹. لكن في الواقع يعتبر تحديد هذه المدة إشكالية كل مستثمر أو صاحب مشروع، لأنه لا توجد قواعد موضوعية تسمح بتحديد لها في الميدان، و بذلك كل مسؤول يحدد المدة التي تتماشى مع إستراتيجيته وأهدافه المسطرة².

1-2) طريقة حسابها:

يمكن حساب فترة الاسترجاع بإحدى الطريقتين هما:

⁴ Anne marie KEISER, gestion financière, 5^{ème} ed, Eska, 1998, p :140

⁴ Anne marie KEISER, gestion financière, 5^{ème} ed, Eska, 1998, p :140

¹ Eric STEFANY, 2000, op.cit, p :154

² Jean BARREAU et Jacqueline DELAHAYE, gestion financière, 10^{ème} ed, Dunod, 2001, paris, p :330

الطريقة الأولى:

"في حالة تساوي أو ثبات التدفقات النقدية السنوية الداخلة للمشروع من فترة لأخرى، فإن فترة الاسترجاع هي حاصل قسمة مبلغ الاستثمار الأولي المنفق على التدفقات النقدية السنوية الصافية"³. وتحسب بالعلاقة الآتية:⁴

$$DR = \frac{I_0}{CF_{net}}$$

بحيث:

DR: فترة الاسترجاع.

I_0 : كلفة الاستثمار الأولي.

CF net : التدفق النقدي السنوي الصافي (بعد الضريبة).

ولتوضيح طريقة الحساب نقترح الإنفاق المبدئي لمشروع الاستثماري 374000000 دج

وصافي التدفقات النقدية بعد الضريبة تقدر بـ 101000000 دج لمدة 5 سنوات، ولقد حدد

المستثمر مدة 4 سنوات كفترة استرجاع تحكيمية، فهل سيتم قبول هذا المشروع أم لا؟

$$\frac{374000000}{101000000} = 3.7 = \text{فترة الاسترجاع}$$

³ PATRICK PIGET, 1998, op.cit, p :281

⁴ BOUCHAIB Faouzi, manuel d'évaluation des projets, ed Madani, 2001, p : 23

فترة استرجاع هذا المشروع الاستثماري هي أقل من 4 سنوات، هذه الفترة أقل من تلك التي تم تحديدها وبالتالي يتم قبول المشروع الاستثماري.

الطريقة الثانية:

" في حالة عدم تساوي التدفقات النقدية المحصلة عن الاستثمار من سنة لأخرى، يتم حساب فترة الاسترجاع بتجميع صافي هذه التدفقات النقدية حتى يتساوى مجموعها مع مبلغ الاستثمار المنفق"¹.

و يتم حساب بالعلاقة الآتية:²

$$DR = \frac{I_0}{\sum_{t=1}^P CF_{netC}}$$

بحيث:

DR : فترة الاسترجاع.

I_0 : كلفة الاستثمار الأولي

CF_{netC} : التدفقات النقدية الصافية المتراكمة.

¹ : 330 p, op.cit, 2001, BARREAU et jaqueline DELAHAYE, jean.

² ABDELLAH BOUGHABA, analyse et évaluation des projets, Berti, 1998, Alger, p : 23

مثال (1): حالة قبول أو رفض مشروع معين.

ليكن مشروع استثماري مبلغ إنفاقه الأولي بلغ 374000000 دج، ومن المتوقع أن يحقق

صافي تدفقات نقدية سنوية موجبة بعد الضريبة كما يلي:

101221414 دج في نهاية السنة الأولى.

100521414 دج في نهاية السنة الثانية.

100583471 دج في نهاية السنة الثالثة.

102181587 دج في نهاية السنة الرابعة.

103897861 دج في نهاية السنة الخامسة.

- تحدد فترة الاسترجاع كما يلي:

جدول رقم (2) يوضح التدفقات النقدية الصافية المتراكمة.

<i>CF net c</i>	<i>CF net</i>	<i>I</i>	<i>N</i>
-	-	374000000	0
101221414	101221414		1
201742828	100521414		2
302326299	100583471		3
404507886	102181587		4
508405747	103897861		5

نلاحظ أن مبلغ الاستثمار (374000000) يتم استرجاعه بعد 4 سنوات، وذلك حسب التدفقات النقدية الصافية المتراكمة.

- يتم استخراج (Dr) من خلال العلاقة الخطية الآتية:

$$\begin{array}{lcl} 3 \text{ سنوات} & \longleftrightarrow & 302326299 \text{ دج} \\ DR & \longleftrightarrow & 374000000 \text{ دج} \\ 4 \text{ سنوات} & \longleftrightarrow & 404507886 \text{ دج} \end{array}$$

- نحصل على المساواة الآتية (القراءة من اليسار إلى اليمين):

$$\frac{DR-3}{4-3} = \frac{374000000-302326299}{404507886-302326299} \Rightarrow DR = \frac{71673701}{102181587} = 0.7$$

إذن يتم استرجاع رأس المال المستثمر خلال 4 سنوات 8 أشهر و 12 يوم.

وإذا افترضنا أن المؤسسة حددت عتبة قبول (4 سنوات)، ففي هذه الحالة يتم رفض المشروع لأنه يتجاوز هذه المدة.

مثال (2): حالة المقارنة بين مشروعين

ليكن مشروعين (A) و (B) لهما نفس مبلغ الاستثمار والذي يقدر بـ 100 و.ن، وتوزع

التدفقات النقدية الخاصة بكل مشروع في الجدول الآتي:

الجدول رقم (3): يبين التدفقات الداخلة والخارجة للمشروعين (A) و (B)

5	4	3	2	1	0	N
0	1000000	2000000	3000000	7000000	10000000	A
1000000×10^3	20000000	8000000	3000000	2000000	10000000	B

* فترة الاسترجاع (DRA) الخاصة بالمشروع (A) هي 2 سنوات.

* فترة استرجاع (DRB) الخاصة بالمشروع (B) هي 2,62.

أي (القراءة من اليسار إلى اليمين) :

$$\frac{DR-2}{3-2} = \frac{100-50}{130-50} = 2,62$$

والتي تعادل 2 سنوات 7 أشهر و 15 يوم.

يمكن القول إن (DRA) أصغر من (DRB) وعلى هذا الأساس يتم اختيار المشروع (A)

* إذا أخذت المؤسسة فترة استرجاع تحكيمية (3 سنوات) فإنه لا يتم اختيار أي مشروع.

* إذن نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن مبالغ التدفقات النقدية الخاصة بالمشروع (B)

في ارتفاع مستمر بعد فترة استرجاع مبلغ الاستثمار، على عكس المشروع (A) التي هي

في انخفاض مستمر بعد فترة استرجاع.

1-3) تقييم معيار فترة الاسترجاع:

يتم تقييم هذا المعيار لمعرفة المزايا والعيوب أو النقائص المترتبة عن استعماله.

المزايا: يمكن التطرق إليها في العناصر التالية:

- " تعتبر فترة الاسترجاع من أكثر طرق التقييم جاذبية من وجهة نظر المؤسسة التي تعاني من عجز خطير في سيولتها النقدية، إذ بمقتضاها تعطي أهمية بالغة الوسيلة النقدية على حساب المردودية"¹؛

- " تتميز بسهولة حسابها، بساطتها و سرعة فهمها، خاصة بالنسبة للمستثمر الذي يرغب في الحصول على إجابة سريعة عن الاستثمار الذي يغطي تكلفته في أقل مدة زمنية"²؛

- تحقق قدرا من الضمان و الأمان للمستثمر لما يعرف المدة التي سيسترجع فيها مبلغه المنفق، و بهذا يتم إدماج عنصر الخطر في هذا المعيار بحيث كلما كان آجال المشروع طويلا كلما كان الاستثمار أكثر تعرضا للخطر"³

¹: محمد قويدري، مرجع سابق، 1997، ص: 94

² CHOUAM bouchama, 2002, op.cit, p: 45

³ Norbert GUEDJ, finance d'entreprise, ed, organisation, 2000, p : 290

إن من الأحسن استرجاع المبلغ المستثمر في أقصر مدة ممكنة نظرا للتقلبات الاقتصادية والتكنولوجية السريعة التي يمكن أن تحدث في غترات مستقبلية.

النقائص: من أهم نقائص استعمال هذا المعيار نجد:

- "في هذا المعيار يتم تحديد فترة استرجاع المبالغ المستثمرة في المشروع وتجاهل توزيع المداخل عبر الزمن" ¹؛

- تتجاهل الطريقة القيمة الزمنية للنقود، أي تعطى نفس القيمة للدينار المدفوع حاضرا والدينار الذي سيدفع مستقبلا (سنة أو أكثر)، ولمواجهة هذه السلبية اقترح المليون إدخال معيار الزمن في هذه الطريقة وأصبح يطلق عليها فترة الاسترجاع المخصصة ²؛

- " لا تخدم هذه الطريقة مصلحة المستثمرين على المدى الطويل بالرغم من أهميتها الاقتصادية حيث يجعلونها في أدنى أولوياتهم، ويفضلون الاستثمارات قصيرة المدة والمتوسطة التي تساعد في المحافظة على التوازن المالي " ³؛

- " تتجاهل هذه الطريقة العمر الإنتاجي المقدر (مدة حياة الاستثمار) ونفقات الاستهلاك السنوي في عملية الحساب " ¹؛

¹ CHOUAM bouchama, 2002, op.cit, p: 45

² Norbert GUEDJ, 2000, op.cit, p: 290

³ CHOUAM bouchama, 2002, op.cit, p: 45

- " تعتبر معيارا قصير النظر (myope) لأنها لا تهتم بما سيحدث بعد فترة الاسترجاع،

إن كانت التدفقات تستمر في الارتفاع أو سيتبعها انخفاض، انعدام ثم الخسارة " ²

(2) المعدل المتوسط للمردودية (TMR):

(1-2) مفهومه:

يعد هذا المقياس أحد المقاييس المحاسبية وهو: " النسبة بين الأرباح الصافية

المتوسطة (B) التي يجلبها المشروع خلال N والاستثمار المتوسط (I) " ³، ويفضل

استعمال الاستثمار المتوسط الذي يساوي نصف القيمة الإجمالية لنفقة الاستثمار، وذلك

إتباعا لقاعدة الاهتلاك الخطي الذي يوزع قيمة الاستثمار إلى أقساط متساوية القيم على

أساس المدة الزمنية الحسابية للاستثمار الأصلي " ⁴.

وتعتبر هذه الطريقة مقياسا لـ:

* **الانتقاء:** بحيث يتم اختيار المشروع الذي يحقق أكبر معدل مردودية ⁵.

* **الرفض:** إذ لا يقبل مشروع استثماري إلا إذا كان المعدل المتوسط للمردودية مساويا أو

أكبر من معدل الرفض المحدد من قبل المؤسسة المعنية، والعكس في حالة ما إذا كان

¹ Norbert GUEDJ, 2000, op.cit, p: 290

² CHOUAM bouchama, 2002, op.cit, p: 45

³ Patrick PIGET, 1998, op.cit, p: 285

⁴ CHOUAM bouchama, 2002, op.cit, p: 45

⁵ Patrick PIGET, 1998, op.cit, p: 285

المعدل المتوسط للمردودية أصغر من المعدل المحدد فإنه يرفض¹.

2-2) طريقة حسابه:

بصفة عامة يمكن حساب المعدل المتوسط للمردودية باستعمال العلاقة الآتية:

$$TMR = \frac{\sum_{t=1}^N \frac{Bt}{n}}{\frac{I_0 + V_N}{2}} = \frac{\overline{B}}{\overline{I}}$$

بحيث:

Bt : هي الأرباح الصافية السنوية.

N : مدة المشروع.

I₀ : مبلغ الاستثمار الأولي.

V : القيمة المتبقية للاستثمار.

ولتوضيح ما سبق يتم التطرق للمثال التالي:

ليكن مشروع استثماري خاص بإنتاج الزيت مبلغه 232171840 دج ونتائج المحاسبية

الصافية التقديرية خلال خمسة سنوات هي كالاتي:

99591757 دج - 103851906 دج - 139401478 دج - 130259406 دج - 146321524 دج.

¹ CHOUAM bouchama, 2002, op.cit, p: 45

فالنتيجة المحاسبية المتوسطة الصافية

$$(99591757+103851906+139401478+130259406+146321524)/5=619426071/5=123885214$$

وعليه فإن:

معدل المردودية المتوسط يساوي :

$$TMR=\frac{123885214}{232171840}=0.53=53\%$$

إذا كان هذا المعدل أكبر من معدلات باقي المشاريع فإن المؤسسة تقوم باختياره ويعتبر حينئذ استثمارا مربحا.

2-3) تقييم معيار المعدل المتوسط للمردودية:

المزايا:

- يمتاز بسهولة الحساب وكيفية التقييم¹؛
- حساب هذا المعدل يسهل على المستثمر ويساعده في ترتيب المشاريع المختلفة واختيار أحسن مشروع أي الذي يحقق أكبر معدل مردودية²

النقائص:

¹ CHOUAM bouchama, 2002, op.cit, p: 42

² CHOUAM bouchama, 2002, op.cit, p: 42

- عدم الأخذ بعين الاعتبار توزيع النتائج أو المداخل عبر الزمن الناتجة عن المشاريع المنتقاة¹؛

- يفترض تساوي القيم الحالية للأرباح لأنه يتجاهل التغير في القدرة الشرائية للنقود،
بعبارة أخرى لا يأخذ في الحسبان مفهوم القيمة الحالية²؛

- يعتمد في حسابه على العائد الحسابي المحقق من المشروع طوال عمره الإنتاجي³.

ثانيا: طرق التقييم الحديثة

تعتمد الأساليب الحديثة للتقييم المالي على إدخال معيار الزمن باعتباره مؤشرا مهما في القرار الاستثماري، فمبلغ مالي متحصل عليه حالا يكون أفضل من نفس المبلغ المالي المتحصل عليه بعد مدة من الزمن، فالقيمة النقدية للنقود تتناقص بمرور الزمن بمعدل ما يعرف بمعدل الخصم أو التحديث.

فحسب هذا المفهوم لا يمكن أن نقول إن 1 دج الآن هو نفسه غدا لذلك لا يمكن جمعها أو إجراء أي عملية حسابية إلا بعد خصم الدينار المستقبلي ليصبح دينارا حاليا.

¹ Abdullah BOUGHABA, 1998, op.cit, p :23

² Abdullah BOUGHABA, 1998, op.cit, p :23

³ Abdullah BOUGHABA, 1998, op.cit, p :23

في هذه الحالة يمكن أن نفرق بين القيمة الحالية والقيمة المستقبلية (المكتسبة) لوحدة نقدية.

* القيمة المكتسبة:

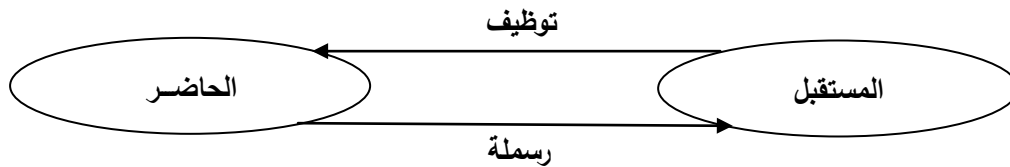
مبلغ مالي (A دج) موظف بمعدل فائدة (I) هو: $A(1+i)^n$ ولمدة (N) سنة هو: $A(1+i)^n$

* القيمة الحالية:

هو المفهوم العكسي والحساب العكسي للقيمة المستقبلية، فالقيمة الحالية لـ (S دج) تم توظيفه بمعدل (I) لمدة (N) هو:

$$\Rightarrow S = A(1+i)^{-n} \quad \text{أي} \quad S = \frac{A}{1(1+i)^n}$$

و يمكن تخلص هذين المفهومين في التحديث الآتي:¹



وفيما يلي سيتم التطرق لأهم الطرق المالية المستخدمة لمفهوم القيمة الحالية وانتقاء الاستثمارات وهي القيمة الحالية الصافية، مؤشر الربحية والمعدل الداخلي للمردودية.

1) القيمة الحالية الصافية (VAN):

¹ Anne Marie KEISER, 1998, op.cit, p :29

1-1) مفهومها:

تعتبر "القيمة الحالية الصافية معيارا تقنيا واقتصاديا" ¹، إضافة إلى أنها " إحدى طرق تقييم المردودية " ².

ويمكن تعريفها بأنها "الفرق بين مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية الصافية المحققة خلال عمر الاستثمار وبين التكلفة الأولية لهذا الاستثمار" ³

وبالنسبة للقيم الحالية للتدفقات النقدية الصافية يمكن حسابها أو استحداثها بواسطة "معدل التحديث أو الخصم الذي يمثل معدل المردودية الأدنى المقدر من طرف المؤسسة أو كلفة راس المال" ⁴ وهي: "مجموع التكلفة المرجحة للقروض بعد طرح معدل الضرائب و التكلفة المرجحة للأموال الخاصة" ⁵.

1-2) طريقة حسابها:

يتم حساب القيمة الحالية الصافية بالعلاقة الآتية: ⁶

$$van = -IO + \sum_{t=1}^n Cf_{nt} (1+i)^{-t}$$

¹ Patrick PUGET, 1998, op.cit, p :232

² الطاهر لطرش, 2001, مرجع سابق, ص: 161

³ Abdullah BOUGHABA, 1998, op.cit, p :27

⁴ Patrick PUGET, 1998, op.cit, p :217

⁵ الطاهر لطرش, 2001, مرجع سابق, ص: 161

⁶ Anne Marie KEISER, 1998, op.cit, p : 32

حيث:

I_0 : الاستثمار الأولى في الفترة 0 ($T=0$)

CF_{nt} : التدفقات النقدية الصافية في نهاية السنة t .

N : مدة حياة المشروع $t = 1 \dots n$.

i : معدل القيمة الحالية.

كما يمكن تحديد القيمة الحالية الصافية بعلاقات أخرى:¹

(أ) إدماج القيمة المتبقية للاستثمار:

$$VAN = -I_0 + \sum_{t=1}^n CF_{nt}(1+i)^{-t} + Vn(1+i)^{-n}$$

حيث:

Vn : القيمة المتبقية للاستثمار في حالة وجودها.

(ب) إذا لم يكن مبلغ الاستثمار مصروفا في المدة t_0 فقط، بل يمتد إلى t_{n-1} فإنه معادلة

القيمة الحالية الصافية تصبح:²

$$VAN = -\sum_{t=0}^{n-1} I_t(1+i)^{-t} + \sum_{t=1}^n CF_{nt}(1+i)^{-t} + Vn(1+i)^{-n}$$

¹ Patrick PUGET, 1998, op.cit, p : 231

² idem, p: 232

³ : Bruno SOLNIK, gestion financière, ed Dunod, 2001, paris, p : 104

ث) إذا كانت التدفقات النقدية ثابتة خلال مدة حياة الاستثمار n فإن $cf = cf_{nt}$ ،

ومنه تصبح العلاقة كالتالي:³

$$VAN = -I_0 + CF \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} + Vn(1 + i)^{-n}$$

ث) إذا كانت القيمة المتبقية معدومة فالمعادلة (ت) أو التدفق النقدي الأخير يضم قيمها

فإن العلاقة تصبح:¹

$$VAN = -I_0 + CF \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$

ترتكز هذه الطريقة عند القيام بالمفاضلة بين الاستثمارات واتخاذ القرار المناسب

على عدة أسس:

- إذا كانت VAN موجبة فإن للمشروع مردودية، واقتصاديا تعني أن رؤوس

الأموال المستثمرة تم تغطيتها عن طريق التدفقات النقدية المرتقبة، وهذه الوضعية تسمح

بدفع رؤوس الأموال للمقترضين إضافة إلى الفوائد المترتبة عنها أو كلفة رأس المال

المتدفق عليها. كما أن هناك فائضا نقديا يحمي وجود المؤسسة، بعبارة أخرى الاستثمار

الذي يحقق مردودية يرفع من قيمة المؤسسة.²

¹ idem, p : 106

² Hervé HUTIN, toute la finance d'entreprise en pratique, ed, organisation, 2002, paris, p : 179

- ترتب المشاريع ترتيبا تصاعديا أو تنازليا حسب قيم van المتحصل عليها، ويتم اختيار المشروع الذي يحقق أكبر قيمة حالية، بشرط أن تكون موجبة، أن يكون معدل الخصم مشترك، أن يكون مبلغ الاستثمار متساويا ومدة حياة اقتصادية متساوية¹.

- بالنسبة لكل الاستثمارات (Investissements exclusives) يتم البحث عن الحد الأقصى للقيمة الحالية الصافية وقبول المشروع إذا كانت قيمة موجبة²؛

- ليس بالنسبة لكل الاستثمارات (Investissements non exclusives) يتم تصنيف المشاريع تنازليا³؛

- اختيار المشروع الذي يحقق قيمة حالية صافية معدومة من المشاريع التي تحقق قيمة حالية صافية سالبة⁴.

ولتوضيح كيفية حساب القيمة الحالية الصافية يتم التطرق للمثال الآتي:

نفترض أن مؤسسة قامت بشراء آلة عمرها الإنتاجي 5 سنوات بمبلغ 150000 دج، وكانت الأرباح الناتجة عن إنتاجها من السنة الأولى إلى السنة الخامسة على الترتيب:

250000 دج - 30000 دج - 45000 دج - 50000 دج - 65000 دج.

والقيمة المتبقية للمشروع معدومة، ومعدل الخصم يساوي 10%.

¹ Hervé HUTIN, op.cit, 2002, p : 179

² Hervé HUTIN, op.cit, 2002, p : 179

³ Hervé HUTIN, op.cit, 2002, p : 179

⁴ Hervé HUTIN, op.cit, 2002, p : 179

يمكن حساب القيمة الحالية الصافية كما يلي:

جدول رقم (4) يبين كيفية حساب القيمة الحالية الصافية:

Cf net 2 cum	Cf net 2	%10	Cfnet	I	N
				1500000	0
227250	227250	0,909	250000		1
475050	247800	0,826	300000		2
813000	337950	0,751	450000		3
1154500	341500	0,683	500000		4
1558150	403650	0,621	650000		5

$$VAN=15581150-1500000$$

$$VAN=58150$$

نلاحظ أن القيمة الحالية الصافية لهذا الاستثمار موجبة وعليه يحقق مردودية في حالة ما

إذا واجهت المؤسسة مشكل الاختيار بين مشاريع استثمارية يجب التفرقة بين حالتين:

أ) الحالة الأولى:¹

إذا كانت رؤوس الأموال المستثمرة في المشاريع المختلفة متساوية:

في هذه الحالة يتم حساب VAN لكل مشروع واختيار المشروع الذي يحقق أكبر قيمة

حالية، والمثال التالي يوضح ذلك:

¹: idem, p:180

ليكن مشروعين مبلغهما الاستثماري يقدر بـ 374 مليون دج، الأول خاص بإنتاج الكسكس والثاني بإنتاج العجائن، مدتهما 5 سنوات، ومعدل الخصم المقترح 8 %.

الجدول رقم (5): قيمة التدفقات النقدية للمشروعين

B	A	N
100220110	101221414	1
120315114	100521414	2
100683771	100583471	3
104150420	102181587	4
103871320	103897861	5

المطلوب تقييم المشروعين عن طريق القيمة الحالية الصافية

الجدول رقم (6) يبين كيفية حساب القيمة الحالية الصافية للمشروعين

B		A		البيان	
Cf net 2	Cf net 1	Cf net 2	Cf net 1	8%	N
100220110	92803821,86	93731029,36	101221414	0,926	1
100220110	85888634,27	86146851,8	100521414	0,857	2
100220110	79574767,34	79863275,97	100583471	0,794	3
100220110	73661780,85	75103466,45	102181587	0,735	4
100220110	68249894,91	70754443,34	103897861	0,681	5
501100550	-	405599066,9	-	-	-

ومنه:

* للمشروع الأول :

$$VAN = -374000000 + 405599066.9$$

$$VAN = 31599067 \text{ ون}$$

* للمشروع الثاني :

$$VAN = -374000000 + 501100550$$

$$VAN = 131100550 \text{ ون}$$

لكلا المشروعين قيمة حالية صافية موجبة، لكن المشروع الثاني أفضل من المشروع الأول لأنه يحقق أكبر قيمة حالية صافية.

(ب) الحالة الثانية:

إذا كانت الأموال المستثمرة في المشاريع المختلفة غير متساوية:

فإن المفاضلة بين المشاريع لا تصبح على أساس استعمال القيمة الحالية الصافية، لأن المقارنة تكون غير صحيحة وتؤدي إلى نتائج خاطئة، لذلك يكون الاعتماد بمعياري مكمل ألا وهو مؤشر الربحية والذي سيتم التطرق إليه في عنصر لاحق¹

¹: Patrick PIGET, 1998, op/cit, p :238

1-3) تقييم طريقة القيمة الحالية الصافية:

المزايا:

- "تدمج القيمة الزمنية للنقود، وبذلك تعتبر من أفضل الطرق استخداما في تقييم المشاريع الاستثمارية" ¹؛

- "تعتبر مؤشرا جيدا لتقييم فعالية كل مشروع استثماري وترتيبه" ²؛

- تسمح بقياس مردودية المشروع على المدى الطويل.

العيوب:

- تعتمد هذه الطريقة في خصم التدفقات النقدية على تكلفة رأس المال فأى خطأ في تقديره يكون له أثر على القرارات الاستثمارية، و بذلك يتم "طرح مشكل اختيار معدل الخصم لدى أصحاب القرار" ³

- " لا تسمح هذه الطريقة بمقارنة المشاريع المختلفة في المدة و خاصة منها في الحجم" ⁴.

¹ Norbert GUEDJ, 2000, op.cit, p:291

² idem, p :291

³ Patrick PIGET, 1998, op, cit, p :238

⁴ idem, p :291

2) مؤشر الربحية (IP):

1-2) مفهومه:

نعرف مؤشر الربحية بأنه "العلاقة النسبية بين التدفقات النقدية الصافية ومبلغ الاستثمار الأولي"¹، ويستخدم كأسلوب مكمل لصافي القيمة الحالية و ذلك " بغرض ترتيب المشاريع التي تحقق قيمة حالية صافية موجبة ويتم اختيار المشروع الذي يحقق أعلى مؤشر ربحية"².

يقيس لنا هذا المعيار "الربح المحصل أو الناتج عن استثمار وحدة نقدية واحدة مع الأخذ بعين الاعتبار الزمن"³، ويعتبر كذلك معياراً لـ:⁴

* **الرفض أو القبول:** بحيث يتم رفض كل مشروع لديه دليل ربحية أقل من الواحدة والعكس في حالة قبول المشروع.

* **الاختيار:** بين مشروعين، ويتم اختيار المشروع الذي يحقق أكبر مؤشر ربحية.

2-2) طريقة حسابه:

يتم حساب مؤشر الربحية بالعلاقة العامة وهي:

¹: محمد قويدري، م 1998، مرجع سابق، ص: 114

² Eric STEPHANY, 2000, op.cit, p: 152

³ Patrick PIGET, 1998, op.cit, p :238

⁴ Patrick PIGET, IDEM, p :238

$$IP = \frac{\sum_{t=1}^n CF_t (1+t)^{-t}}{I_0}$$

أي القيمة الحالية للمتدفقات النقدية الصافية على الإنفاق المبدئي للاستثمار كما يوجد علاقات أخرى لحسابه وهي:

أ) الأخذ بعين الاعتبار القيمة المتبقية¹:

$$IP = \frac{\sum_{t=1}^n cf_t (1+i)^{-t} + vn(1+i)^{-n}}{i_0}$$

ب) إذا كان مبلغ الاستثمار ينفق على عدة دفعات²:

$$IP = \frac{\sum_{t=1}^n CF_t (1+i)^{-t}}{\sum_{i=1}^k I(1+2)^{-i}}$$

مع إمكانية إضافة القيمة المتبقية للاستثمار إلى جانب التدفقات النقدية الصافية المستحدثة إن وجدت.

¹ : idem, p: 239

² abdelleh BOUGHABA,1998, op.cit, p :27

ت) كتابة IP بدلالة VAN:³

$$IP = \frac{\left[\sum_{t=1}^n CF_t (1+i)^{-t} - I_0 \right] + I_0}{I_0}$$

$$IP = \frac{VAN + I}{I_0}$$

$$IP = \frac{VAN}{I_0} + 1$$

تتكون قواعد القرار عند استخدام دليل الربحية من:⁴

* يتم قبول جميع المشاريع الاستثمارية المستقلة التي تحقق مؤشر ربحية أكبر من

الواحد، ورفض المشاريع ذات مؤشر ربحية أقل من الواحد؛

* يتم قبول المشروع المانع بالتبادل الذي يحقق أكبر مؤشر ربحية شرط أن يكون أكبر

من الواحد ولتوضيح كيفية حساب هذا المعيار يتم التطرق للمثال التالي:

ليكن مشروعين استثماريين A و B مبالغها الاستثمارية مختلفة وتتلخص تدفقاتهما النقدية

في الجدول الآتي:

³ Jean BARREAU et jacqueline DELAHAYE, 2001, op.cit ; p :327

⁴ Idem, p : 239

جدول رقم (7): يوضح قيمة التدفقات النقدية الصافية للمشروعين A.B

5	4	3	2	1	0	N
103897861	102181587	100583471	100521414	101221414	374000000	A
195940778	182024542	188056509	155617041	122031117	232171840	B

معدل الخصم 10%

أولاً: يتم حساب VAN لكلا المشروعين:

$$VAN_A = 384889736 - 374000000 \Rightarrow VAN_A = 10889734$$

$$VAN_B = 62668384 - 232171840 \Rightarrow VAN_B = 394526544$$

حسب معيار van لكلا المشروعين مردودية إيجابية لكن لا يمكن المقارنة بينهما، لأن

ليس لهما نفس مبلغ الاستثمار الأولي لذلك يجب الاستعانة بمعيار مؤشر الربحية.

$$IP_A = \frac{384889736}{374000000} \Rightarrow IP_A = 1.03 \quad \text{إذن:}$$

يعني أن كل 1 دج مستثمر يجلب من ورائه 1.03 دج.

أي فائدة 1 دج مستثمر = 0.03 دج

$$IP_B = \frac{626698384}{232171840} \Rightarrow IP_B = 2.7 \quad \text{إذن:}$$

كل 1 دج مستثمر يجلب من ورائه 2.7 دج

فائدة 1 دج مستثمر = 1.7 دج

في هذه الحالة يقودنا معيار مؤشر الربحية لاختيار المشروع B لأنه يحقق أكبر نسبة.

3-2) تقييم مؤشر الربحية:

مما سبق ذكره يمكن حصر مزايا وعيوب هذا المعيار في العناصر التالية:

المزايا:

- استعمال مؤشر الربحية يوضح لنا مدى فعالية المشروع في تحقيق تدفق نقدي إضافي إذا زادت قيمته عن الواحد¹؛
- يأخذ في الحسبان التغيير في قيمة النقود عبر الزمن²؛
- يعتبر أفضل من طريقة VAN عند ترتيب المشاريع الاستثمارية خاصة منها المتساوية والمختلفة³؛
- "يمكن تطبيقه وحسابه عندما تكون التدفقات النقدية الداخلة غير متماثلة"⁴

العيوب:

- لا يراعي مخاطر عدم التأكد⁵؛
- أسلوب مكمل وليس أساسي لطريقة القيمة الحالية الصافية⁶.

¹ Norbert GUEDJ, 2000, op.cit, p:291

² Norbert GUEDJ, 2000, op.cit, p:291

³ Idem, p:291

⁴ محمد قويدري, 1998, مرجع سابق, ص: 117

⁵ محمد قويدري, نفس المرجع السابق ص: 117

⁶ محمد قويدري, المرجع نفسه, ص: 117

3) المعدل الداخلي للمردودية:

3-1) مفهومه:

تعتبر هذه الطريقة من الطرق الحديثة في تقييم الاستثمارات إلى جانب طريقة القيمة الحالية الصافية التي سبق التطرق إليها، ويمكن أن تعبر هذه الطرق عن قياس معقول وتقييم موضوعي للاستثمار، " ذلك لأن هذه الطريقة بالخصوص تأخذ بعين الاعتبار وفي آن واحد التدفقات النقدية الصافية خلال سنوات عمر المشروع و القيمة الزمنية للنقود"¹، ويمكن تعريف المعدل الداخلي للاستثمار على أنه: " المعدل الذي يساوي ما بين مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية الصافية المحققة خلال سنوات عمر الاستثمار والتكلفة الأولية للاستثمار"²، بعبارة أخرى هو: " معدل الخصم الذي يجعل القيمة الحالية الصافية معدومة"³ وحتى يتم اتخاذ قرار الاستثمار على أساس هذا المعيار تتم مقارنته مع معدلات أخرى⁴ :

* معدل التوظيف دون إدماج الخطر؛

* كلفة رأس المال (قروض، أموال خاصة مثلا)؛

¹: الطاهر لطرش، 2001 المرجع السابق، ص: 158 / 159

² Jean BARREAU et Jacqueline DELAHAYE, 2001, op.cit ; p :328

³ Anne Marie KEISER, 1998, op.cit, p :136

⁴ : Abdellah BOUGHABA, 1998, op.cit, p: 29

* كلفة تمويل المشروع.

" وكلما كان الفارق كبيرا كلما كان الاستثمار مهماً، ويعتبر حساب هذه الطريقة صعب عن سابقتها (القيمة الحالية الصافية)، لأنه يجب البحث عن معدلات الخصم التي تعطينا مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية مساوية لمبلغ الاستثمار المصروف وتتعد خاصة عند اختلاف التدفقات النقدية، لكن يمكن تسهيل عملية الحساب من خلال تطبيق

برنامج EXCEL.

3-2) طريقة حسابه:

* يتحدد المعدل الداخلي للمردودية من خلال العلاقة العامة الآتية:¹

$$\sum_{t=1}^n CF + (1+r)^{-t} = I_0$$

(r) هو المعدل الداخلي للمردودية الذي يجب تحديده.

* أما إذا كانت التدفقات النقدية الصافية متساوية فيتم حسابه بالطريقة الآتية:²

$$CF \frac{1-(1+r)^{-t}}{r} - I_0 = 0$$

¹ Eric STEPHANY, 2000, op.cit, p: 153

² : Patrick PIGET, 1998, op.cit, p: 251

يمكن حساب هذه الصيغة من خلال الجداول المالية على عكس الصيغة الأولى التي تتطلب استعمال محاولات كثيرة لإيجاد المعدل المناسب، إضافة إلى حالات أخرى تطبق فيها العلاقات الآتية:

(أ) الأخذ بعين الاعتبار القيمة المتبقية الاستثمار:¹

$$r? \Leftrightarrow -I_0 + \sum_{t=1}^n CF_T(1+r)^{-t} + V_n(1+r)^{-n} = 0$$

(ب) مبلغ الاستثمار منفق على أكثر من سنة أي من $t_0 \rightarrow t_{n-1}$ فإن العلاقة تصبح:²

$$r? \Leftrightarrow -\sum_{t=0}^{n-1} I_t(1+r)^{-t} + \sum_{t=1}^n CF_T(1+r)^{-t} + V_n(1+r)^{-n} = 0$$

(ت) إذا كانت القيمة المتبقية معدومة أو مدمجة في آخر تدفق نقدي يتم إقصاؤها من العلاقة (ب)، وتصبح:³

$$r? \Leftrightarrow -\sum_{t=0}^{n-1} I_t(1+r)^{-t} + \sum_{t=1}^n CF_T(1+r)^{-t} = 0$$

كما يعتبر المعدل الداخلي للمردودية معيارا مهما:

¹ Patrick PIGET, 1998, op.cit, p: 251

² Patrick PIGET, 1998, op.cit, p: 251

³ Anne Marie KEISER, 1998, op.cit, p : 136

* **للفرض:** فكل مشروع يكون في معدل داخلي للمردودية أقل من معدل الخصم المحدد من طرف المستثمر يعتبر مرفوضا والعكس صحيح إذا كان هذا المعدل أصغر منه؛

* **للاختيار:** بين مشروعين أو أكثر بحيث يتم اختيار المشروع الذي يحقق أكبر معدل داخلي للمردودية.

- **حالة تدفقات نقدية غير متساوية:**

ولتوضيح طريقة حسابه يتم التطرق للحالة الآتية:

مشروع استثماري تبلغ كلفته الأولية 374 مليون دج، مدة حياته الاقتصادية تقدر

ب 5 سنوات، ويذر تدفقات نقدية صافية سنوية على التوالي:

101221414 , 100521414 , 100583471 , 102181587 , 103897861.

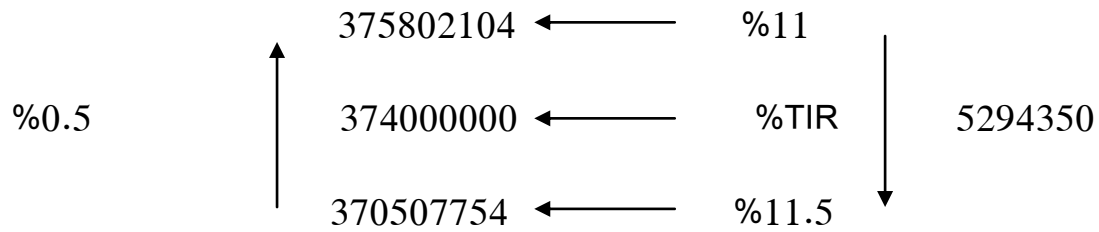
وبعد محاولات عديدة تم اختيار المعدلين الذين بإمكانهما جعل مبلغ الاستثمار معدوما وهما: 11 % و 11.5 % وبالنسبة للمعدل الداخلي للمردودية فإنه يقع بين هذين المعدلين.

➤ تحديد قيمة التدفقات النقدية الصافية المستحدثة باستخدام المعدلين:

جدول رقم (8): يبين قيمة التدفقات النقدية المستحدثة.

CF net*11%	CF net*11.5%	CF net 1	I	N
			374000000	0
9100494	90795608	101221414	-	1
173326489	171614825	100521414	-	2
246853007	244135507	100583471	-	3
314190672	310246995	102181587	-	4
375802104	370507754	103897861	-	5

➤ تطبيق المساواة الآتية:



➤ طرح المساواة (3) من المساواة (1)

نجد:

$$TIR \rightarrow -0.5\% \times \frac{(374000000 - 370507754)}{5294350}$$

$$TIR \rightarrow -0.5\% \times \frac{3492246}{5294350}$$

$$TIR \rightarrow (-0.5\%) \times (+0.65) = 0.0325$$

➤ استخراج المعدل الداخلي للمردودية:

$$TIR=11.5\%-0.325\%\uparrow\Rightarrow TIR=11.17\%$$

- حالة تدفقات نقدية متساوية:

ليكن المشروع الاستثماري السابق لكن في هذه الحالة يذر تدفقات نقدية متساوية في

3 سنوات استغلالية يمكن توضيحها في الجدول الآتي:

جدول رقم (9): يبين قيمة التدفقات النقدية.

CF net	N
374000000	0
187000000	1
187000000	2
187000000	3

* يمكننا إيجاد المعدل الداخلي للمردودية كما يلي:

$$\frac{1-(1+r)^{-t}}{r} = \frac{I_0}{CF}$$

$$CF \frac{1-(1+r)^{-t}}{r} - I_0 = 0$$

$$\frac{I_0}{CF} = \frac{374000000}{187000000} = 2$$

نأخذ الجدول المالي رقم (2) نتجه نحو السطر الذي يحتوي على قيمة 2 نجده

محسورا بين معدلين 23% و 14%:

$$i=23\% \rightarrow I_0/CF=2.011$$

$$i=24\% \rightarrow I_0/CF=1.981$$

نتبع المساواة الآتية:

$$\left. \begin{array}{l} 0.23 \Leftrightarrow 2.011 \\ r \Leftrightarrow 2 \\ 0.24 \Leftrightarrow 1.981 \end{array} \right\} \Rightarrow \frac{0.23-r}{0.23-0.24} = \frac{2.011-2}{2.011-1.981}$$

ومنه (r) والذي هو المعدل الداخلي للمردودية يساوي: 23.37%

3-3) تقييم المعدل الداخلي للمردودية:

المزايا:

يمكن حصرها في العناصر الآتية:

- " تراعي هذه الطريقة القيمة الزمنية للنقود"¹؛

- " تعبر عن التكلفة القصوى لرأس المال الممول للاستثمار"²؛

¹ Norbert GUEDJ, 2000, op.cit, p: 293

² Jean BARREAU et Jacqueline DELAHAYE, 2001, op.cit, p : 329

³ Hervé THIERZ, 1970, op.cit, p : 68

⁴ idem, p : 68

⁵ P. PIGET, 1998, op.cit, p: 252

⁶ محمد قويدري, 1997, مرجع سابق، ص: 112

- " لكل مؤسسة أو استثمار معدل داخلي خاص به" ³؛

- يعتبر " معيارا دقيقا لتحديد المردودية و جيد لترتيب المشاريع المختلفة" ⁴ .

العيوب:

يمكن إيجازها في العناصر الآتية:

- تتطلب هذه الطريقة مجهودات إضافية مقارنة بالطرق الأخرى وذلك لكثرة عملياتها؛

- "يمكن أن نتحصل على عدة معدلات داخلية للمشروع الواحد؛ كما يمكن أن لا نتحصل

على أي معدل داخلي" ⁵؛

- لا يتم الأخذ بعين الاعتبار عنصر المخاطرة" ⁶ .

من خلال ما سبق يمكن تلخيص أهم هذه المعايير في الجدول التالي:

جدول رقم (10): حدود استعمال معايير التقييم.

التقنيات و الطرق	المعيار الذي تم أخذه بعين الاعتبار	حدود و صعوبة تطبيقها
القيمة الحالية الصافية	المردودية	- اختيار معدل الخصم - التدفقات الصافية الناتجة عن المشروع المعاد استثمارها بمعدل الخصم تختلف عن معدل العائد الحقيقي للمشروع. - المقارنة صعبة ومعقدة في حالة المشاريع مستقلة ومختلفة.
المعدل الداخلي للمردودية	السيولة	- معدل تقريبي. - التدفقات الصافية الناتجة عن المشروع المعاد استثمارها بمعدل الخصم يساوي معدل المردودية الداخلي لكنه يختلف عن معدل العائد الحقيقي للمشروع. - اختيار معدل القبول أو الرفض.
مؤشر الربحية	المردودية	- نفس الملاحظات الموجهة لمعيار القيمة الحالية الصافية. - يسمح بمقارنة المشاريع المختلفة و المستقلة.
فترة الاسترجاع	السيولة	- لا تأخذ بعين الاعتبار معدل العائد الإجمالي للمشروع - نفس الملاحظات الموجهة لمعيار القيمة الحالية الصافية إذا كانت هذه المدة مخصصة.

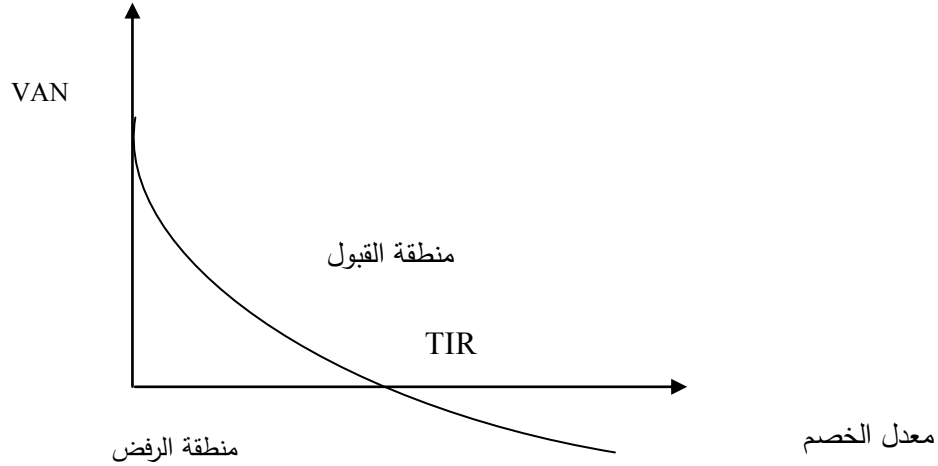
4) العلاقة بين VAN و TIR :

تظهر العلاقة بين المعيارين من خلال المنحنى الموالي¹ الذي يوضح القيمة الحالية

الصافية بدلالة معدل الخصم وهذا الأخير سيحدد المعدل الداخلي للمردودية.

¹ -Ptrick PIGET, 1998, op.cit, p : 252

منحنى رقم (1): يبين العلاقة بين VAN , TIR , i



المصدر: P. PIGET, 1998, op.cit, p : 252

من هذا المنحنى نستخلص الملاحظات الآتية:¹

أ) تعتبر القيمة الحالية الصافية دالة متناقصة بالنسبة إلى معدل الخصم، بحيث كلما كان

هذا المعدل مرتفعاً كلما كانت القيمة الحالية الصافية أو المردودية منخفضة؛

ب) إذا كانت $VAN=0$ فإن المعدل المحدد هو TIR الذي يساوي بين القيمة الحالية

للمدفوعات و المقبوضات (أي بين المصاريف و المداخل)؛

ت) المعدل الداخلي للمردودية هو نقطة تقاطع منحنى القيمة الحالية الصافية مع محور

السيئات i :

¹ - Idem, p p :247-248.

* إذا كان $TIR > i$ فإنه سيتم قبول المشروع (يقع في منطقة القبول)؛

* إذا كان $TIR < i$ فإنه حتما سيتم رفض المشروع.

ث) يعتبر TIR عكس VAN لأنه لا يوفر للمستثمر قاعدة قرار، إذ يجب مقارنته مع معدلات أخرى التي تم الإشارة إليها سابقا، وعليه أن يكون أكبر منها.

4-1) المقارنة بين TIR- VAN¹

يعتبر كل من القيمة الحالية الصافية والمعدل الداخلي للمردودية طريقتان لاختيار وتقييم الاستثمارات فهما يقدمان نفس القرار (القبول أو الرفض) وتختلفان في استعمال المعدل: معدل الخصم بالنسبة والمعدل الداخلي للمردودية هو نفسه، لكن يجب مقارنته مع معدلات أخرى ككلفة الاستثمار أو معدل القرض.

وإذا أردنا ترتيب عدة مشاريع مختلفة ومتنافسة فإن استعمالها معا قد يؤدي إلى نتائج صحيحة أو خاطئة، و لتوضيح هذه المقارنة يتم دراسة الحالة الآتية :

نفترض مؤسسة (س)، أمام الاختيار بين مشروعين استثماريين (إنتاج الكسكس

وإنتاج العجائن) وقام المدير المالي بتقدير التدفقات الآتية مع مبلغ الاستثمار كما يلي:

¹ - Idem, p : 250.

جدول رقم (11): يبين قيمة الاستثمار والتدفقات النقدية

المشروع B	المشروع A	البيان
210600000	210600000	I
0	100000000	CF net
100000000	100000000	
240000000	100000000	

باستعمال الطريقتين TIR-VAN ماذا ستختار المؤسسة، إذا كان معدل الخصم 10%؟

أ) استخدام طريقة TIR:

- المشروع الأول:

$$100000000 \frac{1-(1+r)^{-t}}{r} = 210600000$$

$$CF \frac{1-(1+r)^{-t}}{r} - I_0 = 0$$

$$\frac{1-(1+r)^{-t}}{r} = \frac{210600000}{100000000} = 2.106$$

و بالتوجه نحو جدول المالية رقم (2) نتحصل على معدل 20%

إذن: TIR=20%

- المشروع الثاني:

$$210600000 = 0 + \frac{100000000}{(1+r)^{-2}} + \frac{240000000}{(1+r)^{-3}}$$

المعدلين اللذين يعدمان تقريبا VAN هما 20% و 19% و بعد القيام بعملية الحصر نتحصل على :

$$TIR = 19.6\%$$

ومنه حسب طريقة المعدل الداخلي للمردودية فإن:

المشروع الأول أفضل مردودية من المشروع الثاني

(ب) طريقة VAN:

- المشروع الأول:

$$VAN_A = 100000000(1.1)^{-1} + 100000000(1.1)^{-2} + 100000000(1.1)^{-3} - 210600000$$

$$VAN_A = 34100000 \text{ دج}$$

بما أن القيمة الحالية الصافية موجبة فإن المشروع الأول يحقق مردودية.

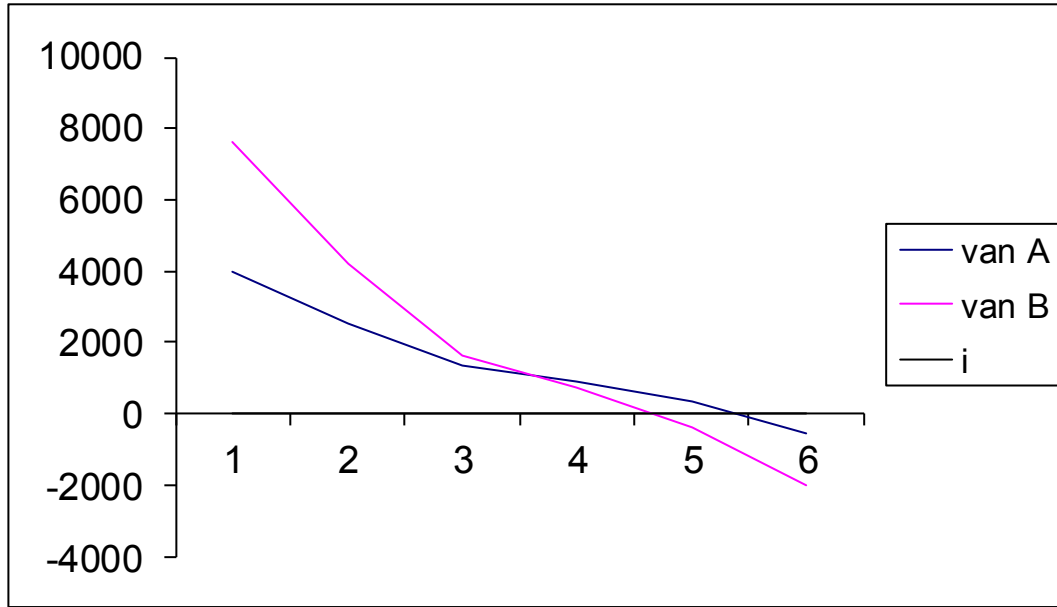
- المشروع الثاني:

$$VAN_B = 0(1.1)^{-1} + 100000000(1.1)^{-2} + 240000000(1.1)^{-3} - 210600000$$

$$VAN_B = 53350000 \text{ دج}$$

كذلك المشروع الثاني يحقق مردودية موجبة و من الملاحظ أنها تفوق مردودية المشروع الأول .

فهاتين الطريقتين يعطيان نتائج متناقضة، و يمكن توضيحها في الشكل البياني الآتي:



منحنى رقم (5): المقارنة بين المشروعين B,A

أ) من هذا المنحنى نستخلص الملاحظات الآتية:

* إذا كان $0 < i < r_p$ ← $VAN_A < VAN_B$

* إذا كان $i = r_p$ ← $VAN_A = VAN_B$

* إذا كان $i > r_p$ ← $VAN_A > VAN_B$

حيث r_p هو المعدل المحوري الذي تتساوى فيه القيمة الحالية الصافية لكلا المشروعين.

ب) كلما ارتفعت قيمة التدفقات النقدية عبر الزمن كلما ارتفعت القيمة الحالية الصافية

وكان الاختيار للمشروع الثاني، والعكس بالنسبة لطريقة المعدل الداخلي للمردودية كلما

كانت مدة استرجاع المبلغ المستثمر قصيرة كلما كان هذا المعدل مرتفعا و كان الاختيار

للمشروع الأول.

ت) لكل طريقة مجال للاستعمال وذلك حسب غاية المستثمر.

4-2) إختيار المعايير المستعملة:

كل معايير التقييم التي تم عرضها في العناصر السابقة ليس لديها نفس الهدف و لا تعطينا نفس الترتيب إذا استعملت في تقييم و اختيار مشاريع مختلفة. و الجدول الآتي يلخص الغرض من استعمال كل معيار.

جدول رقم (12) يبين معايير / هدفها

المعايير	الأهداف
VAN	تعظيم الفائدة المطلقة الاجمالية
IP	تعظيم الفائدة النسبية الاجمالية
TIR	تعظيم المردودية الاجمالية
DR	الأخذ بعين الاعتبار الخطر الزمني على حساب المردودية

المصدر: 337: op.cit, 2001, Jacqueline DELAHAYE et jean BARREAU

بصفة عامة بالنسبة " للمؤسسات الاقتصادية التي تفضل قياس المردودية، يعتبر

معيار المعدل الداخلي للمردودية من أحسن المعايير ومن بعده معيار القيمة الحالية الصافية، وهذا إذا كان للمشاريع المراد ترتيبها و تقييمها نفس رؤوس الأموال المستثمرة.

وفي الأخير معيار مؤشر الربحية إذا كان للمشاريع المراد ترتيبها رؤوس أموال مختلفة¹ هذا من جهة، ومن جهة أخرى "إذا كان الاستثمار المدروس من نوع الاستثمارات

¹ Norbert GUEDJ, 2000, op, cit, p: 286

الإنتاجية فإنه من الأحسن استعمال معيار مدة الاسترجاع، وأما إذا كانت الدراسة خاصة باستثمارات الحجم (كإنجاز وحدة جديدة، شراء آلات جديدة) لرفع الإنتاج الحالي فإنه لا يجب استعمال معيارا واحدا بل يستعمل معيار مدة الاسترجاع ومعيار القيمة الحالية الصافية معا".¹

كما أنه لكل طريقة مجال للاستعمال، فإذا كان هدف المستثمر أو المؤسسة تحقيق ربح على المدى القصير، فإنه يتم استعمال طريقة المعدل الداخلي للمردودية إلى جانب فترة الاسترجاع المستحدثة في حالة تساوي قيم المعدل الداخلي للمردودية لمشاريع مختلفة، أما إذا كان هدف المستثمر أو المؤسسة على المدى الطويل وبإمكانه الانتظار للحصول على مردودية أحسن بمرور الوقت فإنه يتخذ القرار المناسب باستعمال طريقة القيمة الحالية الصافية وإذا تساوت قيمها بالمقارنة مع مشاريع أخرى لنفس المبالغ المستثمرة فإنها تتبع بمؤشر الربحية.

لكن عموما يتم استعمال المعيارين VAN - TIR في حالة رؤوس أموال مستثمرة متساوية واستعمال المعيارين TIR- IP في رؤوس أموال مختلفة. وإذا كانت النتائج المحصل عليها متوافقة يكون ترتيب المشاريع صحيح، أما إذا كانت النتائج متناقضة فعلى صاحب القرار القيام بما يلي، سواء:

¹ Jean BARREAU et Jacqueline DELAHAYE, 2001, op.cit, p. 337

- يستعمل معيارا واحدا ويتجاهل الآخر كما رأينا سابقا؛
 - يستعمل معيارا ثالثا يفصل بين المعيارين السابقين، وهذا الأخير يمكن أن يكون:¹
 - معدل المردودية الداخلي الإجمالي؛
 - أو القيمة الحالية الصافية الإجمالية في حالة رؤوس أموال متساوية؛
 - أو مؤشر الربحية الإجمالية في حالة رؤوس أموال غير متساوية؛
- فاستعمال أحد هذه المعايير يكفي لإيجاد الحل النهائي.

¹ Idem, p : 338.

² Edith GINGLIGER, les décisions d'investissement, ed NATHAN, 1998, Paris p 54.

نماذج تمارين تطبيقية

جامعة عبد الحميد بن باديس
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم المالية والمحاسبة
السنة الثالثة ليسانس مالية المؤسسة
أعمال موجهة

التمرين الأول:

بلغت كلفة مشروع استثماري قيمة 2.000 ون يفترض أن يحقق هذا الأخير النتائج التالية:

السنوات	1	2	3	4	5
النتيجة الاجمالية	60	90	100	130	160
الاهتلاكات	400	400	400	400	400
المؤنات	-	-	50	-	50

المطلوب:

إذا علمت أن معدل الضريبة على الأرباح 30 %، ومعدل الخصم 8 %، أحسب:

(1) فترة استرجاع رأس المال المستثمر العادية DR

(2) فترة استرجاع رأس المال المستثمر المخصصة DRC

- ما تعليقك على النتائج المتحصل عليها؟

التمرين الثاني:

ليكن لدينا مشروع استثماري كلفته الأولية 28.000 ون، ومن المتوقع تحصيل تدفقات نقدية صافية

خلال 5 سنوات من عمره الاستثماري، كما هو موضح في الجدول التالي:

السنوات	1	2	3	4	5
التدفقات النقدية الصافية	10.000	17.000	19.000	12.000	15.000

المطلوب: إذا علمت أن معدل الخصم 9,25 %، أحسب: DR- DRC-VAN مع التعليق على كل

نتيجة.

التمرين الثالث:

ليكن لدينا مشروعين استثماريين كلفتها مقدرة بـ 300.000 ون، ومن المنتظر أن يحققا تدفقات نقدية صافية خلال

5 سنوات من عمرهما الافتراضي. والجدول التالي يلخص مبالغ هذه العوائد:

السنوات	1	2	3	4	5
المشروع الأول	100.000	180.000	100.000	120.000	120.000
المشروع الثاني	80.000	160.000	140.000	180.000	80.000

المطلوب:

إذا علمت أن معدل الخصم 10,5 %، فأأي المشروعين ستختار؟

التمرين الرابع

يوضح الجدول التالي بيانات حول مشروع استثماري.

السنوات	0	1	2	3	4	5
التدفقات النقدية السنوية	(23.000)	8.000	9.000	12.500	10.500	8.400
الصافية						

المطلوب: هل تنصح الشركة بقبول المشروع أو رفضه باستخدام المعايير التالية منفردة:

- فترة الاسترداد: مع العلم بأن الشركة تقبل أي مشروع تكون فترة استرداده أقل من 4 سنوات؟
- القيمة الحالية الصافية: مع العلم بأن الشركة تقبل أي مشروع تتجاوز القيمة الحالية الصافية 2000 ون بمعدل الخصم 12%؟

- دليل الربحية: مع العلم بأن الشركة تقبل أي مشروع يتجاوز فيه دليل الربحية 1.4؟
- معدل العائد الداخلي: مع العلم بأن الشركة تقبل أي مشروع يتجاوز فيه معدل العائد الداخلي 20%؟

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة
السنة الثالثة تخصص مالية المؤسسة

مادة سياسة واستراتيجية الاستثمار

الموضوع الأول: (مقدمة - عرض - خاتمة)

نظرا لأهمية عملية الاستثمار على مستوى المؤسسات ومساهمتها في تطوير الاقتصاد الوطني يتم تبني عدة حوافز وآليات لدعم الاستثمار بكل أشكاله.

من خلال ما سبق حل وناقش العناصر التالية:

- أهمية الاستثمار بالنسبة للاقتصاد الوطني؛
- حوافز الاستثمار؛
- عوائق الاستثمار.

الموضوع الثاني: (مقدمة - عرض - خاتمة)

تأخذ سياسة الاستثمار على مستوى المشروع أهمية بالغة خاصة في عملية إتخاذ القرار الاستثماري.

على ضوء ما درست أكتب مقالا توضح فيه العناصر التالية:

- مفهوم سياسة الاستثمار؛
- قرار الاستثمار وظروف اتخاذه؛
- معايير تقييم الاستثمار المساعدة على اتخاذ قرار الاستثمار.

جامعة عبد الحميد بن باديس - مستغانم -
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم المالية والمحاسبة
السنة الثالثة ليسانس مالية المؤسسة
سياسة واستراتيجية الاستثمار

الأسئلة:

قررت شركة dam-style مختصة في إنتاج الملابس توسيع ورشة إنتاجها من خلال إضافة خط إنتاجي جديد وكانت بحاجة إلى دراسة سوق معمقة، وكننتيجة لهذه الدراسة وجد مدير الدراسات نفسه أمام ثلاثة بدائل استثمارية: البديل (أ) -البديل(ب) - البديل (ج)، والجدول التالي يوضح كلفة البدائل والتدفقات النقدية السنوية الصافية الممكن تحقيقها خلال 5 سنوات من عمر الاستثمار.

البديل (أ)	البديل(ب)	البديل (ج)
كلفة الاستثمار 100.000 ون	كلفة الاستثمار 100.000 ون	كلفة الاستثمار 100.000 ون
مدة حياة البديل: 5 سنوات	مدة حياة البديل: 5 سنوات	مدة حياة البديل: 5 سنوات
التدفقات النقدية السنوية الصافية للبديل (أ)	التدفقات النقدية السنوية الصافية للبديل (ب)	التدفقات النقدية السنوية الصافية للبديل (ج)
السنة الأولى: 40.000 ون	السنة الأولى: 40.000 ون	السنة الأولى: 60.000 ون
السنة الثانية: 55.500 ون	السنة الثانية: 50.000 ون	السنة الثانية: 60.000 ون
السنة الثالثة: 70.000 ون	السنة الثالثة: 65.000 ون	السنة الثالثة: 60.000 ون
السنة الرابعة: 70.000 ون	السنة الرابعة: 75.500 ون	السنة الرابعة: 60.000 ون
السنة الخامسة: 80.000 ون	السنة الخامسة: 80.000 ون	السنة الخامسة: 60.000 ون

المطلوب:

باستخدام معايير تقييم الاستثمار:

- معيار فترة استرجاع رأس المال المستثمر DR و DRC.
- معيار القيمة الحالية الصافية VAN.
- معيار مؤشر الربحية IP

ما هو البديل الاستثماري المناسب لهذه الشركة مع التعليق، إذا علمت أن معدل الخصم الذي حدده المدير المالي هو: 11 %.

جامعة عبد الحميد بن باديس بمستغانم
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبية

السنة الثالثة مالية المؤسسة مادة: سياسة وإستراتيجية الاستثمار

اعمال موجهة

الأسئلة:

- 1) فسر العلاقة التي تربط بين عملية الاستثمار وعملية التمويل؟
- 2) كيف يؤثر معدل الخصم على القرارات الاستثمارية؟
- 3) على أي أساس يتم صياغة وتنفيذ سياسة استثمار على مستوى المؤسسة؟
- 4) حدد الفرق بين المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية؟
- 5) متى يكون المشروع الاستثماري مقبول؟

الفصل الرابع

استراتيجية الاستثمار في المؤسسة

الفصل الرابع: استراتيجية الاستثمار في المؤسسة

أولاً: المنظور الاستراتيجي للمؤسسة

1) تعريف الاستراتيجية واستراتيجية الاستثمار:

مر مفهوم الاستراتيجية بعدة مراحل، ومن أهم المفاهيم يوجد:

- حسب CHANDLER: الاستراتيجية هي إعداد الأهداف والغايات الأساسية على المدى

الطويل، أو اختيار خطة العمل وتخصيص الموارد الضرورية لبلوغ هذه الغايات.

- تعريف مدرسة HARVARD: " مجموعة القرارات المهمة للاختيارات الكبرى للمقاول

والمتعلقة بالمؤسسة في مجموعها، والتي تهدف إلى تكييفها مع التغيير وتحديد الغايات

الأساسية والاهداف من أجل الوصول إليها".

أما استراتيجية الاستثمار، فهي أن تقوم المؤسسة بعدة استراتيجيات في مجال

الاستثمار حتى تحدد كمية ونوعية الموارد التي يجب استثمارها على المدى الطويل

لاكتساب المزايا التنافسية. وتعتبر هذه الاستراتيجيات كبائل أمام المؤسسة التي عليها

اختيار ما يناسب إمكانياتها وأهدافها العامة ضمن الخطة الاستراتيجية المحددة.

وعليه تنظم القرارات الاستراتيجية ضمن القرارات المالية والتسويقية المتعلقة

باتجاهات المنظمة.

(2) أهمية الاستراتيجية:

- إن أهمية الاستراتيجية يمكن توضيحها في النقاط التالية:¹
- معرفة اتجاهات وأهداف المنظمة لفترة زمنية طويلة نسبياً؛
 - تغطي الخطة الاستراتيجية أهدافاً وتوجهات واضحة المستقبل؛
 - التعرف على العوامل الداخلية والخارجية المؤدية إلى إحداث تغيرات مهمة في المنظمة؛
 - مساعدة متخذي القرار على معرفة الاتجاهات الصحيحة في اتخاذ القرارات وفحص المشاكل الرئيسية؛
 - تنظيم تداخل مختلف القرارات المهمة المتعلقة باتجاهات المنظمة؛
 - تمكن الخطة الاستراتيجية متخذي القرار من تحقيق الإتصال الكفؤ أو التنسيق والتكامل والتفاعل مع كافة الفعاليات في المنظمة.

(3) خصائص الإستراتيجية:²

- الشمولية (تغطي إطار كلياً وشاملاً للمؤسسة)؛
- موجهة لنظام مفتوح (تعمل على دراسة النظام بمختلف جوانبه وجزئياته وتوجيهه بما يضمن تحقيقه التصور المستقبلي)؛

¹ مؤيد سعيد السالم، أساسيات الإدارة الاستراتيجية، ط1، دار وائل للنشر، الأردن، ص 19

² مؤيد سعيد السالم، المرجع نفسه، ص 20

- مجموعة من القرارات (قرارات تشغيلية واستراتيجية)؛
- إلزامية الوقت (احترام الوقت لأن أي تأخير في بيئة متغيرة يؤدي إلى عدم جدوى الإستراتيجية)؛
- الوضوح والإقناع (واضحة من حيث الأهداف، الصياغة والتطبيق ليتم تطبيقها بصورة فعالة دون حدوث مقاومة أو تعارض)؛
- أسلوب المشاركة (إشراك مختلف الكفاءات في المؤسسة وانتشارهم في القرارات الروتينية لبلوغ القرارات الإستراتيجية)؛
- محددة في المراحل (الصياغة، التطبيق، الرقابة أو الصياغة الاختيار والتنفيذ الرقابة)؛
- المرونة (التغيير متى لزم الأمر فالمتابعة المستمرة للمحيط وتغير ميولاته المستقبلية تستدعي من المؤسسة تحضير سيناريوهات ملائمة لهذه التغيرات تطبق متى حدثت وذلك للتقليل من الأخطاء)؛
- تخصيص الموارد حسب الأهداف المراد تحقيقها.

4) البدائل الإستراتيجية الخاصة بالمؤسسة

يوجد ثلاثة مجالات لتحديد البدائل الاستراتيجية وهي:¹

¹ مؤيد سعيد السالم، المرجع نفسه، ص 20

2-1) البدائل الاستراتيجية العامة للمنظمة:

أولاً: إستراتيجية النمو والتوسع:

عندما تحقق نتائج إيجابية في عدة سنوات، فإنها ستعمل على استغلال فرص الاستثمار في ذلك، فتتوسع وتعرف نوعاً من الانتعاش تلجأ إلى تبني ما يعرف باستراتيجيات التنوع.

1- إستراتيجية التركيز (التخصص): في هذه الاستراتيجية تركز المؤسسة على كافة الجهود في إنتاج منتج واحد، أو خط منتجات وحيد، أو خدمة سوق واحد، وهذا ما يعرف بنشاط أحادي الاتجاه.

2- إستراتيجية التنوع: حيث تنقسم هذه الاستراتيجية إلى عدة بدائل وهي:¹

2-1- التنوع المترابط (توسع في نفس المجال) والتنوع غير المترابط (توسع

في خطوط إنتاج غير متجانسة وليست في نفس المجال)؛

2-2- التنوع الداخلي (الاعتماد على الإمكانيات الداخلية فيما يتعلق بتطوير

للمنتجات وكافة وسائلها) والتنوع الخارجي (الاعتماد على الغير في التنوع إما

عن طريق الاندماج أو الشراكة مع مستثمرين آخرين)؛

¹<https://ikhwanwayonline.wordpress.com/2009/03/24/%D8%A5%D8%B3%D8%AA%D8%B1%D8%A7%D8%AA%D9%8A%D8%AC%D9%8A%D8%A9%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%86%D9%88%D9%8A%D8%B9%D8%A7%D9%84%D8%A8%D8%AF%D8%A7%D8%A6%D9%84%D8%A7%D9%84%D8%A5%D8%B3%D8%AA%D8%B1%D8%A7%D8%AA/> بالتصرف

2-3- التنويع العمودي (توسع المؤسسة عمق التشكيلة ويمكن ان يكون هذا

الايخر مترابط أو غير مترابط) والتنويع الأفقي (توسع المؤسسة خطوط الإنتاج).

ثانيا: إستراتيجية الاستقرار والثبات:

في هذه المرحلة تكون المؤسسة غير مستعدة للنمو او التوسع الكبير، بل ستعمل

جاهدة للمحافظة على وضع مستقر وثابت، وتتقسم هذه الاستراتيجية إلى البدائل التالية:

1- الإبقاء على الوضع الحالي: تناسب المؤسسات الناجحة التي تعيش في بيئة مستقرة

غير مجبرة على إجراء تغييرات كبيرة خدمة عملاءها بنفس الأسلوب، نفس قنوات

التوزيع، الأسواق.

2- إستراتيجية عدم التغيير: إذا كانت أمور المؤسسة على ما يرام فإنها تستمر على

نفس الوتيرة دون تغيير؛

3- إستراتيجية الربح: تركز المؤسسة على حصد الأرباح التي تحصل عليها، وبذلك

فإنها تضحى بالنمو في المستقبل ولا تقوم بأي تغييرات كاستثمار والتوسع؛

4- إستراتيجية التوقف: تركز المؤسسة على تحسين كفاءة عمالها، وهي هدف مؤقت

للوصول إلى اهداف أخرى في المستقبل؛

5- إستراتيجية الحركة مع الحيطه والحذر: تقوم المؤسسة بتتبع أوضاعها الحالية بكل

حذر، مع تجنب أي عمل إضافي يمكن أن يؤثر على نتائجها.

ثالثاً: إستراتيجية التراجع /الدفاع إستراتيجية الانكماش:

عندما لا تستطيع المؤسسة تحقيق أهدافها، وتعرف وضعيتها تدهورا مستمرا من

حالة إلى حالة أخرى، ويكون أمامها البدائل الاستراتيجية التالية:¹

1- إستراتيجية التخفيض : تقوم بإلغاء بعض الوحدات الإنتاجية، أو حذف بعض

خطوط المنتجات، حيث تركز على جانبين مهمين هما الحجم أو التكاليف.

2- إستراتيجية التجريد: تقوم بفصل بعض الأنشطة وتكوين كيانات مستقلة. عامل

الوقت (معرفة الوقت المناسب لاستعداد السوق في تقبل المنتجات ← موارد

المنظمة (المادية ، المالية، البشرية)؛

3- إستراتيجية التحويل (تغيير عملياتها إلى ميادين جديدة للأعمال)

4- إستراتيجية المنظمة الأسيرة (الاستسلام إلى مؤسسات أخرى) منح منتجاتها إلى

مؤسسة أخرى مع بقاء الإشراف على الجودة والتسويق مثلا

5- إستراتيجية التصفية (بيع أصول المؤسسة)

رابعا: إستراتيجية المشاريع المشتركة

عموما تستخدم المؤسسات البدائل الاستراتيجية حسب وضعيتها وظروفها المادية.

بالصرف An-Najah Staff - تعريف الإدارة الاستراتيجية staff-old.najah.edu¹

2-2) البدائل الإستراتيجية العامة على مستوى وحدات الأعمال

1) الاستراتيجيات العامة لوحدات الأعمال الصغيرة

– إستراتيجية التكاليف المنخفضة

– إستراتيجية التميز

– إستراتيجية التكاليف / التميز

2) الاستراتيجيات العامة لوحدات الأعمال الكبيرة

– إستراتيجية التكلفة الأقل

– إستراتيجية التميز

– إستراتيجية الكلفة الأقل / التميز.

5) الاستراتيجيات الوظيفية:

– إستراتيجية الشراء وإدارة المواد

– إستراتيجية إدارة الإنتاج / العمليات

– استراتيجيات التمويل

– إستراتيجية إدارة الموارد البشرية

– إستراتيجية التسويق.

ثانياً: المؤسسة والاستثمار في السوق المالي

1) ماذا نقصد بالسوق المالية:

لا تختلف الأسواق المالية في جوهرها كثيراً عن الأسواق الأخرى، حيث يتم فيها شراء وبيع البضائع والمنتجات ، لكنها تتميز بتركيزها على شراء وبيع وحيازة الأوراق المالية والأدوات المالية بأشكالها المختلفة. كما توسعت الأسواق المالية بشكل كبير، وتقدم الآن العديد من أنواع الأدوات المالية، أهمها:¹

- الفوركس - (المعروف أيضاً باسم: سوق الصرف الأجنبي أو FX)
- أسواق الأوراق المالية - مثل أسواق الأسهم والسندات
- أسواق المشتقات - مثل عقود الفروقات (المعروف أيضاً باسم: CFD)
- أسواق السلع - والتي تشمل الذهب، الفضة، النفط، وغيرها
- أسواق الديون المالية - مثل الديون قصيرة الأجل
- أسواق العملات المشفرة - والتي تشمل عملات رقمية مثل البيتكوين، إيثيريوم
- أسواق الرهن العقاري - والتي تقدم قروض طويلة الأجل
- أسواق التأمين - والتي تحمي من المخاطر مقابل أقساط معينة

¹ <https://admiralmarkets.com/ar/education/articles/forex-basics/anwa3-alaswaq-almaliye>

(2) أقسام وعمليات السوق المالي

يتحقق نشاط السوق المالي من خلال أقسامه ومؤسساته وعملياته المختلفة:

(1-2) أقسام السوق المالي: ينقسم السوق المالي إلى سوقين أساسيين هما:

أ- السوق الأولية (أسواق الإصدار):

تتكون فيها علاقة مباشرة بين مصدر الأسهم والمكتتبين الأوائل لها، سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة بزيادة رأسمالها، والترويج والتسويق لتلك الإصدارات (الأوراق المالية) وتغطية الاكتتابات فيها من خلال منشآت مالية مصرح لها مثل: البنوك، وذلك قصد ضمان مهمة تمويل الاقتصاد الوطني¹.

ب- السوق الثانوية (سوق التداول):

السوق الثانوية هي المكان المخصص لتداول الإصدارات، أو التي تم طرحها سابقا ومحلها استثمار قائم من قبل وليس استثمارا جديدا، ومن خلال هذا السوق يستطيع المستثمرون والمدخرون التحول بسهولة من الأصول النقدية إلى الأصول الحقيقية والعكس

¹ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية (مصر: دار النشر

صحيح، عبر تقنيات العرض والطلب في هذا السوق¹. ومن بين المؤسسات التي تنشط في هذه الأسواق، يمكن تقديم:

• شركات إدارة وتكوين المحافظ المالية (الأوراق المالية).

• صناديق الاستثمار.

• شركات الوساطة في الأوراق المالية.

• شركات رأس المال المخاطر.

• شركات الترويج والتغطية للاكتتاب في الأوراق المالية.

• شركات المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.

2-3) عمليات السوق المالي: تنقسم عمليات السوق المالي بدورها إلى:

أ- **عمليات حاضرة (فورية):** يتم تسليم وتسلم الأوراق المالية فور إتمام الصفقة وسواء

كان ذلك في السوق نظامي، أو غير المنظمة (السوق الموازي)².

ب- **عمليات آجلة:** تتم من خلال عقود واتفاقيات في تاريخ لاحق، في أسواق العقود

المستقبلية بمختلف أنواعها.

¹ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، مرجع سبق ذكره، 2005،

ص 58

² سمير عبد الحميد رضوان، المرجع نفسه، 2005، ص 58

2-4) أدوات الاستثمار في السوق المالي: وتنقسم إلى مجموعتين هما:

أ- أدوات (أوراق) مالية أساسية: وتمثل هذه الأوراق الأساس في معاملات السوق

المالي الحاضرة، وهي في طبيعتها محررات كتابية قد تكون:¹

- حق ملكية وحصة في الربح المحقق مع الحق في الإدارة كالأسهم

- حق دائنية مقابل فائدة ثابتة كالسندات

- حق ملكية وحصة في الربح بدون حق في الإدارة كصكوك الاستثمار، صكوك

التمويل

- حق في الربح فقط كحصة التأسيس.

ب- أدوات (أوراق) مالية مشتقة:

وتشتق قيمتها من قيمة الأصول المتداولة في الأسواق الحاضرة، فهذه الأخيرة وما

يتداول بها من أصول مالية تعد مطلب أساسي لوجود هذه المشتقات، والتي تتمثل عقودها

أساسا، في العقود الآجلة، العقود المستقبلية، وعقود الخيارات، وعقود المبادلة، إضافة إلى

التوريق الذي يجمع بين الاقتراض والمشتقات²

¹ سمير عبد الحميد رضوان، المرجع نفسه، ص 57

² سمير عبد الحميد رضوان، المرجع نفسه، ص 57

3- استراتيجية الإستثمار في السندات:

تتغير الإستراتيجيات بتغير أهداف المستثمرين بين تحقيق أقصى ربح ممكن في عمليات المضاربة والمتاجرة على المدى القصير، ويمكن تقسيمها إلى:

3-1- استراتيجيات متحفظة: تنقسم هذه الاستراتيجيات إلى ثلاثة أنواع، وهي:¹

- استراتيجية الشراء واستراتيجية الحفظ: وتهدف هذه الاستراتيجية إلى شراء سندات والإحتفاظ بها، ومحاولة الاستفادة من الفرص التي تظهر في السوق عن طريق شراء بعض السندات وبيع البعض الآخر.

- استراتيجية الإستحقاق المنتظمة: تتم من خلال توزيع فترات إستحقاق السندات بالتساوي، وعندها يقوم المستثمر بشراء مجموعة أخرى من السندات وهكذا تتكرر العملية.

3-2- استراتيجيات غير متحفظة: تنقسم هذه الإستراتيجيات المتحفظة إلى:²

- استراتيجية التوقيت الدوري: لما يعرف المستثمر أن أسعار فائدة الأصول قصيرة الأجل انخفضت يركز عليها، وعندما ترتفع أسعار فائدة الأصول طويلة الأجل ينتقل إليها، ثم يعود إلى الأصول قصيرة الأجل عند انخفاض أسعار فائدتها، وعلى إثر هذا التنقل من أصل إلى آخر يمكنه الحصول على عوائد معتبرة.

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الإستثمار -1999- ص 98

² منير إبراهيم هندي، المرجع نفسه، ص 98

- استراتيجية الشراء بالهامش: يقوم المستثمر باقتراض أموال من أجل شراء سندات، ويكسب من هذه العملية عائداً يتمثل في الهامش المحصل من الفرق بين سعر فائدة القرض وسعر لفائدة السندات.

- استراتيجية الإستثمار بالسندات البسيطة: بحيث يكون معدل العائد في السند ذو النوعية البسيطة عالياً مقارنة مع السندات الرائدة في السوق المالي، خاصة في فترات الانكماش الاقتصادي.

4- صناديق الاستثمار:

تعرف على أنها أداة استثمارية ووسيلة تجمع المدخرات ورؤوس الأموال الخاصة بالأفراد المُستثمرين والشركات والمنشآت المتنوعة، ومن ثمّ تتعاقد مع مدير أو خبير مالي لإدارة محتويات الصناديق الاستثمارية، والهدف من ذلك هو توفير أعلى العوائد المالية مع وجود أقل مخاطرة مُمكنة¹.

4-1 - أنواع صناديق الإستثمار:

يمكن تصنيف صناديق الإستثمار إلى عدة أنواع حسب عدة معايير:²

¹<https://www.ofeed.com/%D8%A7%D9%84%D9%82%D8%B3%D9%85%20%D8%A7%D9%84%D8%AA%D8%B9%D9%84%D9%8A%D9%85%D9%8A/%D8%B5%D9%86%D8%A7%D8%AF%D9%8A%D9%82%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%B3%D8%AA%D8%AB%D9%85%D8%A7%D8%B1%D8%AA%D8%B9%D8%B1%D9%8A%D9%81%D9%87%D8%A7%D9%88%D8%A7%D9%86%D9%88%D8%A7%D8%B9%D9%87%D8%A7-442019>

² محمد مطر؛ إدارة الإستثمارات - 1999 - ص 81

أ- حسب أغراض المستثمرين: حسب هذا التصنيف يوجد أربعة أنواع من صناديق

الاستثمار، وهي:

❖ صناديق النمو:

هي صناديق تكون بقصد تحقيق مكاسب رأسمالية تؤدي إلى نمو رأس المال الصندوق، إنشاؤها ليس الحصول على عائد منتظم بل المضاربة من أجل الاستفادة من تقلبات أسعار الأدوات الإستثمارية كالأسهم مرتفعة المخاطر¹.

❖ صناديق الدخل:

تهدف إلى الحصول على عائد مستمر للأدوات الإستثمارية، فيكون اتجاه إدارة الصندوق نحو الإستثمار في إصدارات الشركات المستقرة ذات الجدوى الإقتصادية، خاصة الأسهم الممتازة والسندات².

❖ الصناديق المتوازنة:

حيث تجمع بين أهداف صناديق النمو والدخل، فيكون توجه استثماراتها نحو النوعين السابقين أخذاً بمبدأ التنويع وتوزيع المخاطر³.

¹ <https://tजारatuna.com/%D8%A3%D9%86%D9%88%D8%A7%D8%B9-%D8%B5%D9%86%D8%A7%D8%AF%D9%8A%D9%82-%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%B3%D8%AA%D8%AB%D9%85%D8%A7%D8%B1/>

² <https://sotor.com/%D8%AA%D8%B9%D8%B1%D9%8A%D9%81%D8%B5%D9%86%D8%A7%D8%AF%D9%8A%D9%82%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%B3%D8%AA%D8%AB%D9%85%D8%A7%D8%B1%D9%88%D8%A3%D9%86%D9%88%D8%A7%D8%B9%D9%87%D8%A7/>

³ <https://tजारatuna.com/%D8%A3%D9%86%D9%88%D8%A7%D8%B9-%D8%B5%D9%86%D8%A7%D8%AF%D9%8A%D9%82-%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%B3%D8%AA%D8%AB%D9%85%D8%A7%D8%B1/>

❖ صناديق متخصصة:

هي نوع من الصناديق تخصص في قطاع معين أو نشاط محدد، كالمتاجرة في العملات، النفط، الاستثمارات العقارية، تتميز بالخطورة المرتفعة عن الصناديق الأخرى¹.

ب- حسب حركة رؤوس الأموال: تنقسم الصناديق حسب هذا التصنيف إلى نوعين:

❖ الصناديق المغلقة أو المقفولة:

يتم فيها إصدار عدد ثابت من الوحدات ويتم توزيعها على كل مستثمر حسب حصته، ولهذا الصندوق هدف ومدة محددة وبعدها يصفى ويتم توزيع عوائده على المستثمرين².

❖ الصناديق المفتوحة:

يتم إنشاء هذا النوع من الصناديق بعد تصفية النوع الأول، وهي صناديق تبقى مفتوحة للدخول والخروج دون تحديد حجم الموارد المالية المستثمرة، عمليات البيع والشراء تكون دون قيود³.

¹ منير إبراهيم هندي؛ صناديق الإستثمار ، دار المعارف-1999 ، مصر - ص 91

² <https://sotor.com/%D8%AA%D8%B9%D8%B1%D9%8A%D9%81-%D8%B5%D9%86%D8%A7%D8%AF%D9%8A%D9%82-%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%B3%D8%AA%D8%AB%D9%85%D8%A7%D8%B1%D9%88%D8%A3%D9%86%D9%88%D8%A7%D8%B9%D9%87%D8%A7/>

³ <https://tjjaratuna.com/%D8%A3%D9%86%D9%88%D8%A7%D8%B9-%D8%B5%D9%86%D8%A7%D8%AF%D9%8A%D9%82-%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%B3%D8%AA%D8%AB%D9%85%D8%A7%D8%B1/#i-12>

ج- حسب عنصر الأمان: تنقسم صناديق الاستثمار حسب هذا التصنيف إلى نوعين:

❖ صناديق الإستثمار ذات رأس المال المضمون:

هي صناديق توفر للمساهم ميزة لا توفرها له الأنواع الأخرى من صناديق الإستثمار، وهي ميزة الحفاظ على رأس المال. حيث يتم ضمان للمستثمر عدم المساس برأس ماله المدفوع في الصندوق، وتحمل مخاطر الخسائر التي قد تصيب رأس مال الصندوق، مقابل الحصول على عمولة نسبية¹.

❖ صناديق الإستثمار غير المضمونة:

يكون مستوى المخاطرة فيها كبير، مع احتمال فقدان المستثمر كل رأسماله أو جزء منه.²

5- المحافظ الإستثمارية:

المحفظة الإستثمارية هي أداة مركبة من أدوات الإستثمار، وتتكون من أصلين أو أكثر، وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة. وتختلف المحافظ الإستثمارية في تنوع أصولها أو تخصصها، بين الأصول الحقيقية كالذهب، العقار، السلع، و/ أو الأصول المالية كالأسهم أو السندات، والأذونات الخزينة والخيارات، بمعنى أن المحفظة المالية تجمع بين الأصول الحقيقية والأصول المالية معاً، لأن هدفها الرئيسي

¹ محمد مطر؛ إدارة الإستثمارات ، مرجع سبق ذكره- 1999 - ص 82

² محمد مطر؛ إدارة الإستثمارات - 1999 - ص 82

هو تعظيم العائد المتوقع للمحفظة، مع تخفيض مخاطرها المرجحة إلى حدها الأدنى، وهذا ما يعرف بالمحفظة المثلى.¹

¹ منير إبراهيم هندي؛ صناديق الإستثمار ، مرجع سبق ذكره-1999 ، مصر- ص 91

الختامة

الخاتمة

من خلال ماسبق، نستخلص أن سياسة واستراتيجية الاستثمار تعتبر من أكثر المواضيع توسعا وتشابكا لما لها من امتدادات داخل المؤسسة وخارجها كما أنها لا تشمل فقط المؤسسة بل تمس كل منظمة سواء كانت هذه الأخيرة تجارية أو غير تجارية. بالإضافة إلى اختلاف الأهداف والمناهج المعتمدة.

كما أنه لا يوجد سياسة استثمارية نموذجية يمكن تطبيقها على كل المؤسسات الاقتصادية أو المنظمات والهيئات، بل يوجد فقط أسس ومعايير معينة يجب الأخذ بها لبناء هذه السياسة. وتعتبر عملية التخطيط أهم خطوة تدرج ضمن وضع أية سياسة ناجعة، كما ان اتباع سياسة معينة يؤدي بمرور الوقت إلى تبني استراتيجية واضحة المعالم تهدف إلى بقاء واستمرار هذه المؤسسة.

فدورة حياة المؤسسة تمر من تحقيق الأهداف قصيرة المدة إلى الوصول إلى الأهداف متوسطة المدة إلى بلوغ الأهداف طويلة المدة، وإذا وجدت المؤسسة نفسها قد بلغت الأهداف طويلة المدة فإنها تعود من جديد إلى نقطة الصفر لتحقيق الأهداف قصيرة المدة وهكذا تكون مسيرة المؤسسة محصورة في حلقة دائرية يتزايد حجمها بزيادة تحقيق كل الأهداف المسطرة وأي خلل سيؤدي بانكماش هذه الحلقة الدائرية. وعليه فإن سياسة واستراتيجية الاستثمار موضوعين مترابطين ومتكاملين في تحقيق مختلف أهداف المشروع الاستثماري خاصة المؤسسة الاقتصادية.

المراجع

باللغة العربية:

- (1) أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2006
- (2) حامد العربي الحضيبي، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، مصر، 2000
- (3) حسن السلطان، رسالة ماجستير حول: إدارة مخاطر الاستثمار المالي، كلية الاقتصاد، دمشق، 2010
- (4) حسن شرقي، نظرية القرارات الإدارية، مدخل كمي في الإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الأولى، 1997
- (5) حسني علي خربوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، 2007
- (6) حسين طعمة، نظرية اتخاذ القرارات أسلوب كمي تحليل، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان . الطبعة الأولى، 2010
- (7) حياة بن حراث، تقييم الاستثمار على مستوى المؤسسات والبنوك، رسالة ماجستير، جامعة مستغانم، 2006
- (8) حياة بن حراث، سياسات التمويل الموجهة لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، رسالة دكتوراه علوم منشورة، جامعة تلمسان، 2013
- (9) رضوان وليد العمار، أساسيات الإدارة المالية، دار الميسرة، الأردن، ط1، 1997
- (10) زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الثانية، 2002
- (11) سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، 2005
- (12) شوام بوشامة، تقييم واختيار الاستثمارات، ط1، دار الغرب للنشر والتوزيع، 2003، وهران،
- (13) شوام بوشامة، مدخل في الاقتصاد، الجزء الأول، دار الغرب للنشر والتوزيع، 2000
- (14) صلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد رحمان الدوري، إدارة البنوك (مدخل كمي واستراتيجي معاصر)، دار وائل للنشر، الأردن، 2000.
- (15) الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، ط 1، 2001، الجزائر

16) عبد الكريم بعداش، الاستثمار الأجنبي المباشر وآثاره على الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1996 - 2005، الجزائر، اطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2008

17) عبد المطلب عبد الحميد، مبادئ وسياسات الاستثمار، الدار الجامعية، 2010، الاسكندرية

18) كينز، النظرية العامة في الاقتصاد، موقع للنشر، 1991،

19) المادتين 12 و 13 من القانون 09-16 المؤرخ في 3 أوت 2016 والمتعلق بترقية الاستثمار

20) محاضرات الاستاذ عابد العربي، مادة اختيار الاستثمارات، 2013، جامعة مستغانم

21) محاضرات الاستاذة مواعي بحرية، مادة التقييم المالي للمشاريع، 2014، جامعة مستغانم

22) محمد اسماعيل عثمان، الادارة المالية في منظمات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2004

23) محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2005

24) محمد مطر؛ إدارة الإستثمارات - الإطار النظري والتطبيقات العلمية، الدار الجامعية، الاسكندرية- 1999

25) معلومات مقدمة من طرف رئيس مصلحة الاستغلال، وكالة القرض الشعبي الجزائري- فرع مستغانم، 2013

26) منير إبراهيم هندي؛ صناديق الإستثمار، دار المعارف-1999، مصر

27) مؤيد سعيد السالم، أساسيات الادارة الاستراتيجية، ط1، دار وائل للنشر، الاردن، 2002
باللغة الأجنبية:

- 1) Abdellah BOUGHABA, analyse et évaluation des projets, berti ed, 1998, paris
- 2) Anne-Marie KEISER, gestion financière, 5^{ème} ed, ed eska, 1998, paris
- 3) BERTRAND. H et Charles Heitz, comment évaluer les risques lie aux investissement, ed Clet, 1989
- 4) BOUCHAIB Faouzi, manuel d'évaluation des projets, ed Madani, 2001
- 5) Bruno SOLNIK, gestion financière, ed Dunod, 2001, paris
- 6) Edith GINGLIGER, les décisions d'investissement, ed NATHAN, 1998, Paris

- 7) Eric STEFANY, gestion financière, 2^{ème} ed, Economica, 2000, paris
- 8) Frank BANCE L et Alban RICHARD, le choix d'investissement, ed organisation et economica, 1995, paris
- 9) HAMDANI BENALI, techniques de choix des investissement, séries ouvrages n 18, faculté de droit de MARRAKECH, 1999
- 10) Hervé HUTIN, toute la finance d'entreprise en pratique, ed, organisation, 2002, paris
- 11) Hervé THIRIEZ, initiation au calcul économique, ed dunod, 1977, paris
- 12) jean BARREAU et Jacqueline DELAHAYE, gestion financière, 10^{ème} ed, ed dunod, 2001, paris
- 13) J-Y SEPOT, l'économie du monde, ed Nathan, 2000, paris
- 14) Miloudi BOUBAKER, investissement et stratégie de developpement, opu, 1988 algerie
- 15) norbert GUEDJ, finance d'entreprise (les règles du jeu), ed organisation, 2000, paris
- 16) Patrice VIZZAVONA, gestion financière, berti, 9^{ème} ed, 1999, paris
- 17) PATRICK PIGET, gestion financière de l'entreprise, ed Economica, 1998, paris

فهرس المحتويات

الصفحة	قائمة المحتويات
1	توطئة
2	مقدمة
3	برنامج المادة
4	الفصل الأول: عموميات حول الاستثمار وقرار الاستثمار
5	أولاً: الإطار العام للاستثمار
5	1) مفهوم الاستثمار
5	- النظرة الاقتصادية للاستثمار
6	- النظرة المحاسبية والمالية للاستثمار
7	- بعض تعاريف الاستثمار
9	2) أهمية الاستثمار
9	- بالنسبة للاقتصاد
10	- بالنسبة للمجتمع
11	3) تصنيفات الاستثمار
12	- أهم تصنيفات الاستثمار
17	4) أدوات الاستثمار
17	- أدوات الاستثمار الحقيقي
21	- أدوات الاستثمار المالي
22	5) عوائق وحوافز الاستثمار
22	- عوائق الاستثمار
23	- حوافز الاستثمار
24	ثانياً: قرارات الاستثمار
24	1) ماذا نقصد بعملية اتخاذ القرار
26	2) مفهوم قرار الاستثمار
27	3) أنواع القرارات والقرارات الاستثمارية

28	العوامل المحددة لقرار الاستثمار	(4
28	الكفاية الحدية للاستثمار	-
29	معدل الفائدة	-
29	معدل الخصم	-
30	حوافز الاستثمار	-
30	مدى توفر مصادر التمويل	-
30	حالة تفاؤل أو تشاؤم متخذ القرار	-
31	العناصر المحددة لقرار الاستثمار	(5
31	تكلفة الاستثمار	-
31	نفقات الاستغلال	-
32	عمر الاستثمار	-
33	القيمة المتبقية للاستثمار	-
33	التدفقات النقدية	-
35	الفصل الثاني: سياسة الاستثمار على مستوى المؤسسات	
36	أولاً: مفهوم سياسة الاستثمار	
37	(1) ماذا نقصد بسياسة الاستثمار	
37	(2) أهداف سياسة الاستثمار	
38	(3) الحاجة إلى سياسة استثمار داخل كل مؤسسة	
39	ثانياً: علاقة قرار الاستثمار بالعائد والمخاطرة	
39	(1) مخاطر الاستثمار	
39	- تعريف المخاطر	
40	- تصنيف المخاطر	
45	- طرق تحليل المخاطر	
47	(2) العائد الاستثماري	
47	- مفهوم العائد	

47	- علاقة العائد بالمخاطرة
48	- إدارة المخاطر
48	- أثر الخطر وعدم التأكد على محددات قرار الاستثمار
49	ثالثا: تمويل الاستثمار في المؤسسة
50	(1) المقصود بتمويل الاستثمار
50	(2) تعريف سياسة التمويل
51	(3) مصادر تمويل الاستثمار
52	- التمويل الداخلي
52	- التمويل الخارجي
53	(4) مراحل عملية التمويل واحتياجات التمويل
53	- مراحل عملية التمويل
56	- احتياجات المالية الخاصة بالمؤسسات
56	الفصل الثالث: عملية تقييم الاستثمارات
61	أولا: طرق التقييم التقليدية (أمثلة تطبيقية)
61	(1) معيار فترة استرجاع رأس المال المستثمر (DR)
61	- مفهومها
62	- طريقة حسابها
65	- مثال تطبيقي
68	- تقييم معيار فترة الاسترجاع
70	(2) المعدل المتوسط للمردودية (TMR)
70	- مفهومه
71	- طريقة حسابه
71	- مثال تطبيقي
72	(3) تقييم معيار المعدل المتوسط للمردودية
73	ثانيا: طرق التقييم الحديثة (أمثلة تطبيقية)

74	(1) القيمة الحالية الصافية (VAN)
74	- مفهومها
75	- طريقة حسابها
78	- مثال تطبيقي
85	- تقييم معيار القيمة الحالية الصافية
83	(2) مؤشر الربحية (IP)
83	- مفهومه
83	- طريقة حسابه
86	- مثال تطبيقي
87	- تقييم معيار مؤشر الربحية
88	(3) المعدل الداخلي للمردودية (TIR)
88	- مفهومه
89	- طريقة حسابه
91	- مثال تطبيقي
94	- تقييم معيار المعدل الداخلي للمردودية
96	(4) العلاقة بين القيمة الحالية الصافية والمعدل الداخلي للمردودية
98	- المقارنة بين القيمة الحالية الصافية والمعدل الداخلي للمردودية
99	- مثال تطبيقي
102	- الاختيار بين المعايير المستعملة
105	- نماذج تمارين تطبيقية
111	الفصل الرابع: استراتيجية الاستثمار في المؤسسة
112	أولاً: المنظور الاستراتيجي للمؤسسة
112	(1) تعريف الاستراتيجية واستراتيجية الاستثمار
113	(2) أهمية الاستراتيجية
113	(3) خصائص الاستراتيجية

114	4) البدائل الاستراتيجية الخاصة بالمؤسسة
115	- البدائل الاستراتيجية العامة للمنظمة
118	- البدائل الاستراتيجية العامة على مستوى وحدات الأعمال
118	- الاستراتيجيات الوظيفية
119	ثانيا: المؤسسة والاستثمار في السوق المالي
119	1) ماذا نقصد بالاسواق المالية؟
120	2) أقسام وعمليات السوق المالي
120	- أقسام السوق المالي
121	- عمليات السوق المالي
121	3) استراتيجية الاستثمار في السندات
121	- الاستراتيجيات المتحفظة
121	- الاستراتيجيات غير المتحفظة
124	4) صناديق الاستثمار
124	- أنواع صناديق الاستثمار
127	- المحافظ الاستثمارية
130	الخاتمة
132	المراجع