

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة أكلبي محند اولحاج-البويرة-
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التسيير



الموضوع:

دور دراسة الجدوى المالية في اتخاذ القرار الاستثماري
دراسة حالة تطبيقية في الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب
- فرع البويرة -

مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر في علوم التسيير

تخصص : إدارة مالية

تحت إشراف الأستاذ:

- د. يحيى سمير

من إعداد الطالبتين :

- عيدون كاهنة

- شوبان صبرينة

أعضاء لجنة المناقشة:

- د. صبايحي نوال..... رئيسا

- د. يحيى سمير..... مشرفا

- د. بصيري مفوظ..... مناقشا

السنة الجامعية:

2018/2017

شكـر و تـقـديـر

قال الرسول الله عليه الصلاة والسلام: « من اصطنع إليكم معروفًا , فجازوه فإن عجزتم عن مجازاته فادعوا له حتى تعلموا أنكم قد شكرتم، فإن الشاكر يحب

الشاكرين »

أتقدم بالشكر الجزيل إلى مشرفي الدكتور الفاضل «يحياوي سمير» حفظه الله لم ييخل علينا بالوقت ولا بتوجيهاته وبنصائحه القيمة، كما لا يفوتني شكر جميع الذين ساهموا في إنجاز هذا العمل وأخص بالذكر كل عمال الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب و
المؤطر «ساري سعيد»

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى جميع من ساهم في هذا العمل ليرى النور سواء كان

من قريب أو من بعيد ولو بكلمة طيبة أو دعاء



إهداء

الحمد لله رب العالمين أعطى اللسان وعلم البيان وخلق الإنسان

لك الحمد يا من هو للحمد أهل الثناء والمجد، أحق ما قال العبد وكلنا لك عبد .

الصلاة والسلام على علم الأعلام إمام كل إمام محمد بن عبد الله و على أله وصحبه و سلم أجمعين

قال الله تعالى: "وقضى ربك ألاّ تعبدوا إلاّ إياه وبالوالدين إحسانا"

صدق الله العظيم

أهدى عملي إلى أغلى الناس أمي وأبي

إلى من منحني الحب والأمان وأوصى بها الرحمن "أمي العزيزة" حفظها الله وانعم عليها بالسعادة والهناء
وأطال الله في عمرها

إلى "أبي" حفظه الله وأطال الله في عمره

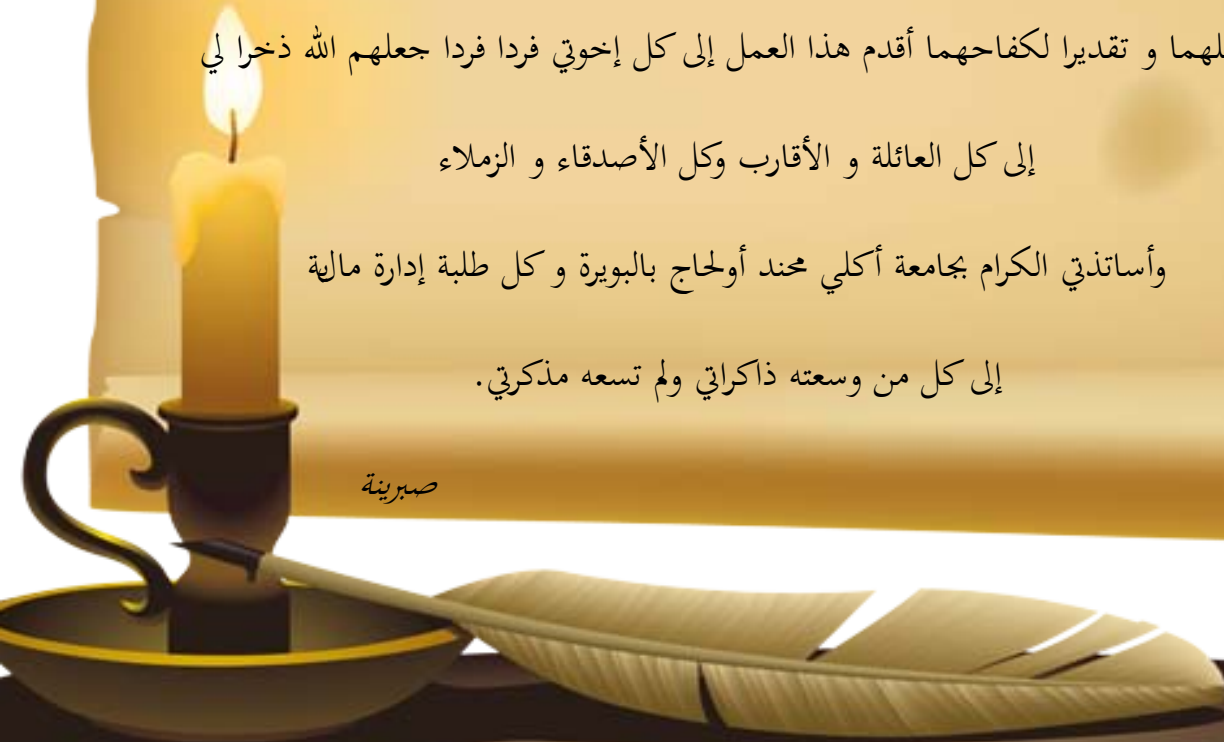
لفضلهما و تقديرا لكفاحهما أقدم هذا العمل إلى كل إخوتي فردا فردا جعلهم الله ذخرا لي

إلى كل العائلة و الأقارب وكل الأصدقاء و الزملاء

وأساتذتي الكرام بجامعة أكلي محند أولحاج بالبويرة و كل طلبة إدارة مائة

إلى كل من وسعته ذاكراقي ولم تسعه مذكريتي.

صبرينة



إهداء

الحمد لله رب العالمين أعطى اللسان وعلم البيان وخلق الإنسان

لك الحمد يا من هو للحمد أهل الثناء والمجد، أحق ما قال العبد وكلنا لك عبد .

الصلاة والسلام على علم الأعلام إمام كل إمام محمد بن عبد الله و على أله وصحبه و سلم أجمعين

قال الله تعالى: "وقضى ربك ألاّ تعبدوا إلاّ إياه وبالوالدين إحسانا"

صدق الله العظيم

أهدى عملي إلى أغلى الناس أمي وأبي

إلى من منحني الحب والأمان وأوصى بها الرحمن "أمي العزيزة" حفظها الله وانعم عليها بالسعادة والهناء
وأطال الله في عمرها

إلى "أبي" حفظه الله وأطال الله في عمره

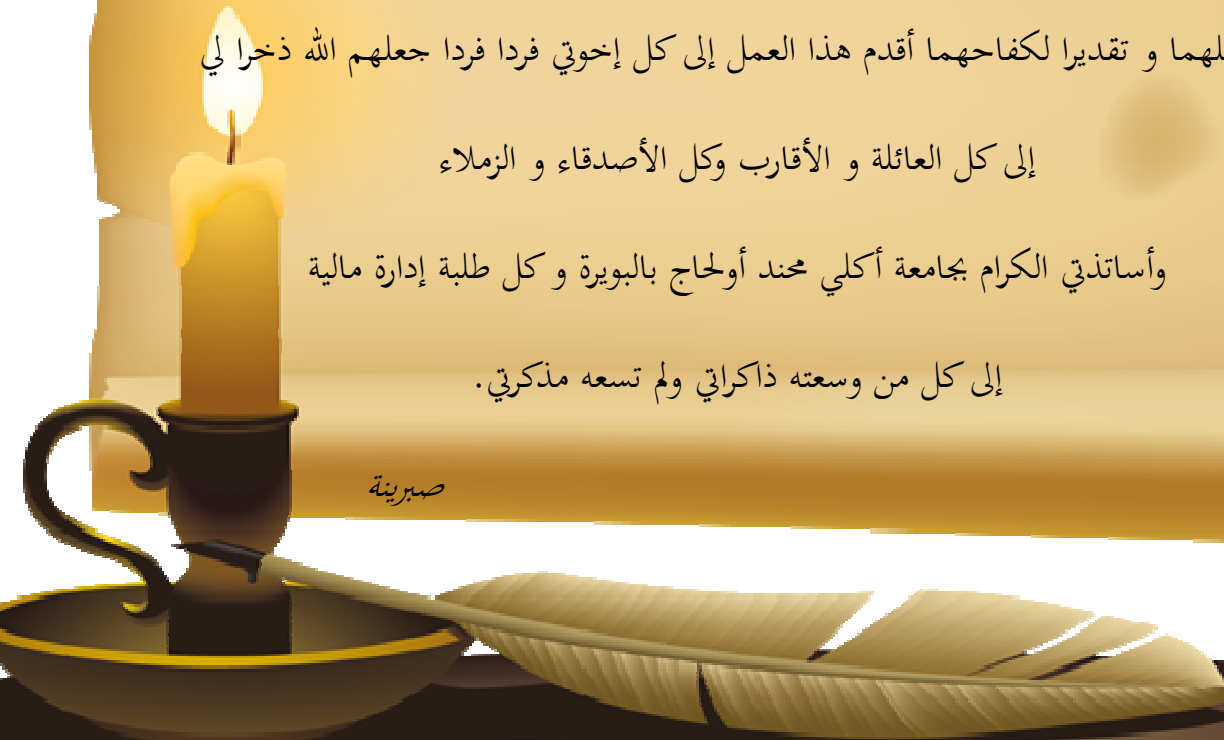
لفضلهما و تقديرا لكفاحهما أقدم هذا العمل إلى كل إخوتي فردا فردا جعلهم الله ذخرا لي

إلى كل العائلة و الأقارب وكل الأصدقاء و الزملاء

وأساتذتي الكرام بجامعة أكلي محند أولحاج بالبويرة و كل طلبة إدارة مالية

إلى كل من وسعته ذاكراقي ولم تسعه مذكريتي.

صبرينة



الفهرس

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
	شكرو تقدير
	الإهداء
	الإهداء
I	الفهرس
III	قائمة الجداول
IV	قائمة الأشكال
V	قائمة الملاحق
أ-د	مقدمة
31-1	الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى الاقتصادية
2	تمهيد
3	المبحث الأول: دراسة الجدوى المالية للمشروعات الاستثمارية
3	المطلب الأول: مفهوم دراسة الجدوى المالية
5	المطلب الثاني: القرار الاستثماري
7	المطلب الثالث: دراسة المالية وصناعة القرار الاستثماري الرشيد
11	المبحث الثاني: الهيكل التمويلي للمشروع الاستثماري
11	المطلب الأول: مفهوم الهيكل التمويلي
17	المطلب الثاني: محددات الهيكل التمويلي
19	المطلب الثالث: قياس تكلفة التمويل
23	المطلب الرابع: الهيكل التمويلي الأمثل
31	خلاصة
55-32	الفصل الثاني: التدفقات النقدية وتقييم المشاريع الاستثمارية
33	تمهيد
34	المبحث الأول: التدفقات النقدية للمشروعات الاستثمارية
34	المطلب الأول: مفهوم التدفقات النقدية
40	المطلب الثاني: تقدير صافي التدفقات النقدية

42	المطلب الثالث: مشاكل وصعوبات قياس التدفقات النقدية
45	المبحث الثاني: تقييم المشاريع الاستثمارية
45	المطلب الأول: معايير التقييم في ظل التأكد.
49	المطلب الثاني: معايير التقييم في ظل عدم التأكد
53	المطلب الثالث: معايير التقييم في ظل المخاطرة
55	خلاصة
79-56	الفصل الثالث: دراسة حالة في وكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب ANSEJ - فرع البويرة-
57	تمهيد:
58	المبحث الأول: نظرة عامة عن وكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب - ANSEJ -
58	المطلب الأول: تقديم الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب
61	المطلب الثاني: كيفية إنشاء مؤسسة وتمويلها
64	المطلب الثالث: الإعانات والامتيازات التي تمنحها الوكالة
67	المبحث الثاني: نموذج عن دراسة جدوى مالية استثماري ممول في إطار ANSEJ
67	المطلب الأول: تقديم المؤسسة محل الدراسة
68	المطلب الثاني: القوائم المالية التقديرية للمشروع
76	المطلب الثالث: تقييم المشروع الاستثماري باستخدام المعايير
80	خلاصة
81	خاتمة
84	قائمة المراجع
87	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
16	نموذج مبسط للهيكل التمويلي	01
38	التكاليف الاستثمارية وتكاليف التشغيل للمشروع الاستثماري	02
39	التدفقات النقدية الداخلة والخارجة للمشروع الاستثماري	03
41	تقدير التدفقات النقدية الصافية للمشروع الاستثماري	04
65	يمثل مستويات ونسب التمويل الشئائي	05
66	يمثل مستويات ونسب التمويل الشئائي	06
68	الإيرادات السنوية المتوقعة للمشروع	07
69	هيكل الاستثمار للمشروع	08
70	تمويل إجمالي للتكاليف الاستثمارية	09
70	إهلاك القرض البنكي	10
71	قيمة الموارد واللوازم المستهلكة	11
71	مصاريف الخدمات	12
71	مصاريف المستخدمين	13
72	الميزانية الافتتاحية	14
73	الميزانية التقديرية	15
75	جدول حسابات النتائج	16
77	التدفقات النقدية المتراكمة	17

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
25	العلاقة بين كلفة التمويل وبين نسبة الرفع المالي وفق نظرية صافي الربح.	01
26	العلاقة بين كلفة التمويل وبين نسبة الرفع المالي حسب نظرية صافي الربح التشغيلي.	02
27	الهيكل المالي الأمثل في النظرية التقليدية	03
28	أثر المديونية في قيمة المنشأة	04
29	نموذج مودكلياني وميلر في حالة انعدام الضرائب	05
29	العلاقة بين الهيكل المالي والعائد المتوقع في ظل وجود ضرائب.	06
51	المنحنى البياني لتحليل نقطة التعادل	07
59	الهيكل التنظيمي للوكالة	08

قائمة الملاحق

الصفحة	العنوان	الرقم
87	دراسة الجدوى	01
88	الدراسة التقنية	02
89	الدراسة المالية	03
90	الميزانية الافتتاحية	04
91	الميزانية التقديرية لأربع السنوات الاولى	05
92	الميزانية التقديرية لأربع السنوات الاخيرة	06
93	جدول حسابات النتائج	07

مقدمة

إن التطور الذي وصلت إليه الدول المتقدمة وما تحقق عنه من نمو اقتصادي جعل الدول النامية تدرك أن السبيل الوحيد للتنمية الاقتصادية هو إقامة مشاريع استثمارية واستغلال ثروتها على أحسن وجه، ويرتكز ذلك على توفر معطيات إحصائية دقيقة ومعرفة وافية لتغيرات المستقبلية، لهذا فإن اختبار نجاعة أي مشروع اقتصادي، يتطلب دراسة العوامل المؤثرة فيه، وهذا ما يسمى اقتصاديا بدراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع الاستثماري حيث تعدد وتنوع الفرص الاستثمارية أمام المستثمرين وتختلف النتائج المحتملة لها من فرصة لأخرى لذا يعتبر قرار الاستثمار من بين أصعب القرارات التي تواجه أصحاب المشاريع، ومن هنا تبرز أهمية التحليل الذي يعتمد عليه في اتخاذ القرار الاستثماري، والاهتمام بكل الدراسات المتعلقة به، لذا قبل اتخاذ القرار الاستثماري والتطرق إليه لابد من دراسات تفصيلية، بعد ذلك تأتي دراسة الجدوى المالية للمشروع لتقوم بتقدير تدفقاته النقدية الداخلة والخارجة، وتحديد هيكله التمويلي الأمثل، كما تمكن هذه الدراسة من اختيار المشروع الناجح من بين البدائل المقترحة، كما تهتم أيضا بتحديد مصادر الأموال المطلوبة لإنشائه وتشغيله بالقدر الكافي، وفي الوقت المناسب من جهة، ومعرفة العوائد المنتظر تحقيقها على مدى عمره الافتراضي، وبأقل درجة من المخاطرة وعدم التأكد من جهة أخرى.

ومن خلال هذه الدراسة سنحاول معالجة إشكالية القيام بدراسات الجدوى وتطبيق معايير التقييم المختلفة، خاصة المتعلقة منها بدراسة الجدوى المالية في عملية إتخاذ القرار الاستثماري في الواقع العملي، ومن خلال ما تقدم يمكننا طرح إشكالية البحث في السؤال المحوري التالي:

ما هو الدور الذي تؤديه دراسة الجدوى المالية في إتخاذ القرار الاستثماري؟ ومن خلال الطرح العام للإشكالية نتطرق للأسئلة الفرعية التالية:

- أين تكمن أهمية دراسة الجدوى المالية بالنسبة للمشاريع الاستثمارية؟
- هل تتمتع جميع المشروعات الاستثمارية ببناء تمويلي أمثل موحد؟
- هل دراسة الجدوى المالية ضرورية من أجل إتخاذ قرار التمويل المشروعات الاستثمارية من عدمه في

الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب ANSEJ؟

الفرضيات: للإجابة على التساؤلات الفرعية تم طرح الفرضيات التالية:

- تكمن أهمية عملية التقييم في دراسة الجدوى المالية في أنها أساس فشل أو نجاح المشروع الاستثماري.
- يختلف الهيكل التمويلي الأمثل من مشروع لآخر باختلاف نوع المشروع ونمط تمويله

- تقديم دراسة الجدوى المالية للمؤسسات المالية كمستند يثبت ربحية المشروع ومردودية وجدارته الائتمانية من أجل اتخاذ قرار التمويل.

أهمية الدراسة: تهدف هذه الدراسة الى:

تستمد الدراسة أهميتها من ما تمثله دراسة الجدوى المالية بالنسبة للمشاريع الاستثمارية, حيث تعتبر أحد المقومات الأساسية لتنفيذ مشاريع ناجحة وواحدة من أهم الأدوات التي تدعم القدرة على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة في ضوء الظروف الاقتصادية المتغيرة، ومدى أهمية المشاريع الاستثمارية في تحريك التنمية الاقتصادية.

أهداف الدراسة: تهدف الدراسة إلى:

- محاولة فهم خطوات إجراء دراسة الجدوى المالية.
- إبراز دور دراسة الجدوى المالية فيما يخص عملية اتخاذ قرار تمويل المشاريع الاستثمارية.
- إبراز مختلف الطرق والمعايير التي من خلالها تتم عملية تقييم المشاريع الاستثمارية.
- تزويد المستثمر بآليات الدراسة وملتزمات المعلومات وبيانات المساعدة في الدراسة واتخاذ القرارات الصائبة والمرجحة.

أسباب اختيار الموضوع: من بين الاسباب التي كانت دوافعها لاختيار هذا الموضوع نذكر ما يلي:

- يرتبط هذا الموضوع ارتباط وثيق بتخصص ادارة مالية.
- الميل الشخصي إلى الموضوعات المتعلقة بالاستثمارات.
- الأهمية المتزايدة التي يحظى بها موضوع دراسة الجدوى و تقييم المشروعات سواء على المستوى العلمي في الجامعات والمعاهد أو على المستوى العلمي في البنوك والمؤسسات ومكاتب الدراسات.
- التعرف على طرق تقييم المشروعات والدراسات التي يتم تناولها والتي تساعد رجال الأعمال والمستثمرين على تفادي الوقوع في مشاريع فاشلة وغير مرجحة.

حدود الدراسة: نتطرق الى الحدود و الابعاد التالية:

الحدود المكانية: تمت الدراسة في الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب ANSEJ فرع البويرة.

الحدود الزمانية: كانت الدراسة لمشروع استثماري فلاحى ممول من طرف الوكالة ANSEJ

ابتداء من 2017 لمدة 08 سنوات تقديرية.

الحدود الموضوعية: بكون موضوع الدراسة يدور حول دور دراسة الجدوى المالية في اتخاذ قرار استثماري فإن الدراسة إقتصرت على دراسة حالة لمشروع استثماري ممول من طرف الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب ANSEJ فرع البويرة.

المنهج المستخدم في الدراسة:

تحقيقا لهدف البحث والإجابة على أسئلته واختبار الفرضيات المذكورة سابقا تم الاعتماد في دراسة الموضوع على المنهج الوصفي باعتباره يساعد على توضيح المفاهيم الأساسية في الدراسة وتبيان أهميتها وتأثيراتها، وبكونه مناسباً أيضاً لتحليل الوثائق والمعلومات الخاصة بالمشاريع محل الدراسة التطبيقية، وهو منهج يهدف لتعرف على كافة المستجدات التي طرأت على المجتمع أو الاقتصاد في فترة زمنية معينة لآجل التنبؤ بالمستجدات المحتملة في السنوات السابقة.

تقسيمات الدراسة:

لكي نجيب على الإشكالية الدراسة والتساؤلات المطروحة ونثبت صحة الفرضيات من عدمها سنقوم بدراسة هذا الموضوع وفق ثلاثة فصول رئيسة على النحو التالي:

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى الاقتصادية حيث تم تقسيمه إلى مبحثين تضمن أولهما دراسة الجدوى المالية المشروعات الاستثمارية من خلال تحديد مفهوم دراسة الجدوى المالية والقرار الاستثماري وكذلك دراسة الجدوى المالية وصناعة القرار الاستثماري الرشيد، أما المبحث الثاني تضمن مفهوم الهيكل التمويلي ومحدداته وقياس تكلفة التمويل وصولاً إلى الهيكل التمويلي الأمثل.

الفصل الثاني: التدفقات النقدية وتقييم المشروعات الاستثمارية حيث تم التطرف في المبحث الأول إلى التدفقات النقدية للمشروعات الاستثمارية باعتبارها النقطة التي تركز عليها تقييم الربحية التجارية حيث تمت الإشارة فيه إلى مفهوم وأنواع التدفقات النقدية وأسس قياسها وكيفية تقدير صافي التدفقات النقدية وكذلك إعداد جدول لصافي هذه التدفقات، وكما تم التعرف على المشاكل والصعوبات التي تواجه عملية قياس وتقدير هذه التدفقات.

بينما تم التطرف في المبحث الثاني إلى أهم المعايير المستعملة في تقييم الربحية التجارية للمشروعات الاستثمارية، إذ تم تقسيمها حسب ظروف اتخاذ القرار إلى معايير تستعمل في حالة التأكد وأخرى في حالة عدم التأكد أين تنعدم المعلومات الخاصة بظروف إقامة المشروع ختاماً بالمعايير التي يعتمد عليها في ظل المخاطر أين تكون الأحداث والظروف الخاصة بإقامة المشروع مرفوقة باحتمالات معينة لوقوعها.

الفصل الثالث: يمثل الجانب التطبيقي لهذا البحث تحت عنوان دراسة حالة في الوكالة الوطنية لتدعيم تشغيل الشباب فرع البويرة سنلقي الضوء على الوكالة ANSEJ من خلال بطاقة تعريفية للوكالة من خلال التطرق إلى كل من مهام وأهداف هذه الوكالة وكذا تنظيمها الداخلي وشروط الاستفادة من الإعانات والامتيازات التي تمنحها وصولاً إلى معرفة مسار دراسة المشروعات فيها، ومن خلال معلومات مقدمة من هذه الوكالة تم تخصيص المبحث الثاني لتحليل وتقييم الجدوى المالية لمشروع استثماري ممول من طرف هذه الوكالة والمتمثل في مشروع فلاحي يتمثل في زراعة الحبوب حيث تناول هذا المشروع بالدراسة والتحليل من خلال مجموعة من النقاط تكون مناسبة لعملية التقييم واتخاذ القرار ومن هذه النقاط لمحة تعريفية بالمشروع، تقدير إيرادات وتكاليف المشروع أي تقدير التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، تقييم الربحية التجارية للمشروع، اتخاذ القرار حيث سيكون القرار المتخذ إما بالقبول أو رفض المشروع المقترح وبناءً على هذه النتائج المتحصل عليها من عملية التقييم.

الفصل الأول

الإطار العام لدراسة الجدوى الاقتصادية

تمهيد:

تعتبر محاولة دراسة جدوى مشروع استثماري عملية واسعة الجوانب، حيث كل جانب يستلزم دراسة خاصة بحد ذاته، ومن هنا كان التركيز على أحد المجالات لا بد منه، مفقداً حاولنا في هذا الفصل أن نبحث في إعداد دراسة جدوى المالية للمشروع الاستثماري، مبيناً أهمية هذه الأخيرة في صناعة القرار الاستثماري، وكيفية تقدير البيانات والمعلومات التي يتعين توفيرها لأغراض إنجاز دراسة الجدوى المالية وتقييم المشاريع، وعليه يتم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين على النحو التالي:

المبحث الأول: دراسة الجدوى المالية للمشروعات الاستثمارية.

المبحث الثاني: الهيكل التمويلي للمشروع الاستثماري.

المبحث الأول: دراسة الجدوى المالية للمشروعات الاستثمارية

من الضروري الإشارة إلى أن دراسة الجدوى المالية تعتمد في تحليلاتها وإجراءاتها على نتائج دراسات الجدوى الأخرى في إطار العلاقات المتداخلة التي تربط بين دراسات الجدوى المختلفة للمشروع.

المطلب الأول: مفهوم دراسة الجدوى المالية

تمهيد: يتوقف نجاح أي مشروع استثماري مهما كان نوعه على مدى جوازية القرار المتعلق بشأن المشروع ويكون القرار الاستثماري نتيجة لإجراء أو القيام بدراسة جدوى للمشروع أو جملة المشاريع المقترحة.

1. تعريف دراسة الجدوى المالية

تتم دراسة الجدوى المالية بقياس ربحية المشروع من الناحية التجارية إلى جانب تحديد مصادر التمويل والهيكل التمويلي المقترح للمشروع، وتتوقف هذه الدراسة على نتائج كل من الدراسة التسويقية التي يتحدد من خلالها المبيعات المتوقعة والدراسة الفنية والهندسية التي يتحدد من خلالها عناصر وقيمة كل من التكاليف الاستثمارية وتكاليف الإنتاج⁽¹⁾، وتساعد دراسة الجدوى المالية المستثمر في اتخاذ القرار بشأن الاستثمار في المشروع المقترح محل الدراسة من عدمه.

وتسعى دراسة الجدوى المالية إلى إجراء عملية جدولة النتائج التي يتم الحصول عليها من دراسات الجدوى الأخرى، حتى يتسنى الوصول إلى إبراز الإيرادات المالية والتكاليف التي يتحملها أصحاب المشاريع. كما تنطوي دراسة الجدوى المالية على بحث جدول هيكل التمويل الأمثل للمشروع ولذلك يطلق عليها البعض بدراسة الجدوى التمويلية نظراً لأهمية هذا الجانب لأي مؤسسة أو مشروع استثماري⁽²⁾.

2. أهداف دراسة الجدوى المالية:

تهدف دراسة الجدوى المالية إلى تحديد مدى قدرة المشروع على الوفاء بالتزاماته وذلك من خلال إعداد التقديرات عن إيرادات المشروع من ناحية، والتكاليف الاستثمارية وتكاليف التشغيل من ناحية أخرى على مدى العمر الإنتاجي للمشروع، وتسعى لتأكد من قدرة المشروع من خلال التدفقات النقدية الصافية على استرداد تكلفة الاستثمارات الرأسمالية التي يتحملها المستثمر فخلال فترة استرداد مقبولة، وقدرة المشروع على تحقيق التوازن بين الاحتياجات المالية اللازمة ومصادر الحصول عليها⁽³⁾.

(1) - عاطف وليم أندرواس، دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات، الأطر والخطوات - القواعد والمعايير، دار الفكر الجامعية، مصر، 2007، ص 362.

(2) - عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، دار الفكر الجامعية، مصر 2003، ص ص 217-218.

(3) - نعيم نمر داود، دراسة الجدوى الاقتصادية، دار الجاية، الأردن، 2011، 97.

كما تهدف دراسة الجدوى المالية إلى التأكد من مدى توفر الموارد المالية اللازمة لإقامة المشروع في الأوقات المناسبة بتكلفة معقولة وذلك من خلال⁽¹⁾:

- تحديد مصادر حصول المشروع على الموارد المالية المختلفة، مع تحديد تكلفة الحصول عليها،
 - الاختيار بين الهياكل التمويلية المخلفة بما يحقق هدف المشروع بشكل أفضل من حيث تحديد قدرة المشروع على الوفاء بالتزاماته المالية.
 - تقدير التكلفة لكل هيكل تمويلي معين.
- وتهدف دراسة الجدوى المالية إلى مساعدة المستثمر في اتخاذ القرار بشأن الاستثمار في المشروع المقترح محل الدراسة من عدمه، كما تهدف دراسة الجدوى المالية من خلال إعداد القوائم المالية التقديرية للمشروع إلى تحقيق غايتين هما⁽²⁾:

- التخطيط المالي لتكاليف الكلية للمشروع الاستثماري.
- الرقابة على تنفيذ المشروع الاستثماري والمتابعة بالمقارنة بين النفقات الإستثمارية المنفقة ونظيرتها المقدرة في القوائم المالية للمشروع الاستثماري.

3. أهمية دراسة الجدوى المالية:

تبرز أهمية هذه الدراسة كونها تتويج الدراسات السابقة حيث تعتبر بمنزلة المرآة التي تعكس وتوضح مدى جدوى هذا المشروع بصورة دقيقة من خلال وضع تصور مرئي عن المركز المالي واقتصاديات تشغيل الموضع قبل تنفيذه وإبراز منافع المشروع وتكاليفه ما يمكن معه صافي التدفقات النقدية خلال مره الافتراضي، ووضع الهيكل الجمالي للمشروع، كما تعتبر دراسة الجدوى المالية أداة لاتخاذ القرار الاستثماري الرشيد والعقلاني حيث تساعد على الوصول إلى اختيار أفضل البدائل الاستثمارية لاستخدام الموارد المتاحة للمستثمر استخداماً أمثلاً⁽³⁾.

وتعتبر بمثابة الضمان الذي يكفل استرداد القرض من عدمه في البنوك والمؤسسات المالية المقترضة.

كما تساعد أيضاً على الوصول إلى هيكل التكاليف الأمثل للمشروع المتوافق مع حجمه.

4. المبادئ الإنسانية في دراسات الجدوى المالية: يقوم الاستثمار على التوافق الديناميكي بين التدفقات

الداخلية والتدفقات الخارجية للموارد المالية وهنا لا بد من تبني مبادئ أساسية تساهم في الحفاظ على عملية التوافق هذه خلال العمر الافتراضي للجهاز الإنتاجي ومن هذه المبادئ نذكر ما يأتي⁽⁴⁾:

(1) - مدحت القرشي، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات الصناعية، دار وائل لنشر، الأردن، 2009، ص 32.

(2) - أمين السيد أحمد لطفي، دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 23.

(3) - جهاد فراس الطيلوني، دراسة الجدوى الاقتصادية، دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص ص 22-23.

(4) - هوشيار معروف، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، دار صفاء لنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص ص 34-35.

- عدم حصر المعلومات المالية بمصدر واحد وذلك حيث يمكن الوصول إلى نفس الموضوع بتفاصيل مختلفة ومن مصادر متباينة.
- تحليل مالي دقيق لكافة المعلومات المتاحة حول العوائد والتكاليف والأرباح وهو ما يتطلب التمييز بين الموضوعات الرئيسية والبنود الثانوية.
- تحديد الأسس الأولية لسياسة المالية للمشروع، وهذا ما يمكن من خلال اعتماد بعض الصيغ الكمية في بيان الإمكانيات المالية لتعظيم الأرباح أو لتعيين الطاقة الإنتاجية الفعلية.
- عرض الموارد التشريعية ذات الصلة وبالتصرفات المالية والقيود والتي تتناول حسابات التكاليف والعوائد والخصومات وخاصة بالنسبة لضرائب الرسوم والقروض والاستثمارات.
- وضع الأسس الكفيلة بتنشيط الموارد المالية المتاحة للمشروع وذلك بتجاوز حالات التعطيل المتوقعة وتوفير الفرص المتسمة بالربحية والمرونة والأمان.
- التحصين الإداري لأموال المشروع وذلك بوضع حسابات دقيقة يمكن عرضها في أي وقت لدوائر أو المؤسسات الرسمية المختصة.
- اعتماد المعايير أو المؤشرات أو القيم الاقتصادية وبشكل متميز عن القواعد المحاسبية وذلك عند احتساب التكاليف والعوائد والأرباح ومهما كانت الربحية المستهدفة.

المطلب الثاني: القرار الاستثماري

القرار الاستثماري يعتبر من القرارات الأكثر أهمية وخطورة للمشروع، ولذلك لأنه يحتوي على ارتباط مالي كبير ولا يمكن الرجوع عنه إلا بخسارة كبيرة.

1. تعريف القرار الاستثماري:

يعرف القرار الاستثماري على أنه "هو قرار يؤدي إلى تكاليف ثابتة إضافية وبمجرد تنفيذه لا يمكن الرجوع فيه، حيث يتوقع تحقيق أرباح مستقبلية ولكننا غير مؤكدة الحدوث"⁽¹⁾.
ينطوي القرار الاستثماري على عدة خصائص نذكر منها⁽²⁾:

- إنه قرار غير متكرر حيث أن كل المجالات التطبيقية لدراسات الجدوى كلها لا يتم القيام بها إلا في فترات زمنية متباعدة.
- إنه قرار استراتيجي يحتاج إلى أداة تمد البصر إلى المستقبل.

(1) - عبد الحميد عبد المطلب، مرجع سابق، ص 29.

(2) - زهية حوري، تقييم المشروعات في البلدان النامية باستخدام الآثار ، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة 2007، ص 20.

- إن القرار الاستثماري يترتب عليه تكاليف ثابتة ليس من السهل تعديلها أو الرجوع فيها.
- يحيط بالقرار الاستثماري عدد من الظروف التي من الضروري التغلب عليها مثل ظروف عدم التأكد.
- يمتد القرار الاستثماري دائما إلى أنشطة مستقبلية وبالتالي يرتبط بدرجة معينة من المخاطرة.

2. صعوبات القرار الاستثماري:

إن لمتخذ القرار الاستثماري صعوبات تواجهه وذلك لسببين هما⁽¹⁾:

- إن القرار الاستثماري يعتمد كلياً على التنبؤات.
 - مراعاة أن يكون الاستثمار الجديد متماشياً مع أنشطة الشركة وأهدافها وسياساتها.
- يعتبر إعداد تقديرات من أصعب مراحل دراسات الجدوى للمشروعات دولية الصعوبة في إعداد تقديرات لمختلف التدفقات النقدية وإنما مراعاة دقة هذه التدفقات عبر الزمن، ويرجع ذلك لاختلاف القيمة الزمنية للنقود بالإضافة إلى التقديرات الكمية لتدفقات وما يتولد عليها من صعوبات توجد جوانب أخرى يصعب وضع قيم أو تقديرات لها بدقة مثل التطور التكنولوجي في المستقبل، والظروف والأوضاع الاقتصادية.
- أما فيما يتعلق بالتجانس والتناسق بين قرار الاستثمار وأهداف وسياسات المشروع فهي ليست عملية سهلة كما يعتقد ففي كثير من المشروعات الصغيرة والمتوسطة لا تكون الأهداف والسياسات معلنة بطريقة واضحة، وهذا يعني سياسة الاستثمار الغير مدروسة قد تتعارض مع هذه الأهداف مما قد يؤدي إلى التأثير في مستقبل المشروع.

3. أنواع القرارات الاستثمارية:

يمكن تحديد أهم أنواع القرارات الاستثمارية الممكنة لأصحاب المشاريع الاستثمارية والمتمثلة في :

- أ. **قرارات تحديد أولويات الاستثمار:** ويتم اتخاذ القرار الاستثماري في هذا النوع بناءً على ما يتم حصره من البدائل الاستثمارية المحتملة والممكنة ليقوم المستثمر بعملية اختيار البديل الأفضل فذلك بترتيب هذه البدائل وفقاً للعائد والمنفعة التي يعود بها على المستثمر خلال فترة زمنية معينة⁽²⁾.
- ب. **قرارات الاستثمار المانعة تبادلياً:** ويبرز هذا النوع من القرار حينما توجد العديد من فرص الاستثمار، ففي حالة اختيار المستثمر لإحدى هذه الفرص في نشاط معين فإنه سيلغي بذلك اختياره في نشاط آخر، فهذا النشاط يلغي تبادلياً النشاط الأخر، فمثلاً إذا اختار المستثمر مشروعاً ذو طبيعة صناعية توجه منتجاته

(1) - طاهر حيدر جردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل لنشر والتوزيع، الأردن 2009، ص 15.

(2) - زهية حوري، مرجع سابق، ص 19.

لتصدير فإن ذلك يمنعه من الدخول في مشروع زراعي لترويج المحلي ويمكن التعبير عن هذه العملية بما يسمى بتكلفة الفرصة البديلة⁽¹⁾.

أ. **قرارات قبول أو رفض الاستثمار:** وفي هذا النوع من القرارات تتقلص البدائل الاستثمارية أمام المستثمر إلى بديل واحد لاستثمار أمواله في نشاط ما أو الاحتفاظ بها دون ذلك، ما يجعل فرص الاختيار أمامه محدودة جدا ففي هذه الحالة تختلف عن حالة قرارات تحديد الأولويات حيث كانت المشكلة تتمثل في اتخاذ القرار بعد وضع الأولويات، أما في هذه الحالة فعلى المستثمر أن يقبل البديل أو يرفضه وفقا لما تلميه الدراسات المختلفة، ومن هنا تصبح مساحات الاختيار أضيق بكثير⁽²⁾.

د. **القرارات الاستثمارية في ظروف التأكد والمخاطرة واللاتأكد:** يتم اتخاذ القرارات الاستثمارية وفق هذا النوع حسب درجة المخاطرة التي تتراوح ما بين (0%-100%)، فعند درجة 0% تتخذ القرارات في ظروف التأكد حيث تنعدم المخاطرة، ومن ثم عملية اتخاذ القرار بسهولة وبساطة حيث تكون لدى متخذي القرار دراية كاملة عن المستقبل ونتائجه أما ما بين الدرجة (0%-100%) فيتم في إطارها اتخاذ غالبا معظم القرارات الاستثمارية التي تبتعد عن درجات المخاطرة فيها تنازليا، بحيث كلما كانت بعيدة عن 100% كانت قابليتها أكبر، وهنا تبرز أهمية الدراسة المختلفة للمشروع الاستثماري في التقليل والحدة من درجة المخاطرة. أما القرارات الاستثمارية التي تتم في درجات عدم التأكد 100% فهي قرارا كلما تحدث في مجال الاستثمار فهي تحتاج إلى خبرة عالية ودقة كبيرة في إجراء دراسات وتطبيق أساليب على درجة مرتفعة من التقدم حتى يتم اتخاذ قرار في مثل تلك الظروف⁽³⁾.

المطلب الثالث: دراسة المالية وصناعة القرار الاستثماري الرشيد

حظي موضوع دراسات الجدوى الاقتصادية بالاهتمام الكبير في تحقيق الاستخدام والتوزيع الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة فهناك علاقة وثيقة بين دراسات الجدوى الاقتصادية وطبيعة القرارات الاستثمارية، فكلما اعتمد القرار على دراسات شاملة ودقيقة وموضوعية وعلمية كلما كانت القرارات أكثر نجاحا وأمانا في تحقيق الأهداف.

(1) - مهري عبد المالك، دراسة الجدوى المالية المشروعات الاستثمارية ومساهماتها في اتخاذ الاستثماري، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسير، جامعة تبسة، 2012-2013، ص 33.

(2) - بن مسعود نصر الدين، دراسة وتقييم المشاريع الاستثمارية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2009-2010، ص 30-31.

(3) - مهري عبد المالك، مرجع سابق، ص 34.

1. مفهوم القرار الاستثماري الرشيد:

يستند مفهوم القرار الاستثماري الرشيد على مبدأ الرشادة الاقتصادية الذي يقوم عليه علم الاقتصاد أساساً حيث من المفترض أن يتسم متخذ القرار الاستثماري بالقدرة على حسن التصرف في الموارد الاقتصادية أحسن استخدام ممكن والتي يكون لها استخدامات عديدة، بحيث يصل إلى توظيف واستثمار تلك الموارد في النشاط أو المشروع الذي يعطي أكبر عائد ممكن على الاستثمار أحداً في اعتبار تكلفة الفرصة البديلة أو الضائفة والمضحي بها⁽¹⁾.

ومن هنا يمكن القول إن القرار الاستثماري الرشيد هو ذلك القرار الذي يقوم على اختيار المشروع الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد من بين بديلين أو أكثر، وذلك بناءً على جملة تقييم ودراسة جدوى مالية وفق عدة معايير تنتمي باختيار قابلية هذا المشروع للتنفيذ في إطار منهجي معين، وفقاً لأهداف وطبيعة المشروع الاستثماري.

2. أسس صناعة قرار استثماري رشيد: وتمثل فيما يلي:

أ - التدفقات النقدية بدلا من الإيرادات والمصاريف: يتوقف تقييم مشروعات الاستثمار على مقارنة التكلفة والمنافع، ولكن السؤال دائماً هو؟ هل تكون المقارنة بين المصاريف والإيرادات أو بين التدفقات النقدية الخارجية والتدفقات الداخلية؟ ما هي البيانات الملائمة لصناعة القرار الاستثماري؟ هل هي الإيرادات والمصاريف طبقاً لمبدأ الاستحقاق المحاسبي أم المقبوضات والمدفوعات.

يتفق معظم أساتذة وخبراء تقييم مشروعات الاستثمار في أن البيانات الملائمة لصناعة القرار الاستثماري تكون على أساس التدفقات النقدية الداخلية والخارجية بدلا من الإيرادات والمصاريف على أساس أن الإيرادات والمصاريف بالمفهوم المحاسبي تتم طبقاً لمبدأ الاستحقاق بصرف النظر عما إذا كانت الإيرادات قد تم تحصيلها، والمصرفيات ثم دفعها فعلاً، إن مبدأ الاستحقاق هنا يتجاهل مبدأ الفرصة البديلة نتيجة كعدم تحصيل الأموال، كما يتجاهل مبدأ التفضيل الزمني أو القيمة الحالية لنقود بقيمة المبيعات التي تم تحصيلها تختلف من وجهة نظر مالية عن قيمة المبيعات التي لم يتم تحصيلها⁽²⁾.

ب - التفضيل الزمني أو القيمة الحالية ومعدل الخصم: ينفق الإنسان جزءاً من دخله في شراء أصول منتجة: أصول تولد دخلاً في المستقبل والسؤال هنا كيف يوزع أي إنسان رشيد دخله بين الاستهلاك الجاري وبين الاستثمار.

(1) - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص 37.

(2) - عاطف جابر طه عبد الرحيم، دراسات الجدوى (التأصيل العلمي والتطبيق العملي)، الدار الجامعية، مصر 1999، ص 222-223.

يستمد الاستثمار قيمته من إمكانية الحصول على دخل أكبر، وبالتالي استهلاك أكبر بين فترات مختلفة من الزمن وبالتالي فإن المسألة كلها ترجع إلى مفهوم التفضيل الزمني أو القيمة الحالية، فالدينار اليوم لا يساوي دينار العام القادم، ومعدل التفضيل الزمني أو معدل الخصم هو معدل العائد الذي يقبله الفرد لكي يحجم عن الاستهلاك ويستثمر عند مستوى معين.

فمن المعروف أن إذا كنا نستثمر دينار واحد اليوم ونحصل على 11 دينار في السنة المقبلة فإن 11 دينار الذي نستلمه بعد سنة من الآن يعادل دينار واحد نستلمه اليوم لذلك فإن الدينار الواحد بعد عام له قيمة حالية تساوي $(\frac{1}{1-1})$ ويعادل 0,910 دينار في حالة كون سعر الخصم هو 10% وعلى نفس المنوال فإن الدينار الواحد نستلمه بعد 15 سنة له قيمة مالية تساوي $\frac{1}{(1+0.1)^{15}} = 0.24$ دينار وعليه فبدلاً من أن نضرب لكل نسبة ب (1+i) كما نفعل مع حسابات الفائدة المركبة فإننا نقسم بالمقدار المذكور لنحصل على القيمة الحالية، وهكذا فإن معامل الخصم هو عبارة عن مقلوب معدل الفائدة المركبة والصيغة العامة فإن القيمة الحالية.

$$0.24 = \frac{A^*}{(1+i)}$$

حيث: A القيمة الحالية للمبلغ، A*: القيمة بعد N من النسبتين، i: معدل الفائدة.

وعليه فإن $(\frac{1}{1-1})$ هو المعدل الخصم⁽¹⁾.

أج تكلفة الفرصة البديلة بدلاً من التكلفة المحاسبية: في صناعة القرار الاستثماري تعتبر تكلفة الفرصة البديلة هي التكلفة الواجب استخدامها، وليست التكلفة المحاسبية، فما هي تكلفة الفرصة البديلة وكيف يتم احتسابها وكيف تستخدم تكلفة الفرصة البديلة؟ مفهوم اقتصاد يعبر عن المكاسب التي كان من الممكن الحصول عليها، لولا الارتباط بعمل معين فهي المكاسب التي ضاعت نتيجة رفض البديل الأخر فالفرصة البديلة هي المكاسب التي ضاعت نتيجة القرار الحالي فتكلفة الفرصة البديلة لاستخدام آلة إنتاج سلعة معينة هي التضحية بالمكاسب التي كان من الممكن تحقيقها لو تم استخدام الآلة لإنتاج سلعة أخرى، وعلى هذا الأساس ينظر للتكلفة على أنها أقصى منافع كان من الممكن الحصول عليه في مشروع استثماري آخر يحمل نفس درجة المخاطرة⁽²⁾.

(1) -مدحت القرشي، مرجع سابق، ص 84-86.

(2) - عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سابق، ص 225-226.

د - تحقيق أقصى قيمة للمشروع في تقييم المشروعات:

من اجل تحقيق أقصى قيمة للمشروع يجب تحديد أولا كل من :

1. **تحديد معدل العائد المطلوب** : يشير مصطلح العائد المطلوب بصفة عامة إلى معدل الخصم الملائم

وعادة تقوم بحساب معدل العائد المطلوب عن طريق قياس تكلفة التمويل والتي تعبر عن معدلات العائد المطلوبة التي يتوقعها كافة الأطراف المساهمة في هيكل التمويل سواء كانوا الدائنين أو المساهمين، ويمكن تقسيم تكلفة التمويل كمعدل مطلوب للعائد إلى معدلين معدل العائد الخالي من الخطر ومعدل يعبر عن علاوة مقابل العائد⁽¹⁾.

2. **تحديد معدل العائد المتوقع** : تقوم عملية تقييم المشروعات لاستثمارية على مبدأ مهم هو إنتاجية رأس

المال والتي يتم قياسها باستخدام معدل العائد المتوقع الحصول عليه خلال فترة زمنية مقبلة ولا يمكن حساب معدل العائد بشكل حقيقي إلا إذا اخذ في الحسبان الوقت الذي حدث فيه إتفاق المبالغ الاستثمارية المبدئية، والوقت الذي تم الحصول على العوائد الناتجة عن المشروع، ويمكن حساب معدل العائد الذي يتوقع الحصول عليه عن طريق مؤشرات ومعايير تقييم المشاريع الاستثمارية والتي سنتطرق إليها لاحقا.

إن تحقيق أقصى قيمة للمشروع كهدف تشغيلي معناه عمليا احد الأمرين⁽²⁾:

- أن تزيد القيمة الحالية للعوائد الحديثة المتوقعة عن القيمة الحالية للاستثمار المطلوب، على أساس أتم تزيد هذه القيمة الحالية التي تم خصمها بمعدل العائد المطلوب فهذه الزيادة هي إضافة لقيمة المشروع.
- أن يزيد معدل العائد المتوقع عن المعدل المطلوب، فهذه الزيادة معناها زيادة قيمة المشروع ولذلك فإنه يمكن القول أنه لا بد أن يكون:

معدل العائد المتوقع \leq معدل العائد المطلوب

بمعنى أن معدل العائد المتوقع الممثل لعائد الاستثمار يجب أن يزيد أو على الأقل يجب أن يكون مساويا لمعدل العائد المطلوب الممثل لتكلفة التمويل من أجل تحقيق هدف تحقيق أقصى قيمة للمشروع. ففي أي قرار استثماري أو تمويلي فغنا نجد أن عائد الاستثمار وتكلفة التمويل هو الإطار المرجعي الذي نحكم على أساسه.

(1) - أمين السيد أحمد لطفي، تقييم المشروعات الاستثمارية للمحاكاة باستخدام مونت كارلو، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص ص 34-35.

(2) - عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سابق، ص 226-227.

المبحث الثاني: الهيكل التمويلي للمشروع الاستثماري:

في بعض الأحيان لا يعتمد المستثمرون في تمويل مشروعاتهم على مصدر واحد فقط وإنما يعملون على تنويع هذه المصادر، لذلك فإن لسياسة التمويل الأثر المباشر في تشكيل الهيكل التمويلي للمشروع وهذا ما سنتطرق إليه في هذا المطلب.

المطلب الأول: مفهوم الهيكل التمويلي

يكون فيه تحديد مصادر و استخدامات الموارد المالية المختلفة المتاحة لتمويل المشروع مع تحديد اوقات تدفقها عبر سنوات العمر الاقتصادي للمشروع

1. تعريف الهيكل التمويلي:

يقصد بالهيكل التمويلي للمشروع توليفة مصادر التمويل المختلفة التي اختارها المشروع لتغطية التكلفة الاستثمارية الكلية للمشروع ويتكون الهيكل المالي من مجموعة من العناصر التي تشكل جانب الخصوم سواء كانت هذه العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل وسواء كانت أموال دين (الاقتراض) أو أموال الملكية (أموال خاصة) ويختلف الهيكل التمويلي بالمفهوم الواسع عن هيكل رأس المال الذي يتضمن فقط مصادر التمويل طويلة الأجل ممثلة في القروض طويلة الأجل والسندات على جانب حقوق الملكية، وتنطوي سياسة أي مشروع بخصوص هيكله التمويلي على تحقيق الملائمة بين الخطر والعائد، إذ أن زيادة الاعتماد على الاقتراض في التمويل يزيد من مستوى الخطر التي يتعرض لها المشروع فيما يؤدي من ناحية أخرى إلى ارتفاع معدلات العائد المتوقعة على الاستثمار، ومن هنا فإن هيكل التمويل الأمثل يجب أن يراعي الموازنة بين العائد والخطر بشكل يعظم من قيمة السهم⁽¹⁾.

2. مكونات الهيكل التمويلي:

تعتبر مصادر التمويل احد أهم العناصر المؤثرة على اتخاذ القرار الاستثماري ولهذا تفرض أهميتها على القائمين على دراسة الجدوى المالية من أجل دراستها وتحديد أفضل هذه المصادر وأكثرها ملائمة لظروف المشروع من أجل وضع هيكل تمويلي مناسب للمشروع⁽²⁾، وتنقسم مصادر التمويل إلى مصدرين أساسيين هما الدين والملكية ويتم التمويل بالدين عن طريق الاقتراض المصرفي أو بإصدار سندات، أما التمويل بالملكية فيتم عن طريق احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها أو إصدار أسهم.

(1) - عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سابق، ص 393.

(2) - أمين السيد أحمد لطفي، دراسة جدوى المشروعات، مرجع سابق، ص 57.

أ. مصادر التمويل باستخدام أموال الملكية:

1. الأسهم العادية:

السهم العادية هي صكوك متساوية القيمة تشكل جزء من رأس المال المشروع، وهي بذلك تعتبر بمثابة سد ملكيته في شركات المساهمة وتعتبر الأسهم العادية من مصادر التمويل الطويلة الأجل حيث أنها ليس لها تاريخ استحقاق طالما كانت الشركة المصدرة لها قائمة ومستمرة⁽¹⁾، ويتصف التمويل باستخدام الأسهم العادية بالعديد من المزايا نذكر منها:

- ليس هناك إلزام قانوني على الشركة بإجراء توزيعات للمساهمين.
- تمثل الأسهم العادية مصدر لتمويل الدائم وطويل الأجل لا يجوز لحائزها استرداد قيمتها من المؤسسة المصدرة لها.
- تعتبر الأسهم العادية أنسب مصادر للتمويل محمول على الأصول الثابتة.
- يترتب على إصدار المزيد من الأسهم العادية انخفاض نسبة الدفع المالي للشركة.
- ومن مساوئ استخدام الأسهم العادية كمصدر تمويلي نجد:
- ارتفاع تكلفة التمويل بالأسهم نتيجة لارتفاع العائد المطلوب من جملة الأسهم.
- يترتب على إصدار أسهم جديدة دخول مساهمين جدد مما يفقد المساهمين القدامى على قرارا الشركة غير أنه يمكن التغلب عن ذلك بمنح المساهمين القدامى حق الأولوية في شراء إصدارات جديدة من الأسهم العادية.

2. الأسهم الممتازة:

يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية المهجنة لأنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات، فهي تشبه السندات من حيث الحصول على العائد الدوري واستيفاء حقوق حملتها عند تصفية المؤسسة، ومن ناحية أخرى تشبه الأسهم العادية من حيث أنها تعتبر سند ملكية له قيمة اسمية وقيمة سوقية ويرتبط أجله بوجود استمرار المؤسسة⁽²⁾، ومن مزايا استخدام الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل مايلي⁽³⁾:

- الأسهم الممتازة لا تشارك في التصويت وبالتالي تبقى السيطرة في يد الإدارة السابقة دون أن تخشى تدخل الآخرين.

(1) - عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سابق، ص ص 381-384.

(2) - مهري عبد الملك، مرجع سابق، ص 71.

(3) - شفيق نوري موسى، أسامة عزمي سلام، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2009، ص ص 128-129.

- لا يحتاج المشروع إلى رهن أي أن موجوداتها عند إصدار الأسهم الممتازة وبالتالي فإن ذلك يتيح للمشروع الحرية في إصدار السندات ورهن موجوداتها مقابل ذلك.
- لا تتطلب الأسهم الممتازة تخفيض مبلغ لتسديدها لأنها لا تحمل موعد استحقاق معين.
- إن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة وبالتالي زيادة قدرة الطاقة الإقتراضية للمشروع.
- ومن مساوئ استخدام الأسهم الممتازة كمصدر لتمويل مايلي⁽¹⁾:
- الأرباح الموزعة على حملة الأسهم الممتازة لا تخضع من الضريبة مما يعني أن إصدار الأسهم الممتازة لا يؤدي إلى أي وفر ضريبي يعكس السندات والديون.
- التزام المشروع بتوزيع حد أدنى من الأرباح يجعل من الأسهم الممتازة عبئا ماليا ثابتا على المشروع الاستثماري.
- تعتبر تكلفة الأسهم الممتازة أكبر من تكلفة السندات، كون التوزيعات لا تحقق وفورات ضريبية.
- حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أعلى من حملة السندات ولذلك هم مطالبون بمعدل عائد أعلى.
- 3. الأرباح المحتجزة: الأرباح المحتجزة تمثل ذلك الجزء من الأرباح المحققة في نهاية العام والتي لم تدفع في شكل توزيعات لحملة الأسهم وتم احتجازها بغرض إعادة استثمارها في المشروع⁽²⁾.
- ويتصف التمويل باستخدام الأرباح المحتجزة بالعديد من المزايا نذكر منها⁽³⁾:
- تكلفة الأرباح المحتجزة صغيرة وتمثل في التكلفة البديلة لاستثمار في مجال آخر.
- لا يترتب على التمويل باستخدام الأرباح المحتجزة أي ضمانات.
- ومن مساوئ استخدام الأرباح المحتجزة كمصدر تمويلي مايلي:
- قد لا يحقق المشروع أرباحا كافية وبالتالي حجم التمويل باستخدام الأرباح المحتجزة يعتمد على حجم الأرباح المحققة.
- لا يمكن استخدام الأرباح المحتجزة بشكل متكرر.

(1) - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص59.

(2) - نمري نصر الدين، الموازنة الاستثمارية ودورها في ترشيد الاتفاق الاستثماري ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2008-2009، ص134.

(3) - هيثم محمد الزغي، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر لطباعة والنشر، الأردن، 2000، ص94.

بأ. مصادر التمويل باستخدام الاقتراض: وتتمثل فيما يلي:

1. القروض المصرفية:

تتمثل القروض المصرفية الائتمان الذي يحصل عليه المشروع من البنوك، وقد تكون هذه القروض طويلة ومتوسطة الأجل، فتشمل تلك القروض التي تفوق مدتها عن سنة أو قد تكون قصيرة الأجل (مدتها أقل من سنة) وكمبدأ لتغطية يقتضي بأن يتم تمويل الأصول الدائمة بمصادر تمويلية طويلة الأجل تعكس دور الاستثمار وتمويل الأصول المتداولة بمصادر تمويلية قصيرة الأجل تعكس دور استغلال ويمكن تجزئة القروض المصرفية إلى قروض قصيرة الأجل وقروض متوسطة وطويلة الأجل وهي كالآتي⁽¹⁾:

- **القروض قصيرة الأجل:** هي القروض الموجهة لتمويل نشاط الاستغلال يقصد بنشاط الاستغلال تلك العمليات التي يقوم بها المشروع خلال فترة لا تتعدى في الغالب السنة، ويمكن تصنيف القروض بالاستغلال إلى القروض عامة وخاصة.

- **القروض المتوسطة وطويلة الأجل:** وتتمثل في القروض الموجهة للاستثمار ويتبع الحاجة إلى هذا النوع من الأموال على الحصول على وسائل الإنتاج كالمعدات والآلات أو على عقارات تتطلب رؤوس أموال ضخمة.

2. السندات:

يمكن تمويل استثمارات المشروع جزئياً من خلال إصدار سندات في شكل صكوك دين قابلة لتداول يعتبر حاملها دائن الجهة المصدرة له، ولي حاملها الحق في الحصول على عائد ثابت دون مراعاة العوائد التي يحققها المشروع وذلك إلى جانب إعادة سداد جهة الإصدار لأصل السندات⁽²⁾. ولتمويل عن طريق السندات له أهمية تكمن في⁽³⁾:

- التحديد الواضح لتكلفة التمويل عن طريق السندات.
- الفائدة التي يحصل عليها صاحب السند أقل من تكلفة التمويل عن طريق الأسهم الممتازة والعادية في هذا المجال.
- تتميز بالمرونة من حيث درجة تأثير السندات على هيكل المؤسسة لأنها محددة المدة والقيمة والفائدة ويتم تكوين احتياطي للإهلاكها.

(1) - الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 2001، ص 54.

(2) - عاطف وليم اندروس، مرجع سابق، ص 387.

(3) - بن مسعود نصر الدين، مرجع سابق، ص 116.

3. الائتمان التجاري:

يقصد به الائتمان قصير الأجل الذي يمنحه المورد للمشتري عندما يقوم هذا الأخير بعملية الشراء، أي يمكن المشروع من تدبير إحتياجاتها من المواد والأولية والمستلزمات السلعية من الموردين على أن يتم سداد قيمة الشراء لاحقاً، ولهذا على دراسة الجدوى المالي أن تهتم بدراسة شروط البيع، وذلك بمقارنة تكلفة الائتمان التجاري بتكلفة الفرصة البديلة وذلك باستخدام معدل الخصم⁽¹⁾.

4. التمويل التأجيري:

وهو وسيلة أخرى يستطيع المشروع أن يحصل من خلالها على إحتياجاته من الأصول الثابتة والتي تتمثل في استئجارها نظير سداد إيجار دوري ووفقاً لهذا الأسلوب يمكن المشروع أن تستفيد من خدمات الأصول المستأجرة لفترة زمنية محددة دون الحاجة لشرائها وثمة أنواع عديدة لاعتماد الإيجاري أهمها: البيع وإعادة الاستئجار، الاعتماد الإيجاري التشغيلي والاعتماد الإيجاري التمويلي⁽²⁾.

(1) - سمير هريان، صيغ وأساليب التمويل بالمشاركة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتحقيق التنمية ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف 2014-2015، ص35.

(2) - عوادي مصطفى ، هياكل الدعم المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والميكانيزمات الجديدة لتمويل ، الملتقى الوطني حول إشكالية استدامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة حمه لخضر الوادي، 17 ديسمبر 2017، ص 6.

الجدول (01) : نموذج مبسط للهيكل التمويلي

سنوات التشغيل		سنوات الإنشاء		عناصر الموارد والاستخدامات	بند
السنة الثانية	السنة الأولى	السنة الثانية	السنة الأولى	أولاً: مصادر التمويل	
				حصص التأسيس	أموال الملكية
				أسهم عادية	
				أسهم ممتازة	
				أرباح سنوية	
				احتياطات سابقة	
				طويلة الأجل	قروض
				قصيرة الأجل	
				اتئمان تجاري	
				بيع أصول	
				إعانات	
				إجمالي الموارد	
***	***	***	***	ثانياً الاستخدامات	
				قيمة رأس المال الثابت	
				رأس المال العامل	
				مدفوعات الفوائد والأقساط	
				الضرائب	
				توزيعات الأرباح	
**	**	**	**	إجمالي الاستخدامات	
				فائض (عجز)	

المصدر: عبد القادر محمد عبد القادر عطية، دراسات الجدوى التجارية والاقتصادية والاجتماعية من مشروعات bot، الطبعة الثانية، الدار

الجامعية، مصر، 2001، ص 156.

المطلب الثاني: محددات الهيكل التمويلي:

لتحديد الهيكل التمويلي للمشروع يجب مراعاة عدة عوامل نذكر منها:

1. **الرافعة المالية:** تعرف الرافعة المالية بأنها ذلك الأثر الذي تحدثه عملية الاقتراض على مردودية الأموال الخاصة، فمن المعروف أن استخدام المصادر المالية ثابتة التكلفة مثل القروض والأسهم الممتازة لتمويل أصول المشروع يمثل نوعاً من الرفع المالي أو المتاجرة بالملكية، فمثلاً إذا كانت الأصول الممولة باستخدام القرض تدر عائداً أكبر من تكلفة القرض، فسوف يزداد ربح السهم دون زيادة الاستثمار ويزداد ربح السهم العادي عندما تستخدم الأسهم العادية في تمويل حيازة الأصول لذلك يعتبر الرفع المالي أحد الاعتبارات الهامة في تحديد الهيكل التمويلي للمشروع وذلك لتأثيره على ربح السهم⁽¹⁾.
- ويقيس أثر الرافعة المالية العلاقة بين معدل مردودية الأموال الخاصة ومعدل المردودية الاقتصادية للمشروع وذلك كما يلي:

معدل المردودية المالية = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة

أما معدل المردودية الاقتصادية = نتيجة الاستغلال / مجموع الأموال المستثمرة

$$R_c = R_e + (R_e - i) \frac{D}{C}$$

حيث:

R_c : المردودية المالية، R_e : المردودية الاقتصادية، i : سعر الفائدة، D : القروض، C : الأموال الخاصة.

- إذا كان $R_e > i$ فإن R_c يكون أكبر من $\frac{D}{C}$ وبالتالي أثر الرافعة المالية يلعب دوراً إيجابياً وبالتالي

فالمشروع يمكن تعظيم مردوديه المالية باللجوء إلى رفع الاقتراض.

- إذا كان $R_e = 1$ فهذا يعني غياب أثر الرفع المالي.

- إذا كان $R_e > i$ يكون R أقل من $\frac{D}{C}$ وبالتالي فغن أثر الرافعة المالية يلعب دوراً سلبياً وفي هذه الحالة

فإنه يجب على المشروع عدم الاعتماد على الاقتراض واللجوء إلى الأموال الخاصة.

2. **الملائمة:** يجب أن تتناسب مصادر التمويل التي لجأ إليها المشروع مع طبيعة التكلفة الاستثمارية

للمشروع، إذن تعين تمويل الأصول الثابتة وتكلفة ما قبل التشغيل باستخدام مصادر طويلة الأجل مثل

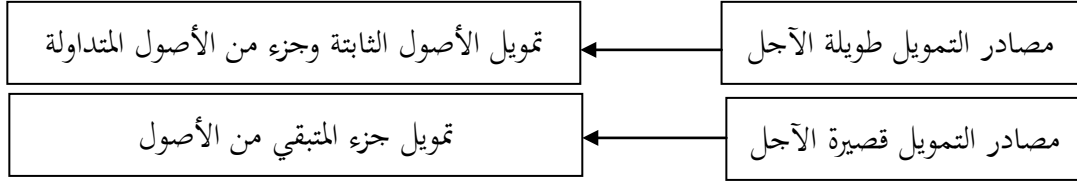
الأسهم والسندات هذا من جهة، وتمويل الأصول المتداولة باستخدام مصادر التمويل القصيرة الأجل مثل

(1) - محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلة الهيكل المالي للمؤسسة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية،

جامعة بسكرة، 2015-2016، ص 169.

القروض قصيرة الأجل والائتمان التجاري من جهة أخرى⁽¹⁾، وبصفة عامة يجب أن يوازي الهيكل التمويلي المقترح للمشروع على أساس القاعدة التالية:

الملاءمة بين طبيعة التكلفة الاستثمارية وطبيعة مصادر التمويل



3. المرونة: هي قدرة المشروع على تكييف هيكله التمويلي مع احتياجات التي تنشأ من الظروف المتغيرة، وتتوقف درجة مرونة في الهيكل المالي على:

- المرونة في التكاليف الثابتة للمشروع.
- الشروط المقيدة في اتفاقيات القروض.
- شروط الوفاء بالدين.
- الطاقة الاستيعابية للشركة على الاقتراض.

وتفيد المرونة في تكوين الهيكل المالي الأمثل حيث تعمل على توفير عدد من البدائل عند اتخاذ قرار التوسع أو الانكماش في مجموع الأموال التي يستخدمها المشروع⁽²⁾.

4. نمو واستقرار المبيعات: إذا كانت منتجات المشروع وهو مطمئن نبين على التمويل بالاقتراض، ويتحمل من ثم تكلفة ثابتة أعلى من المشروع التي تتم بعدم استقرار مبيعاتها⁽³⁾.

5. حجم المشروع: يؤثر حجم المشروع بصورة كبيرة على إمكانية إتاحة أموال من المصادر المختلفة، فالمشاريع الصغيرة قد نجد صعوبة في الحصول على القروض طويلة الأجل، على عكس المشاريع الكبيرة

(1) - سليمان شلاش، علي الإقوم، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في شركات المساهمة، مجلة المنارة، المجلد 14، العدد 1، 2008، ص 64.

(2) - سمير محمد عبد العزيز، الجدوى الاقتصادية للشركات الاستثمارية، مكتبة الإشعاع الفنية، مصر، 2009، ص 51.

(3) - عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص 395.

لديها مرونة أكبر في تكوين الهيكل التمويلي، حيث نستطيع الحصول على قروض بشروط مسيرة وإصدار أسهم عادية وممتازة وسندات⁽¹⁾.

6. **المخاطرة:** تعرف المخاطرة بأنها عدم انتظام العوائد، فتذبذب هذه العوائد في قيمتها أو نسبتها في رأس المال المستثمر هو الذي يشكل عنصر المخاطرة وترجع عملية عدم انتظام العوائد أساسا إلى حالة عدم التأكد بالتنبؤات المستقبلية، مع بقاء العوامل الأخرى نعلی حالها، كما زادت المخاطرة التي تواجه المشروع تطلب ذلك تخفيض حجم التمويل عن طريق الاقتراض في مقابل زيادة حجم التمويل عن طريق أموال الملكية⁽²⁾.

7. **الوعاء الضريبي:** أحد الأسباب التي تدفع المشروع لتمويل باستخدام القروض هو أن مدفوعات فوائد هذه القروض تعتبر من التكاليف الواجبة الخصم وصولا إلى النتيجة الإجمالية الخاضعة لضريبة الأمر الذي يخفض من العبء الضريبي غير أنه في بعض الأحيان قد يغض داخل المشروع من الضرائب أو قد يمنع حوافز ضريبته تخفض من عبء الضريبة، الأمر الذي يؤدي إلى فقدان الاقتراض كمصدر لتمويل لأحد مزاياه الأساسية التي تنشأ في حالة ارتفاع الأعباء الضريبية⁽³⁾.

8. **تكلفة التمويل:** إذ تكلفة مصدر تمويلي هي أقل عائد ممكن يتوقعه أصحاب هذا المصدر، ويتوقف العائد المتوقع على درجة المخاطر التي يفترضها هؤلاء، فحينما يرغب المستثمر في تمويل استثماره فإنه يلجأ إلى مصادر التمويل يتحملها المشروع وتختلف هذه التكلفة باختلاف مصادر التمويل المقترح⁽⁴⁾.

المطلب الثالث: قياس تكلفة التمويل

إن تكلفة التمويل من المتغيرات الأساسية التي يجب أن تحدد بدقة استخدام أي طريقة من طرق تقييم الاستثمارات، وذلك على اعتبار أن تكلفة التمويل تستخدم عمليات كمعدل خصم لإيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية من المشروع الاستثماري باعتباره الحد الأدنى من معدل العائد على الاستثمار الواجب أن يحققه الاستثمار لكي يصبح مقبولا بصفة مبدئية.

(1) - العايب ياسين، تحليل هيكل إستدانة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة

قسنطينة، مجلد 11، العدد 1، 2014، ص 114.

(2) - شقيري نوري موسى، مرجع سابق، ص 217.

(3) - عاطف وليم أندرواس، مرجع سابق، ص 394.

(4) - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص 130.

وتعرف تكلفة التمويل بمعدل العائد المطلوب من المشروع الاستثماري من أجل زيادة قيمة المؤسسة في السوق أو الحفاظ عليها وبمعنى آخر فإن تكلفة التمويل عبارة عن معدل عائد مطلوب يجب على المشروع أن يحققه على الاستثمارات الجديدة والذي يمكن حسابه عن طريق قياس تكلفة مكونات الهيكل التمويل إلا أنها في الواقع تمثل الحد الأدنى للعائد لا بد من تحقيقه⁽¹⁾.

وقبل الخوض في طرق وكيفية قياس وتحديد تكلفة التمويل يجب توضيح النقاط التالية⁽²⁾:

- إن تكلفة التمويل لا يعبر عنها في صورة تدفق نقدي خارج أو مصروف مستحق يستوجب الدفع النقدي، إنما يجب أن تعبر عنها دائما في صورة نسبة مئوية.
- إن تكلفة التمويل ترتبط ارتباطا مباشرا بسعر الفائدة السائدة في السوق والذي يمثل المحور الأساسي للمنافسة بين مجالات الاستثمار في اجتذاب مصادر التمويل المحدودة.
- أن تكلفة التمويل عند قياسها تمثل عبئا تمويليا على المشروع طالب التمويل الأمر الذي يحتم اعتبار الأموال المقدمة من المساهمين مصدرا تمويليا.
- أن جميع المناهج المستخدمة في قياس تكلفة التمويل تعتمد بدرجات متفاوتة على التنبؤات.
- أن حساب تكلفة التمويل يجب أن يتم على أساس حدي وليس على أساس تاريخي حيث يرتبط مفهوم القياس الحدي بتحديد الطريقة المثلى لتمويل الاستثمارات الإضافية.

وبناء على النقاط السابقة نستعرض فيما يلي مفاهيم وطرق قياس تكلفة التمويل لكل مصدر تمويلي على حدة:

أ. تكلفة التمويل باستخدام أموال الملكية (الأموال الخاصة):

إن موضوع تكلفة التمويل بالملكية سواء من حيث مفهومها أو طرق قياسها يعتبر من أكثر الموضوعات إثارة للجدل وتعددت وجهات النظر، حيث ينظر إليها بعض على أنها مصادر تمويل مجازية نظرا لعدم ارتباط الحصول عليها بالتزامات ثابتة في صورة توزيعات نقدية متفق عليها مسبقا، في حين أن نظريات الفكر المالي المعاصر فد أكدت خطأ هذا الاتجاه وأكدت أن الأموال المقدمة من المساهمين ترتبط خطأ بتكلفة تمويلية لا يمكن إغفالها ويمكن التوصل إليها من خلال النقاط التالية⁽³⁾:

(1) - أمين السيد أحمد لطفي، تقييم المشروعات الاستثمارية باستخدام مونت كارلو للمحاكاة، مرجع سابق، ص 34-35.

(2) - نبيل شاكر، إعداد دراسات الجدوى وتقييم المشروعات الجديدة، جامعة عين الشمس، مصر، الطبعة 2، 1996، ص 336-337.

(3) - محمد بوشوشة، مرجع سابق، ص 174.

- عن قياس تكلفة التمويل تتم من خلال وجهة نظر المشروع كشخصية اعتبارية مستقلة عن شخصية ملاكها، وعلى ذلك يتحتم قياس تكلفة الأموال الخاصة كأحد مصادر التمويل المتاحة.
- إن الأموال الخاصة يمكن تقديمها في صورة مباشرة إذ ما كان المشروع فرديا أو في صورة شركة أشخاص... إلخ، أو تقديمه في صورة غير مباشرة وفي الحالتين الهدف الأساسي هو تحقيق عائد.
- إن تحليل التكلفة والعائد هما في واقع الأمر شيء واحد حيث يحتمل هذا الشيء تكلفة من منظور دافعه أو متحملها، ويمثل في نفس الوقت عائد من منظور الطرف الأخر والذي يحصل عليها اعتمادا على واقعية العلاقة الطردية بين كل من العائد والخطر فإن الاستثمار في الملكية هو أكثر الاستثمارات تعرضا وتحملا للمخاطر.

1. **تكلفة التمويل باستخدام الأسهم العادية:** لي عبارة عن الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمارات الجديدة والممولة بإصدار هذه الأسهم الجديدة والذي يحافظ على القيمة السوقية للسهم بدون تغير⁽¹⁾، وعليه يمكن قياس تكلفة التمويل باستخدام الأسهم العادية بالعلاقة التالية⁽²⁾:

$$K_e = \frac{D_1}{P_0} +$$

حيث:

K_e : تكلفة السهم العادي، **D_1** : التوزيعات المتوقعة لسهم، **P_0** : السعر السوقي للسهم، **g** : معدل النمو السنوي

2. **تكلفة التمويل باستخدام الأرباح المحتجزة:** يعتقد البعض بأن الأرباح المحتجزة لا تكلفة لها، لكن هذا الاعتقاد غير صحيح، لأن هذه الأرباح هي أصلا من حق أصحاب الأسهم العادية، ولا يتم احتجازها إلا بعد موافقتهم، كما أن موافقتهم هذه لا تتم إلا بعد توقعهم الحصول على عائد في السنوات القادمة لا يقل عما يحصلون عليه حاليا وبالتالي يمثل ذلك الالتزام على المؤسسة بتحقيق هذا العائد على هذه الأموال المحتجزة لأصحاب الأسهم العادية في السنوات المقبلة⁽³⁾، ولقياس تكلفة الأرباح المحتجزة نستخدم العلاقة التالية:

$$K_n = \frac{D_1(1-T)}{P_0}$$

حيث: **T** : معدل الضريبة على الأرباح

(1) - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص 117.

(2) - أمين السيد أحمد لطفي، دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، مرجع سابق، ص 75.

(3) - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص 119.

3. تكلفة التمويل باستخدام الأسهم الممتازة: وهي معدل العائد الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة عن طريق الأسهم الممتازة حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم العادية بدون تغيير ولقياس تكلفة التمويل باستخدام الأسهم الممتازة نستخدم العلاقة التالية⁽¹⁾:

$$K_p = \frac{D_p}{P_p}$$

حيث: K_p : تكلفة السهم الممتاز، D_p : قيمة العائد الثابت للسهم، P_p : سعر السهم الممتاز.

ب. تكلفة التمويل باستخدام أموال الاقتراض:

1. تكلفة القروض باستخدام القروض المصرفية: تتمثل تكلفة التمويل بالاقتراض في معدل الفائدة على القروض الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الاقتراض فيمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم بدون تغيير وتحسب تكلفة التمويل بالاقتراض بطرح قيمة الخفض من الضريبة نتيجة خصم مدفوعات الفائدة من الوعاء الضريبي⁽²⁾.

وتحسب بالعلاقة التالية: تكلفة الاقتراض = سعر الفائدة - الوفر الضريبي

$$kd = i(1-t) \quad \text{أو}$$

2. تكلفة التمويل باستخدام السندات: لا يختلف أساس احتساب التكلفة التمويل بإصدار سندات على أساس تكلفة التمويل من خلال القروض إلا في حالة إصدار السندات بعلاوة أو بخصم أو وجود مصروفات لإصدار السندات⁽³⁾.

3. تكلفة التمويل عن طريق الائتمان التجاري: وتقاس بالعلاقة التالية:

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \text{معدل الخصم النقدي} \times \frac{365}{\text{فترة الائتمان} - \text{فترة خصم النقدي}}$$

ج. التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال $CMPC$:

في الحالات السابقة من طرف التمويل، قمنا باقتراض أن المستثمر يقوم بتمويل مشاريعه من مصدر مالي واحد، لذا قمنا، باستعمال العلاقات السابقة في حساب تكلفة الأموال ولكن إذا كانت الأموال التي يحصل

(1) - أمين السيد أحمد لطفي، دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، مرجع سابق، ص 78.

(2) - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص 118.

(3) - عاطف وليم أندرواس، مرجع سابق، ص 389.

عليها المستثمر تكون من عدة مصادر، فغن تكلفة الأموال يتم حسابها عن طريق متوسط التكلفة المرجحية لرأس المال: من خلال مصادر التي يحتويها الهيكل التمويلي وتحديد التكلفة والوزن النسبي (W) لكل مصدر التمويل وهكذا كمايلي⁽¹⁾:

$$\text{الوزن النسبي} = \frac{\text{قيمة التمويل للمصدر}}{\text{إجمالي قيمة}} \times 100$$

وتقاس متوسط التكلفة المرجحة للتمويل وفق المدخل التقليدي الذي سبق الإشارة إليه بالعلاقات التالية:

$$CMPC = \sum_{i=1}^n ki \times Wi$$

حيث: Ki : تكلفة المصدر، n : عدد مصادر التمويل، Wi : الوزن النسبي

أما تكلفة رأس المال الحدية فهي طريقة تستعمل لمعرفة تكلفة الأموال المراد القيام بتمويلها مستقبلا، فالتكلفة الحدية لرأس المال هي تكلفة وحدة النقد الإضافية من الأموال الجديدة التي يتم الحصول عليها⁽²⁾.

المطلب الرابع: الهيكل التمويلي الأمثل:

إن عمل الإدارة المالية في منشأة الأعمال لا يقتصر على مجرد تحديد مصادر التمويل المنشأة، أي تحديد الأموال المفترضة وتلك التي تتوفر من المالكين، بل إن مهمتها المركزية والمعقدة هي في تحديد المزيج من الأموال المقترضة والممتلكة أي تشكيلة هيكل التمويل الذي يضمن تخفيض كلفة التمويل على أدنى حد ممكن التي ترفع من القيمة السوقية للمنشأة إلى أعلى حد فغرض الإدارة المالية من هنا، وقراراتها هي صياغة هيكل التمويل الأمثل الذي يضمن تعظيم في القيمة السوقية للمنشأة.

ونشير أيضا إلى أن هيكل التمويل يتكون من التمويل المفترض والتمويل الممتلك كما يتضمن شكلين من التمويل الدائم والمؤقت والذي تضمنه عادة مصادر التمويل قصيرة الأجل وعادة ما يشارك على هيكل التمويل بالتمويل الدائم الذي يتكون من التمويل المقترض طويل الأجل، وحقوق الملكية التي تتكون من رأس المال

(1) - عبد القادر محمد عبد القادر عطية، مرجع سابق، ص 164.

(2) - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص 122.

(الأسهم العادية) وفائض رأس المال والأرباح المحتجزة، الذي يستبعد جميع أنواع الائتمان القصير الأجل تأكيداً على أن هيكل التمويل وتركيبته إنما يتعدد أن وفق السياسة التمويلية التي تعتمدها الإدارة المالية التي تتحكم فيها مجموعة كبيرة من العوامل.

ويقصد بهيكل التمويل ذلك المزيج من مصادر التمويل (المقترضة والمملوكة) ضمن نقطة ارتكاز ممثلة بالرفع الذي يضمن زيادة في ربحية السهم الواحد وتعظيم قيمته في السوق⁽¹⁾.

أي هيكل التمويل هو ذلك المزيج من مصادر التمويل الذي يحقق الموازنة بين العائد والمخاطرة الذي يؤثر في القيمة السوقية للمنشأة أو هو ذلك الخيار الاستراتيجي الذي يستهدف تلك الخلطة من مصادر التمويل ويحقق الخيار تعظيماً في القيمة السوقية للمنشأة.

إن منشآت الأعمال تسعى من خلال إدارة الهيكل المالي إلى ما يحقق لها البقاء وممارسة نشاطها الاقتصادي بفاعلية وعلى نحو ملائم، ويحقق زيادة في عائدها المتوقع يرغم تباين مراحل حياتها، فالسياسة التمويلية الخاصة بتشكيل هيكل التمويل إنما تتفاوت من مرحلة إلى أخرى ضمن دورة حياة المنشأة.

وهناك أربعة نظريات لصياغة الهيكل المالي وهي:

- نظرية صافي الربح.

- نظرية صافي الربح التشغيلي.

- النظرية التقليدية.

- نظرية مود كلياني وميلر.

لوحظ أن مضمون النظرية المالية يتركز بشكل رئيسي على النظرية التقليدية ونظرية مود كلياني وميلر ويعود السبب في ذلك إلى شكل التناقض وتباين وجهات النظر حول الدرجة المثلى للرفع المالي ومدى تأثيرها على المعدل الموزون لكلفة التمويل، فالنظرية التقليدية أقرب بوجود هيكل السوقية للمنشأة بحيث تصل عند نقطة التعظيم عندما تكون كلفة التمويل في حدها الأدنى⁽²⁾.

(1) - حمزة محمود الزبيدي، إدارة الاستثمار والتمويل، دار عمار، الأردن، 2000م، ص 218.

(2) - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 220.

بينما يؤكد مود كلياني وميلر في نظريتهم عدم وجود هيكل مالي أمثل وضمن افتراضات قد لا يقتنع بها في ظل الظروف السائدة، إلا أننا نجد من الضروري أن نتناول بالتحليل النظري لهذه النظريات الأربع لما لها من أهمية في الإدارة المالية.

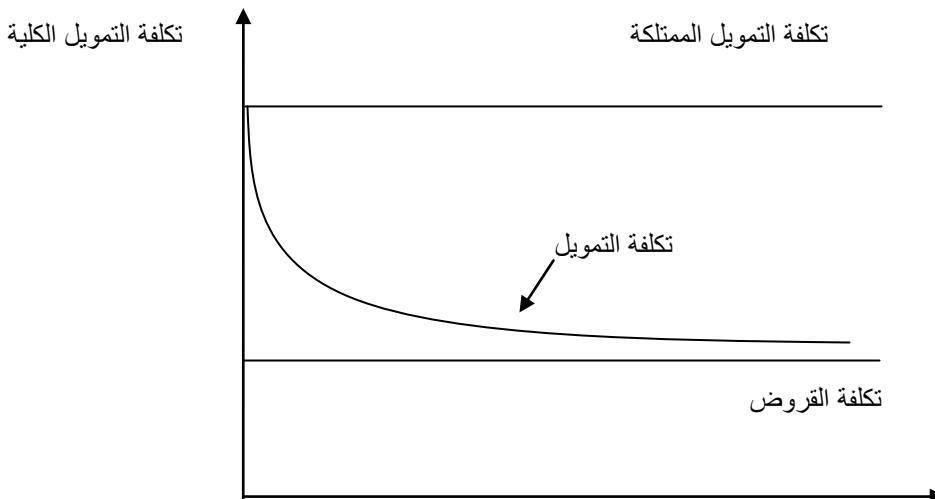
أولاً: نظرية صافي الربح ونظرية صافي الربح التشغيل:

من أولى النظريات التي عاجلت العلاقة بين كلفة التمويل هيكل التمويل والقيمة السوقية للمنشأة هو ما قدمه دورند في نظرية صافي الربح ونظرية صافي الربح التشغيلي.

وقد افترض "دوراند" لإثبات مضماني هذه النظريات وجود السوق الكامل وتعتمد هاتين النظريتين عدداً من الافتراضات يمكن ذكر منها مايلي⁽¹⁾:

- لا توجد ضرائب ولا كلفة إفلاس.
- لا توجد كلفة الإصدار أو كلفة بيع أو شراء الأوراق المالية.
- لا توجد أرباح محتجزة.
- السندات التي تصدرها المنشأة هي من النوع الدائم

الشكل رقم (01) العلاقة بين كلفة التمويل وبين نسبة الرفع المالي وفق نظرية صافي الربح.



ويلاحظ أن الكلفة الكلية للتمويل تنخفض كلما زادت الإدارة المالية نسبة الدفع المالي، أي بزيادة الأموال المقترضة ذات الكلفة الأقل وتنخفض حصة الأموال المملوكة ذات الكلفة الأكبر، مما يعني أنه كلما زادت الأموال

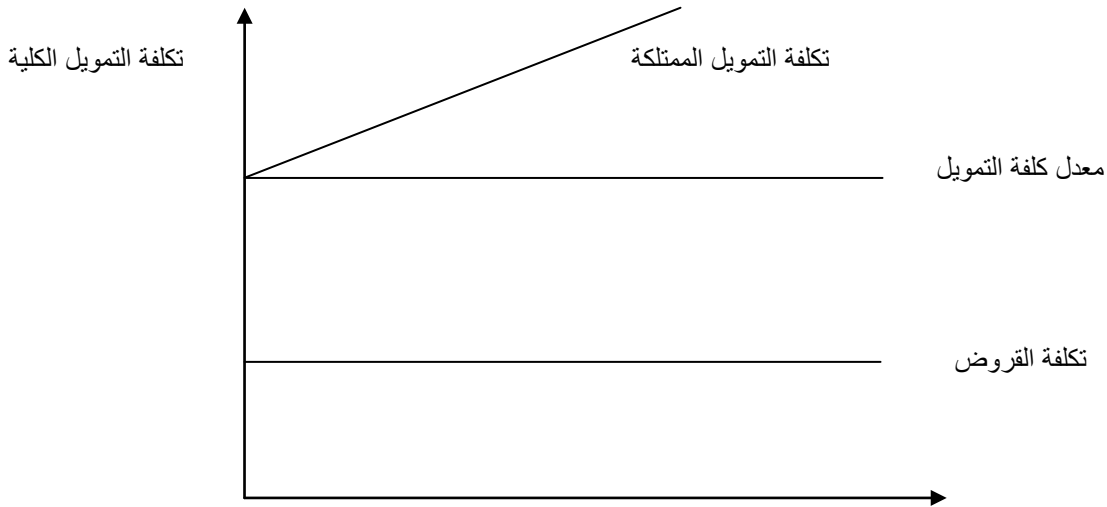
(1) - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 224.

المقترضة كلما انخفضت كلفة التمويل وارتفعت بالمقابل القيمة السوقية للمنشأة وتستمر هذه العلاقة دائما مهما زادت نسبة الرفع المالي، فكل زيادة في نسبة الرفع المالي تقابلها زيادة في القيمة السوقية للمنشأة وفق النظرية صافي الربح أي وجود هيكل مالي امثل عند الاستدانة 100%.

ثانيا: نظرية صافي الربح العمليات التشغيلي:

هي النظرية الثانية لدورانند ومضمونها أن كلفة التمويل الممتلك، لتعويض زيادة المخاطرة المالية الناشئة عن زيادة نسبة الرفع المالي التي سيعرضها مالكو المنشأة من حملة الأسهم، أضف إلى ذلك أن زيادة كلفة التمويل بسبب الزيادة في كلفة التمويل الممتلك سوف يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تلك الكلفة بسبب زيادة الاعتماد على القروض، الأمر الذي يجعل كلفة التمويل ثابتة لا تتغير مهما تغيرت نسبة الرفع المالي ويعرض الشكل التالي صورة هذه النظرية⁽¹⁾:

الشكل رقم (02) العلاقة بين كلفة التمويل وبين نسبة الرفع المالي حسب نظرية صافي الربح التشغيلي.



من الشكل يظهر أن كلفة الاقتراض ثابتة لا تتغير وأن كلفة التمويل الممتلك تبدأ بالارتفاع عند اللحظة التي تدخل فيها القروض بهيكل تمويل المنشأة وبما أن الإرتفاع في كلفة التمويل الممتلك سوف يعوضها انخفاض مساو في هذه الكلفة بسبب زيادة نسبة الرفع المالي، الأمر الذي يجعل معدل كلفة التمويل في المنشأة ثابتا لا يتغير مهما تغيرت نسبة الرفع المالي، مما يترتب عليه نبات القيمة السوقية للمنشأة.

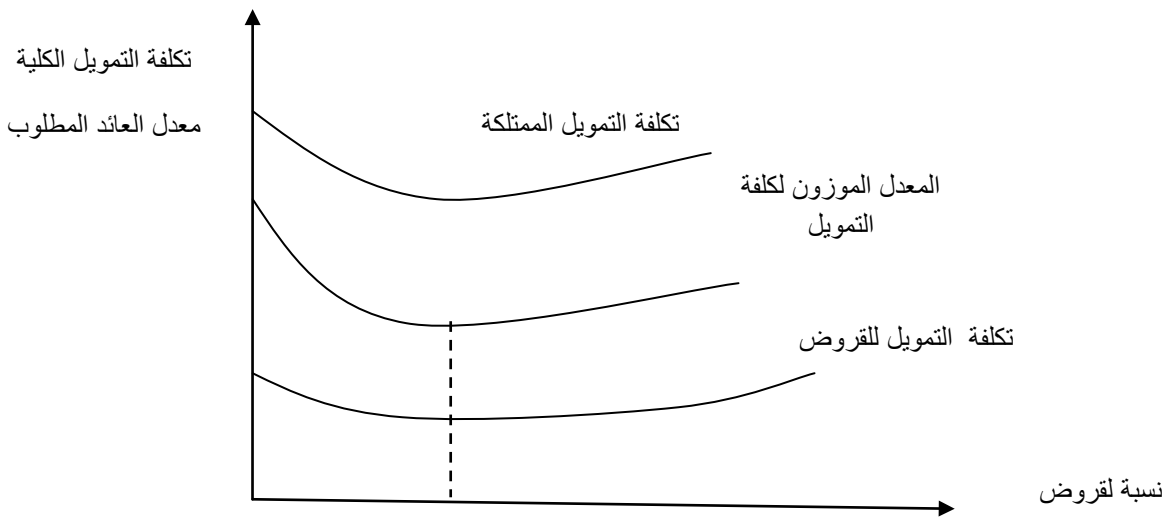
(1) - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 227.

ثالثاً: النظرية التقليدية

وتقوم هذه النظرية على إمكانية وجود هيكل مالي أمثل والذي يحقق أقل تكلفة للأموال ويعظم قيمة المؤسسة وتتشابه هذه النظرية مع نظرية صافي الربح حيث أنه يفترض وجود نسبة افتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال على أدنى حد وعندما تصل قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى.

تستخدم هذه النظرية الطريقة المتبعة في نظرية صافي الربح فيما يتعلق بتحديد قيمة المؤسسة غير أنه يختلف عنه فيما يتعلق بالافتراضات الأساسية لهذه النظرية حيث يفترض أن تكلفة الاقتراض تظل ثابتة على حد معين من الاقتراض الأساسية بعد هذا الحد تتزايد المخاطر المالية مما يستوجب ارتفاع سعر الفائدة وهذا يعني أنه بعد مستوى معين من الاقتراض ترتفع تكلفة الاقتراض بزيادة معدل الرفع المالي ومن ناحية أخرى أيضاً نجد أن معدل العائد المطلوب من جانب الأموال الخاصة سيتزايد مع زيادة الرفع المالي يعني أن هناك علاقة طردية بين نسبة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة والديون⁽¹⁾.

الشكل رقم (03) الهيكل المالي الأمثل في النظرية التقليدية

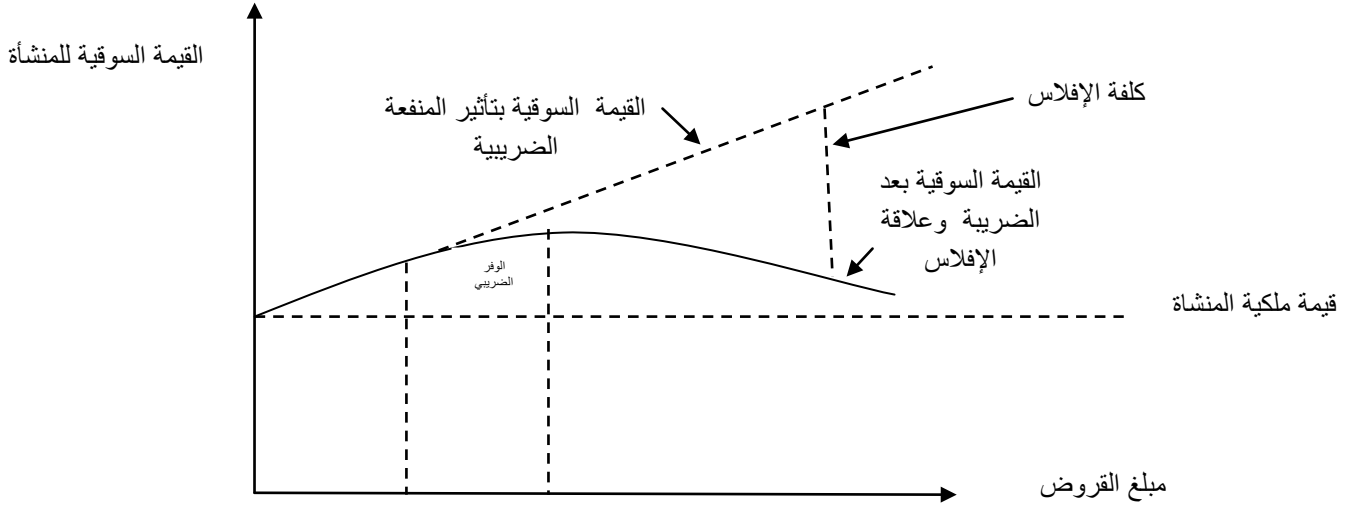


من هذا المنحنى نستنتج أن النظرية التقليدية تؤدي بفكرة وجود هيكل مالي أمثل عند أدنى نقطة لتكلفة التمويل أين تصل قيمة المؤسسة إلى أقصاها وبعد هذه النقطة المثلى تبدأ تكلفة التمويل في الارتفاع بسبب ارتفاع الديون، لأن المؤسسة قد تعدت حد الرشدها في العلاقة بين الديون والأموال الخاصة التي قد تؤدي إلى مرحلة الإفلاس التي ترتبط بارتفاع نسبة الاقتراض، حيث أن تكلفة الإفلاس والتي تمثل الهيكل المالي الأمثل، إذ أن تتجاوز هذه النقطة سوف يؤدي إلى ارتفاع كلفة التمويل والموجودات (الأصول) فإذا وفرة الضريبة تؤثر إيجاباً على قيمة

(1) - محمد بوشوشة، مرجع سابق، ص 187.

المنشأة وسلباً على تكلفة الإفلاس والشكل التالي يوضح أثر التغير في المديونية في قيمة المنشأة حيث نقطة (B) الهيكل المالي الأمثل في حيث تبدأ القيمة بالانخفاض بعد تجاوز هذه النقطة (B)⁽¹⁾.

الشكل رقم (04) أثر المديونية في قيمة المنشأة



رابعاً: نظرية مودكلياني وميلر: قد قام هذا النموذج بتفسير أمثلة الهيكل المالي بناءً على الفرضيات نظر منها:

- حرية شراء المستثمر للأوراق المالية حسب رغبته.
- تصنيف المشروعات على شكل مجموعات على أساس درجة المخاطرة.
- ليس لديون مخاطر، كما أن تكلفتها متماثلة لكل المساهمين.
- ثبات النتيجة قبل الضرائب والفوائد المقدرة في كل الفترات.
- رشادة وعلائية المستثمر.

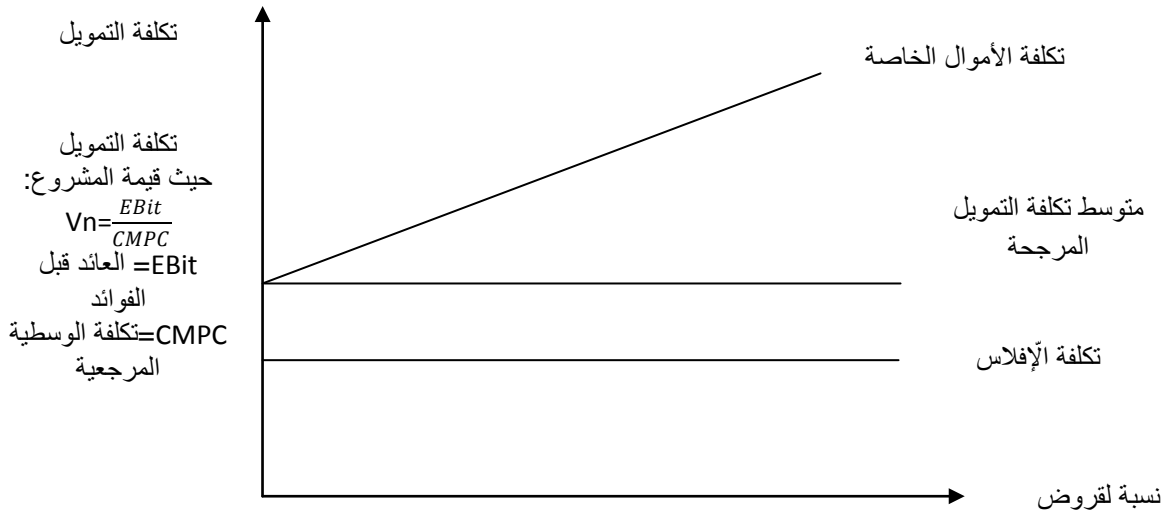
يحتوي النموذج على حالتين لتفسير أمثلة الهيكل التمويلي وهي كالآتي:

- في حالة عدم وجود ضرائب: لقد قام مودكلياني وميلر بتفسير أمثلة والهيكل التمويلي في النموذج الأول عام 1958 والذي يتميز بانعدام الضرائب أي لا وجود لهيكل المالي الأمثل وذلك كمايلي⁽²⁾:

(1) - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 231.

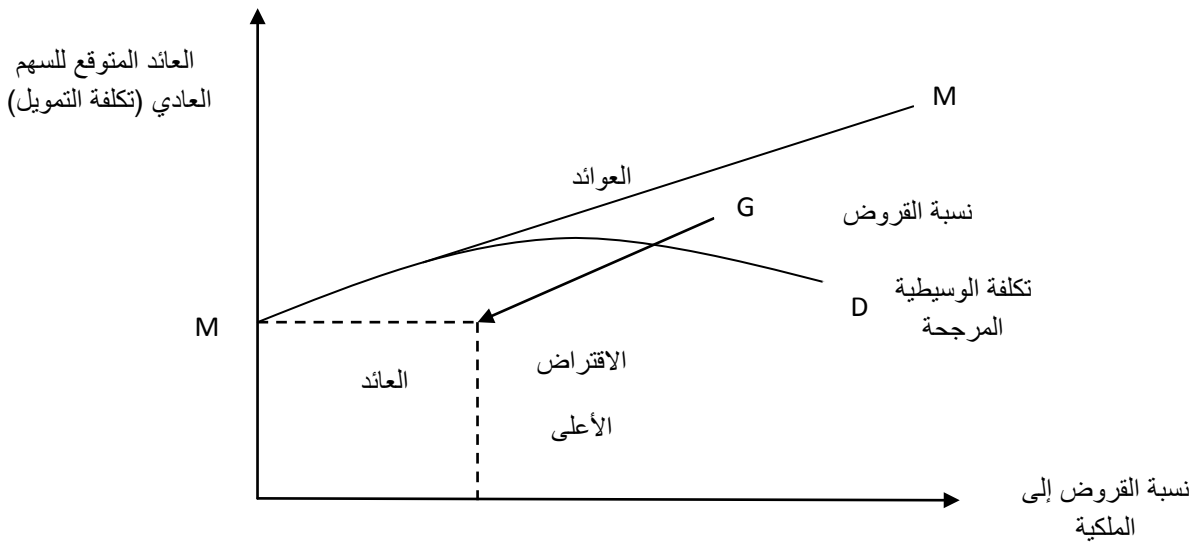
(2) - محمد بوشوشة، مرجع سابق، ص 190.

الشكل رقم (05) نموذج مودكلياني وميلر في حالة انعدام الضرائب



- في حالة وجود ضرائب: كان سنة 1963 اعترافا مودكلياني وميلر بالدور للمديونية في التمويل نظرا لما تحققه من تخفيض في الضرائب وبذلك نقول أن الهيكل التمويلي الأمثل يتمثل في تعظيم الاستدانة، وبما أن التكاليف المالية هي تكاليف ف تدرج في جدول حسابات النتائج التي تخفض من مبالغ الخاضعة للضريبة⁽¹⁾.

الشكل رقم (06) العلاقة بين الهيكل المالي والعائد المتوقع في ظل وجود ضرائب



(1) - محمد بوشوشة، مرجع سابق، ص 196.

$$\frac{EBit(1-T)}{Ke} = Vn \quad \text{حيث قيمة المشروع:}$$

حيث : ke :أموال خاصة

=EBit = عوائد قبل دفع فوائد.

إن نظرية مودكلياني وميلر قد قدما النظرية الثالثة على وافق النتائج التي توصلنا إليها من النظرية الأولى والثالثة في حين توصلنا إلى النظرية والثانية بعد أن حدد أبعاد النظرية الأولى وإن مضمون نظرية مودكلياني وميلر يعطي لقرارات الاستثمار الأثر الوحيد والمهم في قيمة المنشأة السوقية ولذلك يتجاهلان أن تأثير لصياغة هيكل التمويل وأي تأثير له هو معروف بنقطة الاقتراض المثلى.

خلاصة النظريات الأربعة : من خلال ما تم عرضه لمضامين النظريات السابقة فهذا الجدول يصور تأثيرات النظريات على كلفة التمويل وكلفة التمويل الممتلك والقيمة السوقية للمنشأة بالإضافة إلى هيكل التمويل الأمثل⁽¹⁾.

مود كلياني وميلر		التقليدية	صافي الربح التشغيلي	صافي الربح	المدخل البيان
عدم وجود ضرائب	وجود ضرائب				
ترتفع بارتفاع الرافعة	ترتفع بارتفاع الرافعة	ترتفع بارتفاع الرافعة	مستقلة عن الرافعة	مستقلة عن الرافعة المالية	كلفة التمويل
ترتفع بارتفاع الرافعة	ترتفع بارتفاع الرافعة	ترتفع بارتفاع الرافعة	ترتفع بارتفاع الرافعة	للرافعة المالية	كلفة التمويل الممتلك
ثابتة لا تتغير	ترتفع لتصل إلى حد الاقتراب المثلى	ترتفع لتصل إلى حد التعظيم ثم تنخفض عند كل زيادة	ثابتة لا تتغير	ترتفع بارتفاع الرافعة المالية	القيمة السوقية
لا وجود هيكل أمثل مالي	وجود هيكل مالي أمثل	وجود هيكل أمثل	عدم وجود هيكل أمثل	100%	الهيكل الأمثل

المصدر : من إعداد الطالبتين اعتماد على المصدر: حمزة محمود الزبيدي ومحمد بوشوشة.

(1) - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 238.

من خلال ما تضمنه هذا الفصل فانه يمكن القول أن الهيكل التمويلي أحد أهم عناصر المؤثرة في اتخاذ القرار الاستثماري.

وتعتبر أساس الجدوى المالية هو تحديد واختيار أفضل مصادر التمويل وأكثرها ملائمة لظروف المشروع وتنوعها لاستفادة من مزايا كل مصدر وتجنب المخاطر حسب درجة مخاطرة كل مصدر من خلال حساب التكلفة والوزن النسبي لكل مصدر لتشكيل هيكل تمويلي أمثل الذي تحقق التوازن بين العوائد والمخاطر المختلفة وتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، و تشتق القيمة الاقتصادية للمشروع الاستثماري من تأثيره على التدفقات النقدية للمشروع، و على ذلك يجب قبل تقييم المشروع الاستثماري بمختلف المعايير ان يتم تقدير جميع التدفقات النقدية التي سوف تنتج عن قبول المشروع او عدمه او المفاضلة بين مختلف المشاريع على اساس معايير الجدوى المالية.

الفصل الثاني

التدفقات النقدية وتقييم المشاريع الاستثمارية

تمهيد:

تبرز أهمية الدراسة المالية للمشاريع الاستثمارية في كونها تحد الرؤية المالية لأي مشروع استثماري مهما كان نوعه، وتحقيق القيمة الاقتصادية للمشروع الاستثماري من تأثيره على التدفقات النقدية للمشروع، وعليه يجب قبل تقييم المشاريع الاستثمارية ان يتم تقدير جميع التدفقات النقدية التي سوف تنتج عن قبوله ، وهذا ما سنتطرق اليه حيث يقتضي المنطق الاقتصادي بان يتم اختيار المشروعات الاستثمارية في اية فترة زمنية بحيث تحقق أفضل استخدام الموارد التمويلية المتاحة، لذلك يجب ان يتم اولا تقييم كل مشروع تقييما مطلقا على حدة لمعرفة المنفعة الصافية المتوقعة لكل مشروع توصلنا الى قبول بعضها مبدئيا واستبعاد المشروعات الخاسرة من الحساب، وبعد يتم المفاضلة بين المشاريع لاختيار اكثرها تحقيقا للأهداف المرجوة، والمفاضلة لا تجوز إلا بين المشاريع البديلة وسنحاول في هذا الفصل عرض وتحليل مختلف التدفقات النقدية الداخلة، والخارجة خلال العمر الافتراضي للمشروع وصافي التدفقات النقدية، وعرض مختلف المعايير المستخدمة في تقييم المشروعات الاستثمارية ثم تقسيم هذا الفصل الى بحثين نوردها كما يلي بإيجاز:

المبحث الأول: التدفقات النقدية للمشروعات الاستثمارية.

المبحث الثاني: تقييم المشاريع الاستثمارية.

المبحث الأول: التدفقات النقدية للمشروعات الاستثمارية

تعتبر التدفقات النقدية من أهم العناصر التي يعتمد عليها في تقييم المشاريع الاستثمارية والتي تتمثل بالطبع في ناتج الفرق بين إيرادات المشروع وتكاليف تشغيله، بالإضافة لبعض الأمور التي يجب أخذها بعين الاعتبار، والتي تعتبر أساسية عند حساب التدفقات النقدية، وهذا حتى يمكن استخدامها فيما بعد في معايير التقييم بصورة صحيحة وعليه سنحاول تقسيم هذا المبحث الى ثلاث مطالب كما يلي:

المطلب الأول: مفهوم التدفقات النقدية

تعتمد دراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية على التدفقات النقدية باعتبارها من العناصر المهمة لهذه الدراسة، ويتم في هذا المطلب التعرف على التدفقات النقدية للمشروع الاستثمارية من خلال التطرق الى تعريفها وأنواعها فيما يلي:

أولاً: تعريف التدفقات النقدية

تتمثل التدفقات النقدية لأي مشروع في مقدار التدفق النقدي الإضافي الذي ينتج عن تنفيذ المشروع، فالهدف من كل مشروع هو الحصول على الإيرادات عبر فترات زمنية مختلفة بعد حدوث تدفقات متمثلة في التكاليف كما تعتبر أساس قياس ربحية المشروع الاستثماري وتمثل حركة النقود من وإلى المشروع.

ويمكن التفريق بين التدفقات النقدية الاجمالية وصافي التدفقات النقدية كما يلي:

فتعريف التدفقات النقدية الاجمالية هو الفرق بين الإيرادات السنوية الناجمة عن بيع المنتجات المصنعة بفضل المشروع الاستثماري والتكاليف التي أنفقت في عملية الصنع لهذه المنتجات، اما صافي التدفقات النقدية فهو الفرق بين إيرادات المحصل عليها من خلال بيع منتوجات المشروع والتكاليف التشغيلية لذلك بالأخذ بعين الاعتبار الضرائب والاستهلاكات¹.

كما يمكن تعريف التدفق النقدي من وجهة نظر المشروع والمساهمين فيه كما يلي²:

● فمن وجهة نظر المساهمين:

هي عبارة عن كل التدفقات النقدية سواءاً كان مصدرها القروض او المساهمات ويتم اعدادها بهدف حساب العائد عليها.

● اما من وجهة نظر المشروع:

هي عبارة عن التدفقات النقدية الداخلة من المساهمين والخارجة منهم فقط، ويتم استبعاد القروض المعاملة كتدفقات نقدية داخلة والاقساط والفوائد المترتبة كتدفقات نقدية خارجة حتى يمكن حساب العائد على أموال المساهمين، فمثل التدفقات النقدية بيان تقديري للمتحصلات والمدفوعات النقدية المتوقعة في المستقبل والتي سوف تترتب على تنفيذ المشروع.

¹ بن مسعود نصر الدين، مرجع سابق، ص 45.

² العامري محمد، محاسبة التضخم بين النظرية والتطبيق، جامعة البصرة، العراق 2006، ص 151.

ثانيا: أنواع التدفقات النقدية:

تنقسم التدفقات النقدية الى قسمين رئيسيين: تدفقات نقدية داخلية وتدفقات نقدية خارجية وفيما يلي عرض لكل منهما:

أ - التدفقات النقدية الداخلة (الإيرادات)

تشمل التدفقات النقدية الداخلة على ما يلي:

- أقساط مخصصات اهتلاك الأصول الثابتة.
- الفائض القابل للتوزيع بعد تغطية كافة الأعباء بما فيها الضرائب.
- ثمن بيع الأصول الثابتة عند انتهاء العمر الافتراضي وتقدير التدفقات الداخلة يتطلب اعداد قوائم الدخل التقديرية لعدد من السنوات المقبلة بدءا من السنة الأولى للتشغيل للتعرف على مخصصات الاهتلاك والفائض القابل للتوزيع، بالإضافة الى توفير بيانات عن السعر المتوقع للأصول الثابتة عند انتهاء العمر الافتراضي لها¹.

وتنقسم التدفقات النقدية الداخلة للمشروع الى:

1) إيرادات المبيعات:

والمتمثلة في حاصل ضرب سعر الوحدة المباعة من السلعة او الخدمة في اجمالي الكمية المباعة، ويتم الحصول على تلك البيانات عبر العمر الافتراضي للمشروع من نتائج الدراسة التسويقية، أي ان قيمة المبيعات تساوي حجم الطلب المتوقع مضروبا في سعر السلعة او الخدمة، وقد يحدث ان يقل رقم المبيعات المتوقعة عن الأرقام التي وردت في الدراسة التسويقية، وهذا بسبب تشغيل المشروع بمعدل اقل من المعدل المطلوب في السوق، او لاعتبارات فنية أخرى².

2) القيمة البيعية المتبقية للمشروع على العمر الافتراضي:

لكل مشروع عمر افتراضي يتحدد بناء على العديد من الاعتبارات والعوامل أهمها معدلات اهتلاك الأصول، حيث ان ما يتبقى فعليا من المشروع يطلق عليه اصطلاحا القيمة المتبقية للمشروع ويتم بيعه بقيمة خردة بحيث تمثل هذه القيمة إيرادات تحسب قيمتها ضمن التدفقات النقدية الداخلة³ في السنة الأخيرة من العمر الافتراضي للمشروع. وهناك العديد من المعايير والاسس التي يجب أخذها في الحسبان عند تحديد العمر الافتراضي للمشروع أهمها:

- طريقة اهتلاك الأصول محاسبيا: حيث توجد علاقة عكسية بين العمر الافتراضي للمشروع، ومعدلات اهتلاك أصوله.

¹ مهري عبد المالك، مرجع سابق، ص 53.

² نفس الصفحة. نفس المرجع السابق

³ أمين السيد أحمد لطفي، تقييم المشروعات باستخدام مونت كارلو المحاكاة، مرجع سابق، ص 32.

- التكنولوجيا المستخدمة ودرجة جودتها: حيث ان مستوى التقنية المستخدمة يؤثر بالضرورة على العمر الافتراضي , حيث كلما ارتفع مستوى التكنولوجيا المستخدمة , ودرجة جودة صناعة الأصول كلما أدى ذلك الى زيادة العمر الافتراضي للمشروع والعكس صحيح.

- الاسترشاد بالمشاريع المثيلة: حيث يتم الاستعانة بالبيانات المتاحة عن هذه المشاريع للتقليل او الزيادة العمر الافتراضي للمشروع.

كما يجب التفرقة بين العمر الافتراضي والعمر الاقتصادي للمشروع وهو العمر الفعلي، فهذا الاخير عادة ما يزيد عن العمر الافتراضي الا انه لا يمنع ان يقل من الناحية النظرية لأسباب كثيرة، كما انه لا يخفى ان دراسة الجدوى في النهاية، لا تأخذ بعين الاعتبار الا العمر الافتراضي، باعتباره يأخذ في الحسبان كل العوامل السابقة.

3) قيمة رأس المال العامل في نهاية العمر الإنتاجي المتوقع: ويتضمن هذا البند قيمة المخزون المتبقي من المواد الخام ومستلزماته¹.

4) القروض: حيث يمثل هذا البند أحد الموارد الهامة التي تصب كتدفقات نقدية داخلية للمشروع، ويعتبر ضمن التدفقات الداخلة الهامة للمشروع وخاصة إذا كان المشروع يتجه الى الاعتماد على القروض بنسبة كبيرة في هيكله التمويلي².

5) الإعانات: حيث تعتبر الإعانات أحد التدفقات النقدية الداخلة لأي مشروع استثماري، اذ تقدم اعانات الإنتاج لبعض المشروعات في شكل مالي لأسباب عديدة وكحواجز على الدخول والاستمرار في أنشطة معينة³.

6) إيرادات أخرى: حيث من الممكن ان تباع بعض وحدات من السلعة المنتجة أثناء تجارب التشغيل او تباع بعض المعدات وغيرها وتعتبر حصيلتها في هذه الحالة ضمن التدفقات النقدية الداخلة⁴.

ب - التدفقات النقدية الخارجة (التكاليف):

تتكون التدفقات النقدية الخارجة من قسمين رئيسيين هما: التكاليف الاستثمارية والتي تضم كل ما ينفق من مصروفات قبل بدأ تشغيل المشروع والتكاليف التشغيلية التي تضم كل ما ينفق خلال العمر الافتراضي للمشروع بداية من السنة الأولى له، حيث يتم حساب هذه الأخيرة سنويا⁵.

¹ حمدي عبد العظيم، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، عالم الغد للدعاية والخدمات، مصر، الطبعة 2، 1999، ص 160.

² خليل محمد خليل عطية، مركز تطوير الدراسات العليا والبحوث، مصر، 2008، ص 76.

³ بن مسعود نصر الدين، مرجع سابق، ص 46.

⁴ حمدي عبد العظيم، مرجع سابق، ص 161.

⁵ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص 226.

أولاً: التكاليف الاستثمارية: وتشمل كل من الاستثمار المبدئي ورأس المال العامل وفيما يلي عرض موجز لكل منهما:

1. الاستثمار المبدئي (الأولي): حيث يتألف الاستثمار المبدئي من تكاليف التأسيس وتكاليف الانشاء، بالنسبة للتكاليف التأسيس فهي تشمل كل بنود الانفاق من لحظة التفكير في انشاء المشروع، حتى تتم اقامته باستثناء ما ينفق على عملية الانشاء، وتتضمن تكاليف التأسيس مجموعة من بنود التكاليف غير الملموسة فتشمل كل من تكاليف الرسوم والتراخيص وتكاليف دراسات الجدوى والاعتاب والخدمات الاستثمارية وتدريب العاملين¹.

اما بالنسبة للتكاليف الانشاء فمن بينها: تكاليف الحصول على الأرض وتجهيزها وبناء المرافق، تكاليف الحصول على الآلات، والمعدات والتجهيزات المختلفة ونفقات نقلها، تكاليف الأثاث والمفروشات اللازمة لتجهيز المكاتب، والمباني المطلوبة للمشروع.

2. رأس مال العامل: ويتضمن كافة بنود الانفاق اللازمة لتكوين المخزون من مستلزمات الإنتاج على مختلف أنواعها وبالقدر الذي يتم من خلاله تشغيل المشروع خلال دورة الإنتاج والتسويق والتحصيل الأولي، بالإضافة الى وجود احتياطي لرأس المال العامل و هو عبارة عن نقد اضافي لمقابلة اي مصروفات أخرى طارئة مثل دفع الأجور للعاملين، والتي يكون من الصعب تقديرها او مواجهة ارتفاع أسعار بعض الخدمات وغيرها، ويتوقف تقدير تكاليف رأس المال العامل المطلوب على عدد من البيانات أهمها:

- عدد الوحدات المطلوبة انتاجها يوميا/أسبوعيا/شهريا.
- مصروفات الإنتاج والبيع بالنسبة للوحدة.
- طول فترة الإنتاج والبيع والتحصيل.
- الائتمان التجاري والمصرفي الذي يمكن الحصول عليه لتمويل عملية الإنتاج والبيع.

ثانياً: تكاليف التشغيل:

تكاليف التشغيل هنا يقصد بها جميع الاصول التي تدخل في العملية الانتاجية خلال فترة معينة، وهي تتضمن ما يلي:

- تكاليف اليد العاملة او الموارد البشرية التي تشغلها المشروع، وتتمثل في كل من تكلفة الاستقطاب وتكلفة الاختبارات والتشغيل.
- تكاليف الاحتياجات من المواد الاولية ومستلزمات الانتاج وتكاليف الصيانة وقطع الغيار اللازمة، اضافة الى المنتجات الوسيطة.

¹ سعيد عبد العزيز عثمان، دراسات جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق، دار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2003، ص 207.

يمكن التمييز ايضا ضمن التكاليف السابقة بين التكاليف الفانية والمتغيرة، فالتكاليف الثابتة يطلق مصطلح تكاليف الفترة اي انها لا ترتبط بحجم النشاط وانما ترتبط بفترة زمنية معينة، كالمرتبات والاجور الشهرية، اما التكاليف المتغيرة فهي تتغير بتغير حجم النشاط كتكلفة الطاقة والعلاوات التي تقدم بناءا على كمية الانتاج¹ والجدول التالي يبين كل من التكاليف الاستثمارية وتكاليف التشغيل سابقة الذكر.

الجدول (1) التكاليف الاستثمارية وتكاليف التشغيل للمشروع الاستثماري.

البيان	القيمة
<p>1. التكاليف الاستثمارية:</p> <ul style="list-style-type: none"> - الاستثمار المبدئي: - مصاريف الحصول على الارض وتجهيئتها. - المباني الانتاجية والادارية والخدمات الاجتماعية. - الآلات والمعدات ووسائل النقل الداخلي. - الاثاث والمعدات المكتبية. - احتياطي الطوارئ المادي والمالي. - تكاليف دراسة الجدوى المبدئية والتفصيلية. - نفقات التجارب والدعاية والاعلان. - تكاليف تدريب العمال. - راس مال العامل: - المواد الخامة. - الاصول النقدية المحتفظ بها. <p>2. التكاليف التشغيل:</p> <ul style="list-style-type: none"> - تكاليف الصيانة وقطع الغيار. - تكاليف اليد العاملة. - قسط الاهتلاك السنوي. - قسط التأمين. 	

المصدر: عبد الحميد عبد المطلب، مرجع سابق، ص 242

و بناءا على بيانات الجدول السابق فانه بالامكان تلخيص التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري الداخلة منها و الخارجة في الجدول التالي:

¹ احمد سعيد بلمخرمة، اقتصاديات جدوى المشروعات الاستثمارية، دار الزهراء للنشر والتوزيع، المملكة السعودية، 2001، ص 47- 48.

الجدول (2) التدفقات النقدية الداخلة والخارجة للمشروع الاستثماري.

السنة الثانية	السنة الاولى	البيان/ السنوات
		I. التدفقات النقدية.
		أ - التكاليف الاستثمارية.
		1 - الاستثمار المبدئي.
		- قيمة الاراضي. - قيمة الآلات والمعدات. - قيمة الاصول الغير ملموسة. - اثاث ومفروشات. - مصاريف دراسات الجدوى.
		2 - راس المال العامل لدورة التشغيل الاولى.
		- المواد الخامة. - الاصول النقدية المحتفظ بها.
		ب - التكاليف الجارية السنوية
		- المواد الاولية وقطع الغيار. - مصروفات الصيانة والاجور. - مصروفات البيع والادارة. - اقساط وفوائد القروض، الضرائب.
		II. التدفقات النقدية الداخلة.
		- مبيعات (سلع وخدمات) - القروض الاستثمارية). - القيمة المتبقية للأصول وإيرادات اخرى.

المصدر: عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص 247.

هذا فيما يخص كل من مفهوم و انواع التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري ،اما عن كيفية حساب وتقدير صافي هذه التدفقات سيكون موضوعا للمطلب الموالي

المطلب الثاني: تقدير صافي التدفقات النقدية.

سيتم في هذا المطلب التطرق الى كل من مفهوم صافي التدفقات النقدية, كيفية حسابه قبل وبعد الضريبة بالإضافة الى كيفية اعداد جدول لهذه التدفقات.

اولا: مفهوم صافي التدفقات النقدية:

صافي التدفقات النقدية عبارة عن الفرق بين التدفقات النقدية الخارجة والتدفقات النقدية الداخلة، ويكون هذا الفرق اما موجبا او سالبا، فاذا كان موجبا فيجب التخطيط لاستثمار ذلك الفائض اما إذا كان سالبا فمن الضروري البحث مقدما عن مصادر لتمويل ذلك العجز حتى لا يتعرض المشروع لمخاطر العسر المالي¹.

صافي التدفقات النقدية للمشروعات المقترحة محل الدراسة هو الفرق بين المدخلات والمخرجات النقدية للمشروع المقترح، سواءا خلال فترة الانشاء والتجهيز خلال فترة العمر المتوقع².

حلى اساس انه بعد تحديد كل من التكاليف الاستثمارية وتكاليف التشغيل السنوية تضفي الخطوة الموالية لمعرفة جدوى المشروع قبل خصم الضرائب وبعدها وهذا خلال مقابلة تكاليف التشغيل السنوية بالإيرادات المتوقعة لنفس الفترة لاستخراج الصافي قبل خصم الضرائب، ثم بعد ذلك يتم قياس تأثير العبء الضريبي على ربحية المشروع وما إذا كان هناك جدوى من اقامة هذا المشروع في ظل هذا العبء من عدمه.

ثانيا: تقدير صافي التدفقات النقدية.

يتم الحصول على تقدير لصافي التدفقات النقدية للمشروع من خلال جدول التدفقات والذي يحول كل الإيرادات المتوقعة الى تدفقات نقدية داخلية، وكل التكاليف المتوقعة الى تدفقات نقدية خارجة، ويستخرج صافي التدفقات النقدية بمقابلة التدفقات النقدية الداخلة بالتدفقات النقدية الخارجة على ان يراعي عدة اعتبارات لعل من أهمها³:

القيمة المتبقية للمشروع والتي سبق الإشارة إليها، حيث يتم ترصيداها في اخر سنة من سنوات العمر الافتراضي، للمشروع واخضاعها للضريبة في هذه السنة شأنها شأن بقية بنود الإيرادات المتوقعة.

تعتبر قيمة القروض الممنوحة من البنوك او أحد الدائنين من التدفقات النقدية الداخلة، اما قيمة الاقساط والخدمات التي تسدد وفاء لقيمة القرض فهي تدفقات نقدية خارجة.

عدم اعتبار الاهتلاك من بنود التدفقات الخارجة باعتباره بندا محاسبيا فقط، ويستخدم الاهتلاك عند

حساب قيمة الضرائب المستحقة على المشروع طالما ان قوانين الضرائب تسمح باعتباره من التكاليف واجبة

¹ محمد فريد الحصن، مصطفى ابو بكر، بحوث العمليات، مدخل تطبيقي لفاعلية القرارات التسويقية، الدار الجامعية، مصر 2000، ص 210.

² سعيد عبد العزيز عثمان، مرجع سابق، ص 225.

³ عبد الحميد عبد المطلب، مرجع سابق، ص 242-243.

الخصم تشجيعا وتحفيزا للمستثمرين، لذلك يتم اضافته في نهاية الجدول للحصول على صافي التدفقات النقدية.

مراعاة عدم وضع قيمة الضرائب خلال السنوات الاولى المعفاة من الضريبة بموجب القوانين المشجعة للاستثمار، وفيما يلي جدول التدفقات النقدية الصافية.

الجدول (3) تقدير التدفقات النقدية الصافية للمشروع الاستثماري

السنوات					عناصر التحليل
N	...	3	2	1	
					1) التدفقات النقدية الداخلة. - الدخل من المبيعات (ايرادات المشروع). - القيمة المتبقية للأصول في نهاية المدة. - الإعانات (حسب السنوات). - ايرادات نقدية (حسب السنوات)
					اجمالي التدفقات النقدية الداخلة.
					2) التدفقات النقدية الخارجة: - الاستثمارات المبدئية (تكاليف استثمارية). - تكاليف التشغيل السنوية. - التكاليف الثابتة والتكاليف المتغيرة. - مصاريف اخرى نقدية. - قسط الامتلاك.
					اجمالي التدفقات الخارجية.
					3) صافي التدفقات قبل الضرائب. (-) الضريبة.
					4) صافي التدفقات بعد الضرائب.
					(+) قسط الامتلاك.
					5) التدفق النقدي السنوي الصافي.

المصدر: اويس عطوة الزنط، اسس تقييم المشروعات، المكتبة الاكاديمية للنشر والتوزيع، مصر، 1992، ص 269.

يلخص هذا الجدول الطريقة التي يتم من خلالها حساب التدفق النقدي السنوي الصافي بعد طرح الضريبة من صافي التدفقات قبل الضريبة، واطافة قسط الاهتلاك السنوي.

المطلب الثالث: مشاكل وصعوبات قياس التدفقات النقدية.

تكتسي عملية حساب التدفقات النقدية الداخلة والخارجة جملة من المشاكل والصعوبات، والتي تختلف من مشروع لآخر، ويمكن ايجاز اهم هذه المشاكل والصعوبات فيما يلي:

1 -الاهتلاك المحاسبي وحساب التدفق النقدي الخارج (التكاليف):

من المتعارف عليه محاسبيا، انه عند قيام مؤسسة بشراء أصل من الاصول الثابتة يسجل ثمن الشراء كتدفق نقدي خارج، بالإضافة الى توزيع عبء هذا التدفق سنوات العمر الافتراضي لهذا الاصل، غير ان هذا الاخير وان كان يسجل في الدفاتر باعتباره تكلفة تحمل على الايراد، فانه في واقع الامر لا يمثل اي تدفق نقدي فعلي خارج من المؤسسة فهو مجرد قيد محاسبي ولا يؤخذ الاهتلاك المحاسبي، إلا فيما يتعلق بحساب الضريبة.

وفيما يلي توضيح للعلاقات المختلفة في حساب الاهتلاك¹:

القيمة المتبقية للأصل = قيمة الاصل - مجموع الاهتلاكات.

2 -أثر ضريبة الدخل على التدفقات النقدية:

يتم حساب صافي التدفق النقدي السنوي لأي مشروع كما يلي²:

صافي التدفقات النقدية = التدفقات النقدية الداخلة - التدفقات النقدية الخارجة.

حيث تجدر الاشارة الى ان التكاليف لا تشمل فقط على تكاليف التشغيل النقدية للمشروع (مواد اولية، اجور... الخ) وانما تشمل ايضا الضريبة على الارباح التجارية والصناعية التي تدفعها المؤسسة، وهذه الاخيرة تحسب على صافي الربح بالمفهوم المحاسبي والذي يحسب بالعلاقة:

صافي الربح المحاسبي = الايراد السنوي - تكاليف التشغيل النقدية - قسط الاهتلاك السنوي.

فقوانين الضرائب لا تسمح بحصم كل التكاليف الاصول الثابتة من الايرادات في السنة التي تم فيها شراء الاصل الثابت، وانما توزع تكلفة الاصل المعني على سنوات عمره الافتراضي، حيث يخصم قسط الاهتلاك السنوي من الايرادات للوصول الى الربح المحاسبي الخاضع للضريبة، وبالتالي تخفيض مقدار الضريبة التي تدفعها المؤسسة.

¹ سعيد طه علام، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات - دار طبية للنشر و التوزيع و التجهيزات العلمية - مصر، 2003 ، ص 84.

² حنفي زكي ، دراسة الجدوى للمشروعات الاستثمارية، دار البيان، مصر 1997 - ص 85.

3. القيمة البيعية في نهاية المدة (القيمة المتبقية للأصل):

في اغلب الاحيان يكون للأصول المكونة للمشروع الاستثماري قيمة بيعية في نهاية عمره الافتراضي، ولتحديد أثر القيمة البيعية على التدفقات النقدية للمشروع المقدم للدراسة فان يجب التمييز بين الحالتين التاليتين:

- عند نهاية العمر الافتراضي للمشروع، تعتبر القيمة البيعية تدفقا نقديا داخلا للمؤسسة، لذلك فهي تضاف الى الايرادات المقدرة للنشاط في السنة الاخيرة من عمره، وعند حساب الضريبة على الدخل لهذا المشروع، لان القيمة البيعية للنفاية هي استراد لجزء من راس المال المستثمر في الاصول¹.
- في بعض الاحيان قد يترتب على اقامة مشروع جديد الاستغناء على بعض عناصر الاصول القائمة حاليا في المؤسسة، وبالتالي فان صافي القيمة البيعية يؤثر على التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري، خاصة في حالة مشروعات الاحلال والتجديد.

4. تكلفة الفرصة الضائعة للأصول المملوكة للمؤسسة:

يرى البعض انه بغرض تقييم المشروع الاستثماري يجب استخدام التحليل التفاضلي للإيرادات والتكاليف بمعنى ان إيرادات المشروع تتمثل في مقدار الزيادة في الإيرادات الكلية للمؤسسة الناتجة عن تنفيذ هذا المشروع الاستثماري، ولهذا فانه عند القيام بتقييم مشروع ما، فان التكاليف لا تقتصر على مقدار التدفقات النقدية المترتبة على تنفيذ فحسب، وانما تشمل ايضا مقدار التدفقات النقدية التي حرمت المؤسسة من الحصول عليها نتيجة هذا المشروع².

5. التضخم:

يقصد بالتضخم انخفاض القيمة الشرائية لنقود نتيجة الارتفاع المستمر للأسعار في السوق والتضخم يرتبط بعدة ظواهر اقتصادية كظاهرة عدم توفر العملات الصعبة كمقابل لعملية الاصدار النقدي، وارتفاع سعر الاقتراض والنقص في السيولة المالية للمشروعات، وللحصول على التدفقات الحقيقية للمشروع تطبق العلاقة التالية³:

$$\text{التدفقات النقدية الحقيقية} = \text{التدفقات النقدية الاسمية} / \text{المستوى العام للاسعار.}$$

¹ سعد طه علام، مرجع سابق، ص 85.

² حنفي زكي، مرجع سابق، ص 87.

³ احمد ماهر، اقتصاديات الادارة، دراسات الجدوى والخصخصة الانتاجية، مركز الدالتا للطباعة، مصر، ص 15.

6. مشاكل وصعوبات اخرى:

يمكن كذلك تعرض صاحب المشروع الى مشاكل وصعوبات اخرى متعلقة بحساب صافي التدفقات النقدية والمتمثلة فيما يلي¹:

توفر المعلومات: ان الحصول على المعلومات تعتبر من المشاكل الاساسية التي تواجه صاحب المشروع فإما ان تكون غير متوفرة واما انها تكون متوفرة ويصعب الحصول عليها لأنها معلومات سرية، كذلك مدى تعلق هذه المعلومات بالموضوع فهناك بعض المعلومات قد تتوفر بصفة عامة ولكن لا تتناسب مع الغرض، كذلك درجة صحة وكفاية هذه المعلومات فيمكن الحصول على معلومات غير كافية.

وعلى اساس ذلك فان المعلومات تعتبر كأساس لتقدير وحساب صافي التدفقات النقدية وتقييم المشروع الاستثماري.

- مشكلة عدم التأكد:

في ظل العولمة والتطورات والتحويلات لأليات السوق تزداد مشاكل التعامل مع المتغيرات الداخلة في الاقتصاد الوطني والتغيرات على الاقتصاد العالمي، مما يزيد من مخاطر عدم التأكد من المتغيرات الداخلة والمتعلقة بحساب صافي التدفقات النقدية، وذلك خلال العمر الافتراضي للمشروع، مثلاً التطورات التي قد تحدث في السوق فيما يخص اسعار الطلب، الوسائل الحديثة المتعلقة بالإنتاج التي ينتظر اختراعها، رد الفعل الذي ينتظر من المنافسين وكلها ظروف تتميز بعدم التأكد، وبهذا نجد صعوبة في تقدير وحساب صافي التدفق النقدي للمشروع الاستثماري.

¹ بن مسعود نصر الدين، مرجع سابق ص 51.

المبحث الثاني: تقييم المشاريع الاستثمارية

نتناول في هذا المبحث المعايير المختلفة لتقييم المشروعات الاستثمارية وذلك بافتراض سريان ظروف التأكد والتي على أساسها يتم المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية واتخاذ القرار الاستثماري يبدأ تنفيذ المشروع في حالة ثبوت جدواه.

المطلب الأول: معايير تقييم المشروعات في ظروف التأكد.

تعتبر ظروف التأكد التام تلك الظروف التي تسمح بأن تكون معلومات النتائج كاملة ومحددة بدقة حيث لكل بديل أو أي تصرف نتيجة واحدة واحتمال واحد صحيح¹.

أولاً: معايير التقييم غير المخصصة: ويقصد بها تلك المعايير التقليدية المستعملة في التقييم أو تلك المعايير التي تأخذ الزمن بعين الاعتبار، أو المعايير غير المعدلة بالوقت وتنقسم إلى كل من فترة الاسترداد ومعدل العائد المحاسبي.

1. معيار فترة الاسترداد:

تعرف فترة الاسترداد على أنها عدد السنوات المطلوبة لاستعادة قيمة الاستثمار الأصلي، حيث أن فترة الاسترداد هي عدد السنوات التي يمكن للمؤسسة من خلالها تغطية استثمارها الأصلي وذلك من صافي التدفقات النقدية السنوية. أي هي تلك الفترة التي يستطيع فيها المشروع استرداد الأموال المستثمرة فيه أو الفترة التي عندما يتحقق التساوي بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، ويحدد عادة حد أقصى لفترة الاسترداد يسمى بفترة القطع، حيث تعطى الأفضلية للمشروع الذي يتميز بفترة استرداد أقل² والتي يعبر عنها رياضياً كالآتي:

$$\text{فترة الاسترداد} = \frac{\text{الكلفة الاستثمارية الأولية}}{\text{متوسط التدفقات النقدية السنوية}}$$

كما أن طريقة حساب فترة الاسترداد تختلف باختلاف طبيعة التدفقات النقدية، وعليه يمكن التمييز بين الحالتين التاليتين في حساب فترة الاسترداد:

1 حالة التدفقات النقدية المتساوية:

في هذه الحالة يتم حساب فترة الاسترداد وفقاً للعلاقة التالية:

فترة الاسترداد = الاستثمار المبدئي / صافي التدفقات النقدية.

2 حالة التدفقات النقدية غير المتساوية:

¹ أحمد محمد المصري، الإدارة الحديثة - مؤسسة شباب الجامعة للنشر - مصر، 2000، ص 256.

² سعد طه علام، مرجع سابق، ص 96.

في حالة عدم تساوي التدفقات النقدية السنوية الصافية يتم حساب فترة الاسترداد كما يلي¹:

$$\text{فترة الاسترداد} = \frac{\text{التدفقات النقدية المتراكمة} - \text{تكلفة الاستثمار المبدئي}}{\text{تكلفة الاستثمار المبدئي}}$$

*تقييم معيار فترة الاسترداد: لمعيار فترة الاسترداد مزايا وعيوب تتمثل أهمها فيما يلي²:

المزايا: وتتلخص أهم مزايا استخدام فترة الاسترداد فيما يلي:

يتميز هذا المعيار بالبساطة وسهولة الحساب ويعتبر الأكثر استخداما وشيوعا.

هذا المعيار مهم جدا ويحقق قدرا من الأمان بالنسبة للمشروعات التي تتأثر أعمالها بالتقلبات الاقتصادية والتكنولوجية والفنية السريعة والتي تحتاج إلى إحلال سريع، لذا نجد أنها تهتم بفترة الاسترداد والتي يفضل أن تكون قصيرة.

يعطي هذا المعيار مؤشرا مبدئيا وسريعا عما إذا كان المشروع مقبولا أم لا.

العيوب: بالإضافة إلى المزايا السابقة الذكر، فإن لهذا المعيار أيضا عيوب أهمها:

أنه يتجاهل القيمة الزمنية للنقود، وذلك لأن قيمة النقود تختلف من سنة لأخرى، وذلك لتعرضها لعدة تأثيرات أهمها التضخم.

يتجاهل هذا المعيار القيمة المتبقية للمشروع في نهاية عمره الافتراضي.

أنه يستعمل لقياس المدة الزمنية اللازمة للاسترداد الاموال المستثمرة وليس لحساب الربحية، وهذا معارض

لأهداف المشاريع الخاصة والمتمثلة في تحقيق أقصى الأرباح.

1. معيار معدل العائد المحاسبي:

يعتمد هذا المعيار على مفهوم الربح المحاسبي والنتائج عن مقابلة الإيرادات المتوقعة لكل سنة من سنوات العمر

الافتراضي للمشروع بالتكاليف المتوقعة للحصول على هذا الإيراد وبسط العلاقة المئوية إلى هذا المعدل تتمثل في

صافي الربح السنوي المتوقع، أما مقامها فقد يكون:

إجمالي المال المستثمر.

رأس مال المملوك فقط.

مقدار الأموال المقترضة دون رأس مال المملوك.

ولكل معدل من هذه المعدلات المدلول الخاص به والذي يجب مقارنته سنويا لتحديد اتجاه المعدل ودراسته نتائج

هذه المقارنة³.

وهناك عدة طرق لحساب معدل العائد المحاسبي أهمها:

معدل العائد المحاسبي: متوسط الربح السنوي الصافي/التكلفة الاستثمارية $\times 100$.

¹ جلال الملاح، تخطيط وتقييم المشروعات الزراعية - دار المريخ للنشر، المملكة السعودية 1991 ص 116.

² كاظم جاسم العيساوي، مرجع سابق ص 120.

³ نعيم نمر داود - مرجع سابق - ص 147.

تقييم طريقة معدل العائد المحاسبي: يكتسي هذا المعيار مزايا وعيوب عدة أهمها:¹

المزايا: يمكن تلخيص أهم المزايا التي يتمتع بها معيار معدل العائد المحاسبي في:

- يعطي مؤشرا مبدئيا وسريعا عن ربحية الاستثمار.
- يأخذ بعين الاعتبار القيمة المتبقية من المشروع.
- يحدد قيمة العائد الاقتصادي المتوقع تحقيقه من المشروع
- يعتبر أحد الوسائل الرقابية الذاتية عند تنفيذ المشروعات، وذلك بمقارنته مع معدل تكلفة رأس المال مثلا.
- سهولة هذا المعيار في الفهم والتطبيق بالإضافة إلى توفر البيانات التي يبني عليها.

العيوب: لهذا المعيار مآخذ عدة من بينها:

- لا يعالج هذا المعيار حالة عدم التأكد وأثرها على الفرص الاستثمارية.
- تجاهل المعدل المحاسبي للقيمة الزمنية للنقود وكذلك تجاهل فرضية إعادة الاستثمار المحقق من المشروع في عمليات استثمارية أخرى.
- لا يصلح هذا المعيار لتقييم المشاريع الجديدة لأنه يبني عن صافي الربح المحاسبي وليس صافي التدفقات النقدية.

ثانيا: معايير التقييم المخصصة: تسمح هذه الطرق بالأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود وتنقسم إلى:

1 معيار القيمة الحالية الصافية:

هذا المعيار يركز على خصم التدفقات النقدية، أي حساب القيمة الحالية الصافية للتدفقات السنوية السالبة والموجبة ثم إيجاد الكمية المتراكمة لهذه القيم، ويقصد بالكمية المتراكمة للتدفقات النقدية الحالية الصافية القيمة المخصصة لاستحقاقات التدفقات الموجبة والسالبة، وهذا المعيار يستخدم للمفاضلة بين المشاريع، حيث يفضل المشروع الذي يحقق أكبر قيمة حالية صافية، أما إذا كان مشروع واحد فقط فيرفض إذا حقق قيمة حالية سالبة أو تساوي الصفر، في حين أنه إذا كانت قيمته الحالية موجبة فيقبل هذا المشروع مبدئيا، وتحديد قبول المشروع عند نسبة الدخل الصافي إلى الاستثمارات الكلية² وتتضمن عملية حساب القيمة الحالية الصافية الخطوات التالية:³

- تحديد القيمة الحالية للتكاليف الاستثمارية (التدفقات الخارجة).
 - تحديد القيمة الحالية للإيرادات الاستثمارية (التدفقات الداخلة).
 - تحديد القيمة الحالية الصافية (القيمة الحالية للإيرادات - القيمة الحالية للتكاليف).
- ويتم التمييز ضمن هذا المعيار أيضا بين حالتين أساسيتين للتدفقات النقدية وهما:

¹ كاظم جاسم العيسوي - مرجع سابق - ص 127.

² عبد الرسول عبد الرزاق الموسوي، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات - دار النشر و التوزيع، الاردن، 2004 ص 134-135 .

³ سعد طه علام - مرجع سابق ص 99-100.

أ - حالة التدفقات النقدية المتساوية:¹

حيث نحسب صافي القيمة الحالية كالتالي:

$$VAN = CO + CFi \times t \frac{(1+i)^n}{i}$$

CFi = التدفق النقدي السنوي، n = العمر الإنتاجي للمشروع، i = معدل الخصم، CO = تكلفة الإنتاج الأجنبي

ب - حالة التدفقات النقدية غير المتساوية:

وهنا نحسب صافي القيمة الحالية وفقا للصيغة التالية:

$$VAN = \sum_{t=0}^n \frac{CIt}{(1+k)^t} - CO$$

CIt = التدفق النقدي المحصول عليه السنة t .

n = العمر الإنتاجي للمشروع، k = معدل الخصم.

CO = تكلفة الاستثمار المبدئي.

*تقييم معيار القيمة الحالية الصافية: يكتسي معيار صافي القيمة الحالية مزايا وعيوب عدة أبرزها:²

المزايا:

لمعيار صافي القيمة الحالية عدة مزايا أهمها:

تعتبر من أفضل الطرق المستخدمة في تقييم المشاريع لأنها تراعي عامل الوقت.

تساعد هذه الطريقة على قياس فعالية المشروع الاستثماري.

تأخذ بعين الاعتبار تكلفة الأموال المستثمرة، وكل التدفقات النقدية طول العمر الافتراضي للمشروع.

تعطي مؤشرا موضوعيا واضحا يمكن أن يستخدم لاتخاذ القرار الاستثماري.

توضح إمكانية قيام المشروع بتحقيق معدل العائد المطلوب للمستثمرين.

العيوب:

بالإضافة إلى المزايا السابقة الذكر، فإن لهذا المعيار أيضا عيوب أهمها:

لا تعالج هذه الطريقة مشكلة عدم التأكد.

صافي القيمة الحالية لا يسمح بمقارنة المشاريع ذات الأعمار المختلفة.

صعوبة اختيار سعر خصم مناسب لأنه يمثل سعر أو تكلفة الأموال، وهو يخضع لتوقعات متباينة بحيث

لا يوجد اتفاق مشترك أو موحد لكيفية حسابه.

يعبر هذا المعيار عن العائد الاقتصادي ويهمل العائد الاجتماعي المتوقع.

¹ يحيى عبد الغاني أبو الفتوح - دراسات جدوى المشروعات - دار الجامعة الجديدة للنشر - مصر 2003 ص 223

² محمد عبد الفتاح العيشاوي - دراسات جدوى المشروعات الاستثمارية مع نماذج عملية، كلية التجارة مصر 2007، ص 83

بـ معيار دليل الربحية:

وهو نسبة القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة إلى التدفقات النقدية الخارجة، حيث أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة تحسب بنفس طريقة صافي القيمة الحالية، سواء كانت هذه التدفقات النقدية الداخلة تحسب بنفس طريقة صافي القيمة الحالية، سواء كانت هذه التدفقات متساوية أو غير متساوية ويقبل المشروع فقط إذا كان الناتج أكبر من الواحد الصحيح.¹

تقييم معيار دليل (مؤشر) الربحية: يوجد لهذا المعيار العديد من المزايا والعيوب والتي من أهمها:²

المزايا: من أبرز مزايا دليل الربحية ما يلي:

نستخدم هذه الطريقة كأسلوب مكمل لطريقة صافي القيمة الحالية وذلك بغرض ترتيب المشاريع التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة والأموال المستثمرة فيها غير متساوية أو مختلفة الأعمار.

العيوب: من أهم ما يؤخذ على معيار معدل العائد الداخلي من العيوب ما يلي:

من الصعب الاعتماد على هذا الأسلوب في حالات استثمارات التجديد.

صعوبة العمل بهذا المعيار عند المقارنة بين مشروعين أو أكثر خاصة إذا أعطى معيار صافي القيمة الحالية

ترتيب معاكس لترتيب معدل العائد الداخلي.

المطلب الثاني: معايير التقييم في ظروف عدم التأكد:

نواجه هنا البعد عن ظروف التأكد وعدم وجود احتمالات موضوعية محددة ومصاحبة للظروف السائدة

والمتوقع أن تسود تجلنا في دائرة عدم التأكد، وهناك مجموعة من الأساليب التي تمكن من تقييم المشروعات

الاستثمارية والمفاضلة بينهما في ظل هذه الظروف، أهمها تحليل نقطة التعادل، أسلوب تحليل الحساسية ومعايير

نظرية القرار.³

1 - أسلوب تحليل الحساسية:

هذا الأسلوب من الأساليب الأساسية التي يمكن توظيفها للتقويم وبالتالي الاختيار بين البدائل المتاحة كمشروعات

استثمارية بديلة في ظروف عدم التأكد كما وأنه يفيد بشكل أساسي في مجال اتخاذ القرارات بصفة عامة، و

ذلك يأخذ الأثر المتوقع للتغيير في أحد أو بعض المتغيرات في المشروع في اتجاه واحد أو في اتجاهات مختلفة،

ويهدف تحليل الحساسية إلى تحديد درجة تأثر صافي التدفقات النقدية للمشروع ومن ثم ربحية المشروع بالتغيرات

غير مواتية في بعض المتغيرات الأساسية مثل معدل الخصم أو أسعار المخرجات... إلخ وكلما كانت درجة

حساسية الربحية لتغير في أي متغير من المتغيرات الأساسية منخفضة كانت درجة تأكد التوقعات مرتفعة، وكان

احتمال نجاح المشروع أعلى والعكس صحيح أيضاً، وهكذا فإن تحليل الحساسية يقيس كيفية التغير في كفاءة

¹ مهري عبد المالك- مرجع سابق -ص 85

² عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق ص 300

³ سليمان محمد مرجان- بحوث العمليات الجامعية المفتوحة -ليبيا-2002-ص 11

المشروع عند افتراض التغير في واحد أو أكثر من المتغيرات الأساسية للمشروع، وفي تحليل الحساسية نستخدم بدائل أكثر تشاؤماً من التقديرات العادية تحت ظروف الأكيدة¹، كأن يفترض مثلاً زيادة أسعار البيع أو انخفاضها أو تغير تكلفة الإنتاج الثابتة أو المتغيرة مثلاً نسبة معينة 10% أو زيادة أو إنخفاض الإستثمارات المطلوبة للمشروع بنسبة معينة أو التغير في حجم المبيعات بالزيادة أو النقصان، ويحسب أثر تلك المتغيرات على نتائج تقييم المشروع، ويعتبر هذا التحليل مفيداً وبالذات في المراحل الأولى من إعداد المشروع لبيان أي المتغيرات تتطلب عناية خاصة أثناء تقديرها و إذا ما أظهرت نتائج التقييم حساسية كبيرة لأحد هذه المتغيرات الأساسية على نتائج الأعمال فلا بد من إعادة النظر في بعض النواحي الفنية أو المالية للمشروع بهدف تقليل المخاطرة ومحاولة تأمين المشروع.

ويمكن قياس درجة الحساسية باستخدام مقياس المرونة لأعتبارات المقارنة بين المشروعات المختلفة ويتمثل مقياس المرونة فيما يلي:²

مرونة الربحية = التغير النسبي في أحد معايير الربحية / التغير النسبي في أحد المتغيرات الأساسية للمشروع.

لأسلوب تحليل الحساسية: عدة مزايا وكما أنه تعرض للعديد من الانتقادات:³

المزايا: لهذا الأسلوب عدة مزايا أهمها:

يعتبر تحليل الحساسية تحليلاً انتقادياً للعناصر والعوامل والمتغيرات التي تتحدد على أساسها النتائج المتوقع حدوثها.

يمكن استخدام تحليل الحساسية من تقييم درجة المخاطرة التي تحيط بالمشاريع الاستثمارية. يظهر تحليل الحساسية أي المشروعات الأكثر حساسية وتأثراً بالظروف المفترضة وبالتالي يمكن أن يجذر متخذ القرار من تلك المشروعات التي ترتفع فيها درجة الخطر بصفة خاصة عن غيرها.

الانتقادات: على الرغم من مزايا وفوائد استخدام تحليل الحساسية إلا أن هناك عديد من الانتقادات يمكن

ذكرها على النحو التالي:

يتجاهل تحليل الحساسية الارتباط الزمني بين التدفقات النقدية.

يقتصر تحليل الحساسية على تحليل تبعات تغير النتائج والمخرجات نتيجة لتغير في المحلات.

من الواضح أن تحليل الحساسية في حد ذاته لا ينجم عنه أية قواعد محدودة لترتيب المشروعات والمفاضلة بينهما بقدر ما يعبر عن وسيلة مبسطة لدراسة أثار تغيرات قيم عناصر المشروع على معدل العائد الداخلي أو صافي القيمة الحالية للمشروع.

¹ قاسم ناجي حمدي- أسس اعداد دراسات الجدوى تقييم المشروعات- مدخل تطبيقي ونظري، دار المناهج للنشر والتوزيع، الاردن 2008، ص 210-211 .

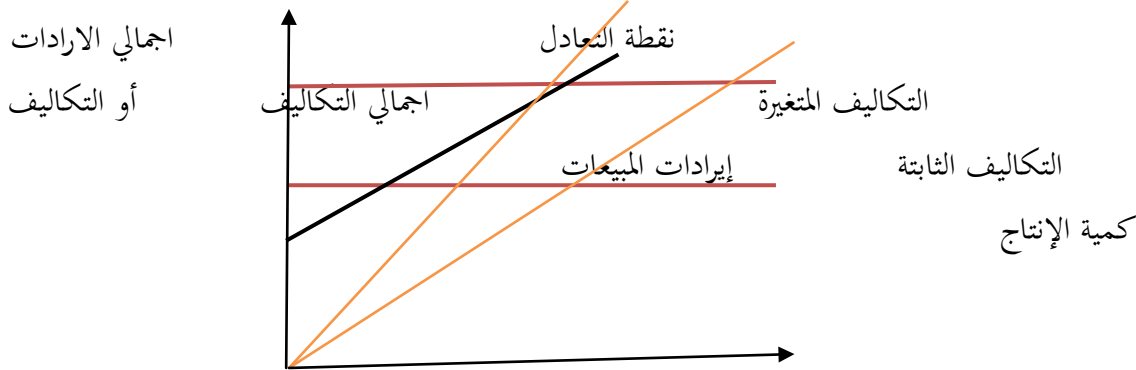
² قاسم ناجي حمدي ، مرجع سابق، ص 212.

³ أمين السيد أحمد لطفي ، تقييم المشروعات باستخدام مونت كارلو للمحاكاة -مرجع سابق ص 66-68.

2 - تحليل نقطة التعادل:

تختص تحليلات نقطة التعادل بدراسة العلاقة بين الإيرادات و التكاليف و الأرباح عند مستويات مرتفعة من الإنتاج أو المبيعات، إن فكرة نقطة التعادل تعني تحديد أدنى مستوى إنتاجي أو أدنى مستوى مبيعات التي يمكن أن يصله المشروع دون تعريض بقائه المالي للخطر، أو مستوى التشغيل الذي لا يحقق فيها المشروع أرباحاً أو خسائر، ويمكن تغيير نقطة التعادل على أساس حجم الإنتاج في حالة كون إنتاج المشروع على سلعة واحدة أو كنسبة مئوية من الطاقة الإنتاجية المستخدمة أو مقدار عوائد المبيعات، كلما انخفضت نقطة التعادل كلما ارتفعت فرص المشروع في تحقيق الأرباح وتقلص احتمال تحقيق الخسائر إن الفرق بين حد الاستخدام المتوقع لطاقة المشروع الكلية وبين نقطة التعادل يمثل منطقة الأمان التي يتمتع بها المشروع، ويفضل اعتماد سرعة عادية من سنوات التشغيل لغرض احتساب نقطة التعادل،¹ وهكذا يمكن تمثيل نقطة التعادل بيانياً في الرسم أدناه، حيث يتضح أن المنطقة الواقعة على يمين نقطة التعادل تعتبر منطقة الأرباح أو الأمان، أما المنطقة الواقعة على يسار نقطة التعادل فتعتبر منطقة الخسارة.²

يراعي هذا المعيار التغيير في القيمة الزمنية للنقود.



الشكل رقم 07 : المنحنى البياني لتحليل نقطة التعادل

العيوب: ومن أهمها ما يلي:

اعتماد غالباً على معدل خصم تقديري وبالتالي هناك احتمال لوجود الخطأ.
لما يعالج هذا المعيار مشكلة الخطر وعدم التأكد للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة.

3 - معيار معدل العائد الداخلي:

يعرف معدل العائد الداخلي بأنه سعر الخصم الذي تكون عند القيمة الحالية للمنافع الصافية الإضافية مساوية للصفر، وهو يمثل عائد رأس المال المستثمر في المشروع طيلة عمره أو حياته.
والفكرة الأساسية لهذا المعيار هي: إيجاد سعر الخصم الذي يكون عند القيمة الحالية للمنافع الصافية الإضافية مساوية للصفر و هو يمثل عائد رأس المال المستثمر في المشروع طيلة عمره والفكرة الأساسية لهذا المعيار هي إيجاد سعر الخصم الذي تتساوى عند القيمة الحالية لتكاليف الاستثمار مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة

¹ أحمد فريد مصطفى - دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية - مؤسسة شباب الجامعة، 2009، مصر، ص 67.

² نفس المرجع ص 71.

طيلة عمر المشروع فكلما زاد سعر الخصم قل صافي القيمة الحالية للمشروع والعكس صحيح¹ ويتم التمييز ضمن هذا المعيار بين حالتين أساسيتين تتمثلان في:

إذا كان معدل العائد أكبر من معدل الحصول على الأموال يقبل المشروع.

إذا كان معدل العائد أصغر من معدل الحصول على الأموال فيرفض المشروع ويحسب معدل العائد

الداخلي بالعلاقة التالية:

$$\sum_{i=0}^n [C_t (i + d)^t] = \sum_{t=1}^n \left[\frac{NRt}{(1 + d)^t} \right]$$

حيث:

C_t : التكاليف الاستثمارية، d : معدل العائد الداخلي، NR : التدفقات النقدية الصافية.

تقييم معدل العائد الداخلي: لهذا المعيار أيضا مزايا وعيوب تتمثل أهمها في:²

المزايا: يمكن تلخيص أهم ما يتمتع به هذا المعيار من مزايا فيما يلي:

يأخذ معيار معدل العائد الداخلي بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود.

يتميز هذا المعيار بالموضوعية بحيث أنه يعطي المعدل الذي يوضح كل المعلومات المتعلقة بالاقترح

الاستثماري.

يشير إلى ربحية الاقتراح وقوته الإرادية بطريقة واضحة.

يتيح إمكانية المتابعة ومقارنة التنفيذ الفعلي بالخطط المرسومة.

4 - شجرة القرار:

إن عدم التأكد يتطلب في كثير من الأحيان اتخاذ سلسلة متعاقبة من القرارات التي تتوقف على بعضها البعض، وليس مجرد قرار واحد وعندئذ تصبح المشكلة هي مشكلة اتخاذ القرار متعدد المراحل حيث ناتج أحد القرارات على القرارات التالية له، وفي مثل هذا النوع من المشاكل، فإن الأمر يحتاج إلى أداة أو وسيلة تعرض ناتج القرارات المتعددة بطريقة مبسطة ومنطقية، فيمكن المدير من فهم وتقييم البدائل المختلفة حتى يمكنه اختيار أفضل بديل استثماري، هذه الأداة تعرف باسم شجرة القرارات لأنها تشبه الشجرة، غير أنها تكون أفقية، أساسها هو نقطة القرار، أما فروعها فتمتد من نقطة الأحداث والقرار وكل حادثة تنتج تؤدي إلى نتيجتين أو أكثر، والتي قد يؤدي بعضها إلى أحداث أخرى ونتائج أخرى.³

وعلى ذلك يمكن تعريف شجرة القرار على أنها تمثيل تخطيطي أو بياني لعملية اتخاذ القرار.

¹ كاظم جاسم العيساوي - مرجع سابق ص 157.

² عبد الرسول عبد الرزاق الموسوي - مرجع سابق ص 143.

³ أحمد غنيم. قرارات انشاء المشروعات الجديدة نظريا وتطبيقيا - دار المستقبل للطباعة والنشر، الأردن 1999، ص 71

ولشجرة القرار أيضا مزايا وعيوب:¹

المزايا: بالنسبة لمزايا هذه الطريقة يمكن تلخيصها فيما يلي:

تناسب هذا المعيار مع المشاكل التي تحتاج قرارات متعاقبة.

تبين لنا تسلسل الأحداث التي تنتج عنها أرباح وخسائر.

تسهل لمتخذي القرار عملية معرفة نتائج الاستراتيجيات المطروحة ومحاضرها.

العيوب: تكتسي شجرة القرار كأداة مهمة تستعمل في عملية اتخاذ القرار القليل من العيوب أبرزها:

صعوبة الفهم والاستعمال خاصة في حالة المراحل المتعددة

المطلب الثالث: معايير التقييم في ظل المخاطرة:

لقد تطرقنا فيما سبق إلى معايير وأساليب التقييم في ظل التأكد وعدم التأكد وتجاهلنا عنصر المخاطرة ،

الذي يؤثر على التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري، فقد تتأثر التدفقات النقدية بأي تغير في الظروف الاقتصادية وهذا ما يتطلب الأخذ في الحسبان هذه التغيرات وغيرها مما ينتج عنه حدوث تباين وتشتت في تقدير التدفقات النقدية، ويتطلب ذلك معلومات اقتصادية وإحصائية خاصة بكل الظروف الاقتصادية المتكررة وتحديد احتمال تحقق كل الظروف المتوقعة مستقبلا، ونقوم في هذا الجزء بعرض مختلف معايير التقسيم في ظل المخاطرة .

1. القيمة المتوقعة لصافي التدفقات النقدية:

لكون الظروف تتسم بالمخاطرة، فهذا يعني أن صافي القيمة الحالية لا يظهر برقم واحد محدود، وإنما يختلف

هذا الرقم باختلاف الظروف مع وجود احتمالات محددة مصاحبة لكل ظرف من هذه الظروف²

ويمكن التعبير عن القيمة المتوقعة لصافي التدفقات النقدية بالعلاقة التالية:³

$$E(VAN) = \sum_{i=1}^N VAN_i P_i$$

حيث: $E(VAN)_I$ تمثل القيمة المتوقعة لصافي التدفقات النقدية.

VAN صافي التدفقات النقدية تحت كل الظروف.

P_i : احتمال الحدوث ، n : عدد الاحتمالات الممكنة.

وللتقييم والمفاضلة على أساس هذه الطريقة نجد حالتين:

الحالة الأولى: حالة وجود مشروع واحد، إذا كان:

$E(VAN) < 0$ فالمشروع مقبول.

¹ أحمد غنيم، مرجع سابق، ص 71 .

² نعيم نمر داود، مرجع سابق، ص 183.

³ محمد صالح الحناوي - مرجع سابق - ص 238.

$E(VAN) > 0$ فالمشروع مرفوض.

الحالة الثانية: حالة وجود أكثر من مشروع

في حالة تواجد أكثر من مشروع معروض على متخذ القرار، فإنه يختار المشروع الذي لديه أكبر قيمة متوقعة لصافي التدفقات النقدية VAN ويمكن حساب معدل القيمة المتوقعة لصافي التدفقات النقدية حيث يتم قسمة هذه الأخيرة على تكلفة الاستثمار $(\frac{EVAN}{i})$ ولكون معيار القيمة المتوقعة لصافي التدفقات النقدية قد يؤدي إلى الاختيار الخاطئ نتيجة عدم موضوعية التوزيعات الاحتمالية للمخاطرة، أو تشتتها و اختلاف نسب الاحتمالات المرتبطة بالظروف فيفضل الاسترشاد بمعيار الانحراف المعياري و خاصة إذا تساوت القيمة المتوقعة لصافي التدفقات النقدية.

2. الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف:

يتضمن هذا المعيار كما ورد في تسميته كل من المعيارين التاليين:

أ. الانحراف المعياري:

يعرف رياضيا بأنه الجذر التربيعي لمجموع انحرافات القيم عن وسطها الحسابي ¹ ويستخدم الانحراف المعياري في قياس المخاطرة، وهو يساعد على قياس درجة تشتت العائد المتوقع حدوثه عن القيمة المتوقعة له، ويعبر عنه بالعلاقة التالية:

$$b = \sqrt{\sum p_i (x_i - \bar{x})^2}$$

حيث: \bar{X} تمثل القيمة المتوقعة من كل ناتج أو كل تدفق محتمل.

P_i تمثل احتمال حدوث التدفق الخاص.

X_i هي قيمة التدفق المقابل ل P_i

كلما انخفض هذا الانحراف كان ذلك مستحسنًا للدلالة على انخفاض درجة المخاطرة والعكس صحيح.

وكلما سبق الإشارة إليه، يتم الاسترشاد بمعيار الانحراف المعياري في المقاضلة بين المشاريع الاستثمارية.

ب. معامل الاختلاف:

ويسمى المقياس النسبي للمخاطرة، ويساوي ناتج قسمة الانحراف المعياري على القيمة المتوقعة ²

ويتم التعبير عنه رياضيا كما يلي: معامل الاختلاف = الانحراف المعياري / القيمة المتوقعة.

وهذا المعيار يقيس كمية المخاطرة المتوقع حدوثها عن كل وحدة نقدية من العائد المتوقع، وفيها يفضل البديل

الذي يقل معامل اختلافه.

¹ أمين السيد أحمد لظفي -دراسة الجدوى المشروعات الاستثمارية. مرجع سابق. ص.343

² مفيدة مجايوي -تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الانسانية، العدد 3، جامعة محمد

خيضر بسكرة، أكتوبر 2002. ص.10

خلاصة الفصل:

من خلال ما تضمنه هذا الفصل، فإنه يمكن القول أن دراسة الجدوى هي مرآة عاكسة لجدوى المشروع الاستثماري، حيث تحول كل مكونات هذا المشروع إلى أرقام وبيانات رقمية مبنية على أسس علمية، كما تسمح النتائج المتحصل عليها من هذه الدراسة باتخاذ القرار النهائي لإقامة المشروع من عدمه، كما تمكن هذه الدراسة من الاختيار بين البدائل الاستثمارية المتاحة، وهذا من خلال تقدير تدفقاتها النقدية الداخلة والخارجة وما إذا كان صافي هذه التدفقات موجبا أم سالبا، وتسمح هذه الدراسة أيضا باختيار عدة معايير لتقييم الربحية التجارية لمشروع موضوع الدراسة، حيث تختلف هذه المعايير باختلاف زوايا تصنيفها وطرق حسابها سواء ما تعلق منها بحالة التأكد أو عدم التأكد أو المخاطرة.

الفصل الثالث

دراسة حالة في وكالة الوطنية لدعم تشغيل

الشباب ANSEJ - فرع البويرة-

تمهيد:

إن تنامي ظاهرة تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب نظرا لغياب مصادر التمويل المتاحة بالنسبة لأصحاب الأفكار الاستثمارية، والدعم المالي الكبير الممنوح عن طريق الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب، والمتمثل في قروض بدون فوائد لمختلف المشاريع الاستثمارية، وتخفيض نسب الفوائد المستحقة على القروض الممنوحة من طرف البنوك بالإضافة إلى مختلف الامتيازات الضريبية والجبائية، لذا ارتأينا إلى استكمال الشق التطبيقي من خلال هذا المبحث من خلال دراسة ميدانية قمنا بها في الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب-فرع البويرة-.

وعلى ضوء ما سبق سنقوم بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: نظرة عامة عن وكالة ANSEJ.

المبحث الثاني: نموذج عن دراسة جدوى مالية لمشروع استثماري ممول في إطار ANSEJ.

المبحث الأول: نظرة عامة عن وكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب -ANSEJ-

استحدثت الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب سنة 1996، وعرفت على أنها هيئة ذات طابع خاص، وضعت تحت سلطة رئيس الحكومة، يتولى الوزير المكلف بالتشغيل متابعة نشاطها، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستغلال المالي ولها فروع جهوية ومحلية.

وقبل الخوض في التفاصيل يجب عرض تقديم الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب.

المطلب الأول: تقديم الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب:

أنشأت وكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب -ANSEJ- بمقتضى قانون مؤرخ رقم 96/296 في 24 ربيع الثاني عام 1417 هـ الموافق لـ 8 سبتمبر 1996 والمعدل بالمرسوم التنفيذي رقم 98/231 المؤرخ في 19 ربيع الأول عام 1419 هـ الموافق لـ 13 يونيو 1998 م، طبقا لهذا المرسوم تنشأ هيئة ذات طابع خاص بما تعرف بالوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب ويمكن تعريفها كمايلي:

الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب هي مؤسسة عمومية ومكلفة بتشجيع وتدعيم ومرافقة الشباب البطال الذين لديهم فكرة مشروع إنشاء مؤسسة.

أولا: تقديم فرع الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب -فرع البويرة-

تم إنشاء الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب فرع البويرة في 01/03/1998 وبدأت مزاوله نشاطها في 01/04/1998 وهي مؤسسة عمومية مكلفة بتشجيع وتدعيم ومرافقة الشباب البطال الذين لديهم فكرة مشروع إنشاء مؤسسة.

حيث يستفيد صاحب المشروع من خلال مراحل إنشاء مؤسسته وتوسيعها ماييلي:

- مساعدة مجانية.

- امتيازات جبائية.

- إعانات مالية.

ثانيا: مهام وأهداف وكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب

● المهام: تضطلع الوكالة بالمهام الرئيسية الآتية:

- وضع كل المعلومات ذات الطابع الاقتصادي والتقني والتنظيمي لفائدة الشباب أصحاب المشاريع.

- مرافقة الشباب في إطار إنجاز مشاريعهم الاستثمارية.

- تدعيم وتقديم الاستشارة لشباب.

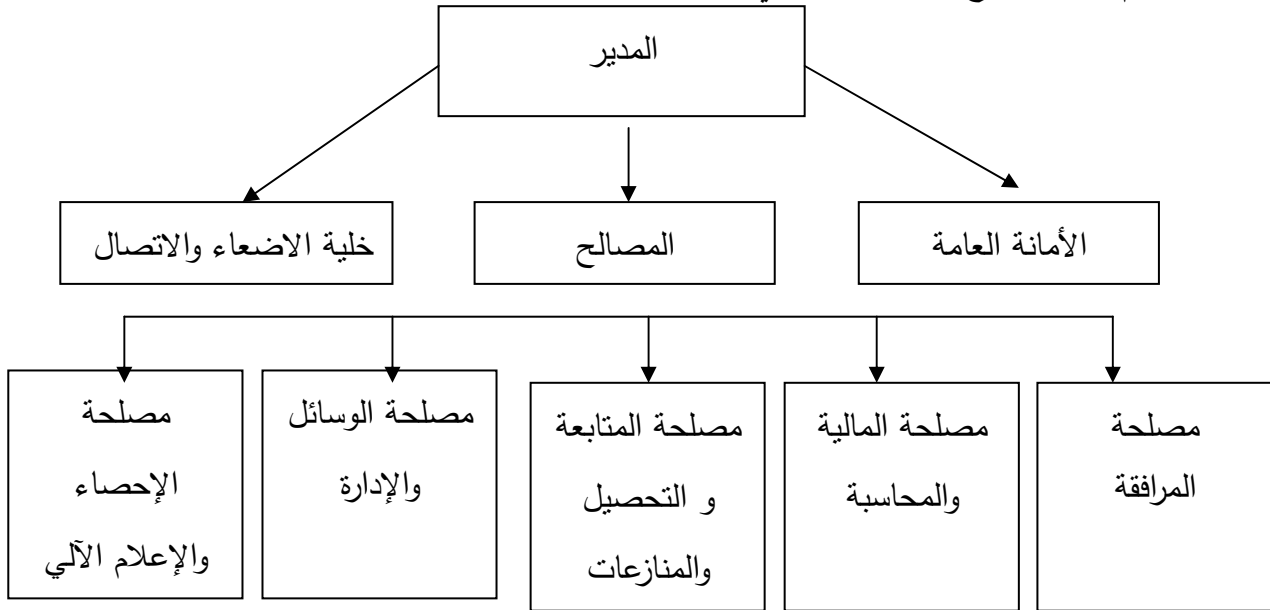
الفصل الثالث: دراسة حالة في وكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب ANSEJ - فرع البويرة-

- تكوين الشباب ودعم معارفهم في تقنيات إنجاز وتسيير المشاريع.
 - متابعة الاستثمارية المنجزة من قبل الشباب.
 - منح مختلف الإعانات والامتيازات للشباب أصحاب المشاريع.
 - تقييم علاقات متواصلة مع البنوك والمؤسسات المالية في إطار التركيب المالي للمشاريع وتطبيق خطة التمويل.
- الأهداف: تهدف هذه الوكالة إلى:

- وضع الظروف المناسبة لإحداث مؤسسات مصغرة من قبل الشباب.
- خلق مناصب عمل دائمة.
- ضمان استمرارية وديمومة المؤسسات المصغرة.
- نشر الفكر الاستثماري وروح المقاومة لدى الشباب.

ثالثا: الهيكل التنظيمي للوكالة:

الشكل رقم (08) يوضح الهيكل التنظيمي للوكالة



المصدر : من إعداد الطالبين بالاعتماد على المعلومات المقدمة من طرف الوكالة.

أ. مصلحة المرافقة:

يقصد بها السير جنبا إلى جنب مع الشباب المستثمر منذ إنشاء المشروع إلى استغلاله، تتكون هذه

المصلحة من خمس ملحقات على مستوى الولاية هي:

- مصلحة البويرة، مصلحة سور الغزلان، ملحقة عين بسام، ملحقة الأخضرية، ملحقة امشدالة (في طور الإنجاز).

الفصل الثالث: دراسة حالة في وكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب ANSEJ - فرع البويرة-

ب. مصلحة المالية والمحاسبة: تتكون من رئيس المصلحة ومحاسب رئيسي وتعتبر هذه المصلحة المسؤولة عن وضع الميزانية وإدارة الحسابات المالية للوكالة، كما تقوم بتنفيذ السياسة العامة للوكالة وكذا تحصيل الديون.

• مهامها:

- ضمان تحصيل قروض الوكالة.
- تسيير حسابات الوكالة.
- لها علاقة مباشرة مع مصلحة الإدارة والوسائل العامة في تقدير الميزانية.
- تسديد حقوق الموردين بعد القيام بعملية التدقيق في القوائم المسلمة من طرف غدارة الوسائل.
- ضمان تسديد حقوق العمال.

ج. مصلحة المتابعة وتحصيل المنازعات: تتكون من رئيس المصلحة وعاملين مكلفين بالمتابعة وعاملين مكلفين بالشؤون القانونية تقوم بمتابعة الشباب أصحاب المشاريع وكذا متابعتهم قضائيا في حالة عدم دفع الديون أو الإخلال بأحد القوانين والشروط المتفق عليها.

د. مصلحة الإدارة والوسائل العامة:

تتكون من رئيس المصلحة وإطارين في التسيير ومسير المخزن والسائق.

• مهامها:

- القيام بإعداد الميزانية التقديرية للفرع.
- التسيير الحسن للوسائل البشرية.
- التسيير الأمثل لملفات العمال.
- العمل على تطبيق النظام الداخلي للمؤسسة.
- السير الحسن لعقارات الوكالة.
- توفير الأمن والحماية للعمال.
- لديهم علاقة مع مصلحة المالية والمحاسبة.

هـ. مصلحة الإحصاء والإعلام الآلي: تتكون من مكلفين بالإحصاء ومكلفة بالإعلام تكمن أهميتها فيما يلي:

تقوم بإحصاء يومي للملفات المدروسة من خلال لجنة الانتقاء من حيث عدد الملفات المقبولة، عدد الملفات المؤجلة، والملفات المرفوضة وإعداد الملفات المودعة لدى البنوك، الملفات المقبولة من البنوك، الملفات الممولة وأخرى بإحصاء للحالة الشهرية، وذلك بالقيام بتقرير سنوي والذي يتم إرساله إلى مديرية التشغيل للولاية. أما فيما يخص الإعلام الآلي فيتم مراقبة نظام التشغيل الآلي للوكالة وصيانة الأعطاب.

المطلب الثاني: كيفية إنشاء مؤسسة وتمويلها

من أجل إنشاء مؤسسة مصغرة من طرف الوكالة لابد من المرور بعدة شوط ومراحل يجب أن تتوفر في المستثمر:
أولاً: شروط التأهيل:

هي توافق الوكالة على تمويلها لمشروع معين يجب أن تتوفر في صاحب المشروع عدة شروط تتمثل فيمايلي:

- أن يتراوح سن الشباب من 19 إلى 40 سنة.
- أن يكون ذو مؤهلات مهنية لها علاقة مع المشروع.
- أن يكون بدون عمل.
- أن يقدم مساهمة مالية شخصية بمستوى يطابق الحد الأدنى المحدد حسب قيمة المشروع.

ثانياً: مراحل إنشاء وتمويل مؤسسة مصغرة

يتم إنشاء وتمويل مؤسسة مصغرة من طرف الوكالة بالمرور بعدة مراحل نلخصها فيمايلي:

1. مرحلة الاستقبال والتوجيه:

يتقدم الشباب لأول مرة إلى الوكالة ANSEJ حاملاً فكرة إنشاء (مشروع) مؤسسة مصغرة وذلك للاستفسار عن المراحل والامتيازات التي تمنحها الوكالة، حيث يستقبل من قبل المرافقين المتواجدين على مستوى الوكالة الذين يجيبون عن مختلف تساؤلات الشباب، كما يطرحون على الشباب مجموعة من الأسئلة لتأكد من توفر شروط التأهيل لدى الشباب فإذا توفرت فيه الشروط القانونية يتم توجيهه لتحضير ملف التسجيل.

2. مرحلة تحضير الملف:

يقوم الشاب المستثمر في هذه المرحلة بالتسجيل الإلكتروني الخاص بالوكالة حيث يقوم بتحميل وملئ استمارة التسجيل التي تحتوي على جميع المعلومات المتعلقة بصاحب المشروع وشركاته وكذا المعلومات المتعلقة بالمشروع في حد ذاته.

3. مرحلة إيداع الملف على مستوى الوكالة:

بعد تسجيل الشاب في الموقع الإلكتروني للوكالة يتم استدعائه وتحديد تاريخ إيداع الملف الذي يحتوي على:

- استمارة التسجيل، صورة شمسية، نسخة طبق الأصل من بطاقة التعريف الوطنية، وبعدها يقوم المرافق بتسجيل إيداع الملف ويسلمه وصل الإيداع ثم يحدد له موعداً للمقابلة الشخصية.

ثم يقوم المرافق بإعداد الوثيقة التقنية للمشروع وطرح مجموعة من الأسئلة على الشاب لمعرفة مدى استعدادة بعدها يقوم بتحديد تاريخ مشول الشاب أمام اللجنة المحلية للانتقاء وتمويل المشاريع ويسلمه وصل إيداع الملف.

4. مرحلة المشول أمام لجنة الانتقاء وتمويل المشاريع:

تتكون اللجنة من مدير الفرع للوكالة رفقة أمين اللجنة، ممثلي البنوك المتعاقدين مع الوكالة وهي: البنك الوطني الجزائري BNA، البنك الخارجي الجزائري BCA، القرض الشعبي الجزائري CPA، بنك التنمية المحلية BDL، بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR.

حيث تقوم هذه اللجنة بدراسة المشروع واتخاذ احد القرارات التالية إما :

- الرفض: حيث يتم اتخاذ هذا القرار في حالة عدم استيفاء الملف شروط التأهيل.
- قبول المشروع.
- تأجيل القبول.

5. مرحلة إيداع الملف الإداري والمالي:

بعد موافقة اللجنة على تمويل المشروع وتحديد لها للبنك المكلف بتمويل المشروع يقوم الشاب بإيداع الملف الإداري والمالي على مستوى الوكالة ويشمل الملف فيما يلي: شهادة ميلاد، بطاقة التعريف الوطنية، شهادة الكفاءة المهنية، بطاقة طلب العمل سارية المفعول، الفواتير البنكية الأصلية للعتاد ووسيلة النقل، اتفاقية يتم إمضاءها من قبل الشاب المستثمر، شهادة التسجيل في السجل التجاري الفلاحي، يتم بتسليم نسخة إلى الوكالة وأخرى إلى البنك.

6. مرحلة تسليم شهادة القبول وإيداع الملف لدى البنك.

بعد إيداع الملف الإداري والمالي على مستوى الوكالة يقوم المرافق بالتأكد من صحة المعلومات المدونة في الاستثمار للملف الإداري والمالي ثم يتم استخراج شهادة عدم الانتساب للصندوق الوطني للضمان الاجتماعي للأجراء والصندوق الوطني للضمان الاجتماعي لغير الأجراء بعدها يقوم المرافق بإعداد شهادة التأهيل من أربعة نسخ الأولى تمنح للشباب، الثانية ترسل للبنك والثالثة والرابعة في ملف الوكالة بعدها يقوم المرافق بإعداد مخطط الأعمال رفقة الشاب الذي يقوم بكتابة طلب قرض بنكي حسب التمويل الثلاثي ويتم إرسال الملف للبنك مع شهادة التأهيل.

7. مرحلة دراسة الملف على مستوى البنك والإنشاء القانوني للمؤسسة:

يقوم البنك بدراسة الملف والموافقة على تمويل المشروع في مدة زمنية لا تتعدى 60 يوم حيث يقوم البنك بمنح الشاب موافقة بنكية.

يقوم الشاب بإيداع نسخة من هذه الموافقة على مستوى الوكالة بشرح طريقة الإنشاء القانونية للمؤسسة.

8. إعداد قرار منح الامتيازات الضريبية والاعانات المالية:

بعد الإنشاء القانوني للمؤسسة وفتح الحساب البنكي وتسديد المساهمة الشخصية قوم مكتب صندوق ضمان القروض بإعداد شهادة الانخراط في صندوق الكافلات المشاركة وبعدها يقوم المرافق بإعداد قرار منح الامتيازات الضريبية والإعانات المالية الخاصة بمرحلة الإنشاء من 5 نسخ حيث يتم إمضاءها من طرف رئيس الملحق والشاب المستثمر، ودفتر الشروط يتكون من 3 نسخ يتم إمضاءها من طرف الشاب المستثمر نسخة يحتفظ بها هو ونسختين في ملف الشاب لدى الوكالة وأيضا اتفاقية القرض تتكون من 3 نسخ بين الشاب ومدير الوكالة، بعدها يتم تحويل الملف إلى مصلحة المحاسبة من أجل تمويل المشروع ليقوم المحاسب بتحويل القرض بدون فائدة إلى حساب الشاب لدى البنك.

بعد تمويل المشروع يقوم المرافق بإعداد أوامر باستخدام صكوك بنكية يرسله إلى البنك.

ثالثا: صندوق الكفالة المشتركة لضمان أخطار القروض الممنوح إياها لشباب ذوي المشاريع.

1. تعريف الصندوق: وضع الصندوق تحت وصاية السيد وزير العمل والتشغيل والضمان الاجتماعي ومواطنه لدى الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب ويتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، يدير الصندوق مجلس الإدارة ويسيره المدير العام للوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب.

2. دور الصندوق: تم إنشاء صندوق الكفالة المشتركة لضمان أخطار القروض الممنوحة إياها لشباب ذوي

المشاريع الاستثمارية المحدث في إطار جهاز الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب.

يكمل الصندوق الضمانات المقدمة من قبل المستثمرين إلى المؤسسات المفترضة (البنوك) المتمثلة في؟:

- رهن التجهيزات بالدرجة الأولى لصالح البنك أو المؤسسات المالية، وفي الدرجة الثانية لصالح الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب.
- تحويل التأمين متعدد الأخطار لفائدة البنك.
- رهن الأجهزة المتحركة.

3. المنخرطون في الصندوق: يتمثل المنخرطون في الصندوق الضمان في كل من البنوك التي تمنح القروض للتمويل المشاريع الاستثمارية في إطار جهاز الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب والشباب أصحاب المشاريع الذين اختاروا صيغة التمويل الثلاثي لانجاز أو توسيع مشاريعهم.
4. كيفية الانخراط في الصندوق: ينخرط الشاب صاحب المروع في صندوق الكفالة المشتركة لضمان الأخطار القروض الممنوح إياها لشباب ذوي المشاريع بعد تبليغ المرافقة البنكية وقبل تسليم قرار منح الامتيازات من قبل مصالح الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب، فانخراطه يسبق تمويل مشروعه.
- يحسب مبلغ الاشتراك في صندوق الكفالة المشتركة لضمان أخطار القروض الممنوح للشباب ذوي المشاريع على أساس مبلغ القرض البنكي الممنوح ومدته.

المطلب الثالث: الإعانات والامتيازات التي تمنحها الوكالة:

1. الإعانات والامتيازات الممنوحة في مرحلة الإنجاز:

أ. الامتيازات الضريبية:

- الإعفاء الضريبي من حقوق التسجيل على عقود التأسيس المؤسسات المصغرة.
- الإعفاء من حقوق نقل الملكية بمقابل مالي للاكتتابات العقارية الحاصل في إطار إنشاء نشاط صناعي.

ب. الإعانات المالية:

- قرض بدون فائدة يمنح من طرف الوكالة حسب مستوى التمويل.
- تخفيض نسبة الفائدة البنكية 100%.
- قرض إضافي غير مكافئ عن الضرورة.

2. الإعانات والامتيازات الممنوحة في مرحلة الاستغلال:

- الإعفاء من الرسم العقاري على البناءات والبناءات الإضافية لمدة ثلاث سنوات و ستة أو عشر سنوات حسب موقع النشاط.
- الإعفاء الكلي من الضريبة الجزئية الوحيدة لمدة 3 سنوات أو 6 أو 10 حسب موقع النشاط.
- عند انتهاء فترة الإعفاء المذكورة يمكن تمديدها لتبين عندما يعتمد المستثمر بتوظيف ثلاث عمال على الأقل لمدة غير محدودة.
- الاستفادة من تخفيض على الضريبة الجزافية الوحيدة المستحقة عند نهاية مرحلة الإعفاء خلال الثلاث السنوات الأولى من الإخضاع الضريبي.

الفصل الثالث: دراسة حالة في وكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب ANSEJ - فرع البويرة-

السنة الأولى من الإخضاع الضريبي: تخفيض قدره 70%.

السنة الثانية من الإخضاع الضريبي: تخفيض قدره 50%.

السنة الثالثة من الإخضاع الضريبي: تخفيض قدره 25%.

غير أن المستثمرين الطبيعيين الخاضعين للضريبة الجزافية الوحيدة يقعون مدينين للضريبة نسبة 50% من المبلغ المنصوص عليه في قانون الضرائب المباشرة والمقدرة بـ 1000 ملايين دج بالنسبة لكل سنة مالية مهما يكن رقم الأعمال المحقق.

3. تركيبة وكيفية التمويل في الوكالة:

تعتمد الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب على صيغتين من التمويل يمثلان في التمويل الشئائي والتمويل الثلاثي حيث يشترط أن لا يتجاوز كلفة الاستثمار 10 ملايين دج، حيث تكون مساهمة كل طرف على النحو التالي:

أ. التمويل الشئائي:

هو تركيبة مالية تقتصر على مساهمة مالية من طرف المستثمر وقرض بدون فائدة تمنحه الوكالة بحيث تكون مساهمة كل طرف حسب الجدول التالي:

الجدول رقم (01) يمثل مستويات ونسب التمويل الشئائي

المستوى	قيمة الاستثمار	المساهمة الشخصية	قرض بدون فائدة
1	أقل أو يساوي: 5 الاف دينار جزائري	71%	29%
2	أقل أو يساوي: 5 الاف دينار جزائري	72%	28%

المصدر: معلومات مقدمة من طرف الوكالة

ب. التمويل الثلاثي:

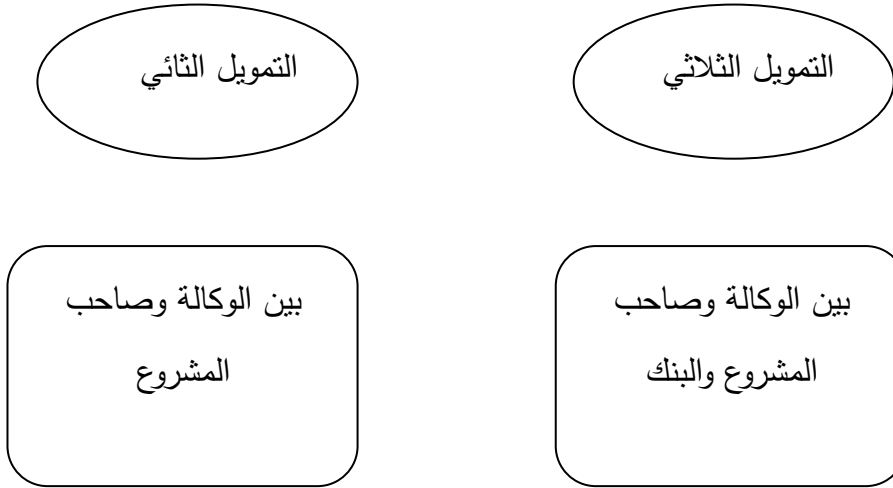
يكون هذا النوع من التمويل بين الشباب المتمرد والوكالة والبنك يدخل كشريك ثالث والجدول التالي يبين مساهمة كل طرف من التمويل.

الجدول رقم (02) يمثل مستويات ونسب التمويل الثلاثي:

المستوى	قيمة الاستثمار	المساهمة الشخصية	قرض بدون فائدة	القرض البنكي
1	أقل أو يساوي: 5 الاف دينار جزائري	%1	%29	% 70
2	ما بين 5 الاف دينار و 10 الاف دينار جزائري	%2	%28	%70

المصدر: معلومات مقدمة من طرف الوكالة

الشكل رقم (08) الصيغ التمويلية في الوكالة الوطنية ANSEJ



المصدر: معلومات مقدمة من طرف الوكالة

المبحث الثالث: نموذج عن دراسة جدوى مالية لمشروع استثماري ممول في إطار ANSEJ

تمهيد:

تعتبر عملية تقييم المشاريع بمثابة دراسة وتحليل المشروعات بهدف اتخاذ القرار حول المشروعات المقترحة بقبولها ورفضها ومن ثم تحديد أولوياتها، وهذا يعني ترتيبها طبقا لدرجات قبولها بمعنى آخر تحديد المشروعات المقبولة وفق سلم أولويات تتحدد من خلالها درجة أفضليتها، حيث يمكن الاهتداء بها في تخفيض الموارد الاستثمارية صوب تلك المشروعات بعد كل الدراسات والتقديرات التي تطبق على المشروع يمكن للاقتصادي أن يعطي التوصية والمقترح البديل الأفضل لمتخذ القرار لكي يحدد نوع القرار الذي يتخذه.

المطلب الأول: تقديم المؤسسة محل الدراسة

يعتبر قطاع الفلاحة في ولاية البويرة من القطاعات الإستراتيجية والهامة وهذا لما يقدمه من مساهمة في دفع عجلة التنمية على مستوى هذه الولاية حيث تولي المصالح المسؤولة أهمية بالغة لهذا القطاع، من خلال سعيها المستمر إلى توفير كافة التسهيلات والحوافز للنهوض به وتطويره وهذا من خلال البرامج الفلاحية التنموية، والتي تتجسد من خلال مجموعة من المشروعات، سواء ما تعلق منها بالزراعة أو تربية الحيوانات.

لذا ومن هذا المنطلق وجدت الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب كأحد الأجهزة المساعدة على دراسة وتقييم مثل هذا النوع من المشروعات، إذ تولي الوكالة أهمية كبيرة لها وتعطيها أولوية من حيث الدراسة والتقييم، ومن بين المشروعات المقترحة على مستوى الوكالة: زراعة الحبوب.

1. لمحة تعريفية بالمشروع:

هذا المشروع عبارة عن زراعة الحبوب يقع في ضواحي ولاية البويرة، حيث من المقرر أن يساهم هذا المشروع في تطوير المنطقة وذلك بتوفير نشاط تجاري خاص بإنتاج الحبوب، بالإضافة إلى خلق مناصب شغل مباشرة، ومحاولة تغطية الاستهلاك المحلي والجهوي على الأقل في المدى القصير والمتوسط، كما يسعى هذا المشروع إلى تحقيق الأرباح وإعادة استثمارها، بالإضافة إلى المساهمة في تطوير القطاع الفلاحي والمحافظة على الثروة الزراعية، ويعتبر هذا المشروع عنصرا غذائيا مهما بالنسبة للمستهلك الجزائري نظرا للقوة الذاتية المنخفضة وارتفاع سعر البدائل الأخرى، كما أن البيئة التي يقام بها المشروع تعتبر من أهم العوامل التي تؤثر على زيادة عرض المنتج وهذا لتميزها بالاستقرار والملائم للإنتاج وهذا يعني جدوى سوقية للمشروع، ضف إلى ذلك أنه سيجهز بكل الوسائل اللازمة لإنتاج المشروع، كل هذه المعطيات تولي بأن المشروع سيكون مجد من الناحية الفنية لذا سيتم استكمال عملية التقييم عن طريق دراسة الجدوى المالية للمشروع.

2. مخطط الأعمال للمشروع الاستثماري الممول في إطار ANSEJ

- إيداع الملف بتاريخ 10 جويلية 2017 بالوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب فرع البويرة.
 - المثول أمام اللجنة الانتقاء وتمويل المشاريع بتاريخ 26 جويلية 2017.
 - الحصول على شهادة التأهيل في 26 أوت 2017.
 - القيام بمعاينة من طرف الوكالة ANSEJ بتاريخ 03 ديسمبر 2017.
 - قرار منح الامتيازات الجبائية في مرحلة الإنشاء بتاريخ 05 ديسمبر 2017.
 - القيام بتكوين لدى المؤسسة ANSEJ في مجال تسيير المؤسسات.
 - تمويل المشروع بالعتاد اللازم بتاريخ 14 ديسمبر 2017.
 - معاينة اقتناء العتاد الفلاحي في 23 أبريل 2018.
- المطلب الثاني: القوائم المالية التقديرية للمشروع

- تقدير إيرادات وتكاليف المشروع

تم تقدير إيرادات وتكاليف المشروع على أساس 8 سنوات كعمر افتراضي له.

أ. الإيرادات السنوية المتوقعة (رقم الأعمال السنوي المتوقع): من خلال دراسة تقديرية للسوق تبين

أن رقم الأعمال السنوي لهذا المشروع خلال 8 سنوات على النحو التالي:

الجدول رقم (03) الإيرادات السنوية المتوقعة للمشروع

السنة	01	02	03	04
القيمة	3420 000.00	3762 000.00	4238 200.00	4552 020.00
السنة	05	06	07	08
القيمة	5707222.00	55507944.20	6058738.62	6664612.48

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 01

ب. التكاليف الاستثمارية: وهيكل تمويلها:

قدرت قيمة التكاليف الاستثمارية الإجمالية للمشروع ب 4321548.77 دج، وهي تشمل كل

المصاريف الإعدادية، تجهيزات الإنتاج، تجهيزات محلية.

العملة: دينار جزائري

الجدول رقم (04) هيكل الاستثمار للمشروع

البيان	التكلفة	التكلفة الإجمالية
المصاريف الإعدادية	00.00	00.00
مساهمة في صندوق الضمان	63 526.77	63 526.77
التأمين	170 972.00	170 972.00
مصاريف أخرى	40 000.00	40 000.00
تجهيزات الإنتاج	985 050.00	985 050.00
تجهيزات محلية	985 050.00	985 050.00
تجهيزات مستوردة	00.00	00.00
عتاد متنقل	3089 000.00	3089 000.00
أداءات جمركية ورسوم	00.00	00.00
ضرائب ورسوم أخرى	00.00	00.00
المجموع	4321 548.77	4321 548.77

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الملحق رقم 02

سيتم تمويل المشروع في إطار الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب وكالة البويرة علما أن صيغة التمويل

ستكون ثلاثية وهو ما يوضحه الجدول التالي:

الهيكل التمويلي للمشروع:

هذا الجدول يبين تمويل المشروع ومقدار كل منها، وقد تم تمويل إجمالي للتكاليف الاستثمارية من خلال

عدة مصادر مختلفة تتلخص في الجدول التالي:

الجدول رقم (05) الهيكل التمويلي للمشروع

المبلغ	النسبة	مصادر التمويل
43 215.49	%1	مساهمات الشخصية
1253 249 .14	%29	مساهمات الوكالة
3025 084.14	%70	القرض البنكي
4321 548.77	%100	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 03

- اهتلاك القرض البنكي:

عند تسديد القرض استفاد صاحب المشروع من تخفيض في نسبة فائدة القرض البنكي بنسبة 5,5 باعتبار المشروع ينتمي الى احد القطاعات ذات الاولوية , و قد تم التسديد خلال 8 سنوات ابتداء من السنة الرابعة باقساط متساوية كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (06) إهتلاك القرض البنكي:

مبلغ القرض	3025 084.14							
مدة القرض	8							
معدل الفائدة البنكية	%5.5							
معدل تخفيض الفوائد	%100							
معدل الفائض الحقيقي	%0.00							
السنوات/ البيان	السنة الأولى	السنة 2	السنة 3	السنة 4	السنة 5	السنة 6	السنة 7	السنة 8
القسط	00	00	00	6050 016 .83	6050 016 .83	6050 016 .83	6050 016 .83	6050 016 .83
باقي القرض بعد السداد	3205 984 .14	3025 084.00	3025 084.00	3025 084.00	2420 067.31	1815050.48	121 033.65	6050 016 .83
الفائدة البنكية	00	166 379.63	166 379.63	166 379.63	1333 103.70	99 827.78	66 5552.85	33 275.93
الفائدة البنكية بد التخفيض	10587.97	10587.79	10587.79	10587.79	8470.24	63 52.68	4235.12	2117 56
اشترك في صندوق الضمان	63526.77							

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 03

الفصل الثالث: دراسة حالة في وكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب ANSEJ - فرع البويرة-

ج. المصاريف السنوية المتوقعة: وتتمثل هذه المصاريف في:

- قيمة الموارد واللوازم المستهلكة: وتشمل الموارد الأولية واللوازم المرتبطة بالإنتاج.

الجدول رقم (07) قيمة الموارد واللوازم المستهلكة

السنة	01	02	03	04
القيمة	1080 00.00	1134 000.00	1190 700.00	1250 235.00
السنة	05	06	07	08
القيمة	1312 746.75	1378 384.09	14473 303.29	1519 668.46

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على المعلومات التقنو الاقتصادية للمشروع

- مصاريف الخدمات: وتتمثل في خدمات النقل، تكاليف الإيجار، الإصلاح والصيانة خدمات أخرى، وهي

مقدرة بجمعها على النحو التالي:

الجدول رقم (08) مصاريف الخدمات

السنة	01	02	03	04
القيمة	260 000.00	270 400.00	281 216.00	292 464.64
السنة	05	06	07	08
القيمة	304 163.29	316 329.75	328 982.00	342 142.26

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على المعلومات التقنو الاقتصادية للمشروع

- مصاريف المستخدمين: عدد الموظفين 03 بما فيهم صاحب المشروع

- الجدول رقم (09) مصاريف المستخدمين

السنة	01	02	03	04
القيمة	453 600.00	462 672 .00	417 925.44	481 363.95
السنة	05	06	07	08
القيمة	490 991.00	500 .811.50	510 827.27	521 043.82

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على المعلومات التقنو الاقتصادية للمشروع

الفصل الثالث: دراسة حالة في وكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب ANSEJ - فرع البويرة-

- الميزانية الافتتاحية: وتضم الوضع المالي للمشروع عند انطلاقة المشروع وكذلك بيان مصادر الأموال المتاحة (الخصوم) واستخدامات هذه الأموال (الأصول) وهي تتلخص في الجدول التالي:

الجدول رقم (10) الميزانية الافتتاحية

المبالغ	الخصوم	المبالغ	الأصول
43 215.49	1. الأموال الخاصة		2. الاستثمارات
		40.000	- مصاريف إعدادية
	5. ديون الاستثمار	958 050.00	- تجهيزات الإنتاج
3025 084.14	- قروض بنكية	63 526.77	- أدوات
1253 349.14	- قروض أخرى	3089 000.00	- معدات
	(ANSEJ)	170 972.00	- تأمينات
		00.00	- معدات مكتب
		00.00	- أجهزة الإعلام الآلي
		00 .00	3. مخزونات
		00.00	4. مدينون
4321 548.77	المجموع	4321 548.77	

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 04

الميزانية التقديرية: بعد إعداد الميزانية التقديرية بغرض التعرف على الوضع المالي في نهاية كل سنة من سنوات عمر المشروع، وذلك بإظهار استخدامات المشروع (الأصول) ومقارنتها مع موارد المشروع (الخصوم)، واستخلاص النتائج المتوقعة الحصول عليها خلال سنوات عمر المشروع، وذلك بالاعتماد على افتراض أن إيرادات المشروع ستكون نقدا أو شيك.

مبلغ صافية	السنة الثامنة		السنة السابعة		السنة السادسة		السنة الخامسة		السنة الرابعة		السنة الثالثة		السنة الثانية		السنة الأولى		السنوات الأصول	
	الامتلاك المؤنات	المبالغ الخام	الامتلاك المؤنات	المبالغ الخام	الامتلاك المؤنات	المبالغ صافية	الامتلاك المؤنات	المبالغ صافية	الامتلاك المؤنات	المبالغ صافية	الامتلاك المؤنات	المبالغ صافية	الامتلاك المؤنات	المبالغ صافية	الامتلاك المؤنات	المبالغ صافية		
191.6	766.4	958	670.6	958	574.8	383.2	3842	4321	3074	1247	4321	2305	4321	1537	3553	768.5	4321	الإستثمارات
00	00	00	00	00	00	00	63.5	63.5	40.8	12.7	63.5	38.5	63.5	25.4	50.8	12.7	63.5	مساهمات في صندوق الضمان
00	00	00	00	00	00	00	40	40	32	34.1	170.9	102.5	170.9	68.3	136.7	34.1	170.9	تأمينات
00	00	00	00	00	00	00	40	40	8	8	40	24	40	16	32	8	40	مصاريف إعدادية
00	00	00	00	00	00	00	479	958	383	574	958	670	958	766.4	862.2	958	958	تجهيزات الإنتاج
00	00	00	00	00	00	00	3089	3089	2471	617.8	3089	1235	3089	1853	2471	61.8	3089	تجهيزات محلية
1709						5986				4617		3582			1404			المخزونات
512.9						1795				1385		1074			421.4			المدفونة
1196						4190				3231		2507			983/3			الصندوق
1901						6369				5864		5598			495.7			البنك
43.2						43.2				43.2		43.2			43.2			مجموع
																		الخصوم
																		الأموال الخاصة
																		ديون الإستثمار
605						2420				3025		3025			3025			قروض بنكية
1253						1253				1253		1253			1253			قروض أخرى
						1909				1543		1276			961/9			النتيجة
1901						5626				5864		5598			4957			المجموع

المصدر: من إعداد الطائفتين بالاعتماد على الملحق رقم (05-06)

- جدول حسابات النتائج: من أجل تقدير التدفقات النقدية الصافية التي يتحصل عليها المشروع جزاء القيام بالنشاط الزراعي، نقوم بإعداد جدول حسابات النتائج التقديري لتحديد النتيجة الصافية السنوية المتوقعة طيلة فترة المشروع، وذلك بتحديد التكاليف الاستغلال ومقارنتها مع الإيرادات واستخلاص النتائج المتوقعة للمشروع تضيف إليها الإهلاكات والمؤونات فنتحصل على التدفقات النقدية الصافية كما هو موضح في الجدول التالي:

العملة: دينار جزائري 10³

الجدول رقم (12) جدول حسابات النتائج التقديري

8السنة	7السنة	6السنة	5السنة	4السنة	3السنة	2السنة	1السنة	السنوات	الحسابات
6664	6058	5507	5007	4552	4138,2	3762	3420		أداءات مقدمة
1519	1447	1378	1312	1250	1190,7	1134	1080		مواد ولوازم مستهلكة
342,1	328,9	316,3	304,1	292,4	281,2	270,4	260		خدمات
13,1	12,6	12,1	11,6	11,2	10,8	10,4	10		نقل
236	227,7	218,9	210,5	202,4	194,6	187,2	180		إيجارات وتكاليف إيجارية
65	63,2	60,8	58,4	56,2	54	52	50		صيانة واصلاحات
26,3	25M3	24,3	23,3	22,4	21,6	20,8	20		خدمات أخرى
4802	4282	3813	3390	3009	2666	2357,6	29080		القيمة المضافة
521	510,8	5008	490,9	481,3	471,9	462,6	453.6		مصاريف المستخدمين
83,8	95	107,3	120,6	135,2	149	164,4	221.5		مصاريف متنوعة
81,7	90,8	100	112,1	124,6	138,4	153,8	170.9		تأمينات
2,1	4,2				10,5	10,5	50.5		مصاريف أخرى
768,5	768,5	768,5	768,5	768,5	768,5	768,5	758.5		مصاريف الاهتلاكات والمؤنات
1373	1374	1374	1376	1380	1385	1395,6	1443.6		أعباء الاستغلال
3429	2908	2436	2010	1624	1276,7	961,9	636.3		النتيجة الإجمالية
171,4	145.4	121,8	100,5	81,2	00	00	00		الضرائب على الأرباح
3257	2762	2314,7	1909,6	1543	1276,7	961,9	636.3		النتيجة اصفافية للاستغلال
4026	3531	3083,2	2678,1	2311,5	2045,2	961,9	1404.8		التدفقات النقدية الصافية
20811	16784	13253	1017,2	7492.1	5180,5	1730,4	1404.8		التدفقات النقدية المتراكمة
2870	2517	2198,3	1909,4	1763,4	1669,5	3135.3	1312/9		التدفقات النقدية المالية
							11432.09		صافي القيمة الحالية

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الملحق رقم (07)

المطلب الثالث: تقييم المشروع الاستثماري باستخدام المعايير

لقد اقتضت الدراسة المالية التي قامت بها الوكالة على استخدام معيار القيمة الحالية VAN، من أجل تقييم المشروع دون الاستعانة بمختلف المعايير الأخرى، لذا قمنا بحساب دليل الربحية وفترة استرداد المشروع كإضافة لما هو موجود في الدراسة المالية للمشروع.

1. حساب القيمة الحالية VAN: تتضمن صافي القيمة الحالية تعديل الوقت لجميع التدفقات النقدية عن طريق معامل الخصم.

ويمكن حساب صافي القيمة الحالية بطريقتين هما:

- الطريقة الأولى: يحسب بالصيغة الرياضية التالية:

$$VAN \sum_{t=0}^n \frac{CIE}{(1+K)^t} - C_0$$

بحيث 10% معامل الخصم وتكلفة المشروع تقدر 4321 548.77 دج

$$VAN = 1404840.21(1-1)^{-1} + 1730465.41(1-1)^{-2} + 2045283.45(1-1)^{-3} +$$

$$2311518.76(1-1)^{-4} + 2678167.28(1-1)^{-5} + 3083279.14(1-1)^{-6} +$$

$$3531127.28(1-1)^{-7} + 4026396.99(1-1)^{-8} - 11118541.17(1-1)^{-9}$$

$$VAN = 11432090.67$$

- الطريقة الثانية:

صافي القيمة الحالية = مجموع التدفقات النقدية الحالية - تكلفة المشروع الاستثماري

$$11432090.67 = 4321548.77 - 15753639$$

$$VAN = 11432090.67 \text{ دج}$$

ووفقا لهذه الطرق يعتبر المشروع مقبولا ويمكن اتخاذ قرار تمويله ما دام صافي القيمة الحالية موجب واكبر من

الصفر، أي المشروع ذو جدوى مالية.

2. حساب فترة الاسترداد: بما أن صافي التدفقات النقدية للسنوات الثمانية غير متساوي، سنقوم بحساب

القيمة المتراكمة لصافي هذه التدفقات على النحو التالي:

الجدول (13) التدفقات النقدية المتراكمة لمشروع زراعة الحبوب

الرقم	التدفق النقدي الصافي	التدفق النقدي المتراكم
1	1404 840.21	1404 840.21
2	1730 465.41	3135305.62
3	20 45 283.45	5180589.00
4	2311518.76	7492107.82
5	2678167.28	10170275 .10
6	3083279.14	13253554.24
7	35 31 127.28	16784681.52
8	4026 396.9	20811078.51

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على بيانات الملحق (07)

يمكن حساب فترة الاسترداد على النحو التالي:

$$0.73 = 4312548.77 / (4321548.77 - 7492107.82)$$

$$3 = 3.24 = 8.76 - 12 \quad \text{إذا} \quad 8.76 = 12 \times 0.73$$

إذا فترة الاسترداد هي 3 سنوات و 3 أشهر

3. حساب مؤشر الربحية **Ip**: وهو حاصل قسمة القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية الداخلية على

القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية الخارجية ويحسب كمايلي:

$$1.41 = \frac{15753\ 639.00}{111\ 185\ 41.17} = \frac{\text{مجموع القيم الحالية لتدفقات النقدية}}{\text{إجمالي التكاليف الاستثمارية}} = Ip$$

$$1.41 = Ip$$

أي أن **Ip** أكبر من الواحد وهذا يدل على ربحية ومردودية المشروع وبالتالي فربحية الدينار الواحد تمثل

0.41 دج.

الفصل الثالث: دراسة حالة في وكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب ANSEJ - فرع البويرة-

4. حساب العائد المحاسبي TRC : يقيس هذا المعيار ربحية المشروع الاستثماري، ويعتمد على مفهوم

الربح المحاسبي الناتج عن مقابلة التدفقات النقدية المتوقعة لكل سنة من سنوات العمر الاقتصادي للمشروع

بالتكاليف الاستثمارية اللازمة لإنشاء المشروع الاستثماري وبحسب بالعلاقة الرياضية التالية:

تشير نسبة العائد المحاسبي أن المشروع يحقق عائد أكبر من العائد المطلوب المقدر بـ 100%

$$\text{TRC} = \frac{\text{متوسط التدفقات النقدية الصافية}}{\text{تكلفة الإستثمار}} \times 100 = \frac{20811078.52}{4321548.77} = 60\%$$

العائد المحاسبي يقدر بـ 60% و هو أكبر من معدل الخصم المطبق و المقدر بـ 10%

حساب نتيجة الاستغلال الصافية:

نتيجة الاستغلال الصافية = نتيجة الاستغلال الإجمالية - الضريبة.

بحيث:

- نتيجة الاستغلال الإجمالية = القيمة المضافة - نتيجة الاستغلال.

- القيمة المضافة = أداوات مقدمة - مواد ولوازم مستهلكة - الخدمات.

$$260\ 000 - 1080\ 000 - 3420\ 000$$

القيمة المضافة: 2080 000 دج

أما نتيجة الاستغلال = مصاريف المستخدمين + مصاريف متنوعة + الاستهلاكات

$$768\ 504.75 + 221\ 559.79 + 453\ 600$$

نتيجة الاستغلال: 1443 664.55 دج

إذا نتيجة الاستغلال الإجمالية: 2080 000 - 1443 664.55 =

$$636335.45 \text{ دج} =$$

نتيجة الاستغلال الصافية: 00 - 636335.45 =

نتيجة الاستغلال الصافية: 636335.45 دج

ملاحظة: نتيجة الاستغلال الصافية تخضع لضريبة ابتداء من السنة الرابعة من عمر المشروع بحيث تقدر الضريبة في

النشاط الصناعي من النظام الجزائي 5% أما النشاطات الأخرى بنسبة 12%.

- القرار النهائي: وفقا لهذه المعايير يعتبر المشروع مقبولا ويمكن اتخاذ قرار تمويله.

النتائج من دراسة الجدوى المالية لهذا المشروع:

بعد عملية تقييم مشروع زراعة الحبوب، باستخدام معايير التقييم السابق، تبين بوضوح أن كل المؤشرات تدل على أن القرار المتخذ هو قبول هذا المشروع للتنفيذ.

وهذا باعتبار أن صافي القيمة الحالية كان موجبا، بالإضافة إلى أن معدل العائد المحاسبي المتحصل عليه والمقدر ب 60% كان أكبر من معدل الخصم المطبق 10% كما أنه يلزم فقط ثلاثة سنوات وثلاثة أشهر لاسترجاع قيمة الاستثمار وهي مدة جد مقبولة بالمقارنة مع العمر الافتراضي للمشروع والمقدر بثمانية سنوات، زد على ذلك مؤشر الربحية والمقدر ب 1,41 يدل على أن كل 1 دينار مستثمر يدر 0,41 دينار كريح، كما نلاحظ من جدول حسابات النتائج أن القيمة المضافة للمشروع في تزايد مستمر عبر السنوات الثمانية المدروسة، حيث انتقلت القيمة المضافة من القيمة 2080000 دج في السنة الأولى إلى القيمة 4802000 دج في السنة الثامنة، وهذا مؤشر ايجابي لعملية تسيير نشاط المشروع

وبالتالي يكون القرار النهائي هو قبول المشروع للتنفيذ.

خلاصة:

من خلال هذا الفصل حاولنا إلقاء نظرة عامة حول الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب ANSEJ والتعرف على مهامها وأنواع الاستثمارات الممولة من طرفنا ومكونات دراسات الجدوى الاقتصادية لهذه المشاريع الاستثمارية، واستعراض حصيلة نشاط الوكالة في مجال تمويل المشاريع الاستثمارية ودعمها، وذلك من خلال القيام بدراسة ميدانية في فرع الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب بالبويرة و استعراض لدراسة جدوى مالية لمشروع استثماري ممول في إطار صيغة التمويل الثلاثي، مكننا من استخلاص جملة من النتائج:

- المشروع يحقق ربحية للمؤسسة فهو يحقق قيمة حالية صافية موجبة وتغطي تدفقات التكلفة الاستثمارية.
- عدم وجود تعارض بين المؤشرات في عملية دراسة الجدوى المشروع.
- نشاط المؤسسة مستمر وذلك لما له من أهمية لأنه يخدم قطاع مهم وهو قطاع الفلاحة.
- بعد تقييم مشروع زراعة الحبوب من خلال الدراسة المالية وتقدير التدفقات النقدية توصلنا الى ان النتائج إيجابية تدل على صلاحية المشروع ومدى قدرته على استرداد أمواله في أقل وقت ممكن وأنه مريح من الناحية الاقتصادية.

خاتمة

تعتبر المشاريع الاستثمارية من بين الأدوات الفاعلة في تعبئة وتوجيه عناصر الإنتاج اللازمة والكافية للانتقال من الركود إلى التطور والتنمية الاقتصادية، فالمشاريع الاستثمارية دور كبير بالنسبة للاقتصاد الوطني بصفة عامة وبالنسبة للوحدات الاقتصادية بصفة خاصة ونظرا لأهمية المشاريع الاستثمارية وتأثيرها على حجم الدخل الوطني الأمر الذي يتطلب ضرورة السعي إلى التقليل من نسب فشلها وهذا بضرورة إخضاعها لدراسات الجدوى قبل تنفيذها وتشغيلها، باعتبار أن هذه الدراسات تسمح بالتحديد القبلي لإمكانية النجاح والقدرة على مواجهة المخاطر وعدم اليقين من قبل المستقبل، فالخوض في مجال الاستثمار يتوجب القيام بدراسة دقيقة تختص بمساعدة متخذ القرار في تشكيل رؤية متكاملة وموضوعية عن المشروع الاستثماري، فأضحى من الضرورة إعطاء أهمية بالغة لدراسة الجدوى المالية التي تعد وسيلة تساعد في اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة مما يسمح بتحقيق الكفاءة الاقتصادية في استخدام القدر المتاح من المواد المالية.

ولقد حاولنا في هذا البحث إبراز أهمية دراسة الجدوى المالية في تقييم المشاريع والكشف عن دور هذه الدراسة في اتخاذ القرار الاستثماري.

إختبار الفرضيات:

- تكمن أهمية دراسة الجدوى المالية في أنها أساس فشل أو نجاح المشروع الاستثماري، هذا الافتراض صحيح لأن دراسة الجدوى المالية تتيح للمستثمر مدى وجود سوق كافي لتصرف منتجاته ومدى توفر مصادر التمويل في الوقت المناسب كما تعمل على توضيح العائد المتوقع من المشروع.
- يختلف الهيكل التمويلي الأمثل من مشروع لآخر باختلاف نوع المشروع ونمط تمويله هذا الافتراض صحيح حيث أن الهيكل التمويلي الأمثل للمشروع الاستثماري يتحدد بمجموعة من العوامل تكون سبب رئيسيا في بناءه.
- تقديم دراسة الجدوى المالية للمؤسسات المالية كمستند يثبت ربحية المشروع ومردوديته وجدارته الائتمانية هذا الافتراض صحيح وذلك من خلال التركيز الكبير على الجانب المالي في عملية التقييم حيث تولي المؤسسات المالية أهمية كبيرة عند اتخاذ ضرر التمويل كون دراسة الجدوى المالية مرحلة أساسية يتم من خلالها اتخاذ القرار.

النتائج:

- تساعد دراسة الجدوى المالية على اتخاذ قرار التمويل وترشيد الاستثمار وتوجيهه إلى أفضل المشاريع الاستثمارية بهدف تعظيم العائد على الاستثمار والاستخدام الأمثل للموارد المتاحة.
- يعتبر القرار الاستثماري من القرارات الأكثر أهمية وخطورة للمشروع وذلك احتوائه على ارتباط مالي كبير ولا يمكن الرجوع عنه إلا بخسارة.
- من خلال تقدير التدفقات النقدية الداخلية والخارجية ومن خلال مقابلتها للعوائد بالتكاليف تعتبر دراسة الجدوى المالية أداة هامة لاتخاذ القرار الاستثماري الرشيد والاختبار بين أفضل البدائل الاستثمارية المتاحة.
- الغرض الأساسي من دراسة الجدوى المالية للفرص الاستثمارية هو الوقوف على الآثار المالية المترتبة من خلال التقدير الدقيق لحجم الأموال اللازمة لتنفيذ المشروع الاستثماري وتشغيله، وكذا تحديد مصادر التمويل المختلفة وفي الأخير اختيار الهيكل التمويلي الأمثل.
- بعد الانتهاء من دراسة الجدوى المالية يكون أمام متخذ القرار مجموعة من المعلومات والبيانات، تحلل وتبويب للحكم على مدى ربحية المشروع الاستثماري من خلال معرفة سيولة ومدى ملائمة هيكله التمويلي مع تدفقاته النقدية الداخلة والخارجة من جملة أخرى.
- يتم تقييم المشروعات في حالات التأكد وعدم التأكد والمخاطرة باستخدام جملة من المعايير حيث تختلف من حيث سهول الفهم والتطبيق من حالة لأخرى بالإضافة إلى أن هذه المعايير لا تناقض فيما بينها وبالتالي مما سهل على المستثمر اتخاذ القرار.
- من خلال الدراسة الميدانية لفرع بالبويرة يثبت لنا غياب الاستثماري شبه تام عن دراسات الجدوى في عملية تقييم المشروعات والتركيز على الجانب المالي في التقييم، ويمكن القول أن الوكالة تولي الجانب المالي كبير عند اتخاذ القرار التمويلي، حيث تعتبر دراسة الجدوى المالية للمشروع الاستثماري في المرحلة الأساسية التي يتم من خلالها اتخاذ قرار أو الموافقة أو التأجيل أو التخلي على تمويل المشروع.
- اقتصر دراسة الجدوى المالية للمشروع على تقدير مختلف التكاليف اللازمة لإنجاز المشروع وتقدير التدفقات الناجمة عن استغلال المشروع خلال عمره الاقتصادي، والاعتماد على صافي القيمة الحالية ونتيجة الاستغلال لتقييم ربحية المشروع دون اللجوء إلى مختلف المعايير الأخرى في التقييم.

- اعتبار المشاريع المعروضة على الوكالة مشاريع مستقلة عن بعضها البعض أي قبول احدهما لا يمنع قبول الآخر بشرط أن يكون المشروع ذو جدوى.
- الاقتراحات: على ضوء النتائج السابقة، حاولنا إعطاء جملة من الاقتراحات تتمثل في:
 - لا بد من مراعاة الدقة في تقدير العوائد المتوقعة من الاستثمار والتكاليف الممكن تحملها، وكل التدفقات النقدية الداخلة والخارجة طول حياة المشروع.
 - يجب معرفة الأسس التي تبنى عليها المشروع خاصة للمستثمر الذي يرغب في توظيف أمواله كفرصة أولى بغرض تجنب المخاطر.
 - إلزام المستثمرين بضرورة إخضاع مشروعاتهم لدراسة الجدوى الاقتصادية بصفة عامة ودراسة الجدوى المالية بصفة خاصة كشرط أساسي لمنح تراخيص الاستثمار أو التمويل وإعطاء هذه الدراسة الأهمية اللازمة كونها إجراء جوهري وليس شكلي لاستكمال الملفات الناقصة.
 - يجب على المؤسسة من تحديد مصادر التمويل الملائمة وذلك حسب الأصول المراد تمويلها كما عليها القيام بالتمويل بين تلك المصادر وفق الاختلاف بين التكلفة لكل مصدر من مصادر التمويل.
 - على كل مؤسسة مالية تختص في تمويل المشاريع الاستثمارية القيام بدراسة الجدوى المالية كاملة، من قبل مختصين قبل اتخاذ قرار التمويل من أجل ضمان استرداد أموالها.
 - على كل مستثمر قبل القيام بأي مشروع استثماري القيام بدراسة جدوى اقتصادية متكاملة من كل الجوانب القانونية التسويقية والتقنية والمالية التي تضمن عدم الدخول في مشروع فاشل.
 - رغم أهمية دراسة الجدوى المالية إلا أنه يجب عدم النظر إليها على إنها ضمان كامل لنجاح المشروع.
- آفاق الدراسة: من خلال هذا الموضوع الذي يمس جوانب متعددة منها دراسة الجدوى الاقتصادية بصفة عامة والجدوى المالية بصفة خاصة، نرى أننا قدمنا جهداً لهذا الموضوع لكن هناك آفاق أخرى منها:
 - واقع دراسة الجدوى الاقتصادية من منظور إسلامي.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

الكتب بالعربية:

1. أحمد سعيد بلخ رمة، اقتصاديات جدوى المشروعات الاستثمارية ، دار الزهراء للنشر والتوزيع، المملكة السعودية، 2001.
2. احمد غنيم، قرارات إنشاء المشروعات الجديدة نظريا وتطبيقيا، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 1999.
3. أحمد فريد مصطفى، دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية ، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2009.
4. احمد ماهر، اقتصاديات الادارة - دراسة الجدوى و الخصخصة الانتاجية، مركز دالتا لطباعة، مصر، دون سنة النشر
5. احمد محمد المصري، الادارة الحديثة، مؤسسة شباب الجامعة ، مصر، 2000
6. أمين السيد أحمد لطفي ، تقييم المشروعات الاستثمارية للمحاكاة باستخدام مونت كارلو ، الدار الجامعية، مصر، 2006.
7. أمين السيد أحمد لطفي، دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، الدار الجامعية، مصر، 2005.
8. أويس عطوة الزنط، دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، المكتبة الأكاديمية لنشر، مصر، 1992.
9. جهاد فراس الطيلوني، دراسة الجدوى الاقتصادية، دار كنوز المعرفة، للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
10. جلال الملا، تخطيط و تقييم المشروعات الزراعية، دار المريخ لنشر، المملكة السعودية، 1991
11. حمدي عبد العظيم، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقسيم المشروعات ومشروعات البيوت، دون دار نشر، 2001،
12. حمزة محمود الزبيدي، ادارة الاستثمار والتمويل، الأردن، 2000.
13. حنفي زكي، دراسة الجدوى للمشروعات الاستثمارية، دار البيان، مصر 1997.
14. خليل محمد خليل عطية، دراسة الجدوى الاقتصادية، مركز تطوير الدراسات العليا والبحوث، مصر، 2008.
15. سعد طه علام، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات، دار طيبة للنشر والتوزيع، مصر، 2003.
16. سعيد عبد العزيز عثمان، دراسة جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق ، دار الجامعة للنشر والتوزيع، مصر، 2003.
17. سمير محمد عبد العزيز، الجدوى الاقتصادية للشركات الاستثمارية، مكتبة الإشعاع الفنية، مصر، 2009.
18. شقري نوري موسى، أسامة عزمي سلام، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الاردن، 2009.
19. سليمان محمد مرجان، بحوث العمليات الجامعية المفتوحة، ليبيا، 2002.
20. طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل لنشر والتوزيع، الأردن 2009.
21. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001.
22. عاطف جابر طه عبد الرحيم، دراسات الجدوى (التأصيل العلمي والتطبيق العلمي) ، الدار الجامعية، الإسكندرية 1999.

23. عاطف وليم أندرواس، دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات ، الأطر والخطوات - والقواعد والمعايير، دار الفكر الجامعية، مصر، 2007.
24. العامري محمد، محاسبة التضخم بين النظرية والتطبيق، جامعة البصرة، 2006.
25. عبد الرسول عبد الرزاق الموسوي، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات، دار وائل لنشر، الأردن، 2004.
26. عبد القادر محمد عطية، دراسات الجدوى التجارية والاقتصادية والاجتماعية من مشروعات ، الدار الجامعية مصر، 2001.
27. قاسم ناجي حمدي، أسس إعداد دراسات الجدوى وتقييم المشروعات مدخل نظري وتطبيقي ، دار المناهج، الأردن، 2008.
28. كاظم جاسم العيساوي، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، تحليل نظري وتطبيقي ، دار المناهج ، الأردن، 2005.
29. محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطات ، الإدارة المالية والتمويل ، الدار الجامعية لنشر والتوزيع، مصر ، 2007.
30. محمد فريد الحصن، مصطفى أبو بكر، بحوث العمليات مدخل تطبيقي لفاعلية القرارات التسويقية ، الدار الجامعة، مصر، 2000.
31. محمد محمود العجلوني، الحلاق سعيد سامي ، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، دار البازوري العلمية لنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
32. محمد عبد الفتاح العيشاوي، دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية مع نماذج علمية، كلية التجارة، مصر، 2007.
33. مدحت القرشي، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات الصناعية، دار وائل لنشر، الأردن، 2009.
34. عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، دار الفكر الجامعية، مصر 2003.
35. نبيل شاكر ، إعداد دراسات الجدوى وتقييم المشروعات الجديدة ، جامعة عين الشمس، مصر، الطبعة 2 ، 1996.
36. نعيم نمر داود، دراسة الجدوى الاقتصادية، دار البجاية، الأردن، 2011.
37. هوشيار معروف، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، دار صفاء لنشر والتوزيع، الأردن، 2004م.
38. هيثم محمد الزغيبي، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر لطباعة والنشر، الأردن، 2000.
39. يحيى عبد الغاني ابو الفتوح، دراسة جدوى المشروعات ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، مصر، 2003.

المقالات والمجلات:

1. البقوم وسالم العون، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال، مجلة المنارة، المجلد 14، العدد 1، 2008-2007.
2. العايب ياسين، تحليل هيكل إستدانة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر، العدد 1، المجلد 11، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الإنسانية والاجتماعية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير الجزائر 2010-2011.
3. يجاوي مفيدة، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسة العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الثالث، جامعة محمد حيضر، بسكرة، أكتوبر 2001-2002.

الأطروحات والمذكرات:

1. بن مسعود نصر الدين، دراسة وتقييم المشاريع الاستثمارية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2009-2010.
2. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006.
3. حياة زيد، دور التحليل الفني في إتخاذ القرار الاستثماري، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد حيضر بسكرة 2014-2015.
4. زهية حوري، تقييم المشروعات في البلدان النامية باستخدام طريقة الآثار، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة 2006-2007.
5. سمير هريان، صيغ وأساليب التمويل بالمشاركة المؤسسات الصغيرة والمتوسط لتحقيق التنمية، مذكرة لنيل ماجستير في علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2014-2015.
6. محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلة الهيكل المالي للمؤسسة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2015-2016.
7. مهري عبد المالك، دراسة الجدوى المالية المشروعات الاستثمارية ومساهمتها فني إتخاذ الاستثماري، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة تبسة، 2012-2013.
8. نمري نصر الدين، الموازنة الاستثمارية ودورها في ترشيد الإنفاق الاستثماري، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التسيير، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2007-2008.

الملتقى:

1. عوادي مصطفى، هياكل الدعم المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والميكانيزميات الجديدة للتمويل، الملتقى الوطني حول إشكالية إستدانة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة حمه لخضر، الوادي، 17 ديسمبر 2017.