

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
République Algérienne Démocratique et Populaire

Ministère de l'enseignement
supérieur et de la recherche
scientifique

Université de Boumerdes
Faculté des Sciences Economiques,
Commerciales et des Sciences de
Gestion



وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة بومرداس

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم
التسيير

رقم المذكرة: SGMF56

مذكرة التخرج تدرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر

تخصص:

إدارة مالية

الموضوع

دور دراسة الجدوى المالية في نجاح المشاريع الاستثمارية
دراسة حالة بالبنك الوطني الجزائري BNA

فترة التريص: من 21/02/2022 الى 30/05/2022

الاستاذة المشرفة :

د. زواوي فضيلة

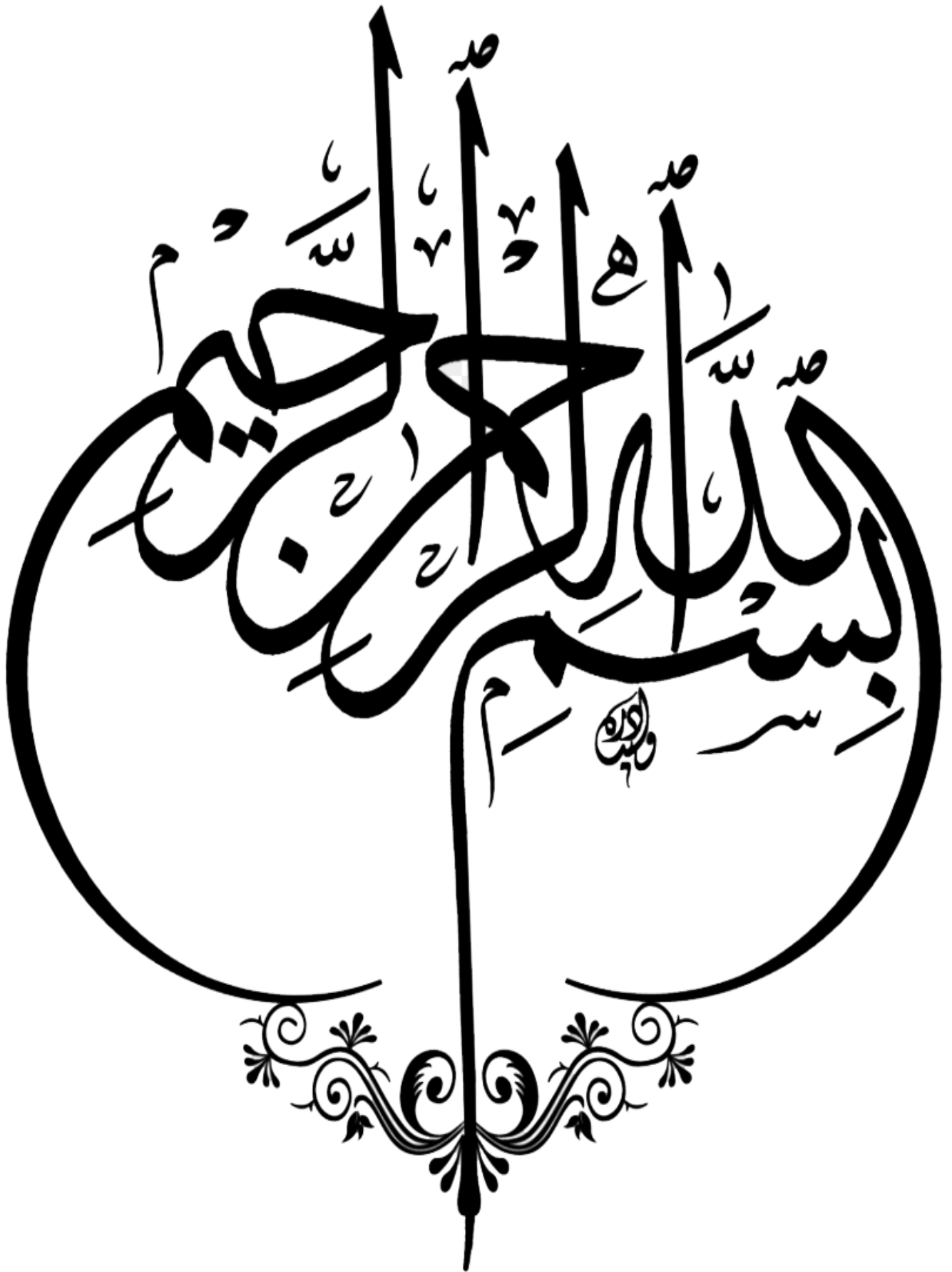
من اعداد الطالبين :

ماجري هجيرة

عبالت ياسمينة

دفعه: 2022

السنة الجامعية: 2021-2022



شكر وعرفان

اتقدم بالشكر الجزيل الى مشرفتي الاستاذة زواوي فضيلة

حفظها الله لم تبخل علينا بالوقت ولا بتوجيهاتها ونصائحها القيمة

كما لا يفوتني شكر جميع الذين ساهموا في انجاز هذا العمل

واخص بالذكر كل عمال البنك الوطني الجزائري BNA وكالة

بومرداس.

ياسمينة وهجيرة

اهراء

الحمد لله وكفى والصلاة والسلام على المصطفى واهله ومن وفى اما بعد: الحمد لله
الذي وفقنا لتتميم هذه الخطوة في مسيرتنا الدراسية بمزكرتنا هذه ثمرة الجهد والنجاح بفضل
تعالى مهرة الى الوالدين الكريمين حفظهما الله وادامهما نورا لدرجي.

اهدي عملي الى اعالى الناس امي وابي والى كل اخوتي فردا فردا جعلهم الله دخلا
لي، الى كل العائلة والاقارب وكل الاصدقاء والزلاء في العمل، الى رفيقة المشوار التي
قاسمتني لحظاته ..

الى كل من كان لهم اثر على حياتي،

الى كل من احبهم قلبي ونسيهم قلبي.

ياسمينه



اهراء

الحمد لله وكفى والصلاة والسلام على المصطفى واهله ومن وفى اما بعد: الحمد لله
الذي وفقنا لتتميم هذه الخطوة في مسيرتنا الدراسية بمزكرتنا هذه ثمرة الجهد والنجاح بفضل
تعالى مهرة الى الوالدين الكريمين حفظهما الله وادامهما نورا درجي.
اهدي عملي الى اعالى الناس امي واجي الحسينى والى ابنتي قرة عيني وثمره حياتي،
الى كل من ساعدني في مسيرتي وتمنى لي النجاح، الى صديقاتي زميلاتي وزملائي في
العمل.

الى رفيقة المشوار التي قاسمتني لحظاته..

هجيرة



الفهرس

شكر وعرفان	.....
اهداء	.....
الفهرس	.....
قائمة الجداول	.....
قائمة الأشكال	.....
قائمة الملاحق	.....
ملخص	.....
مقدمة عامة:	.....
<u>أ- هـ</u>	.....
الفصل الاول الاطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية	.....
تمهيد	..... 2
المبحث الأول: ماهية المشروع الاستثماري	..... 3
المطلب الاول: مفهوم الاستثمار و المشروع الاستثماري	..... 3
المطلب الثاني: خصائص و اهداف المشروع الاستثماري	..... 7
المطلب الثالث: انواع المشاريع الاستثمارية و دورة حياة المشروع	..... 10
المبحث الثاني: عموميات حول دراسة الجدوى المالية	..... 17
المطلب الأول: مفهوم وأهمية دراسة الجدوى	..... 17
المطلب الثاني: مراحل دراسة الجدوى	..... 19
المطلب الثالث: ماهية الجدوى المالية و أهميتها	..... 21
المبحث الثالث: الهيكل التمويلي للمشروع الاستثماري	..... 22
المطلب الاول: مفهوم الهيكل التمويلي للمشروع الاستثماري و محدداته	..... 22
المطلب الثاني: مصادر الهيكل التمويلي و قياس تكلفة التمويل	..... 26
المطلب الثالث: اختيار الهيكل التمويلي الأمثل	..... 34
خلاصة	..... 38

الفصل الثاني: العلاقة بين الجدوى المالية والمشاريع الاستثمارية.....

تمهيد 40

المبحث الأول : القرار الاستثماري 41

المطلب الأول : ماهية القرار الاستثماري وأنواعه 41

المطلب الثاني : أسس ومبادئ اتخاذ القرارات الاستثمارية 45

المطلب الثالث : العوامل المؤثرة على اتخاذ القرارات الاستثمارية 47

المبحث الثاني: التدفقات النقدية للمشاريع الاستثمارية 49

المطلب الأول : مفهوم التدفقات النقدية ومكوناتها 50

المطلب الثاني : مشاكل و صعوبات التدفقات النقدية 54

المطلب الثالث : تقدير صافي التدفقات النقدية 58

المطلب الرابع: القوائم المالية التقديرية للمشروع 60

المبحث الثالث :معايير التقييم و المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية 61

المطلب الأول : مفهوم و أهمية تقييم المشاريع الاستثمارية 62

المطلب الثاني : أساليب تقييم المشاريع الاستثمارية 64

المطلب الثالث: التقييم باستخدام النسب المالية 67

خلاصة 72

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية دراسة جدوى مالية لمشروع على مستوى البنك الوطني الجزائري وكالة

بومرداس 74

تمهيد 74

المبحث الأول: نظرة عامة عن البنك الوطني الجزائري BNA 75

المطلب الأول: تقديم عام للبنك الوطني الجزائري 75

المطلب الثاني: وظائف و أهداف البنك الوطني الجزائري 75

المطلب الثالث: تعريف بوكالة بومرداس 645 و تقديم هيكلها التنظيمي و اهدافها 77

المبحث الثاني : نموذج عن دراسة جدوى مالية لمشروع استثماري ممول من طرف البنك الوطني الجزائري

وكالة بومرداس: 82

82.....	المطلب الأول : تقديم المؤسسة محل الدراسة
84.....	المطلب الثاني : الوضع المحاسبي للمؤسسة
86.....	المطلب الثالث : القوائم المالية
97.....	المبحث الثالث: تقييم المشاريع باستعمال المعايير
97.....	المطلب الأول: تقييم المشروع الاستثماري باستخدام المعايير في حالة التأكد
99.....	المطلب الثاني : تقييم المشروع باستعمال مؤشرات و نسب التوازن المالي
102.....	خلاصة
103.....	خاتمة عامة
107.....	قائمة المراجع
114.....	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
59	تقدير التدفقات النقدية الصافية	01
77	توزيع موظفي وكالة بومرداس	02
83	ملخص المشروع	03
84	الميزانية المحاسبية (الأصول)	04
85	الميزانية المحاسبية الخصوم	05
86	الهيكل التمويلي للمشروع	06
86	اهتلاك القرص البنكي	07
87	اهتلاك الأصول الثابتة	08
87	رقم الأعمال التقديري	09
87	المصاريف السنوية التقديرية	10
88	مشتريات مواد و لوازم مستهلكة تقديرية	11
88	الاستهلاكات الأخرى التقديرية	12
88	الخدمات الخارجية التقديرية	13
88	مصاريف المستخدمين التقديرية لسنة 2017 و 2018 (الأصول)	14
89	ميزانية التقديرية لسنة 2017 و 2018 (الأصول)	15
91	الميزانية التقديرية لسنة 2017 و 2018 الخصوم	16
92	الميزانية التقديرية لسنة 2019 و 2020الأصول	17
93	الميزانية التقديرية لسنة 2019 و 2020الخصوم	18
94	الميزانية التقديرية لسنة 2021 الأصول	19
95	الميزانية التقديرية لسنة 2021 الخصوم	20
96	جدول حسابات النتائج	21
97	جدول التدفقات النقدية	22
99	مؤشرات التوازن المالي	23
100	جدول نسب التوازن المالي	24

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
15	أنواع المشاريع الاستثمارية	01
80	الهيكل التنظيمي لبنك الوطني الجزائري وكالة بومرداس 645	02

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
114	الميزانية المحاسبية لسنة 2016 الأصول	01
115	الميزانية المحاسبية لسنة 2016 الخصوم	02
116	الميزانية التقديرية لسنة 2017 و 2018 الأصول	03
117	الميزانية التقديرية لسنة 2019 و 2020 الأصول	04
118	الميزانية التقديرية لسنة 2021 الأصول	05
119	الميزانية التقديرية لسنة 2021 الخصوم	06

ملخص :

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور دراسة الجدوى المالية في نجاح المشاريع الاستثمارية، من خلال اتخاذ القرار الملائم الذي يتم من خلال المفاضلة بين البدائل المقترحة والتي يكون تقييمها انطلاقاً من عدة معايير تأخذ بعين الاعتبار حالة التأكد والمخاطرة وكذا النسب المالية التي تعكس مستوى تسيير الأموال انطلاقاً من القوائم المالية. على هذا الأساس قمنا بدراسة حالة قرض استثماري ممول من طرف البنك. من خلال هذا العمل استنتجنا أن دراسة الجدوى المالية لها دور فعال في تقييم المشاريع ومدى صلاحيتها وبالتالي اتخاذ القرار السليم الذي هو أساس نجاح المشروع الاستثماري أو فشله.

الكلمات المفتاحية:

دراسة الجدوى المالية، القرار الاستثماري، الهيكل التمويلي، معايير التقييم، التدفقات النقدية، الربحية التجارية، المشروع.

Résumé :

Le présent travail vise à mettre en évidence le rôle de l'étude de faisabilité financière dans la réussite des projets d'investissement grâce à la bonne prise de décision d'investissement, dont le choix est déterminé après examen des différentes alternatives proposées. Lesquelles sont évaluées à partir de plusieurs critères, tenant compte de l'état de certitude, du risque, ainsi que des ratios financiers qui reflètent le niveau de gestion de l'argent à partir des états financiers. Sur cette base, nous avons étudié le cas d'un prêt d'investissement financé par la banque. Le travail mené dans ce sens a conduit à la conclusion que l'étude de faisabilité financière joue un rôle crucial dans l'évaluation des projets, de leur degré de validité et par conséquent la bonne prise de décision, qui est un facteur déterminant dans la réussite ou l'échec.

Les mots clés :

Etude de faisabilité financière, décision d'investissement, structure de financement, critères d'évaluation, flux de trésorerie, rentabilité commerciale, projet.

مقدمة

عامّة

مقدمة عامة

مقدمة عامة:

إن التطور الذي وصلت إليه الدول المتقدمة وما تحقق عنه من نمو اقتصادي جعل الدول النامية تدرك أن السبيل الوحيد للنهوض و التقدم هو اقامة مشاريع استثمارية واستغلال مواردها بشكل امثل ، ويرتكز ذلك على توفر معطيات دقيقة ومعرفة وافية للتغيرات المستقبلية، لهذا فإن اختيار المشروع الاستثماري المناسب يتطلب دراسة العوامل المؤثرة فيه، وهذا ما يسمى اقتصاديا بدراسة الجدوى الاقتصادية بحيث تعد صورة مبدئية و مسبقة عن المشروع الاستثماري المراد البدء فيه، وكذلك تعدد الرؤيا المستقبلية للمشروع من كل النواحي سواء كانت مالية، تقنية، اجتماعية وغيرها حيث تتعدد وتتوسع الفرص الاستثمارية و البدائل 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 التقييم و التحليل وفقا لمعايير و طرق مستعملة يعتمد عليها في اتخاذ القرار الاستثماري الأنجح، خاصة في ظل بيئة تتسم بالمخاطر وعدم التأكد التي يمكن أن تواجه المستثمرين سواء قبل البدء في المشروع أو في أي مرحلة من مراحلها قد تتسبب في خسائر أو فشل، حيث تقوم دراسة الجدوى المالية للمشروع بتقدير تدفقاته النقدية الداخلة والخارجة، وتحديد هيكله التمويلي الأمثل، كما تمكن هذه الدراسة من اختيار المشروع الناجح من بين البدائل، كما تهتم أيضا بتحديد مصادر الأموال المطلوبة لإنشائه و تشغيله بالقدر الكافي، وفي الوقت المناسب من جهة، ومعرفة العوائد المنتظر تحقيقها على مدى عمره الافتراضي، بأقل درجة من المخاطرة وعدم التأكد من جهة أخرى.

1- إشكالية الدراسة :

بالاعتماد على ما سبق يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية على النحو التالي:

- الى اي مدى تساهم دراسة الجدوى المالية في نجاح قرار جدوى المشاريع الاستثمارية؟

2- الأسئلة الفرعية :

من خلال الإشكالية الرئيسية يمكن إبراز التساؤلات الفرعية التالية:

- ما المقصود بالمشاريع الاستثمارية و ماذا تمثل دراسة الجدوى المالية ؟

- ما مدى أهمية دراسة الجدوى المالية في تقييم المشروع الاستثماري ؟

- ما مدى تطبيق البنك محل الدراسة لمعايير التقييم ؟

مقدمة عامة

3- الفرضيات :

للإجابة على الأسئلة الفرعية المطروحة ارتأينا أن نضع الفرضيات التي تساعد على إزالة بعض الغموض ومن هنا نطرح الفرضيات التالية:

- دراسة الجدوى المالية هي مرحلة تهتم بتحديد مصادر التمويل للمشاريع الاستثمارية بالاعتماد على نتائج دراسات الجدوى الأخرى وكذا قياس ربحية المشروع ؛
- تهدف دراسة الجدوى المالية الى ترجمة الدراسات السابقة إلى تقديرات مالية بتحديد التكاليف و الإيرادات المالية ؛
- يقوم البنك بإعداد دراسة جدوى لاتخاذ قرار التمويل من خلال اثبات الربحية وقدرة المشروع على الوفاء بالالتزامات ؛

4- أسباب اختيار الموضوع:

- من بين الأسباب التي دفعتنا لاختيار هذا الموضوع ما يلي:
- ارتباط هذا الموضوع ارتباطا وثيقا بتخصص الادارة المالية.
 - الرغبة في انشاء مشروع استثماري ناجح مستقبلا.
 - الأهمية المتزايدة التي يحظى بها موضوع دراسة الجدوى و تقييم المشروعات على المستوى العلمي في الجامعات و المعاهد أو على المستوى العملي في البنوك والمؤسسات ومكاتب الدراسات.
 - التعرف على طرق تقييم المشروعات والدراسات التي تساعد المستثمرين على تفادي الوقوع في مشاريع فاشلة وغير مربحة.

5-أهداف الدراسة:

- تتمثل أهداف البحث في التعرف على أهم الخطوات الأساسية والمراحل التي على أساسها يتم اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة إما بالتخلي عن المشروع المقترح أو العمل على تنفيذه ولهذا سنتطرق من خلال هذا البحث إلى:
- توضيح لماهية الاستثمار والمشاريع الاستثمارية؛
 - التعرف على اهمية دراسة الجدوى الاقتصادية عامة والمالية خاصة والعوامل المتحكمة فيها ؛
 - التعرف على المعايير المستخدمة في المفاضلة لتمويل المشاريع ؛
 - إبراز مختلف الطرق والمعايير التي من خلالها تتم عملية تقييم المشاريع الاستثمارية.
 - التعرف على أهم بيانات المشروع وتحليلها بصورة تساعد المستثمر على اتخاذ القرار الاستثماري الأمثل.

مقدمة عامة

6- أهمية الدراسة:

ترجع أهمية موضوع دراسة الجدوى المالية للمشروعات الاستثمارية إلى كونها أحد الفروع الاقتصادية والإدارية الحديثة التي لا غنى عنها لأي مشروع مهما كان نوعه، سواء كان هذا المشروع قائماً أو مجرد فكرة مطروحة فأهمية هذا البحث تتمثل في سعيه لإقامة الدليل العلمي وبأسلوب كمي لتقييم المشاريع المقترح إقامته، و اختيار أحسن بديل باستخدام جمل من المعايير التقييمية، لان نجاح أي مشروع استثماري مستقبلا يعتمد بشكل أساسي على صنع واتخاذ القرار السليم في الحاضر.

7- صعوبات الدراسة:

- تجدر الإشارة إلى بعض الصعوبات التي واجهناها عند إعداد هذا البحث و التي تمكنا من تخطي بعضها:
- ضيق الوقت بسبب العمل و الدراسة في نفس الوقت.
 - تغيير مكان التريض بسبب التكم التام عن المعلومات و عدم المساعدة و مد العون للقيام بالدراسة.

8- حدود الدراسة :

تمثلت في:

- الحدود المكانية : تمت هذه الدراسة على مستوى البنك الوطني الجزائري وكالة بومرداس؛
- الحدود الزمنية : خلال السنة 2022.

9- الدراسات السابقة :

توجد العديد من الدراسات النظرية والتطبيقية التي حاولت دراسة موضوع الجدوى وتقييم المشاريع الاستثمارية، وقد سمح لنا هذا بالإطلاع على الكثير من البحوث والرسائل الجامعية وأطروحات الدكتوراه التي لها صلة مباشرة بموضوعنا محل الدراسة، وفي ما يلي إشارة لأهم الأبحاث الأكاديمية والعلمية التي اطلعنا عليها:

❖ دراسة بن حركو غنية : واقع دراسات الجدوى و تقييم المشاريع الاستثمارية في الجزائر ، مذكرة مكملة من متطلبات

نيل شهادة الماجستير ، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي ، 2010-2011 .

هدفت هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على إحدى أهم المسائل الاقتصادية الحيوية، خاصة بالنسبة للجزائر بعد فشلها

مقدمة عامة

في تحقيق طموحاتها خلال فترة الاقتصاد المخطط، وماهي الآن تعمل بجد لأجل بناء قاعدة مادية للانتقال إلى اقتصاد السوق، لهدف تحقيق تقدم اقتصادي و اجتماعي يرفعها إلى مصاف الدول المتقدمة.

❖ **دراسة بن مسعود نصر الدين:** دراسة وتقييم المشاريع الاستثمارية دراسة حالة شركة الإسمنت ببني صاف، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، 2010 .

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد الخطوات و المراحل التي يتم على أساسها اتخاذ القرار الاستثماري المناسب وتوصلت هذه الدراسة إلى أن المشاريع الاستثمارية تحتاج موارد مالية ضخمة لذا عدم القيام بدراسة قد تعرض إلى خسائر ضخمة تكلف موارد ضائعة، وبحث تفصيلي دقيق بكل الجوانب المتعلقة بالمشروع.

❖ **دراسة تمغدين نور الدين :** دور و أهمية دراسات الجدوى في تقييم و تمويل مشروعات القطاع الخاص مع دراسة حالة المشروعات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر (منطقة الجنوب الشرقي) ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص : نقود و تمويل، جامعة محمد خيضر (بسكرة) كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، قسم العلوم الاقتصادية،2018-2019 .

هدفت هذه الدراسة إلى إبراز مدى أهمية دراسات الجدوى الاقتصادية في تقييم و تمويل مشروعات القطاع الخاص في الجزائر وواقع الاهتمام بهذه الدراسات بالنسبة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة في منطقة الجنوب الشرقي و تبين كذلك ما تشكله عملية اتخاذ القرار الاستثماري و تمويل المشروعات الاقتصادية من آثار هامة ليس على مستوى المستثمر فقط، بل تتعدى ذلك لتشمل أجزاء الاقتصاد الوطني برمته، وتتزامن معالجة هذا الموضوع مع الوضع الذي تعيشه الجزائر في ظل التغيرات الاقتصادية المتسارعة ، وسياسة الإصلاحات المتبعة بهدف تعزيز الاقتصاد وتهيئته للاندماج في المنظومة الاقتصادية العالمية، التي تسودها ظاهرة الانفتاح والعولمة، و إرساء قواعد آليات السوق و إشراك القطاع الخاص في رسم مسار التنمية الاقتصادية.

❖ **دراسة حوري زهية :** تقييم المشروعات في البلدان النامية باستخدام طريق الآثار ، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة منتوري « قسنطينة » تخصص اقتصاد كمي ، 2007.

هدفت هذه الدراسة لتحليل نظام اختيار كل المشروعات مهما كانت طبيعتها و نظرا للدور المتزايد لتقييم المشاريع و ما تثيره من قضايا في الكتابات الاقتصادية، أرادت الباحثة تسليط الضوء على موضوع تقييم المشاريع في الدول النامية، مع دراسة تطبيقية على الاقتصاد الجزائري.

مقدمة عامة

10- منهج الدراسة :

إن طبيعة الدراسة تتطلب استعمال أكثر من منهج بحث و قد حددنا لذلك منهجين ، المنهج الوصفي الذي يركز على الوصف الدقيق لموضوع معين من خلال الدراسة النظرية و المنهج التحليلي في الدراسة التطبيقية من اجل استخلاص النتائج.

11- هيكل البحث :

لتحقيق الهدف من الدراسة ، و للإجابة عن الإشكالية المطروحة و الأسئلة الفرعية قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى ثلاث فصول بحيث خصصنا الفصلين الاولين لدراسة الجانب النظري اما الفصل الثالث فكان للجانب التطبيقي و أهم ما جاء في الفصول ما يلي :

الفصل الأول كان تحت عنوان الاطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية و يعتبر كمدخل للدراسة حيث تطرقنا الى ماهية المشروع الاستثماري خصائصه، أهدافه و كذا أنواعه و دورة حياته، ثم العموميات حول دراسة الجدوى المالية وصولا الى الهيكل التمويلي للمشروع الاستثماري محدداته مصادره، قياس تكلفة التمويل و الهيكل التمويلي الامثل.

اما في الفصل الثاني تعرضنا الى العلاقة بين دراسة الجدوى المالية و المشاريع الاستثمارية اين تناولنا مفهوم التدفقات النقدية و مكوناتها مشاكل و صعوبات قياسها و كذا تقدير صافي التدفقات النقدية، ثم تليها معايير التقييم و المفاضلة بين المشاريع في ظروف التأكد و عدم التأكد و في ظل المخاطرة و كذا التقييم باستخدام النسب المالية و في الاخير كل ما يتعلق بالقرار الاستثماري بصفة عامة و شاملة .

من اجل توضيح الجانب النظري و إثراء البحث قمنا من خلال الفصل الثالث من هذا البحث بالدراسة الميدانية في لبنك الوطني الجزائري وكالة بومرداس أين قدمنا نظرة عامة عن البنك و الوكالة محل الدراسة اهدافها و وظائفها ثم استعرضنا نموذج لدراسة جدوى مالية لمشروع استثماري ممول من قبل البنك و قمنا بتقييمه انطلاقا من القوائم المالية و المعايير

و النسب المالية.

الفصل الأول

الإطار العام

لدراسة الجدوى المالية

للمشاريع الاستثمارية

تمهيد:

تعتبر دراسة الجدوى الاستثمارية من أهم المراحل التي يمر بها أي مشروع استثماري مهما كان نوعه، كونها تهدف إلى ترشيد استخدام الموارد المتاحة التي تتسم بالندرة النسبية في مشاريع تكون مجدية وتعود بالفائدة على المستويين العام والخاص، كما تمثل دراسة الجدوى ضرورة حتمية لا بد منها قبل الانطلاق في تحويل المشروع من مجرد فكرة إلى حقيقة ملموسة، وهذا ضمانا لنجاحه وتجنب المستثمرين الدخول في استثمارات غير مريحة باعتبار أن الاستثمار هو المحرك لكل تنمية اقتصادية وهو بالضرورة يعني القيام بخطوة نحو المجهول إذن هو إجراء يستلزم مخاطر، وقصد تقادي هذه المخاطر التي قد تنشأ عن أخطاء غالبا ما تكون مكلفة لأنه وبكل بساطة يعني استحالة الرجوع إلى الوراء بعد الإقدام على المشروع الاستثماري وإقامته، و من هنا كان التركيز في هذا الفصل على دراسة الجدوى المالية للمشروع الاستثماري بصفة خاصة مبينين أهمية هذه الأخيرة في صناعة القرار الاستثماري و قياس ربحية المشروع من الناحية التجارية إلى جانب تحديد مصادر التمويل والهيكل التمويلي.

ويندرج تحت هذا الفصل ثلاث مباحث نستعرضها كما يلي:

- المبحث الأول: ماهية المشروع الاستثماري
- المبحث الثاني: عموميات حول دراسة الجدوى المالية
- المبحث الثالث: الهيكل التمويلي للمشروع الاستثمار

المبحث الأول: ماهية المشروع الاستثماري

يقصد بمصطلح مشروع فكرة مقترحة تخضع إلى الدراسة والتقييم، الأمر الذي يعني احتمال الأخذ بها أو رفضها على الإطلاق أو احتمال تنفيذها بعد إجراء القليل أو الكثير من التعديلات عليها، ولكن المشروع في المجال الاقتصادي يختلف في خصائصه عن المجالات الأخرى، إذ يركز على رهانات حاسمة تساهم في تطوير اقتصاديات الدول والأفراد عن طريق دعم الاستثمارات في مختلف الميادين الاقتصادية، وهذا ما سنتطرق إليه ضمن هذا المبحث من خلال تناولنا للعناصر التالية: مفهوم الاستثمار والمشروع الاستثماري، خصائص وأهداف المشروع الاستثماري، أنواع المشاريع الاستثمارية و دورة حياة المشروع.

المطلب الأول: مفهوم الاستثمار والمشروع الاستثماري

كثيرا ما اقترن مفهوم الاستثمار بمفهوم المشروع الاستثماري واعتبارهما مفهوما واحدا لدى معظم الاقتصاديين، وهذا نظرا لعملية التكامل والاندماج بينهما، وعلى هذا الأساس فإن الفرق بينهما يكمن في المرحلة الزمنية، فالمشروع الاستثماري يسبق العملية الاستثمارية فهو تمهيد للاستثمار.

أولا: مفهوم الاستثمار

تحظى عملية الاستثمار من بين العديد من الفعاليات الاقتصادية بأهمية كبيرة كون الاستثمار يمثل العنصر الحيوي والفعال لتحقيق عملية التنمية الاقتصادية، فالاستثمار عملية معقدة لتعلقها بعوامل مختلفة، إضافة إلى أن نتائجها التي قد تكون ثقيلة بسبب الموارد الضخمة التي يتطلبها، لهذا اختلفت الآراء و الأفكار في اعطاء معنى محدد و شامل لمفهومه . ومن أبرز التعريفات التي قدمت للاستثمار ما يلي:

"الاستثمار هو عملية مالية متمثلة في الإنفاق الحاضر عموما بمبالغ معتبرة على أمل الحصول على إيرادات مستقبلية موزعة عبر الزمن"¹.

كما يعرف على أنه "التخلي عن استخدام أموال حالية ولفترة زمنية معينة، من أجل الحصول على مزيد من التدفقات في المستقبل تكون بمثابة تعويض عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة وكذلك تعويض عن الانخفاض المتوقع في القدرة الشرائية للأموال المستثمرة مع إمكانية الحصول على عائد معقول مقابل تحمل عنصر المخاطرة"².

¹ Amand Dayan, Manuel de gestion, volume 2, Edition Ellipses, paris, 1999, p143.

² زهيه حوري، تقييم المشاريع في الدول النامية، رسالة دكتوراه (غير منشورة) كلية العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2007، ص6.

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

معنى أن الاستثمار هو " استهلاك سلبي راهن مقابل الحصول على استهلاك إيجابي مستقبلا مع قدر من المخاطر.³"

كما يمكن ملاحظة أن مفهوم الاستثمار بالنسبة للمؤسسة يحتوي على ثلاثة خصائص أساسية تتمثل في:

- كونه إطار دائم في الالتزام بالأموال .

- مفهوم المراد ودية والفعالية بالنسبة للأهداف المحددة من طرف المستثمر .

- مفهوم الخطر المرتبط بالمستقبل.

ومن بين التعاريف التي اعتمدت على تحديد مقومات الاستثمار ما يلي: "الاستثمار هو توظيف الأموال المتاحة في اقتناء

أو تكوين أصول بقصد استغلالها لتحقيق أغراض المستثمر⁴."

ويمكن استنتاج هذه المقومات على النحو التالي:

- الموارد المتاحة : متمثلة في الأموال التي يمكن توفيرها من مصادر مختلفة .
- المستثمر: وهو الشخص الطبيعي أو المعنوي الذي يقبل قدرا من المخاطرة لتوظيف موارده الخاصة .
- الأصول : وهي تلك الاستثمارات التي يوظف فيها المستثمر أمواله متمثلة في شتى الأصول .
- غرض المستثمر : هي النتائج التي يتوقعها المستثمر من استثماراته، والتي تحمل قدرا من المخاطرة من أجلها، وقد يكون هذا العائد ماديا أو منفعة عامة منظورة أو غير منظورة.

كما يمكن تعريف الاستثمار من وجهات نظر مختلفة:

من وجهة نظر اقتصادية : "الاستثمار هو كل تضحية آنية بالأموال على أمل الحصول في المستقبل على إيرادات أو

تدفقات نقدية خلال فترة زمنية معينة، بحيث العائد الكلي أكبر من النفقات الأولية للاستثمار⁵."

و يمكن أن نستنتج من هذا التعريف ثلاثة عناصر أساسية يجب أخذها بعين الاعتبار وفق هذه النظرة، وهي⁶:

1- مدة استرجاع الاستثمار: وهي تمثل المدة الزمنية لاسترجاع المؤسسة لأموالها المستثمرة والتي قد تكون طويلة أو

قصيرة.

2- مردودية الاستثمار: لا يمكن اتخاذ قرار الاستثمار إلا إذا تبين للمؤسسة على أساس الدراسات السابقة أن هناك

إيرادات مستقبلية أكبر من التكلفة الأولية للاستثمار، بمعنى هناك مردودية.

³ احمد عبد السميع علام، دراسة الجدوى الفنية و الاقتصادية و تقييم المشروعات. ط1. الإسكندرية. دار الوفاء لدنيا الطباعة و النشر 2008 .

⁴ حامد العربي الحضري، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر و التوزيع، القاهرة، 2000، ص19-20.

⁵ Abdellah Boughaba, Analyse et évaluation de projet, édition Berti, paris, 1998, p08.

⁶ Djuatio Emmanuel, Management des projets, Technique d'évaluation, Analyse, choix et planification, édition l'harmattan, paris, 2004, p18.

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

3-المخاطر المستقبلية: يشكل الخطر أهم خصائص الاستثمار، حيث لا يمكن اتخاذ قرار الاستثمار إلا إذا تم التنبؤ وتقدير المخاطر الممكن التعرض لها في المستقبل.

من وجهة نظر مالية : يعرف على انه"القيام نفقات مالية خلال مدة معينة مقابل الحصول او عدم الحصول على ايرادات في المستقبل"⁷.

او "هو كل اكتساب للأصول سواء كانت ثابتة او متداولة، ملموسة او غير ملموسة اضافة الى الاحتياجات المتولدة من دورة الاستغلال"⁸.

كذلك يعرف على انه "تجميد رؤوس الاموال من اجل شراء اصل صناعي او مالي بغرض تحقيق عائد مستقبلي فهو لا يخص الاصول الثابتة او المالية بل ايضا كل النفقات غير المباشرة المرتبطة بمستقبل المؤسسة (البحث،التكوين)"⁹.

و على اساس ذلك يتضح لنا أن الاستثمار من وجهة نظر مالية يتمثل في اكتساب الموجودات المالية المتمثلة في السندات و الاسهم و الى غير ذلك من ادوات الاستثمار المالي .

من وجهة نظر محاسبية : "هو حيازة أو انجاز أصول دائمة مادية، أو معنوية أو مالية، تحتفظ بها المؤسسة لتنمية ثروتها"¹⁰.

كما يعرف على انه عبارة عن "كل سلعة منقولة او عقار او سلعة معنوية خدمة او مادية متحصل عليها او منتجة من طرف المؤسسة و هو موجه للبقاء لمدة طويلة و مستمرة في المؤسسة"¹¹.

و يتضح من خلال ذلك ان مفهوم الاستثمار من هذا المنظور يتمثل في كل ما تمتلكه المؤسسة سواء ماديا (أراضي،مباني،آلات،لوازم...) أو معنويا (محلات تجارية، براءات اختراع).

ثانيا :مفهوم المشروع الاستثماري

إن تحديد وتوضيح مفهوم رأس المال يعطي صورة واضحة للاستثمار وأبعاده ، ويراد برأس المال ما يملكه الشخص (أو أية جهة) من قيم في لحظة زمنية معينة سواء اتخذت شكل موجودات ثابتة أو متداولة أو حقوق عينية، وبناءً على ذلك

⁷ Boughaba.A, Analyse et Evaluation de projets, Edition BERTI, Paris , 2005 , P.01.

⁸ Margerin.J, Ausset.G , Investissement et Financement , éditeurs courcouse , 1990 , P. 15.

⁹ Conso. P, Hemici.F, Gestion Financière de L'entreprise, 8eme édition, France, 1999, P.353.

¹⁰ Elie Cohen, gestion Financière de l'entreprise, édition UREF, paris, 1991, p249.

⁵ محمد بوتين، المحاسبة العامة للمؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1991، ص 96.

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

سيعد من قبيل الاستثمار إنشاء مشاريع استثمارية، لذا يعتبر المشروع النواة الأساسية في البناء الاقتصادي في جميع المجتمعات ، لوضع قاعدة اقتصادية ذات أسس متينة، تسمح لها بتحقيق التنمية الشاملة المستدامة، ومن هذا المنطلق ينظر للمشروع من زوايا عديدة حيث يرى البعض أن المشروع هو " وحدة لاتخاذ القرارات ذات شخصية تسعى إلى هدف أو مجموعة من الأهداف".¹²

نلاحظ أن هذا التعريف يمس الجانب الإداري فقط حيث يهتم بعملية اتخاذ القرار وشخصية وشكل المشروع والأهداف التي يريد تحقيقها، فهو بذلك يهمل العنصر الاقتصادي للمشروع والمتمثل في توظيف الموارد الاقتصادية باستخدام أسلوب إنتاجي معين.

لذا ينظر للمشروع على أنه " اقتراح بتخصيص قدر معين من الموارد في الوقت الحاضر ليستخدم في خلق طاقة إنتاجية جديدة، إعادة تأهيل إنتاجية قائمة أو توسيعها، بهدف الحصول على منفعة صافية من تشغيلها في المستقبل عبر فترة زمنية، طويلة نسبياً"¹³ بمعنى آخر فإن المشروع الاستثماري هو اقتراح يتضمن التضحية بإشباع مؤكد في الوقت الحاضر في سبيل إشباع آخر يتوقع الحصول عليه مستقبلاً.

كما يعرف المشروع على أنه " هو كل تنظيم له كيان حي مستقل بذاته يملكه ويديره أو يديره فقط منظم يعمل على التآليف والمزج بين عناصر الإنتاج ويوجهها لإنتاج أو تقديم سلعة أو خدمة تطرح في السوق من أجل تحقيق أهداف معينة خلال فترة معينة"¹⁴

من خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص مفهوم شامل للمشروع الاستثماري بأنه نشاط بشري منظم يهدف إلى إنجاز هدف معين في فترة زمنية محددة و باستخدام موارد متنوعة من العاملين و المستلزمات الفنية و الطاقة و المواد الأولية والموارد المالية أو آلية البيانات أو المعلومات اللازمة لذلك ، مقابل الحصول على منافع مادية أو اجتماعية في المستقبل القريب أو البعيد.

و أياً كانت التعاريف المعطاة للمشروع الاستثماري فإنه في المحصلة النهائية يعتبر قرار استثماري ذو هدف قد يكون تحقيق عائد مادي و هو الربح بالنسبة للمشاريع القطاع الخاص ، أو تحقيق أكثر من ذلك أهداف اجتماعية.

¹² احمد فوزي ملوخية ،اسس دراسات الجدوى للمشروعات الاقتصادية ،الاسكندرية ،مكتبة بستان المعرفة،2005.

¹³ احمد كامل الحجازي،تقويم الاثر البيئي،الموسوعة العربية للمعرفة من اجل التنمية المستدامة للبعد البيئي،الدار العربية للعلوم ،لبنان المجلد الثاني الطبعة الاولى،2006 .

¹⁴ امين السيد احمد لطفي ،الاصول المنهجية الحديثة لدراسات الجدوى المالية للاستثمار ،القاهرة ،دار النهضة العربية ،1998،ص408 .

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

يتميز المشروع الاستثماري بعدة خصائص تميزه عن غيره من المشاريع و كذا مجموعة من الاهداف التي يسعى للوصول اليها و تحقيقها .

المطلب الثاني :خصائص و اهداف المشروع الاستثماري

اولا : خصائص المشروع الاستثماري

من خلال التعاريف السابقة للمشروع الاستثماري يمكن أن نستخلص أهم الخصائص المميزة له¹⁵:

- المشروع يلوح كفرصة استثمارية سرعان ما تتحول إلى فكرة مميزة اقتصاديا وفنيا؛
- المشروع كيان مقترح، يمكن أن يكون استثمارا جديدا، أو التوسع في استثمار قائم، أو تحويل استثمار، أو تطوير أو تغيير استثمار، يخضع لدراسة قد تكون بسيطة أو معمقة؛
- المشروع الاستثماري نشاط يتم فيه المزج بين عوامل الإنتاج المختلفة؛
- يتمتع المشروع بشخصية معنوية، و باستقلالية نسبية إزاء المحيط، و باستقلالية في الإدارة والحسابات والأرباح تبقى له وعليه أن يغطي الخسائر ويكون مستقلا من الناحية المالية؛
- المشروع لا يعمل بعشوائية وإنما يديره شخص يسمى المنظم أو المستثمر، والذي يقوم بالتأليف و المزج بين عناصر الإنتاج المختلفة؛
- تقاس كفاءة المشروع بمدى قدرته على تحقيق أقصى عائد ممكن من الاستثمار الذي يشمل العائد المادي والعائد الاجتماعي؛
- العمر الافتراضي للمشروع، وهو المدى الزمني الافتراضي لحياته، والذي يحدد الفترة الزمنية لتحقيق الأهداف المسطرة؛
- المشروع وحدة زمنية، فالزمن ليس عنصرا خارجيا بالنسبة للنشاط الاقتصادي للمشروع ، وإنما جزء منه ومركب معه، فالإنتاج يتحدد عمليا خلال فترة زمنية معينة، ويتحدد معدل الاستخدام بالنسبة للألات وفرق العمل بوحدات زمنية، وأيضا تستخدم الوحدات الزمنية لتحديد نفقات عناصر الإنتاج؛
- المشروع وحدة مكانية، يتم تشييده في منطقة معينة، ويصبح المكان أو الأرض جزءا متكاملًا في بنائه الاقتصادي؛ بناء على ما سبق يمكن القول بأن خصائص المشروع الاستثماري تساعد على تصنيف المشاريع الاستثمارية لذا يعتبر تصنيف

³غنية بن حركو ، واقع دراسات الجدوى وتقييم المشاريع الاستثمارية الجزائر ،مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية،علوم التسيير والعلوم التجارية ،جامعة العربي بن مهيدي ،أم البواقي ،الجزائر،2010-2011 ،ص19.

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

المشاريع الاستثمارية مسألة في غاية الأهمية ينظر إليها بعين الاعتبار عند تقييم المشاريع، ولهذا نجد عدة أنواع للمشاريع الاستثمارية .

ثانيا : أهداف المشاريع الاستثمارية

يعتمد المشروع في تحقيق أهدافه على التوظيف الجيد لمزيج من الإمكانيات والموارد المادية والبشرية والمالية، مما يستلزم ضرورة التصرف الجيد مع ظروف واتجاهات البيئة التي يعمل فيها ولها المشروع وسندرس أهداف المشروعات الاستثمارية من زاويتين:

1- حسب زاوية المجال الخاص بالمشروع

نتعرض فيها لمختلف أهداف المشروع الاقتصادية، التكنولوجية، الاجتماعية، والسياسية حيث يسعى المشروع الاستثماري إلى تحقيق جملة من الأهداف هي:

1-1 الأهداف الاقتصادية وتتمثل في :

- زيادة الإنتاج السلمي والخدمي الممكن تسويقه بفعالية وبالتالي تحقيق دخول مناسبة لعوامل الإنتاج فضلا عن زيادة الدخل القومي .

- زيادة قدرة الاقتصاد الوطني على تشغيل عوامل الإنتاج من قوى عاملة و رأس المال والأرض .

-تعظيم الربح كعائد راس المال المستثمر لزيادة نموه وتطويره .

- زيادة" قدرة المشروع على الاستخدام الكفاء والأعلى لعوامل الإنتاج باستخدام الطرق التشغيلية والتكنولوجية المتقدمة.

- زيادة قدرة جهاز الإنتاج الوطني على إتاحة مزيد من السلع والخدمات وعرضها بالسوق المحلية للحد من الواردات والعمل على زيادة قدرة الدولة على التصدير وتحسين ميزان المدفوعات .

- تحسين التصنيع المحلي وتعميقه .

- تقوية بنيان الاقتصاد الوطني بالشكل الذي يعمل على تصحيح الاختلافات القائمة فيه بتشجيع المشروعات في القطاعات التي تشهد تأخر في التطور .

1-2 الأهداف التكنولوجية وتتمثل في:

- تطوير التكنولوجيا وأساليب الإنتاج لمحلية لتصبح أكثر قدرة على الوفاء بالاحتياجات .

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

- المساهمة في إحداث التقدم التكنولوجي بتقديم النموذج الأمثل الذي يتم الاقتداء به من جانب المشروعات المماثلة أو المنافسة.

- اختيار الأنماط التكنولوجية المناسبة والتحديث المستثمر للتكنولوجيا ومواكبة التطور السائد في هذا المجال.¹⁶

1-3 الأهداف الاجتماعية وتتمثل في:

- المشروع هو حقيقة موجودة وملموسة بالنسبة لكل فرد وهو يهدف إلى تحقيق عملية الانتماء بالفرد لا بد أن يشارك في النشاط الاقتصادي وهذه المشاركة لا تأتي إلا عن طريق الانضمام لموسوعة اجتماعية محددة أي إلى مشروع مشترك وهذا الانتماء يرسخ مبادئ العمل الجماعي في الإنتاج والإدارة .

- تحقيق التنمية الاجتماعية المتوازنة بين مختلف المناطق عن طريق استخدام المشروعات الاستثمارية كأداة لتنمية المناطق التي تعاني من نقص في مجال الاستثمارات.

- القضاء أو تخفيض معدلات البطالة والآفات التي تنشأ نتيجة لها .

- تحقيق الاستقرار الاجتماعي والتقليل من حالات التوتر، والقلق وذلك بتوفير حاجات أمتع من السلع والخدمات الضرورية

- المشروع كنواة أو نظام يعمل على تحقيق التفاعل بين الافراد وتغيير سلوكياتهم وأنماطهم بشكل ايجابي¹⁷.

1-4 الأهداف السياسية تتمثل في :

- إقامة المشروعات المرتبطة بالأمن القومي كصناعة الأسلحة والذخائر .

- بناء قاعدة اقتصادية والعمل على تعميق وتعزيز الاستقلال الذاتي بمضمونه الاقتصادي والسياسي .

- زيادة القدرة الأمنية وأداء النظام السياسي بشكل قوي من خلال توفير أساس اقتصادي¹⁸.

¹⁶ ياسمين دراويزي، مدى أهمية دراسة الجدوى التسويقية في نجاح المشروعات الاستثمارية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية الجزائر العاصمة، ص 25-26.

¹⁷ نور الهدى بن لبيوض. دور دراسة الجدوى الاقتصادية في تقييم المشاريع الاستثمارية، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الكلي امحمد اولحاج البويرة. 2017-2018 .

¹⁸ عبد العزيز سمير محمد، الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية، الاسكندرية ، مكتبة الشعاع .

2- حسب زاوية الخصوصية للمشاريع¹⁹:

2-1 أهداف المشروعات الخاصة :

تفترض النظرية الاقتصادية للمشروع أن تحقيق أقصى ربح يعتبر من الأهداف الرئيسية لأي مشروع والربح الذي يسعى إليه المشروع هو الفرق بين حصيللة المبيعات وتكاليف الإنتاج ويندرج في تكاليف الإنتاج ذا المفهوم كل النفقات التي يتحملها المشروع ولكن على الرغم من أن تحقيق الربح يعتبر ضروري لاستمرار المشروع ونموه إلا أنه يعتبر الهدف الوحيد.

فبجانب تحقيق الأرباح نجد أهداف أخرى كثيرة موضعا لاهتمام المشروعات الخاصة ومن أهمها:

- تحقيق أقصى قدر ممكن من المبيعات كوسيلة لحصول المشروع على شهرة واسعة وثقة كبيرة في الأسواق قد يكون الهدف من الإنفاق الاستثماري لمشروع قائم هو حماية النشاط الرئيسي له من خطر توقف الإنتاج.

2-2 أهداف المشروعات العامة :

إن تحقيق المنفعة العامة هو الهدف الأساسي للمشروع العام سواء تحقق ربح من قيام هذا المشروع أو لم يتحقق فالمنفعة العامة قد تكون في بيع سلعة أو تقديم خدمة بسعر تكلفتها أو بأقل، ولا كن يجب أن يفهم من ذلك المشروعات العامة لا تم إطلاقا بالربح بل يجب ألا يتم ذلك على حساب تحقيق الأهداف التي أنشأ المشروع العام من أجلها وفيما يلي أهم الأهداف التي تنشأ من أجلها المشروعات العامة:

- قد تقوم الدولة بإنشاء مشروعات وبيع منتجات بأقل من التكلفة لاعتبارات اجتماعية كما في حالة الخبز و المتوجات والأدوية... الخ قد يكون الغرض من إنشاء الدولة لمشروعات إنتاجية هو الحصول على موارد مالية لتمويل نفقات بدلا من لجوئها لفرض ضرائب جديدة كصناعة السجائر مثلا من المشروعات العامة من هذا النوع في كثير من دول العالم.

المطلب الثالث: أنواع المشاريع الاستثمارية و دورة حياة المشروع

اولا: انواع المشاريع الاستثمارية

يعتبر تصنيف المشروعات الاستثمارية مسألة في غاية الأهمية، ينظر إليها بعين الاعتبار عند تقييم تلك المشروعات، فلا بد من دراسة العلاقات المتداخلة المحتمل قيامها بين كل نوع من المشروعات الاستثمارية، لذا هناك طرق عديدة في تبويب وتصنيف المشروعات الاستثمارية مثل:

✓ تبويب طبقا لأنواع الموارد النادرة التي يتطلب الاستثمار استخدامها.

¹⁹ عبد الكريم يعقوب، دراسة جدوى المشروع، الاردن، عمان، دار اسامة للنشر و التوزيع، 2008. ص 70 - 71

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

- ✓ طبقا لكمية الموارد المطلوبة لتنفيذ المشروعات.
 - ✓ طبقا لطريقة تأثر المنافع المتوقعة من المشروع الاستثماري بالاستثمارات الأخرى المقترح تنفيذها.
 - ✓ طبقا للشكل الذي تتحقق من خلاله المنافع، فهل هي في شكل تدفقات نقدية داخلية أم تخفيض للمخاطر المرتبطة بظروف العمل...الخ.
 - ✓ طبقا لما إذا كانت المنافع هي نتيجة لخفض التكلفة أو زيادة المبيعات أو مجرد تلافي هبوط متوقع في مبيعات المؤسسة وفي نصيبها من السوق.
 - ✓ طبقا لأوجه نشاط المشروع التي يتعلق بها الاستثمار.
- يتضح مما سبق أن هناك صعوبة حقيقية في تصنيف المشروعات الاستثمارية، وهذا يعود إلى تعدد وتشعب المعايير التي من الممكن الاستناد إليها عند القيام بهذا التقسيم، إلا أنه يمكن ذكر أهم التصنيفات لهذه المشروعات استنادا إلى معايير معينة كما يلي:

1- تصنيف حسب الطبيعة: نجد من خلال هذا التصنيف ما يلي²⁰ :

- 1-1 استثمارات مادية: وهي متعلقة بأصول مادية مثل: استثمار في المباني، المصانع، الأراضي، العتاد... الخ .
- 2-1 استثمارات مالية: تتمثل في سندات المساهمة، الأسهم، القروض... الخ .
- 3-1 استثمارات معنوية: أي كل ما هو غير مادي وغير مالي، كالعلامات التجارية، تراخيص الاستغلال أو نقل امتيازات، شهرة المحل، البحث والتطوير...الخ.

2- التصنيف حسب الغرض : ويمكن أن نميز فيه ما يلي²¹:

- 1-2 الاستثمارات الاحلالية أو التجديدية : منها تعويض أصول معدات وتجهيزات قديمة بأصول جديدة، على أن تكون الأصول الجديدة لها نفس الخصائص التقنية للأصول القديمة من ناحية الطاقة الإنتاجية القديمة وكذلك مستوى تكاليف الإنتاج.

- 2-2 الاستثمارات التي تهدف إلى التحديث أو التطوير : هي استثمارات موجهة لغرض تخفيض تكاليف الإنتاج، وهي استثمارات أيضا موجهة نحو تحسين الإنتاجية وتنافسية المؤسسة، أي إنتاج أكثر بتكاليف إنتاج غير متغيرة، أو تكاليف إنتاج أقل من أجل نفس حجم الإنتاج، وتسمى أيضا استثمارات التحديث باستثمارات الإنتاجية أو استثمارات الترشيح.

²⁰ Amand Dayan, Manuel de gestion, volume 2, Edition Fllipses, paris, 1999 p 138

²¹ Frank Olivier Meye, évaluation de la rentabilité des projets d'investissement, édition L'Harmattan, Paris, 2007, p.31.

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

2-3 استثمارات التوسع: هي استثمارات موجهة للسماح للمؤسسة لمواجهة نمو الطلب عن طريق إنشاء استثمارات جديدة موجهة للرفع من طاقة الإنتاج أو عن طريق توسيع تشكيلة المنتجات استثمارات التنويع، وتسمى أيضا استثمارات التوسع باستثمارات الامتداد.

2-4 استثمارات الإبداع والابتكار: وهي تختص بالبحث عن المنتجات الجديدة أو تغيير في المنتجات القديمة، كما تمثل أيضا الاستثمار الذي يحوي على تكنولوجيات جديدة أو الذي يمس أسواقا جديدة²².

2-5 الاستثمارات الإستراتيجية: وهي ضرورية للمؤسسة لحماية تواجدها واستمرارها لمواجهة المنافسة، وضمن هذا التصنيف نميز بين ثلاث أنواع من الاستثمارات الإستراتيجية وهي كما يلي²³:

2-6 استثمارات هجومية: هي استثمارات ذات طابع هجومي، تسمح للمؤسسة بالحصول على حصص جديدة في السوق، وتموقع استراتيجي مقارنة بالمنافسين.

2-7 استثمارات دفاعية: هي استثمارات ذات طابع دفاعي، تسمح للمؤسسة بالحفاظ على موقعها التنافسي في حالة اشتداد المنافسة وهذا ما يسمح لها بإتباع استراتيجيه الاندماج العمودي.

2-8 استثمارات التنويع: هي استثمارات موجهة لتنويع النشاط المتبع وهذا ما يسمح لها بإتباع ما يعرف بإستراتيجية التنويع

3- التصنيف حسب العلاقة التبادلية:

يعد كل من الباحثين (J H) Iorie و (LJ) Savage (1955) و Weingartner (1967) الواضعون لهذا التصنيف والذي يشمل ما يلي: ²⁴

3-1 المشروعات المستقلة: يكون برنامج الاستثمار مشكلا لمشروعات مستقلة، إذا كانت مردودية المشروع الواحد من هذه المشروعات لا يتأثر بإنجاز أو عدم إنجاز المشروعات الأخرى، وتدفقات المشروع الأول مستقلة عن تدفقات المشروع الآخر، مثال ذلك: شراء شاحنة جديدة وشراء آلة حاسبة، أو تعويض آلة مستهلكة وحملة اشهارية لترويج منتج جديد، وعليه فإن قبول أو رفض المشروع لا يوجب أو يرفض قبول المشروع الثاني.

²² Nathalie.Taverdet- Popiolek, Guide du choix d'investissement, édition d'organisation, France, 2006, p.18

²³ Khemici Chiha, Finance d'entreprise, Approche Stratégique, éditions Homa, Alger, 2009, p.138.

²⁴ لسوس مبارك، تقييم المشروعات الاستثمارية في قطاع الري الزراعي بالجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة الجزائر، 2003، ص 21.

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

3-2 المشروعات المتنافية المانعة تبادليا: وهي عكس المشروعات المستقلة، فإن قبول مشروع معين يعني رفض

المشروع الثاني، وهذا ينطبق على المشروعات التي تؤدي نفس الوظيفة ويختلف الأمر في شكل الأداء، وبصفة عامة المشروعات المتنافية هي المشروعات التي تستعمل نفس الموارد المحدودة مثلا: غلاف موازناتي، أرض، مواد أولية، قناة تجارية ولكن بطريقة مختلفة، ومثال على ذلك المفاضلة بين آلة وآلة أخرى تؤدي نفس الغاية، أو محطة كهربائية مقامة على سد مائي (تدار بقوة المياه) ومحطة أخرى تسيير بالطاقة الحرارية (غاز أو بترول أو فحم أو بالطاقة النووية).

3-3 المشروعات المتلازمة: في هذه المشروعات انجاز المشروع الواحد يستدعي مسبقا التفكير في انجاز مشروعات

أخرى، فالمشروع الأول لا يمكن أن يؤدي وظيفته بمعزل عن المشروعات الأخرى، وهكذا تكون عملية الإنجاز للمشروع الأول مع المشروع الثاني الملازم له متوافقة، ومراحل الإنجاز متلازمة حتى إذا انتهى الأول وبدأ في التشغيل يكون الثاني قد انتهى معه في نفس الوقت ومثال على ذلك كمشروع الإنتاج ومشروع عملية التوزيع، والتلازم في المشروعات قد يأخذ أشكالا مختلفة منها:

3-4 مشروعات جد متكاملة: في هذه الحالة فإن قبول أو رفض المشروع الأول يعني بالضرورة قبول أو رفض المشروع

الثاني، هذا التكامل قد يكون تقنيا: كبناء محطة توليد الكهرباء باستخدام الغاز الطبيعي، يعني بالضرورة إقامة مشروعات أنابيب لنقل الغاز أو للتخزين، أو قد يكون التكامل تجاريا كأن تكون مبيعات خاصة بجهة أو منطقة معينة، فإنه من الأجدى أن يقام المصنع المنتج لتلك السلع في المكان المستهلك للسلع.

مردودية المشروع الأول تابعة في القبول أو الرفض المسبق للمشروع الثاني: هذه العلاقة الملازمة قد تكون إيجابية، مثل إدخال منتج جديد في السوق يصاحبه تقديم ضمانات للمستهلك ضمن عملية الدعاية والإشهار للمنتج.

4- تصنيف حسب معيار القابلية للقياس:

يمكن التفرقة بين نوعين من المشروعات وفقا لمعيار القابلية للقياس، وهما المشروعات القابلة للقياس، والمشروعات الغير قابلة للقياس، ويتم توضيحها كما يلي²⁵:

4-1 مشروعات قابلة للقياس: هي تلك المشروعات التي تنتج منتجات أو تولد منافع قابلة للتقييم النقدي، وهذه المنتجات قد تكون سلعاً أو خدمات (وغالبا لها أسواق تتحدد فيها أسعارها مثل: المشروعات الزراعية، الصناعية، السياحية، وهناك أيضا المشروعات التي يحتويها هذا النوع تلك الوحدات التي قد لا يدفع المنتفعون مقابلا مباشرا لمنافعها مثل:

²⁵ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، دراسات الجدوى التجارية والاقتصادية والاجتماعية مع مشروعات BOT-1، الدار الجامعية، الطبعة 2، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 15.

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

الطرق العامة، أو مشروعات الصرف الزراعي، ولكن يمكن تقييم منافعها نقدياً.

4-2 مشروعات غير قابلة للقياس: هي تلك المشروعات التي يصعب تقييم منتجات بسهولة ودقة في صورة نقدية ومثال على ذلك: المشروعات ذات العلاقة بالتعليم والصحة.

5- تصنيف حسب معيار البعد الاجتماعي:

يمكن التفرقة بين نوعين من هذا التصنيف كما يلي²⁶:

5-1 مشروعات الإنتاج المباشر: هي تلك المشروعات التي تتولى إنتاج سلع وخدمات يمكن بيعها مباشرة للجمهور على أساس فردي ولا يكون البعد الاجتماعي فيها ظاهراً مثال: مشروعات منتجة للملابس، الفواكه، السيارات.

5-2 مشروعات البنية الأساسية: وهي المشروعات التي تقدم خدمات لها بعد اجتماعي يجعل الحكومة مسؤولة عن توفيرها للجمهور بأسعار معقولة، ويتولى القطاع الخاص القيام بها وفق نظام وهو ما يعني البناء، ثم التشغيل لفترة امتياز معينة، ثم التحويل في النهاية للحكومة، وتتطوي مساهمة، القطاع الخاص في هذا النوع من الاستثمارات على مشاركة اجتماعية، ومثال على ذلك: خدمات المطارات، الطرق، الموانئ، والمياه والكهرباء... الخ.

6- تصنيف حسب معيار الجهة القائمة بالمشروع:

نجد في هذا الإطار المشروعات العامة، المشروعات الخاصة، والمشروعات المشتركة، وهي كما يلي²⁷:

6-1 المشروعات الخاصة: تمتلكها وتديرها جهة خاصة، تقوم على فكرة الملكية الخاصة، وتهدف إلى تحقيق المنفعة الخاصة والمتمثلة في تحقيق أقصى ربح ممكن، وتنقسم المشروعات الخاصة بدورها إلى مشروعات رأسمالية وأخرى حرفية.

6-2 المشروعات العامة: يقصد بها ذلك النوع من المشروعات التي تمتلكها وتديرها سلطة عامة، تهدف في المحل الأول إلى تحقيق المصلحة العامة، فهي لا تسعى لتحقيق أكبر ربح ممكن، ونجد عدة أنواع للمشروعات العامة من حيث إيراداتها المالية:

❖ مشروعات تكتفي بالموازنة بين الإيرادات والنفقات: أي تكتفي بتغطية نفقات الإنتاج.

❖ مشروعات تباع بأقل من نفقات الإنتاج .

❖ مشروعات تهدف إلى تحقيق أكبر ربح فتبيع منتجاتها بأعلى من سعر التكلفة .

❖ المشروعات المختلطة المشتركة: يشترك في ملكيتها القطاع العام والقطاع الخاص .

²⁷ نفس المرجع السابق.

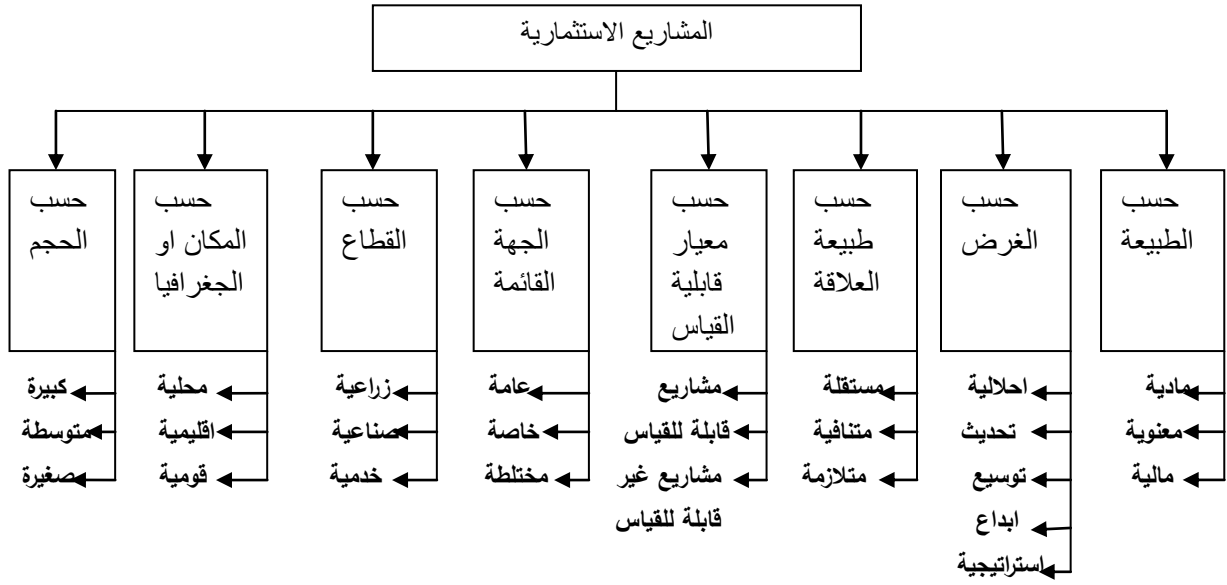
الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

بالإضافة إلى التصنيفات السابقة التي ذكرناها نجد معايير أخرى لتصنيف المشاريع نجد منها²⁸:

- ❖ **التصنيف حسب القطاعات:** حيث توجد مشروعات زراعية، ومشروعات صناعية، ومشروعات خدمية... الخ.
- ❖ **التصنيف حسب الحجم:** وفيه تقسم المشروعات إلى كبيرة، متوسطة وصغيرة .
- ❖ **التصنيف وفقا للمكان أو الجغرافيا:** وتقسّم المشروعات طبقا له إلى مشروعات محلية، ومشروعات إقليمية، ومشروعات قومية.

ويمكن تلخيص أنواع المشاريع الاستثمارية السابقة الذكر في الشكل التالي:

شكل رقم 1. أنواع المشاريع الاستثمارية



المصدر: من اعداد الطالبتين بناء على ما سبق

ثانيا : دورة حياة المشروع

يمر المشروع الاستثماري بعدة مراحل²⁹:

1-المرحلة الأولى : تحديد المشروع

وهنا يبدأ المشروع على شكل فكرة ثم يتم تحديد عناصرها الأساسية ، حيث تخضع هذه الفكرة للدراسة والتحميل لغرض

التأكد من مدى قابلية وصلاحية الفكرة للتنفيذ الفعلي . تتضمن هذه المرحلة ناحيتين:

1- التعرف على الفكرة الاقتصادية الاستثمارية كفرصة محتملة للاستثمار ، ويستمد المستثمر أفكاره عن الفرص

الاستثمارية من عدة وسائل:

²⁸ مراد علي نشأت خليل، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات الاستثمارية، دار النشر غير مبيّنة، 2007 ، ص 28 .

²⁹ مدحت القرشي ، دراسات الجدوى الاقتصادية لتقييم المشروعات الصناعية ، دار وائل للنشر والتوزيع ، ط 1 ، 2009 ، ص18-19.

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

✓ الاعتماد على الخبرات السابقة في مجال الأعمال.

✓ استقرار وتحميل خطط التنمية.

✓ دراسة وتحميل قوائم و إيرادات البلد من السلع والخدمات.

1-2 تحديد عناصر المشروع الاستثماري : فبعد التأكد من صلاحية الفكرة الاستثمارية تتحول هذه الفكرة إلى اقتراح

استثماري محدد بعد إنجاز الدراسة الأولية.

2-المرحلة الثانية : إعداد وتحميل المشروع

هنا يتم إعداد وتحميل المشروعات والتي تتضمن عدد من الخطوات أهمها:

✓ دراسة الجدوى الفنية الهندسية لمشروع ، أي مدى إمكانية تنفيذه من الناحية الفنية.

✓ دراسة الجدوى التسويقية.

✓ دراسة الجدوى المالية.

✓ دراسة الجدوى الاقتصادية والاجتماعية.

✓ دراسة الجدوى القانونية.

✓ دراسة الجدوى التنظيمية والإدارية.

وتعتمد دراسة الجدوى على إعداد تقرير مفصل عن نتائج دراسة الجدوى للمشروع الاستثماري الذي يعد أساسا موضوعيا

لبداء مرحلة التقييم والمفاضلة.

3-المرحلة الثالثة : تقييم المشروع قبل التنفيذ

بعد الانتهاء من دراسة الجدوى نصل إلى مرحلة التقييم والمفاضلة بين المشروعات المختلفة ، وهي دراسة تهدف إلى قياس

كفاءة الاستثمار في ضوء أهداف ومعايير محددة مسبقا ، وتتضمن هذه الدراسة قياس الكفاءة الإنتاجية للمشروع لتبيان

درجة نجاح المشروع في استغلال الموارد الاقتصادية المتاحة ، وكذلك قياس الكفاءة الاقتصادية للمشروع والتي تعني قياس

درجة مساهمة المشروع في تحقيق أهداف المجتمع.

4-المرحلة الرابعة : تنفيذ المشروع

هذه المرحلة تعتبر من المراحل الأساسية ، حيث يجب إعداد جدول يبين الخطوات المختلفة للتنفيذ ، والوقت اللازم لكل خطوة من تلك الخطوات ، ويجب أن يبين الجدول الانسجام التام والترابط بين خطوات التنفيذ ، وذلك للوصول إلى المرحلة النهائية وهي مرحلة التشغيل والإنتاج.

5-المرحلة الخامسة : التشغيل والإنتاج

وهي التي يبدأ فيها المشروع إنتاجه التجريبي ، كمقدمة لطرح إنتاجه في السوق ، وهنا يتم تقييم هذا الإنتاج من أجل الموافقة عليها³⁰.

المبحث الثاني: عموميات حول دراسة الجدوى المالية

لكي يمكن الحكم على صلاحية المشروع لتحقيق الأهداف المرجوة منه فإنه يجب القيام ببعض الدراسات المتخصصة والتي تمكن في النهاية من اتخاذ القرار الاستثماري المتعلق بإنشاء المشروع من عدمه وذلك بالاستناد إلى معايير ومقاييس محددة وباستخدام بيانات مقدرة لأداء المشروع طيلة حياته المتوقعة،وتسمى هذه الدراسات بدراسات الجدوى.

المطلب الأول: مفهوم وأهمية دراسة الجدوى

تعتبر دراسة الجدوى للفرص الاستثمارية ذات أهمية في القرارات الاستثمارية لأنها تحدد الرؤية التقنية-الاقتصادية للمشروع، بخصوص إمكانية إنشاء المشروع من الناحية الفنية بالنسبة لكافة الجوانب المكونة له والمحيطة به وتأتي دراسة الجوانب لتحديد الأموال المطلوبة لإنشاء وتشغيل المشروع .

أولاً: مفهوم دراسة الجدوى

يعتبر مصطلح دراسة الجدوى الأكثر شيوعاً في الاستخدام وفيما يلي أهم التعريفات لها:

التعريف 1 : هي تلك الدراسات المكثفة التي يقوم بها فريق من الخبراء المتخصصين في مجال التسويق والمجالات الفنية والمالية والاقتصادية والإدارية لغرض اتخاذ قرار بالقبول أو رفض أو تطوير المشروع المقترح.³¹

التعريف 2 : هي مجموعة من الاختبارات والتقديرية التي يتم إعدادها للحكم على صلاحية المشروع الاستثماري المقترح في ضوء توقعات التكاليف والعوائد المباشرة وغير مباشرة طوال العمر الاقتصادي للمشروع³².

³¹ نعيم نمر داود ، دراسة الجدوى الاقتصادية ، دار البداية ناشرون وموزعون ، عمان ، ط 1 ، 2011 ، ص 17 .
³¹ عبد الستار محمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص168.

³² مدحت القرشي، مرجع سبق ذكره، ص13.

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

التعريف 3 : هي مجموعة الدراسات المتعلقة بتقييم الفرص الإنتاجية والاجتماعية والتسويقية لمشروع معين، تتطلب هذه الدراسات توافر بيانات ومعلومات تمكن متخذ القرار من اتخاذ القرار الاستثماري السليم.³³

نلاحظ من التعاريف السابقة إن دراسة الجدوى عبارة عن دراسات علمية شاملة لكافة جوانب المشروع أو المشروعات المقترحة والتي قد تكون إما بشكل دراسات أولية تفصيلية و التي يمكن التوصل من خلالها إلى اختيار بديل أو فرصة استثمارية من بين عدة بدائل أو فرص استثمارية مقترحة.

لابد أن تتصف هذه الدراسة بالدقة والموضوعية و الشمولية، فهي مجموعة من الدراسات المتخصصة للتأكد من أن مخرجات المشروع (منافع وإيرادات) أكبر من مداخلته (تكاليف) أو على الأقل مساوية لها.

ثانيا :أهمية دراسة الجدوى و أهدافها

1-أهمية دراسة الجدوى:

تعد دراسة الجدوى ذات أهمية بالغة للأسباب التالية:

- ✓ توفر دراسة الجدوى الراحة والطمأنينة للمستثمرين، إذ توضح له مدى نجاح المشروع ومعدلات الأرباح المتوقعة؛
- ✓ تساعد كذلك على الوصول إلى أفضل تخصيص ممكن للموارد الاستثمارية النادرة نسبيا؛
- ✓ تساعد دراسات الجدوى على تحقيق التوزيع الأمثل لرأس المال المملوك والمقترض على الاستخدامات في مختلف الأصول من أراضي ومباني وآلات لتشغيل المشروع وسداد الأجور؛
- ✓ أصبحت دراسات الجدوى شرطا ضروريا لیتوقف عليه عملية الاقتراض من البنوك ومنح الائتمان حيث لم تعد البنوك تكتفي بالضمانات فقط بالنسبة للمشروعات الاستثمارية بل تعتمد أيضا على دراسات الجدوى ونتائجها؛
- ✓ تجنب دراسات الجدوى المشروعات الاستثمارية التعرض لمشاكل تمويلية في منتصف الطريق تحول دون إتمام المشروع لأنها تمكن من تحديد مصادر التمويل المختلفة، فضلا عن التعرف على تكلفة التمويل لكل مصدر من المصادر المختلفة التي يعتمد عليها المشروع الاستثماري مستقبلا؛
- ✓ تهتم دراسات الجدوى بتحليل الحساسية الذي يعمل على قياس المخاطر في المشروعات، وإيجاد العلاقة القوية بين البدائل والمشروعات المختلفة، وإيجاد التعارضات بين المشروعات المختلفة؛

³³محمد محمود العجلوني، سعيد سامي الحلاق، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروع، بدون طبعة، دار البازوري للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2013، ص34.

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

2- أهداف دراسة الجدوى:

هناك العديد من الأهداف التي تسعى دراسة الجدوى إلى تحقيقها، نذكر منها بإيجاز ما يلي:³⁴

- ✓ تحديد الفرص المتاحة والبديلة للاستثمار؛
- ✓ وضع أساليب وأنماط مبتكرة لتقييم المشاريع وتطويرها؛
- ✓ تعميق المفاهيم الخاصة بجميع النواحي الأساسية للمشاريع سواء كانت من الناحية التكنولوجية، الفنية، أو المالية... الخ؛
- ✓ التركيز على الدراسة التسويقية والأساليب المتطورة المستعملة في التسويق وذلك بهدف تحديد حجم الطلب المحلي والخارجي؛
- ✓ تحديد الآثار الاقتصادية للمقترحات الاستثمارية والآثار التبادلية بين تلك المقترحات وبين الاقتصاد ومستوياته المختلفة إقليمياً ودولياً؛
- ✓ تحديد إمكانية توفير الخطط والبرامج التوسعية للمشروعات القائمة؛
- ✓ تحديد واختيار أنواع التقنيات المستخدمة في تشغيل المشروعات.

المطلب الثاني: مراحل دراسة الجدوى

تمر دراسة الجدوى بمرحلتين أساسيتين هما:

أولاً: مرحلة دراسة الجدوى الأولية (المبدئية أو التمهيدية)

هي عبارة عن دراسة أو تقرير أولي يمثل الخطوط العامة عن كافة جوانب المشروع أو المشروعات المقترحة والتي يمكن من خلالها التوصل إلى اتخاذ قرار إما بالتخلي عن مشروع أو الانتقال إلى دراسة أكثر تفصيلاً، ومن المسائل التي تعالجها دراسة الجدوى الأولية:

- ✓ مدى الحاجة إلى منتجات المشروع (سلع أو خدمات)³⁵؛
- ✓ دراسة أولية عن التكاليف الإجمالية عن المشروع سواء كانت تكاليف رأسمالية أو تشغيلية؛
- ✓ الموانع الجوهرية التي تقف بوجه المشروع الاستثماري مثل الموانع القانونية والتشريعية؛

³⁴ يحيى عبدالغني أبو الفتوح، دراسات جدوى المشروعات، بدون طبعة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2003، ص18.

³⁵ مدحت القرشي، مرجع سبق ذكره، ص28.

✓ الوقوف على ظروف الصناعة بشكل عام و النشاط موضوع البحث بشكل خاص أو نوع التكنولوجيا المطلوبة

للمشروع و إمكانية توفرها؛³⁶

✓ إمكانية تحقيق مستويات مقبولة من الأرباح؛

ثانيا :مرحلة دراسة الجدوى التفصيلية

إذا أظهرت دراسة الجدوى الأولية أن هناك إمكانية لتنفيذ المشروع الاستثماري فان ذلك يؤدي إلى شروع خبراء دراسة الجدوى المتخصصين في كل جانب من الجوانب البيئية والقانونية ، التسويقية والفنية والمالية والاجتماعية بالبحث والتحليل وإجراء تقديرات والتوقعات لتلك الجوانب وهو ما يطلق عليه بدراسة الجدوى التفصيلية.

"وتعرف على أنها دراسة لاحقة لدراسة الجدوى الأولية و لكنها أكثر تفصيلا ودقة وشمولية منها.

• **مكونات دراسة الجدوى التفصيلية:** تتكون دراسة الجدوى التفصيلية من:³⁷

- ✓ **دراسة الجدوى البيئية:**تهدف في جانبها التحليلي إلى محاولة التعرف على اثر المشروع على البيئة؛
- ✓ **دراسة الجدوى القانونية:** تحدد العلاقة بين المشروع والقوانين والتشريعات المؤثرة فيه؛
- ✓ **دراسة الجدوى التسويقية:** تتضمن تقدير الطلب على منتجات المشروع بالإضافة إلى تحليل البيانات والمعلومات من مصادرها وتحديد هيكل و نوع السوق الذي يعمل في إطاره المشروع؛
- ✓ **دراسة الجدوى الفنية:** تنصب على التخطيط والإعدادات للطاقت الإنتاجية للمشروع بناء على ما تم من نتائج و تقديرات دراسات الجدوى التسويقية وتحديد حجم الإنتاج؛
- ✓ **دراسة الجدوى الاجتماعية:**هذه الدراسة تحاول تقييم المشروع على الاقتصاد القومي ومدى مساهمته في تحقيق الأهداف الاقتصادية الكلية للمجتمع بالإضافة إلى القيمة المضافة على ميزان المدفوعات واستقرار العملة؛
- ✓ **دراسة الجدوى المالية:** هذه الدراسة تعتمد على الدراسات الأخرى وبصفة أساسية على الدراسات التسويقية والفنية بما تعكسه من نتائج وأثار على التدفقات النقدية الخارجة (التكاليف) والتدفقات النقدية الداخلة (إيرادات) خلال العمر الإنتاجي للمشروع.

³⁶ حسن حامد عبد الحفيظ، مرجع سبق ذكره، ص30.

³⁷ عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، بدون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2003 ، ص 51-52.

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

المطلب الثالث: ماهية الجدوى المالية و أهميتها

اولا : مفهوم الجدوى المالية

ان دراسة الجدوى المالية تعتبر بمثابة المرآة العاكسة لدراسات الجدوى السابقة حيث تعكس و توضح مدى جدوى المشروع بدقة من خلال بيان المركز المالي و منافع المشروع و تكاليفه من خلال العمر الافتراضي للمشروع كما تهتم 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 تتحدد من خلالها المبيعات المتوقعة والدراسة الفنية والهندسية التي تحدد فيها عناصر وقيمة كل من التكاليف الاستثمارية وتكاليف الإنتاج³⁸، وتساعد دراسة الجدوى المالية المستثمر في اختيار القرار المناسب بشأن الاستثمار في المشروع المقترح محل الدراسة من عدمه.

و تسعى 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 تتطوي دراسة الجدوى المالية على وضع جدول هيكل التمويل الأمثل للمشروع ولذلك يطلق عليها البعض بدراسة الجدوى التمويلية نظرا لأهمية هذا الجانب لأي مؤسسة أو مشروع استثماري³⁹.

ثانيا : أهداف دراسة الجدوى المالية

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

³⁸عاطف وليم أندرواس، دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات، الأطر والخطوات والقواعد والمعايير ، دار الفكر الجامعية، مصر، 2007، ص63.

³⁹عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية ، دار الفكر الجامعية، مصر 2003 ، ص ص 217-218.

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

الحصول عليها⁴⁰ كما تهدف دراسة الجدوى المالية إلى التأكد من مدى توفر الموارد المالية اللازمة لإقامة المشروع في الأوقات المناسبة بتكلفة معقولة وذلك من خلال⁴¹:

- 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.
- تهدف دراسة الجدوى المالية إلى مساعدة المستثمر في اتخاذ القرار بشأن الاستثمار في المشروع المقترح من خلال إعداد القوائم المالية التقديرية للمشروع إلى تحقيق غايتين هما⁴²:
- التخطيط المالي لتكاليف الكلية للمشروع الاستثماري.
- الرقابة على تنفيذ المشروع الاستثماري والمتابعة بالمقارنة بين النفقات الاستثمارية المنفقة ونظيرتها المقدرة في القوائم المالية للمشروع الاستثماري.

المبحث الثالث: الهيكل التمويلي للمشروع الاستثماري

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

المطلب الاول: مفهوم الهيكل التمويلي للمشروع الاستثماري و محدداته

اولا : مفهوم الهيكل التمويلي للمشروع الاستثماري

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

⁴⁰نعيم نمر داود، دراسة الجدوى الاقتصادية، دار البادية، الأردن، 2011، ص97.

⁴¹ مدحت القرشي، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات الصناعية، دار وائل لنشر، الأردن، 2009 ، ص23

⁴²أمين السيد أحمد لطفي، دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، الدار الجامعية، مصر، 2005 ، ص32

1- تعريف الهيكل التمويلي:

يقصد بالهيكل التمويلي للمشروع توليفة من مصادر التمويل المختلفة التي اختارها المشروع لتغطية التكلفة الاستثمارية الكلية للمشروع ويتكون الهيكل المالي من مجموعة عناصر تشكل جانب الخصوم سواء كانت هذه العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل و سواء 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، وتتطوي سياسة أي مشروع بخصوص هيكله التمويلي على تحقيق الملائمة بين الخطر والعائد، إذ أن زيادة الاعتماد على الاقتراض في التمويل يزيد من مستوى الخطر الذي يتعرض له المشروع فيما يؤدي من ناحية أخرى إلى ارتفاع معدلات العائد المتوقعة على الاستثمار، و من هنا فإن هيكل التمويل الأمثل يجب أن يراعي الموازنة بين العائد والخطر بشكل يعظم من قيمة السهم.⁴³

ثانياً: محددات الهيكل التمويلي

لتحديد الهيكل التمويلي للمشروع يجب مراعاة عدة عوامل نذكر منها:

1-الرافعة المالية: كتعرف الرافعة المالية بأنها ذلك الأثر الذي تحدثه عملية الاقتراض على مرد ودية الأموال الخاصة، فمن المعروف ان استخدام المصادر المالية ثابتة التكلفة مثل القروض و الاسهم الممتازة لتمويل اصول المشروع يمثل نوعاً من الرفع المالي او المتاجرة بالملكية، فمثلاً اذا كانت الاصول الممولة باستخدام القرض تدر عائد أكبر من تكلفة القرض، فسوف يزداد ربح السهم دون زيادة الاستثمار ويزداد ربح السهم العادي عندما تستخدم الأسهم العادية في تمويل حياة الأصول لذلك يعتبر الرفع المالي أحد الاعتبارات الهامة في تحديد الهيكل التمويل للمشروع وذلك لتأثيره على ربح السهم⁴⁴. و يقيس أثر الرافعة المالية العلاقة بين معدل مرد ودية الأموال الخاصة ومعدل المرد ودية الاقتصادية للمشروع وذلك كما يلي:

معدل المرد ودية المالية = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة

عاطف جابر طه عبد الرحيم، دراسات الجدوى (التأصيل العلمي والتطبيق العلمي)، (الدار الجامعية، الإسكندرية 1999)⁴³.

⁴⁴ محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلة الهيكل المالي للمؤسسة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2015-2016 ص169

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

أما معدل المراد ودية الاقتصادية =نتيجة الاستغلال / مجموع الأموال المستثمرة والعلاقة بينهما تكتب كمايلي:

$$R_c = R_e + (R_e - i) D/C$$

حيث:

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

إذا كان $R_e > i$ فإن R_c يكون أكبر من D/C .

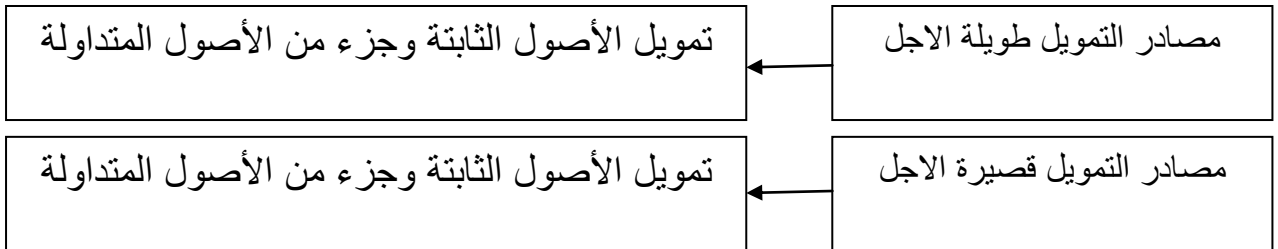
و بالتالي اثر الرافعة المالية يلعب دورا ايجابيا و عليه فان المشروع يمكنه تعظيم مراد وديته المالية باللجوء الى رفع الاقتراض .

إذا كان $R_e = i$ فهذا يعني غياب اثر الرفع المالي .

إذا كان $R_e > i$ يكون R_c اقل من D/C و بالتالي فان اثر الرافعة المالية يلعب دورا سلبيا و في هذه الحالة فانه يجب عل المشروع عدم الاعتماد على الاقتراض و اللجوء الى الاموال 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 القروض قصيرة الأجل والائتمان التجاري من جهة أخرى⁴⁵ ، وبصفة عامة يجب أن يوازي الهيكل التمويلي المقترح للمشروع على أساس القاعدة التالية:

الملائمة بين طبيعة التكلفة الاستثمارية وطبيعة مصادر التمويل



⁴⁵ سليمان شلاش، علي الق يوم، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في شركات المساهمة، العدد 1 مجلة المنارة

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

3- المرونة: هي قدرة المشروع على تكيف هيكل التمويل مع الاحتياجات 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 فيما يخص 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 المشروع⁴⁶.

4- نمو واستقرار المبيعات: إذا كانت منتجات المشروع وهو مطمئن نبين على التمويل بالافتراض، ويتحمل من ثم تكلفة

ثابتة اعلى من المشروع التي تتسم بعد استقرار مبيعاتها.⁴⁷

5- حجم المشروع: يؤثر حجم المشروع بصورة كبيرة على إمكانية إتاحة لأموال من المصادر المختلفة، فالمشاريع

الصغيرة قد نجد صعوبة في الحصول على القروض طويلة الأجل، على عكس المشاريع الكبيرة لديها مرونة أكبر في

تكوين الهيكل التمويلي، حيث نستطيع الحصول على قروض بشروط مسيرة وإصدار أسهم عادية وممتازة و سندات.⁴⁸

6- المخاطرة: تعرف بأنها عدم انتظام العوائد، فتندبذ 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 على حالها، كلما زادت المخاطرة التي تواجه المشروع تطلب ذلك تخفيض حجم التمويل عن طريق الاقتراض في

مقابل زيادة حجم التمويل عن طريق أموال الملكية.⁴⁹

7- الوعاء الضريبي: أحد الأسباب التي تدفع المشروع للتمويل باستخدام القروض هو أن مدفوعات فوائد هذه القروض

تعتبر من التكاليف الواجبة الخصم وصولا إلى النتيجة الإجمالية الخاضعة للضريبة، الأمر الذي يخفض من العبء

⁴⁶ سمير محمد عبد العزيز، الجدوى الاقتصادية للشركات الاستثمارية، مكتبة الإشعاع الفنية، مصر، 2009، ص 5.

⁴⁷ عاطف وليم اندروس، مرجع سابق، ص 39.

⁴⁸ العايب ياسين، تحليل هيكل إستدانة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة قسنطينة، العدد 11 ص 114.

⁴⁹ شقيري نوري موسى، مرجع سابق، ص 217.

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

الضريبي غير أنه في بعض الأحيان قد يعفى داخل المشروع من الضرائب أو قد يمنع حوافز ضريبته تخفض من عبء الضريبة، الأمر الذي يؤدي إلى فقدان الافتراض كمصدر لتمويل لأحد مزاياه الأساسية التي تنشأ في حالة ارتفاع الأعباء الضريبية.⁵⁰

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 المقترحة.⁵¹

المطلب الثاني: مصادر الهيكل التمويلي و قياس تكلفة التمويل

تعتبر مصادر التمويل احد أهم العناصر المؤثرة على اتخاذ القرار الاستثماري ولهذا تفرض أهميتها على القائمين على دراسة الجدوى المالية من أجل دراسته، و أفضل هذه المصادر وأكثرها ملائمة لظروف المشروع من أجل وضع هيكل تمويلي مناسب للمشروع⁵² 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.

أولاً: مصادر الهيكل التمويلي

1-مصادر التمويل باستخدام أموال الملكية:

1-1 الأسهم العادية:

الأسهم 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 و ليس لها تاريخ استحقاق طالما كانت الشركة المصدرة لها قائمة و مستمرة⁵³ 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 محصول على الأصول الثابتة.

⁵⁰ عاطف وليم أندرواس، مرجع سابق، ص 394 .

⁵¹ سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص 130 .

⁵² أمين السيد أحمد لطفي، ، مرجع سابق، ص 57.

⁵³ عاطف جابر طه عبد الرحيم، دراسات الجدوى والتطبيق العلمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 381 .

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

-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.

1-2 الأسهم الممتازة:

تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات، ويطلق عليها الأوراق المالية المهجنة لأنها تجمع في خصائصها بين

الاسهم العادية و السندات، فهي تشبه السندات من حيث الحصول على العائد الدوري واستيفاء حقوق حملتها عند تصفية

المؤسسة، ومن ناحية أخرى تشبه الاسهم العادية من حيث انها تعتبر سند ملكية له قيمة اسمية وقيمة سوقية ويرتبط أجله

بوجود استمرار المؤسسة⁵⁴، ومن مزايا استخدام الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل مايلي⁵⁵:

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

- لا يحتاج المشروع إلى رهن شئ من موجوداتها عند اصدار الاسهم الممتازة و بالتالي فان ذلك يتيح للمشروع الحرية في

اصدار السندات و رهن موجوداتها مقابل ذلك.

- لا تتطلب الأسهم الممتازة تخفيض مبلغ لتسديدها لأنها لا تتحمل موعد استحقاق محدد.

- إن إصدار المزيد من الاسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الاموال المقترضة الى الاموال الخاصة و بالتالي زيادة

قدرة الطاقة الافتراضية للمشروع.

و من مساوئ استخدام الأسهم الممتازة كمصدر لتمويل مايلي⁵⁶:

-الأرباح الموزعة على حملة الأسهم الممتازة لا تخصم من الضريبة مما يعني أن إصدار الأسهم الممتازة لا يؤدي إلى أي

وفر ضريبي يعكس السندات والديون.

⁵⁴ مهري عبد المالك، دراسة الجدوى المالية المشروعات الاستثمارية ومساهمتها في اتخاذ القرار الاستثماري، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة تبسة، 2012-2013.

⁵⁵ شفيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2009، ص 129.

⁵⁶ بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر،

2005-2006.

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

-التزام المشروع بتوزيع حد أدنى من الأرباح يجعل من الأسهم الممتازة عبئاً مالياً ثابتاً 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.

1-3 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 المشروع⁵⁷، ويتصف التمويل باستخدام الأرباح المحتجزة

بالعديد من المزايا نذكر منها:⁵⁸

-تكلفة الأرباح المحتجزة صغيرة وتتمثل 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 أرباحاً كافية وبالتالي حجم التمويل باستخدام الأرباح المحتجزة يعتمد على حجم الأرباح المحققة.

-لا يمكن استخدام الأرباح المحتجزة بشكل متكرر.

2- مصادر التمويل باستخدام الاقتراض

وتتمثل فيما يلي:

2-1 القروض المصرفية:

تتمثل القروض المصرفية الائتمان الذي يحصل عليه المشروع من البنوك، وقد تكون هذه القروض طويلة ومتوسطة الاجل

، فتشمل تلك القروض التي تفوق مدتها سنة او قد تكون قصيرة الاجل اقل 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 الاستغلال ويمكن تجزئة القروض المصرفية إلى قروض قصيرة الأجل وقروض متوسطة وطويلة الأجل

وهي كالآتي⁵⁹:

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.

⁵⁸ هيثم محمد الزغي، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر لطباعة والنشر، الأردن، 2000 ، ص94 .

⁵⁹ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 2001 ، ص51.

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

-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.

2-2 السندات:

يمكن تمويل استثمارات المشروع جزئيا من خلال إصدار سندات في شكل صكوك دين قابلة لتداول يعتبر حاملها دائن

الجهة المصدرة له، ولحاملها الحق في الحصول على عائد ثابت دون مراعاة العوائد التي يحققها المشروع وذلك إلى جانب

إعادة سداد جهة الإصدار لأصل السندات⁶⁰ وللتمول عن طريق السندات والتي لها أهمية تكمن في⁶¹:

-التحديد الواضح لتكلفة التمويل عن طريق السندات.

-الفائدة التي يحصل عليها صاحب السند أقل من تكلفة التمويل عن طريق الأسهم الممتازة والعادية في المجال.

-تتميز بالمرونة من حيث درجة تأثير السندات على هيكل المؤسسة لأنها محددة المدة والقيمة والفائدة ويتم تكوين

احتياطي للإهلاكها.

2-3 الائتمان التجاري:

يقصد به الائتمان قصير الأجل الذي يمنحه المورد للمشتري عندما يقوم هذا الأخير بعملية الشراء، أي تدبير احتياجاته من

المواد الأولية والمستلزمات السلعية من الموردين على أن يتم سداد قيمة الشراء لاحقا، و لهذا على دراسة الجدوى المالية ان

تهتم بدراسة شروط البيع، وذلك بمقارنة تكلفة الائتمان التجاري بتكلفة الفرصة البديلة وذلك باستخدام معدل الخصم⁶².

⁶⁰ عاطف وليم اندروس، مرجع سابق، ص 873.

⁶¹ بن مسعود نصر الدين، مرجع سابق، ص 161.

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

2-4 التمويل التأجيري:

وهو وسيلة أخرى يستطيع المشروع أن يحصل من خلالها على احتياجاته من الأصول الثابتة والتي تتمثل في استئجارها نظير سداد إيجار دوري ووفقا 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 التمويلي⁶³.

ثانيا: 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 الخصم 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.

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 لابد من تحقيقه⁶⁴.

وقبل الخوض في طرق وكيفية قياس وتحديد تكلفة التمويل يجب توضيح النقاط التالية⁶⁵:

-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

² عوادي مصطفى ، هياكل الدعم المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والميكانيزمات الجديدة للتمويل ، الملحق الوطني حول إشكالية استدامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ، جامعة حمة لخضر الوادي، 17 ديسمبر 2017 ، ص12

³ السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص34-35.

⁶⁵ نبيل شاكر، إعداد دراسات الجدوى وتقييم المشروعات الجديدة، جامعة عين الشمس، مصر، الطبعة 1996، ص336-337.

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:

1- 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 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 قد أكدت خطأ هذا الاتجاه وأكدت أن الأموال المقدمة من المساهمين ترتبط خطأ بتكلفة تمويلية لا يمكن إغفالها ويمكن التوصل إليها من خلال النقاط التالية⁶⁶:

- إن قياس تكلفة التمويل تتم من خلال وجهة نظر المشروع كشخصية اعتبارية مستقلة عن شخصية ملاكه، وعلى ذلك يتحتم قياس تكلفة الأموال الخاصة كأحد مصادر التمويل المتاحة.
- إن الأموال الخاصة يمكن تقديمها في صورة مباشرة إذا 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 دافعها 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.

⁶⁶ محمد بوشوشة، مرجع سابق، ص 174.

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

1-1 تكلفة التمويل باستخدام الأسهم العادية :

هي عبارة عن الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمارات الجديدة والتمويل بإصدار هذه الأسهم الجديدة والذي يحافظ على القيمة السوقية للسهم بدون تغير⁶⁷ وعليه يمكن قياس تكلفة التمويل باستخدام الأسهم العادية بالعلاقة التالية:

$$K_e = (D1/P0) + G$$

حيث: K_e : تكلفة السهم العادي، $D1$: التوزيعات المتوقعة للسهم، $P0$: السعر السوقي للسهم، G : معدل النمو السنوي للأرباح الموزعة.

حيث ان التكلفة الحدية لمصدر التمويل تمثل المقدار الذي يكتسبه المشروع من اصدار الاسهم العادية الجديدة فمن الضروري دراسة تكاليف الاصدار، من خلال العلاقة التالية:

$$NK_e = [D1/P0(1-F)] + g$$

حيث: NK_e : تكلفة اصدار سهم عادي جديد، F : تكاليف الاصدار معبرا عنها في صورة نسبة مئوية من السعر السوقي. و المعادلة السابقة تسمى نموذج مايرون جوردون (M.Gordon) و يشير نموذج جوردون الى القيمة السوقية و التي تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، و بما ان الاسهم العادية ليس لها تاريخ استحقاق معين، فان التدفقات سوف تتمثل في التوزيعات التي سوف يحصل عليها المستثمر، و يفترض النموذج ان الارباح تنمو بمعدل نمو ثابت⁶⁸.

1-2 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 المقبلة⁶⁹، ولقياس تكلفة الأرباح المحتجزة نستخدم العلاقة التالية:

$$K_n = [D1(1-T)]/P0$$

حيث: T : معدل الضريبة على الارباح.

⁶⁷ سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص 117.

⁶⁸ شقيرم نكرم مكسي، أسامة عزمي سلب، مرجع سابق، ص 31.

⁶⁹ سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص 119.

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

1-3 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 التالية⁷⁰:

$$Kp = Dp / Pp$$

حيث : Kp : تكلفة السهم الممتاز ، Dp : قيمة العائد الثابت للسهم ، Pp : سعر السهم الممتاز .

2- تكلفة التمويل باستخدام أموال الاقتراض:

1-2 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 لحملة الأسهم بدون تغيير وتحسب تكلفة التمويل بالاقتراض بطرح قيمة الخفض من الضريبة نتيجة لخصم مدفوعات الفائدة من الوعاء الضريبي⁷¹، وتحسب بالعلاقة التالية:

تكلفة الاقتراض = سعر الفائدة - الوفر الضريبي

$$kd = i (1 - t) \text{ أو}$$

2-2 تكلفة التمويل باستخدام السندات :

لا يختلف أساس احتساب تكلفة التمويل بإصدار سندات على أساس تكلفة التمويل من خلال القروض إلا في حالة إصدار السندات بعلاوة أو خصم أو وجود مصروفات لإصدار السندات⁷².

2-3 تكلفة التمويل عن طريق الائتمان التجاري :

وتقاس بالعلاقة التالية:

تكلفة الائتمان التجاري = معدل الخصم النقدي $\times 365 /$ (فترة الائتمان - فترة الخصم النقدي).

3- التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال:

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

⁷⁰ أمين السيد أحمد لطفي، دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، مرجع سابق، ص 78 .

⁷¹ سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص 118.

⁷² عاطف وليم أندروس، مرجع سابق، ص 893.

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

مصادر، فتكلفة الاموال يتم حسابها عن طريق متوسط التكلفة المرجحة لراس المال من خلال المصادر التي يحتويها الهيكل التمويلي و تحديد التكلفة و الوزن النسبي لكل مصدر من مصادر التمويل كما يلي ⁷³ :

$$\text{الوزن النسبي} = (\text{قيمة التمويل للمصدر} \times 100) / \text{اجمالي القيمة}$$

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

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

حيث: **Wi**: وزن النسبي ، **n**: عدد مصادر التمويل ، **Ki** : تكلفة المصدر .

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 ⁷⁴.

المطلب الثالث: اختيار الهيكل التمويلي الأمثل

أولاً: مفهوم الهيكل التمويلي الأمثل

يترجم الهيكل المالي (البنية المالية) لأي مشروع استثماري الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصوله ويعرف على أنه " ذلك الهيكل الذي يعظم الأرباح ويدني المخاطر المرتبطة بهيكل التمويل (المخاطر المالية) ، ومنه تحقيق أقصى قيمة للمنشأة ⁷⁵"، فهو يتمثل في كل المصادر المالية التي يستخدمها المشروع لتمويل استثماراته سواء كانت مصادر طويلة أو قصيرة الأجل على عكس هيكل رأس المال الذي يعني التمويل الدائم للمنشأة والذي يتمثل في القروض الطويلة الأجل والأسهم والسندات، فالهيكل المالي أعم فهو ينطوي على كل أشكال التمويل من دائم ومؤقت ولكن الخطط المالية لا ينبغي أن تقتصر على تحديد المقادير اللازمة من الأموال بل يجب أيضا أن تحدد الفترات الزمنية التي يحتاج خلالها المشروع إلى أموال، ولذا نجد أن أموال الملكية والاقتراض أي المصادر الطويلة الأجل هما النوعين الرئيسيين للتمويل والمشكلة الأساسية لأي مشروع هي إيجاد الخليط المناسب من هذين النوعين أي أن تحسين الإدارة المالية للمشروع ومن باب الرشادة إختيارها للهيكل التمويلي الأمثل والذي يمثل " ذلك الهيكل أو طريقة التمويل التي تجعل تكلفة الأموال

⁷³ عبد القادر محمد عبد القادر عطية مرجع سابق ص164.

⁷⁴ سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص122

⁷⁵ يخزار يعدل فريدة، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003 ، ص23.

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

(تكلفة رأس المال) إلى أقل حد ممكن⁷⁶ فهو ذلك الهيكل الذي يجعل تكلفة رأس المال أدنى ما يمكن من جهة وتعمل على تعظيم قيمة المشروع من جهة أخرى. هناك جدل فكري قائم حول وجود أو عدم وجود هيكل مالي أمثل (مشكلة أمثلية الهيكل المالي) أي حل مشكلة النسب المثلى لمكونات الأموال التي تحقق هدف المشروع، وفي هذا الصدد يوجد مدخلين : مدخل كلاسيكي يؤكد وجود هيكل مالي أمثل، ومدخل حديث ينفي وجود هيكل مالي أمثل ومن بين أشهر نظريات المدخل الحديث (نظرية الاستدلال) الإشارة و نظرية Modigliani et Miller⁷⁷ .

تتطوي سياسة أي مشروع بخصوص هيكله المالي على تحقيق توازن بين الخطر والعائد، إذ أن زيادة الاعتماد على الاقتراض في التمويل يزيد من مستوى المخاطر التي قد يتعرض لها المشروع فيما يؤدي من ناحية أخرى إلى ارتفاع معدلات العائد المتوقعة على الاستثمار نتيجة الرفع المالي.

ثانياً: العوامل المؤثرة في اختيار هيكل المالي الأمثل

يتحكم في عملية اختيار الهيكل المالي للملائم للمشروع بالعديد من العوامل والتي يصعب الفصل بينها أحياناً ونذكر منها⁷⁸:

1- الملائمة :

ويقصد به مدى ملائمة أنواع الأموال المستخدمة لطبيعة الأصول والتي ستقوم هذه الأموال بتمويلها، أي أن الأموال التي يحصل عليها المشروع يجب أن تكون مناسبة لأنواع الأصول المستخدمة ومتماشية مع طبيعتها، وكقاعدة ينبغي تمويل الأصول الدائمة بما في ذلك الأموال المتداولة الدائمة عن طريق الأموال الدائمة أي بواسطة القروض طويلة الأجل وأموال الملكية، لأن استخدام القروض طويلة الأجل في تمويل الأصول المتداولة يكون له أثر سلبي على المشروع، أي عدم استخدام الأموال الدائمة في نشاطات موسمية وذلك لأن النشاطات الموسمية تنتهي بانتهاء الموسم وعليه يكون للمشروع القدرة على التسديد القروض لوجود تدفقات نقدية ولكن الفائدة تبقى مستمرة لأن القرض طويل الأجل، وهذا ما يولد مشكلة سيولة للمشروع، ونفس الحال لأموال الملكية لأن المشروع يكون ملزم في بداية الموسم بتوزيعات للملاك.

⁷⁶ حنفي عبد الغفار، أساسيات التمويل والإدارة، الدار الجامعية الجديدة، القاهرة، 2002، ص 335 .

⁷⁷ Josette peyrard, **Gestion financière internationale**, VUIBERT 5eme édition, paris, 1999.

⁷⁸ جميل أحمد توفيق، الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت لبنان، 1986، ص 293-298

2-الرفع المالي :

يقصد بالرفع المالي نسبة مجموع القروض إلى مجموع الأصول، والمتعارف عليه أن استخدام المصادر المالية الثابتة التكلفة مثل القروض والأسهم الممتازة لتمويل أصول المشروع تمثل نوعا من الرفع المالي أو المتاجرة بالملكية ولكن تأثير الرفع المالي يكون أكبر في حالة القروض وهذا راجع إلى:

-تكلفة القروض تكون عادة أقل من تكلفة الأسهم؛

-الفائدة المدفوعة على القروض تعتبر من التكاليف التي يجب خصمها من الوعاء الضريبي على عكس الأسهم الممتازة التي تعتبر أعباء على المشروع.

لذا يعتبر الرفع المالي أحد الاعتبارات الهامة في تخطيط الهيكل المالي وذلك لتأثيره المباشر على ربح السهم.

3-تكلفة الأموال :

تعتبر أقل عائد ممكن أن يتوقعه أصحاب الأموال، ويتوقف ذلك على المخاطرة التي يفترضونها، فحملة الأسهم يفترضون درجة مخاطرة أعلى من أصحاب القروض لأنه في حالة الاقتراض تكون الفائدة المستحقة ثابتة وعلى المشروع دفعها سواء حقق أرباح أو لم يحققها بعكس العائد على السهم فهو غير ثابت وأيضا ليس هناك أي التزام على المشروع بتقرير توزيعات، وكذلك السماح بخصم أعباء فوائد القروض وإعتبارها تكاليف يؤدي إلى تخفيض الوعاء الضريبي مما يعني تخفيض في تكلفة الاقتراض، ولكن لا يمكن للمشروع أن يستمر في التقليل من تكلفة الاقتراض باستخدام المزيد من القروض فهذا ما يؤدي إلى زيادة المخاطر المالية للدائنين وحملة الأسهم، وذلك لأنه عند زيادة درجة الرفع المالي تزداد مخاطر الدائنين الذين سيطلبون بسعر فائدة مرتفع، وهذا ما يتطلب وجود مزيج مناسب من أموال الاقتراض وأموال الملكية.

4-التحفظ :

يعتبر التحفظ أحد سمات الهيكل المالي المناسب، ولكنه لا يعني عدم استخدام المشروع للقروض أو الاستخدام الضئيل لها، بل يتعين على المشروع عند لجوئه للاقتراض أن يحلل التدفقات النقدية المتوقعة (فوائد القروض) فخدمة الدين ثابتة وملزمة قانونا ويجب على المشروع تسديدها حتى وإن كانت التدفقات النقدية في بعض السنوات غير كافية، ومن ثم فإن التحفظ في تحديد تركيبة سليمة للهيكل المالي أمرا أساسيا عند وضع إستراتيجية تمويلية للمشروع الاستثماري.

الفصل الأول: الإطار العام لدراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية

5- المرنة: وتعني توفر القدرة للمشروع على تكيف هيكله المالي مع الاحتياجات التي تنشأ بتغير الظروف المحيطة به، أي أن يكون الهيكل المالي في وضع يسمح له بإحلال مصدر تمويلي محل مصدر آخر بسهولة وتتوقف درجة المرونة في الهيكل المالي للمشروع على⁷⁹:

✓ - المرونة في التكاليف الثابتة؛

✓ - شروط الاقتراض؛

✓ - الطاقة الاستيعابية للمشروع على الاقتراض؛

✓ - شروط الوفاء بالدين؛

المرونة تعمل على توفير عدد من البدائل عند إتخاذ القرار بالتوسع أو الإنكماش في مجموع الأموال التي يستخدمها المشروع، وكذلك تساعد على زيادة قدرة المشروع على المساومة عند التفاوض مع المصادر المحتملة للتمويل مع ملاحظة أن تحقيقها يتطلب تكلفة إضافية، فالشروط التي يصنعها المشروع لتوفير قدر من المرونة تتطلب من جانب المشروع تعويض المقترضين بمنح سعر فائدة أعلى، وعلى المشروع أن يقارن بين التكاليف الإضافية لمزايا التمتع بالمرونة.

6- إستقرار المبيعات :

يمكن المشروع من الوفاء بالتزاماته على القروض بأقل درجة من الخطر، والعكس إذا كانت مبيعات المشروع تتعرض لتقلبات مستمرة، وعلى ذلك يتعين على المشاريع التي تواجه انخفاض مستمر في مبيعاتها عدم اللجوء إلى القروض أو الأسهم الممتازة في هيكلها المالي إلا بقدر ضئيل إذا لزم الأمر.

7- حجم المشروع :

يؤثر بنسبة كبيرة على إمكانية توفير مصادر الأموال فالمشاريع الصغيرة على عكس المشاريع الكبيرة تجد صعوبات وعراقيل كثيرة في حصولها على قروض وذلك بسبب شروط الاقتراض وخاصة شرط توفر ضمان أو رهن، وحتى إن استطاعت الحصول على القرض فسوف تتحمل سعر فائدة كبير، كما أن اعتماد المشاريع الصغيرة على الاقتراض يجعل هيكلها المالي غير مرن نتيجة عدم توفر بدائل التمويل، لذا نجد أن هذه المشاريع الصغيرة تلجأ إلى إصدار أسهم رأس المال والفائض المحجوز لديها كمصادر للتمويل طويل الأجل، وفي نفس الوقت اللجوء إلى إصدار الأسهم العادية من شأنه أن يزيد من درجة المخاطرة خاصة في فقدان الرقابة، ولذا يجب على المشاريع الصغيرة أن تنتفع بأفضل استخدام لحجمها عند تخطيط هيكلها المالي.

⁷⁹ ميمر محمد عبد العزيز، إقتصاديات الاستثمار، التمويل والتحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص-222.

خلاصة:

بناء على ما تم عرضه في هذا الفصل فإنه تم التوصل إلى أن الاستثمار هو توجيه للأصول المادية والبشرية والمعلوماتية نحو تحقيق عوائد اقتصادية واجتماعية وثقافية وعلمية في المستقبل، يتم تجسيده على أرض الواقع عن طريق القيام بمشاريع استثمارية تتنوع وتختلف حسب معايير عديدة، إلا أنها مهما اختلفت وتنوعت فإن عملية تجسيدها وتنفيذها يجب أن تسبق دائما بدراسة الجدوى التي تجنبنا الانزلاق في الأخطاء الجسيمة التي قد تنشأ عنها العديد من الخسائر. هذه الدراسات يجب أن تبدأ دائما بدراسة مبدئية لا تتطلب الفحص الدقيق، حيث إذا أفضت هذه الدراسة إلى نتائج سلبية فإنها بذلك تعطي الإشارة المباشرة للمستثمرين بالتحول إلى مشروعات وفرص استثمارية أخرى بأكثر ربحية، أما إذا كانت نتائجها ايجابية فإنها تفتح الطريق نحو الدراسة التفصيلية والتي تعتبر الدراسة المالية من بين أهم نطاقها، إذ أنه بعد اختيار المشروع على أساس دراسة جدواه القانونية والتسويقية ثم الفنية يطرح مشكل التمويل، مما يتطلب دراسة فرص التمويل المتاحة والمتوفرة أمام المستثمر وتكلفة كل مصدر من هذه المصادر المختلفة للتمويل قصد الوصول إلى تحديد الهيكل التمويلي الأمثل للمشروع الاستثماري.

الفصل الثاني

العلاقة بين الجدوى

المالية

والمشاريع الاستثمارية

تمهيد :

تهتم عملية التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية بقياس ربحية المشروع من الناحية التجارية من وجهة نظر المستثمر ، باعتمادها على نتائج الدراسات السابقة . فمن خلال الدراسة التسويقية يتم تحديد حجم المبيعات ، التي تعبر عن مدخلات المشروع أو عوائده، والدراسة الفنية تساعد في تحديد قيمة التكاليف الرأسمالية وتكاليف التشغيل التي تعبر عن مخرجات المشروع أو تكاليفه. فتقدير إيرادات وتكاليف المشروع يعتمد على مفهوم التدفقات النقدية ، الخارجة (التكاليف) أو الداخلة (الإيرادات)، وطالما أن عملية التقييم المالي تعتمد أساسا على تلك التدفقات، يجب مراعاة الدقة في تقديرها وفترات تحققها. فعملية تقييم المشاريع ودراسة الجدوى تبدأ عموما بفكرة نظرية، ثم تصبح واقعا، وبين الفكرة والواقع يوجد المستقبل، فعملية التقييم تقوم على قراءة المستقبل مترجمة إياه على شكل وقائع رقمية، الأمر الذي يعني أن عامل الوقت مهم وحاسم، هذا الأخير يؤثر في اتجاهات عديدة ، كالقيم الحالية للتدفقات النقدية، لذا يتم أخذه في الحسبان من خلال خصم التدفقات بسعر معين، كما يؤثر في القيم الحقيقية لها من خلال ظاهرة التضخم، ويؤثر أيضا في القيم الفعلية للتدفقات النقدية للمشروع بحيث يجعلها تنحرف عن القيم المتوقعة (المقدرة) بسبب التغيرات التي يمكن أن تتعرض لها قيم المتغيرات الداخلية في عملية التقييم مثل الأسعار، هذه الانحرافات ينتج عنها ما يسمى بمخاطر عدم التأكد. والواقع يؤكد أننا نعمل في عالم يتسم بقدر من عدم التأكد من المستقبل، مما يصعب بل يستحيل على المقيم أن يحدد بدقة حجم العائد الذي سيحدث مستقبلا، وعلى هذا يعتبر دراسة و تحليل المخاطر من أهم المتغيرات المؤثرة في عملية التقييم و المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية ، و بالتالي اختيار القرار السليم للاستثمار استنادا على معايير تأخذ بعين الاعتبار عنصر التأكد و المخاطرة بعين الاعتبار ، لذا سنحاول التطرق في هذا الفصل إلى:

– المبحث الأول: القرار الاستثماري

– المبحث الثاني: معايير التقييم و المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية

– المبحث الثالث: التدفقات النقدية للمشاريع الاستثمارية

المبحث الاول : القرار الاستثماري

تولي المؤسسات لعملية اتخاذ القرارات الاستثمارية اهتماما كبيرا، إذ أن الوصول إلى هذه المرحلة تسبقه سلسلة من الدراسات الشاملة والمفصلة من عدة جوانب سواء كانت: تسويقية، تقنية، مالية، بيئية...، تسفر في النهاية بقرار ايجابي أو سلبي، يسمى بالقرار الاستثماري، والذي من خلال هذا المبحث سنحاول تعريف هذا القرار وتحديد خصائصه و أنواعه والتعرف على المبادئ التي يقوم عليها وكذا العوامل المؤثرة فيه.

المطلب الأول : ماهية القرار الاستثماري وأنواعه

يعتبر قرار الاستثمار من أهم وأصعب القرارات التي تتخذها الإدارة بالمشروع وأكثرها خطورة لارتباطه بالعديد من العوامل والمتغيرات التي يصعب في غالب الأحيان التنبؤ بسلوكها واتجاهات تطورها، كما أن له تأثير على بقاء المؤسسة واستمرارها ونموها، وسنحاول في هذا المطلب إبراز تعريف القرار الاستثماري وأهم خصائصه وكذا أنواعه.

أولا: تعريف القرار الاستثماري

يعرف القرار الاستثماري على أنه " تصرف أو رد فعل، يتخذ عادة إما من قبل شخص منفرد(متعهد، مسؤول، أو رب العمل) أو من قبل مجموعة من الأشخاص، يتعلق بتحويل الموارد المالية إلى سلع ومنتجات خلال فترة زمنية معينة، وذلك من خلال دراسة وتقييم البدائل الاستثمارية وإجراء عملية المفاضلة بينها⁸⁰ ".
 ويعرف أيضا على أنه " القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين على الأقل، والمبني على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسبق عملية الاختيار، وتمر بعدة مراحل تنتهي باختبار قابلية هذا البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين، وفقا لأهداف وطبيعة المشروع الاستثماري⁸¹ ".
 هذا التعريف يشير إلى وجود العديد من البدائل الاستثمارية، وعلى متخذ القرار اختيار البديل الأحسن اعتمادا على معايير معينة، لكن متخذ القرار يمكن أن يجد نفسه أمام بديل واحد ويكون أمام خيار " استثمار أو لا أستثمر".
 من التعريفين السابقين يتضح أن القرار الاستثماري من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة لكونه يتعلق بنشاطها المستقبلي وآثاره تلازم المؤسسة لفترة طويلة من الزمن، بالإضافة إلى ذلك فإن صعوبة هذا القرار تعود إلى سببين رئيسيين هما⁸² :

⁸⁰ بن مسعود نصر الدين، دراسة تقييم المشاريع الاستثمارية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2009، ص 30 .

⁸¹ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 38 .

⁸² عبد الغفار حنفي، تقييم الأداء المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 24-25

- اعتماد قرار الاستثمار على التنبؤات التي تعتبر من أصعب مراحل دراسة المشروع، وتكمن هذه الصعوبة في مراعاة دقة التدفقات على مر الزمن، التطور التكنولوجي في المستقبل، والظروف والأوضاع الاقتصادية المنتظرة خلال الفترة التي تتضمنها دراسة المشروع.
- مراعاة تماشي الاستثمار الجديد مع نشاط المؤسسة وأهدافها، فقد تكون سياسة الاستثمار تتعارض مع أهداف المؤسسة، مما قد يؤثر على مستقبلها، لهذا يتطلب على المؤسسة تحديد الأهداف والسياسات العامة على ضوءها تتشكل سياسة الاستثمار.

إضافة إلى ذلك تبرز أهمية قرار الاستثمار في الجوانب التالية⁸³:

- يشكل الاستثمار المحرك الوحيد للتطور والبقاء على المدى الطويل .
- يمتص الاستثمار موارد هامة.
- يشكل غالبا إلتزام متوسط وطويل الأجل، وتنفيذه غير قابل للرجوع إلى الوراء.
- يشترط معرفة صورة المؤسسة بسبب تأثير المحيط الاقتصادي والمالي .

ثانيا: خصائص القرار الاستثماري

يتميز القرار الاستثماري بالعديد من الخصائص أهمها⁸⁴:

- أهمية النفقة التي تتحملها المؤسسة(أموال معتبرة يتم إنفاقها).
- يمثل الاستثمار التزام المؤسسة لأجال طويلة، ومستقبل المؤسسة قد يوجه باختيارات لاستثمارات ليست ملائمة.
- يصاحب الاستثمار مخاطر كنتيجة لعوائد غير مؤكدة .
- القرار الاستثماري له نتائج أو آثار على الهيكل المالي للمؤسسة .
- يعتبر قرار غير قابل للتراجع، فمن الصعب العدول عن الاستثمار وفكه.
- تعتبر تكلفة الخطأ المترتبة على الاختيار الخاطئ للاستثمار عالية.

⁸³ Abdellah Boughaba, Op.Cit, , pp 10_11.

⁸⁴ Pierre Cabane, L'essentiel de la finance, édition d'organisation, paris, 2004, p.201.

و كنتيجة لهذه الخصائص، تجبر المؤسسة أن تأخذ بالاعتبار وضع الاستثمار ضمن أفعال التسيير الإستراتيجية ويقتضي ويتطلب استعمال طرق منظمة للتقييم. الخصائص السابقة يمكن تصنيفها في أربعة مجموعات أساسية⁸⁵:

1-خصائص ترتبط بالبعد الزمني:

وجود فاصل زمني بين حدوث النفقة المبدئية واكتمال الحصول على العوائد المتوقعة في المستقبل والمنتشرة عبر مدار فترة لا تقل عن سنة، وينجم عنها مشاكل منها : مشكلة القيمة الزمنية للنقود، مشكلة المخاطر وعدم التأكد، مشكلة أثر التضخم.

2-خصائص ترتبط بظروف القرار الاستثماري:

يواجه القرار الاستثماري عدد من المشاكل والظروف مثل:

- ظروف عدم التأكد والمخاطرة، مشاكل عدم قابلية القياس الكمي لبعض المتغيرات.
- العائد المتوقع غير مؤكد الحدوث .
- مخاطر العدول عن الاستثمار بدون تحقيق خسائر كبيرة.
- مشاكل التنبؤ بالمبيعات بسبب تقلبات الأسعار، والأرباح المحتملة، ومعدل تكلفة رأس المال.

3-خصائص ترتبط بالهيكل التمويلي:

- ارتباط مالي كبير، يترتب عليه التضحية بمبالغ ضخمة، ويخصص جزء كبير منها في أصول ثابتة لفترات طويلة.
- ترتبط قرارات الاستثمار بشكل وثيق بقرارات التمويل و البحث عن هيكل التمويل الأمثل.
- تخصيص قدر من الموارد المالية المتاحة حالياً للحصول على عوائد مغرية مستقبلية وبالتالي ضرورة البحث عن مصادر تمويلية بديلة.

4-خصائص عامة:

- تتصف عملية اتخاذ القرار الاستثماري بالواقعية .
- تتأثر عملية اتخاذ القرار الاستثماري بالعوامل الإنسانية والنفسية لمتخذ القرار .
- عملية اتخاذ القرار الاستثماري هي عملية مركبة من مجموعة من الخطوات والمراحل.
- تتصف عملية اتخاذ القرار الاستثماري بالاستمرارية.

⁸⁵ بن إبراهيم الغالي، اتخاذ القرارات الاستثمارية في البنوك الإسلامية من أجل معامل خصم في ظل الضوابط الشرعية، رسالة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة بسكرة 2012-2013، ص87-80

ثالثا : أنواع القرارات الاستثمارية

يمكن تحديد أهم أنواع القرارات الاستثمارية الممكنة لأصحاب المشاريع الاستثمارية والتي تتمحور حول⁸⁶ :قرارات تحديد أولويات الاستثمار، قرارات قبول أو رفض الاستثمار، قرارات الاستثمار المانعة تبادليا.

1- قرارات تحديد أولويات الاستثمار:

ويعني ذلك ترتيب المشروعات الاستثمارية المقترحة في شكل برنامج استثماري يحدد وبشكل دقيق أولويات تنفيذ

المشروعات طبقا لمعايير معينة، ونذكر من هذه المعايير على سبيل المثال ما يلي:

- معيار العائد أو الربحية الكلية للمشروع أو المشاريع المقترحة، ويستخدم هذا المعيار في حالة عدم وجود عجز

أو قصور في مدخلات الاستثمار المالية أو التشغيلية.

- معيار العائد النسبي على المدخل أو المدخلات المحددة، وفيه يفضل المشروع الذي يحقق أكبر عائد نسبي على

هذه المدخلات، ثم يليه المشروع ذو العائد الأقل منه...وهكذا.

2- قرارات قبول أو رفض المشروعات:

في هذا النوع من القرارات يكون للمستثمر إما بديل واحد لاستثمار أمواله في نشاط معين أو الاحتفاظ بها، وهذا القرار

يجعل فرص الاختيار محدودة جدا أمام المستثمر، وما عليه إلا قبول قرار البديل الاستثماري الذي اكتملت له دراسة

الجدوى التفصيلية أو رفضه غير أنه يجب أن نفهم أن البديل الاستثماري الأمثل هنا لا يعني بالضرورة أن يكون مشروعا

وحيدا بذاته، بل يمكن أن يكون مجموعة مشاريع مرتبطة معا، لأنه من الممكن أن تصنف المشاريع ليس على أساس

فردية ولكن على أساس مجموعات متعددة، تضم كل منها أكثر من مشروع، وليس بالضرورة أن كل مجموعة من هذه

المجموعات يجب أن تضم مشاريع ذات طبيعة واحدة مثل المشاريع الصناعية، أو المشاريع الزراعية، أو المشاريع

الخدمية.

3-قرارات الاستثمار المانعة تبادليا:

في هذا النوع من القرارات توجد العديد من فرص الاستثمار، ولكن في حالة اختيار المستثمر إحدى هذه الفرص في نشاط

معين فإن ذلك لا يمكن للمستثمر من اختيار نشاط آخر، فالنشاط يمنع تباديا النشاط الآخر، فمثلا إذا تم اختيار مشروع

للسوق المحلي فإن ذلك يمنع الدخول إلى مشروع تصديري في نفس الوقت⁸⁷.

⁸⁶ مراد علي نشأت خليل، مرجع سبق ذكره، ص ص36.

المطلب الثاني :أسس ومبادئ اتخاذ القرارات الاستثمارية

من أجل الوصول إلى قرار استثماري سليم، لا بد وأن يستند على أسس علمية وهي كما يلي⁸⁸:

- اعتماد إستراتيجية ملائمة .
- الاسترشاد بالأسس العلمية لاتخاذ القرار .
- مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة .

اولا: اسس اتخاذ القرارات

1- اعتماد إستراتيجية ملائمة :

فيما يتعلق بالإستراتيجية الملائمة فإنها تتوقف بشكل أساس على أولويات المستثمر، والتي يكشف عنها أو يعبر عنها منحى تفضيله الاستثماري والذي يتشكل من رغبات المستثمر تجاه لكل من الربحية والسيولة والأمان، فضلا عن عوامل ذاتية خاصة بالمستثمر.

2- الاسترشاد بالأسس العلمية لاتخاذ القرار:

أما بالنسبة للاسترشاد بالأسس العلمية في اتخاذ قرار الاستثمار فهو يقصد أن يكون القرار رشيدا، وحتى يكون القرار رشيدا فعلى المستثمر أن يوظف أولا المنهج العلمي في اتخاذ القرار وهذا يتطلب القيام بالخطوات التالية⁸⁹:

- تحديد الهدف الأساسي للاستثمار .
- تجميع المعلومات اللازمة لاتخاذ القرار .
- تحديد العوامل الملائمة التي يتم من خلالها تحديد العوامل الأساسية لاتخاذ القرار .
- تقييم العوائد المتوقعة للفرص الاستثمارية .
- اختيار البديل أو الفرص الاستثمارية المناسبة للأهداف المحددة .

3- مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة:

يرتبط قرار متخذ القرار بمتغيرين أساسيين هما :العائد المتوقع من الاستثمار، ودرجة المخاطرة للأداة الاستثمارية، ولهذا على المستثمر قبل اتخاذ قراره أن يعرف مقدما كل من العائد المتوقع ودرجة المخاطرة.

⁸⁷ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص45

⁸⁸ طلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دار البازوردي العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008 ، ص17

⁸⁹ محمد دياب، دراسات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية للمشاريع، دار المنهل اللبناني، الطبعة(1) ، بيروت، 2006 ، ص19

ثانيا : مبادئ اتخاذ القرارات

المسألة الأخرى التي يجب على متخذ القرار الاستثماري أن يأخذها بعين الاعتبار هي اعتماد عدد من المبادئ والمعايير كأساس لاتخاذ القرار، ومن أهمها :

1- مبدأ تعدد الخيارات (البدايل الاستثمارية):

يعتبر هذا المبدأ أحد الأركان الأساسية للقرار الاستثماري، وذلك لأن الموارد المالية المتاحة لدى المستثمر تكون عادة محدودة، في حين أن الفرص الاستثمارية تكون متعددة في معظم الأحيان، لذا على المستثمر أن يراعي هذه الحقيقة، بحيث يتم اختيار الفرصة الاستثمارية المناسبة التي تتفق مع إستراتيجيته وهدفه، وذلك من خلال المفاضلة بين تلك الفرص الاستثمارية بدلا من توجيه أمواله إلى أول فرصة استثمارية متاحة .وعادة كلما كانت البدائل كثيرة ومتعددة فإنها تعطي متخذ القرار مرونة أكبر وتمكنه من اتخاذ القرار الصائب.

2-مبدأ الخبرة والتأهيل:

وهذا يعني أن قرار الاستثمار بما يتضمنه من حيثيات وما يستلزمه من إمكانيات فنية وعلمية قد لا تتوافر لدى العديد من المستثمرين، الأمر الذي يستلزم الاستعانة بمشورة المختصين في هذا المجال، من أجل الوصول إلى قرار استثماري سليم.

3-مبدأ الملائمة:

عند قيام المستثمر باختيار المجال الاستثماري المناسب بين عدة بدائل مقترحة، فإنه يسترشد في تطبيق هذا المبدأ بمنحى تفضيله الاستثماري الذي يتحدد في ضوء مجموعة من العوامل الذاتية التي تتعلق بعمر المستثمر ودخله ووظيفته واختصاصه ومجالات اهتمامه وخبرته وبيئته الاجتماعية وصحته...الخ.

ويقوم منحى تفضيل المستثمر على فرضية مفادها أن لكل مستثمر نمط معين يحدد درجة اهتمامه تجاه العناصر الأساسية في قراره الاستثماري والتي تتمثل في⁹⁰ :

- معدل العائد على الاستثمار .
- درجة المخاطر التي يتصف بها ذلك الاستثمار .
- مستوى السيولة التي يتمتع بها كل من المستثمر وأداة الاستثمار .

⁹⁰ محمد دياب، مرجع سبق ذكره، ص20 .

4-مبدأ التنوع أو توزيع المخاطر الاستثمارية:

أي اختيار عدد من الأدوات الاستثمارية بغية تخفيض أثر المخاطر، وهو ما يطلق عليه بتنوع المحافظ الاستثمارية، بمعنى عدم استثمار الأموال في مجال أو نشاط واحد.

أما فيما يتعلق بالعلاقة بين العائد والمخاطرة، فمن البديهي أن المستثمر يربط قراره الاستثماري بمتغيرين أساسيين هما : العائد المتوقع من الاستثمار ودرجة المخاطرة المرافقة للأداة الاستثمارية.

المطلب الثالث :العوامل المؤثرة على اتخاذ القرارات الاستثمارية

إن عملية اتخاذ القرار الاستثماري عملية معقدة، ولا تكتمل إلا بعد إتمام واحترام مختلف مراحل هذه العملية، والتي في

الواقع تتأثر بعدة عوامل تتمثل فيما يلي⁹¹ :

1- تأثير البيئة الخارجية والبيئة الداخلية:

بالنسبة لعوامل البيئة الخارجية فتتمثل في الضغوط الخارجية القادمة من المحيط الذي تعمل فيه المؤسسة والتي لا تخضع

لسيطرة المؤسسة، وتتمثل هذه العوامل فيما يلي:

- العوامل الاقتصادية .
- العوامل الاجتماعية والسياسية السائدة في المجتمع.
- التطورات التقنية والتكنولوجية
- الظروف الإنتاجية القطاعية مثل المنافسين والموردين والمستهلكين .
- العوامل التنظيمية الاجتماعية والاقتصادية مثل النقابات والتشريعات والقوانين .
- درجة المنافسة التي تواجه المؤسسة في السوق .

أما بالنسبة لعوامل البيئة الداخلية فهي تلك التي تؤثر على القرار الاستثماري بطريقة مباشرة، وتشكل ضغوطات قادمة من

داخل المؤسسة، وهي عوامل كثيرة أهمها:

- درجة المركزية وحجم المؤسسة ودرجة انتشارها الجغرافي .
- مدى توافر الموارد المالية والبشرية والفنية للمؤسسة .
- طرق الاتصال داخل فروع المؤسسة .
- عدد المتعاملين مع المؤسسة .

⁹¹ كاسر نصر منصور، الأساليب الكمية في إتخاذ القرارات الإدارية، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط1 ، عمان، الأردن، 2006 ، ص36- 39

2-تأثير شخصية وسلوك متخذ القرار:

تعتبر شخصية متخذ القرار من العوامل الإنسانية الهامة والمؤثرة في عملية اتخاذ القرار بصفة عامة، والقرار الاستثماري بصفة خاصة، فشخصية متخذ القرار وقيمه وتاريخه المهني، ومكانته الاجتماعية ومركزه المالي في المؤسسة، تتفاعل فيما بينها تساهم في شكل ونوع القرار الاستثماري، ومن بين العوامل ذات الصلة بمتخذ القرار والمؤثرة في اتخاذ القرار الاستثماري نجد ما يلي⁹²:

- الفهم العميق والشامل للأمور .
- قدرة متخذ القرار على التوقع .
- مؤهل متخذ القرار ومجال تخصصه .
- قدرة متخذ القرار على الابتكار والإبداع .
- الأهداف التي يصبو إلى تحقيقها وأغراضه الشخصية .

سلوك متخذ القرار اتجاه المخاطرة⁹³:

- محبا للمخاطرة .
- يكره المخاطرة .
- محايد اتجاه المخاطرة.

3-تأثير ظروف اتخاذ القرار:

إن التردد في اتخاذ القرار سببه هو علاقة القرارات في المستقبل الذي يتميز بعدم القدرة على تحديد ما سيحدث فيه بشكل دقيق، مما يؤدي إلى اتخاذ القرارات في ظروف عدم التأكد أو في ظروف التأكد أو تحت درجة المخاطرة. والحال عليه بالنسبة للقرار الاستثماري الذي تكون العوائد المتوقعة من المشروع غير محددة وربما قد تكون غير مؤكدة الحدوث، على العكس في الحالة التي يكون متخذ القرار في ظروف التأكد على علم بجميع البدائل ونتائج كل منها.

⁹² بن إبراهيم الغالي، مرجع سبق ذكره، ص 89 .

⁹³ احمد أمين سعد الله، دراسة الجدوى الاقتصادية للمشاريع الاستثمارية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2002 ، ص .

4-تأثير أهمية القرار:

كلما ازدادت أهمية القرار ازدادت ضرورة جمع المعلومات الكافية عنه، وتتعلق الأهمية النسبية لكل قرار بالعوامل التالية:

- عدد الأفراد الذين يتأثرون بالقرار ودرجة هذا التأثير.
- كلفة القرار والعائد، حيث تزداد أهمية القرار كلما كانت تكاليف أو العائد المتوقع الحصول عليه نتيجة هذا القرار مرتفعا.
- الوقت اللازم لاتخاذ، فكلما ازدادت أهمية القرار، كلما تطلب ذلك وقت أطول ليكتسب المسير الخبرة والمعرفة بالعوامل المختلفة على القرار.

5- تأثير عنصر الزمن:

يشكل عنصر الزمن ضغطا كبيرا على متخذ القرار، فكلما زادت الفترة الزمنية المتاحة أمام متخذ القرار لاتخاذ قراره، كلما كانت البدائل المطروحة أكثر والنتائج أقرب إلى الصواب وإمكانية التحليل للمعلومات متاحة أكثر، وكلما ضاقت الفترة الزمنية المتاحة أمام متخذ القرار كلما تطلب منه السرعة في البت في القرار، مما يقلل في البدائل المتاحة أمامه.

المبحث الثاني: التدفقات النقدية للمشاريع الاستثمارية

من متطلبات عملية التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية إجراء عملية جدولة النتائج التي تم الحصول عليها في دراسات الجدوى التفصيلية، أي قبل إجراء التقييم يجب صب نتائج الدراسات السابقة في شكل جداول وتحليلات معينة حتى يتسنى الوصول إلى إبراز المكاسب والتكاليف المالية للمشروع محل الدراسة، ومن أهم نتائج تلك الجداول والتحليلات المالية الوصول إلى جدول التدفقات النقدية الذي يعطي في النهاية صافي التدفق النقدي للمشروع الاستثماري خلال سنوات عمره الافتراضي ، لذا ومن خلال هذا المبحث سنتطرق إلى مفهوم التدفقات النقدية ومكوناتها وكذا مشاكل قياسها.

المطلب الأول : مفهوم التدفقات النقدية ومكوناتها

اولا : مفهوم التدفقات النقدية

سبق وذكرنا أن تقييم المشروع الإستثماري يتطلب تحديد الإيرادات والتكاليف المتعلقة بهذا المشروع غير أنه من الملاحظ عند تقييم المشروع أن الاهتمام لا ينصب على تحديد الإيرادات والتكاليف بالمفهوم المحاسبي وفق مبدأ الاستحقاق ، أي أن المفهوم المحاسبي يقوم بربط الإيرادات والتكاليف وفق هذا المفهوم بالفترة التي تستحق عنها أو تخصصها، وإنما يوجه الاهتمام إلى تحديد الإيرادات والتكاليف في صورة المبالغ التي يتم تحصيلها فعلا وربط هذه المبالغ بالفترة التي يحدث فيها التحصيل أو السداد حيث تعتبر الإيرادات التي تحصل في فترة معينة تدفقات نقدية داخلية والتكاليف التي تدفع في فترة معينة تدفقات نقدية خارجية. ويرجع تفضيل استخدام التدفقات النقدية في تقييم المشاريع بدلا للإيرادات والتكاليف بالمفهوم المحاسبي إلى عدة أسباب وأهمها :⁹⁴

❖ إن إستخدام التدفقات النقدية يجنب الإدارة المالية الكثير من المشاكل والتساؤلات التي تنشأ في حالة إستخدام الإيراد

والنقطة بالمفهوم المحاسبي ومن أهم هذه المشاكل:

- طريقة الإهلاك الواجب إتباعها عند قياس الربح المحاسبي؛
- طريقة التسعير الواجب إتباعها عند تقييم المخزون؛
- ما هي التكاليف التي يجب إعتبارها إستثمارا وبالتالي تعتبر مصروفات رأسمالية يتم إستهلاكها على فترات بدلا من فترة واحدة؛
- تحديد أو تقدير المخصصات أو الاحتياطات الإلزامية حيث ينشأ إختلاف حول تقدير الديون المشكوك في تحصيلها أو المبلغ المتوقع منحه لخصم مسموح به عند تحصيل مستحقات الإيرادات؛
- تحديد التكاليف التي يجب أن تحمل على مخزون المنتجات التامة وقيد الصنع هل هي تكاليف ثابتة ومتغيرة أو تكاليف متغيرة فقط. إن كل نقطة من النقاط السابقة تعطينا رقم ربح محاسبي مختلف عن باقي النقاط أو الطرق ونتيجة لذلك نجد أن إستخدام الربح بالمفهوم المحاسبي في تقييم المشاريع الإستثمارية يمكن أن يجعل إعتبار أحد المشاريع مقبولا أو غير مقبول أمر يتوقف على طريقة حساب الربح المحاسبي، وهذا ما يؤدي إلى عدم توافق القرارات الشيء الذي يجعل من المفهوم الربح المحاسبي مفهوما غير مناسب لتقييم المشاريع الإستثمارية، على

⁹⁴: حنفي زكي عيد، مرجع سبق ذكره، ص 103-105.

العكس من ذلك تماما فإستخدام مفهوم التدفقات النقدية يساهم في الوصول إلى نتيجة تقديرية واحدة لا تختلف من محلل إلى آخر خلال العمر الافتراضي للمشروع.

❖ يتم تحديد الإيرادات والتكاليف وفق المفهوم المحاسبي بطريقة تتجاهل القيمة الزمنية للنقود، فالمحاسب يهتم بتحميل الإيرادات والتكاليف في الفترة التي تستحق فيها هذه المبالغ بغض النظر عن تاريخ تحصيلها إذن مبدأ الإستحقاق، كما يتجاهل مبدأ التفضيل الزمني أو القيمة الحالية للنقود، إذ أن قيمة المبيعات التي تم تحصيلها تختلف عن قيمة المبيعات التي لم تحصل بعد، وقيمة المبالغ المدفوعة اليوم تختلف عن قيمة المبالغ المدفوعة غدا، في حين نجد أن مفهوم التدفقات النقدية يأخذ في الإعتبار تلقائيا توقيت التدفقات النقدية الداخلة والخارجة وبالتالي لا يتجاهل معيار القيمة الزمنية للنقود، فالوحدة النقدية اليوم لا يمكن أن تساوي نفس الوحدة النقدية بعد فترة من الزمن، وهذا ما يجعل مدخل التدفقات النقدية المدخل الواقعي الواجب إعماده في تقييم المشاريع الإستثمارية.

ويقصد بالتدفقات النقدية "السلسلة الكاملة لصادفي التحصيلات والمدفوعات النقدية الخاصة ببداية قرار الإستثمار"⁹⁵ حيث يجب أن يتم التعبير عن المتحصلات الخاصة بكل مشروع في صورة تدفقات نقدية خارجية وداخلة خلال عمره المتوقع، وصادفي التدفق النقدي هو محصلة طرح التدفقات النقدية الخارجة من التدفقات النقدية الداخلة، ويرمز له بالإشارة الموجبة إذا كانت التدفقات النقدية الخارجة أصغر من نظيرتها الداخلة، وبالإشارة السالبة إذا حدث العكس، أي أن صافي التدفق النقدي طوال فترة عمر المشروع ينبغي أن يكون موجبا⁹⁶.

ثانيا : مكونات التدفقات النقدية

عند تقدير التدفقات النقدية للمشروع نميز بين نوعين هما⁹⁷:

1- تدفقات نقدية خارجية :

وتشمل كافة المبالغ التي تنفق منذ لحظة ظهور فكرة المشروع حتى تجربة تشغيله وبدء الحصول على إيرادات المشروع، بمعنى أنه يمثل الإنفاق الإستثماري المبدئي الذي يتم إنفاقه بغرض إقتناء أصول رأسمالية للمشروع الإستثماري المقترح،

⁹⁵ أمين السيد أحمد لطفي، الأصول المنهجية الحديثة لدراسة الجدوى المالية للاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص: 161 .

⁹⁶ قاسم ناجي حمدي، مدخل نظري وتطبيقي في أسس إعداد دراسات الجدوى وتقييم المشروعات، الطبعة 1، ج2، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان الاردن 2000 ص211.

⁹⁷ سعيد عبد العزيز عثمان، مرجع سبق ذكره، ص، 227 .،

ولذلك تعتبر أعباء و إلتزامات يتم تحميلها منذ التفكير في المشروع وحتى ساعة بدأ تجارب التشغيل الفعلية وأداء كافة العمليات الإنتاجية وأنشطة ووظائف المشروع، وتتضمن العناصر التالية:

1-1 تدفقات نقدية خارجة تتعلق بالتكاليف الاستثمارية :

تتضمن كافة بنود التكاليف الاستثمارية الملموسة وغير الملموسة بالإضافة إلى رأس المال العامل لأول دورة تشغيلية، ولإشارة أنه ما يعتبر تكاليف استثمارية ليس بالضرورة يكون تدفق نقدي يخرج من حيازة المشروع للغير حيث هناك:

- حق المعرفة والمتمثل في حصة شريك في رأس المال لا يترتب عليه إنفاقا خارجا ولكن يتم معالجته كأحد بنود التدفقات النقدية الخارجة، نفس الملاحظة بالنسبة لحقوق الملكية وبراءة الاختراع والعلامات التجارية.
- الحصة العينة التي يقدمها كل شريك في المشروع تسجل ضمن التدفقات الخارجة رغم انها لم يترتب عنها خروج فعلي للنقود.

- حالة اعتماد على بعض بنود التكاليف الاستثمارية التي كانت غارقة من قبل ولم يكن لها أي استخدام بديل قبل اقتراح المشروع، وغالبا تقدر قيمتها بما يعادل المنفعة المستمدة منها.

كافة هذه البنود تظهر في القائمة المالية للمشروع المقترح كما يتم إنفاقها في السنوات الأولى خلال سنوات الإنشاء والتجهيز، ولأغراض التقييم المالي فغالبا يتم وضع سنة افتراضية برقم صفر تسبق سنة الإنشاء الأولى وتسجل فيها المبالغ التي من المتوقع أن يتم إنفاقها في بداية الإنشاء الأولى.

1-2 تدفقات نقدية خارجة تتعلق بالتكاليف الجارية :

تعتبر بنود هذه التكلفة بمثابة تضحية يتحملها المشروع المقترح في مقابل الحصول على منافع سنوية خلال العمر الإنتاجي المتوقع، ومثل هذه التكاليف تسهم بصورة مباشرة أو غير مباشرة في قيام المشروع بالإنتاج والبيع وتتضمن تكاليف الإدارية، التشغيلية والتسويقية... إلخ وهذه البنود لا تتضمن أي بنود غير نقدية وبالتالي أقساط الإهلاك لا تدخل ضمن بنود التدفقات النقدية الخارجة، ولحساب التدفقات النقدية السنوية الخارجة الأمر يتطلب أولا جدولة التكاليف الجارية السنوية المرتبطة بالإنتاج سواء في خطوط الإنتاج الرئيسية أو الفرعية بل يجب أن يمتد نطاق تلك الجدولة ليشمل كل قسم إنتاجي وخدمي رئيسي وفرعي.

1-3 الفوائد على القروض الإستثمارية:

حيث تعتبر القروض مصدرا هاما و رئيسيا من مصادر التمويل لجميع المشروعات الاستثمارية حيث ان البنوك ومصادر الاقتراض تتقاضى فوائد عن المبالغ التي تقرضها لصاحب المشروع، و حيث يحدد في كثير من الأحيان أن هذه الفوائد يبدأ سريانها على المبالغ المسحوبة من القروض اعتبارا من تاريخ سحبها، فإن فوائد القروض أثناء فترة إقامة المشروع، و قبل أن يبدأ في الإنتاج يعتبرها ضمن بنود التكلفة الاستثمارية للمشروع، أما عن فوائد القروض بعد أن يزاول المشروع نشاطه فانها بطبيعة الحال من تكاليف التشغيل السنوية.

1-4 الضرائب المباشرة

تعتبر الضرائب المباشرة على الدخل والثروات أحد بنود التدفقات النقدية الخارجة، ولحسابها يجب أولا تحديد الوعاء الضريبي والمتمثل في صافي التدفقات النقدية بعد إستبعاد الإهلاك.

2- تدفقات نقدية الداخلة :

هي تشمل المبالغ المحصلة كإيرادات من المشروع أثناء تشغيله وتحسب لكل سنة من سنوات العمر الافتراضي للمشروع على حدى، وتتضمن العناصر التالية:

2-1 الإيرادات السنوية الجارية:

أي قيمة المبيعات السنوية المتوقعة للمشروع خلال عمره الإقتصادي سواء كانت من سلع أو خدمات أو كانت من النشاط الرئيسي أو الفرعي أو عرضي، وعند حساب التدفقات النقدية من المبيعات فإن العبرة بقيمة المبيعات المحصلة فعلا أي توقيت الحصول عليها وليس توقيت الخدمة أو السلعة لأن الإهتمام هنا منصب على التدفقات النقدية الفعلية.

2-2 قيمة رأس المال العامل في نهاية العمر الافتراضي المتوقع:

يتضمن هذا البند قيمة المخزون المتبقي من المواد الخام ومستلزمات الإنتاج وقطع الغيار...إلخ.

2-3 قيمة متبقي الأصول:

تتمثل في قيمة الأصول القابلة للإهلاك وغير قابلة للإهلاك في نهاية العمر الافتراضي للمشروع وذلك بعد اقتطاع الضريبة الواجبة على بيع هذه الأصول.

المطلب الثاني : مشاكل و صعوبات التدفقات النقدية

يواجه القائم بدراسة المشروع الاستثماري صعوبات في حساب صافي التدفقات النقدية بسبب عدة مشاكل يمكن حصرها فيما

يلي :

1- الامتلاك و الضريبة :

نقصد بالامتلاك التناقص السنوي لقيمة كل أصل من الأصول الثابتة للمشروع و ذلك نتيجة دخولها في العملية الإنتاجية أو استعمالها ، لذا لا بد على المستثمر أن يقوم بتقدير الامتلاك و ذلك عن طريق أقساط سنوية⁹⁸ و عليه فان المؤسسة عند شرائها للأصول الثابتة ،فانها تعتبرها كتكلفة رأسمالية ،يتم توزيع عبئها على سنوات العمر الاقتصادي لكل أصل. و تشير هنا لتواجد طرق لحساب الامتلاك منها طريقة قسط الامتلاك الثابت و ذلك بتقسيم هذه التكلفة على العمر الاقتصادي لها،و القيمة التي يحصل عليها سنويا تسمى قسط الامتلاك كذلك الامتلاك التنازلي الذي يعتمد في حسابه على أساس نسبة مئوية معينة من قيمة الأصل.

و بالتالي عند اتخاذ قرار الاستثمار يجب اتخاذ العوامل التالية في الحسبان⁹⁹:

– الامتلاك يشكل نفقة جزافية و ليس تكلفة و لا تمثل خروجاً حقيقياً لتدفقات نقدية من الخزينة و بالتالي لا يدخل ضمن حساب التدفق النقدي ،و لذلك فالامتلاك ما هو إلا معالجة محاسبية لتدفقات حدثت في الماضي ،و لا يجوز ان تدرج ضمن تكاليف المشروع مرتين ،

– طريقة الإهلاك المتبعة مهما كان نوعها تؤثر مباشرة على مردودية الاستثمارات ،ففي كثير من البلدان المتطورة كانت طريقة الإهلاك الخطي هي المتبعة ،لكن بعدها أعطت المؤسسات الخيار بين طريقتي الإهلاك الخطي و التنازلي .

أما بالنسبة للضريبة فلا بد من طرح التدفق النقدي الخارج (المدفوعات و التكاليف) من التدفقات النقدية الداخلة (المقبوضات و الإيرادات)، فالتدفق النقدي الخارج يشمل على تكاليف التشغيل و الضريبة التي تتحملها الشركات الصناعية و التجارية و التي نسميها بالضريبة على ارباح الشركات¹⁰⁰ .

و على اساس ذلك يمكن حساب صافي التدفق النقدي حسب العلاقة التالية :

$$\text{التدفق النقدي بعد الضرائب} = \text{الإيرادات} - (\text{التكاليف} + \text{الضريبة})$$

حيث: الضريبة = الربح المحاسبي x معدل الضريبة

⁹⁸ سعد طه علام،جدوى المشروعات ،دار النشر و التوزيع،الطبعة الثانية ،سوريا،2006،ص128.

⁹⁹ مبارك لسوس،مرجع سبق ذكره،ص117.

¹⁰⁰ نفس المرجع السابق، ص118.

و: الربح المحاسبي كذلك يساوي=الإيرادات - تكاليف التشغيل - الإهلاك

اذن بالاعتماد على ذلك يمكن حساب صافي التدفق النقدي الى:

الإيرادات السنوية - تكاليف التشغيل - ضريبة الأرباح .

2-التضخم:

يعرف بأنه زيادة النقود المعروضة على الإنتاج من السلع المتاحة، مما يؤدي الى ارتفاع في المستوى العم للأسعار و من

ثم انخفاض حقيقي في قيمة العملة النقدية¹⁰¹

كما يعرف على انه الزيادة المستمرة في الأسعار نتيجة الزيادة في كمية النقود، و ازدياد النقد الجاهز دون زيادة السلع

و الخدمات .¹⁰²

و على أساس ذلك فان التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري عادة تزداد على مدار فترة حياة المشروع، دون أن تكون

هناك زيادة في الانتهاج ، و يعود ذلك لسبب انخفاض القدرة الشرائية للنقد و التغيرات الممكنة في مستوى الأسعار أي

لتأثرها بالتضخم ،و بالتالي تسمى تلك التدفقات بالتدفقات الاسمية ،و للحصول على التدفقات الحقيقية للمشروع نقوم بتقسيم

قيمتها على ما يسمى بالمستوى العام للأسعار بإضافة نسبة التضخم .

و نشير هنا إلى أن نسبة التضخم قد لا تكون ثابتة لفترة زمنية معينة ،حيث يمكن أن تتغير من سنة إلى أخرى .

إذن من خلال ذلك فان إهمال إعادة تقييم التدفقات النقدية للمشاريع الاستثمارية في ظل التضخم يؤثر بشكل كبير على

سلامة القرار الاستثماري .

3-القيمة الحالية :

إن نتيجة الاستثمار تمثل متتالية سنوية للتدفقات النقدية الخارجة و الداخلة ،و تحليل هذا

الاستثمار يكون بمقارنة مجموع التدفقات النقدية الداخلة و الخارجة ،مما ينتج عنه مشكلة حقيقية

تتمثل في مقارنة تدفقات تحدث في فترات مختلفة، و لتخطي هذه المشكلة يجب أن نأخذ بعين

الاعتبار القيمة الزمنية للنقود بإدراج مفهوم القيمة الحالية .

¹⁰¹ د.سعود حايذ مشكور العامري ،التضخم بين النظرية و التطبيق،دار النشر ،سوريا ،2006،ص147

¹⁰² بالعروز بن علي ،محاضرات في النظريات و السياسات النقدية ،ديوان المطبوعات الجامعية،الطبعة الثانية،الجزائر ،2006،ص.141.

و من خلال ذلك فان¹⁰³ المبلغ الموجود في الوقت الحالي و المبلغ نفسه المحصل عليه بعد سنة أو أكثر لا يمثلان نفس القيمة ، و بالتالي المقارنة بينهما غير ممكنة ، و يرجع هذا الاختلاف لتوقيت تواجدهما من جهة ، و نوع الحادث الذي يميز كل منهما من جهة أخرى .

فمن ناحية توقيت تواجدهما، نلاحظ انه بالإمكان التصرف في المبلغ الأول و الاستفاد منه مباشرة، سواء باستهلاكه أو توظيفه و تحصيل الفوائد و الأرباح منه، و هذا عكس المبلغ الثاني و الذي يتطلب وقتا من اجل الاستفاد منه أما من ناحية الحادث الذي يميز كل منهما فإننا نلاحظ تواجد المبلغ الأول حدوثه مؤكد ،أما من ناحية الحادث الثاني فيتميز بعدم التأكد و عامل الخطورة، و الاختيار بين الحادثين يجب أن يكون على أساس مقابل يأمل الحصول عليه من جهة و يقبل به من جهة أخرى ، و هذا المقابل هو عبارة¹⁰⁴ " عن قيمة إضافية لهذا المبلغ المستثمر و هذه القيمة تحسب على أساس معدل يسمى بمعامل التفضيل الزمني و الفرصة الضائعة بحيث يتم استعماله لخصم هذه القيمة المستقبلية حتى يمكن مقارنتها كما يسمى هذا المعدل بمعدل حساب القيمة الحالية ."

و على أساس ذلك يجب على صاحب المشروع حساب ذلك المعدل و اختياره قبل الاستثمار لتقييم المداخل المستقبلية المنتظرة فهو يمثل¹⁰⁵ "تكلفة الفرصة المضاعة لرأس المال المستثمر للمشروع ، و التي توافق المعدل الأدنى للمردودية ."

و بالنسبة لاختيار هذا المعدل نجد انه إذا كان التمويل ذاتي من طرف المؤسسة أو القائم بالمشروع فانه يأخذ كمعدل خصم ، و هو المعدل الذي كان بإمكان المؤسسة إقراض أموالها به في اغلب الأحيان يضاف اليه قيمة معينة تمثل معامل الخطر، أما إذا كانت المؤسسة أو صاحب المشروع يعتمد في تمويله على الاقتراض، سيكون ذلك المعدل عبارة عن معدل الفائدة السائد في السوق أما إذا كان التمويل يعتمد على كلتا الحالتين فيأخذ المتوسط بينهما¹⁰⁶ .

و هكذا حتى يمكن المقارنة بين الاستثمار و التدفقات النقدية المختلفة يستلزم إرجاع هذه التدفقات لقيمتها الحالية، و هذا باستخدام معدل الخصم ، و قد أعتيد على استخدام معدل الفائدة السائد في السوق كمعدل لحساب القيمة الحالية و هذا عند دراسة المردودية المالية للمشروع الاستثماري .

¹⁰³ Boyer.M , Gravel.E , Evaluation de projets : la valeur actualisée nette optimiser VAN, Edition Paris France , 2005, P.42.

¹⁰⁴ Marques.M , « Evaluation financière de projets industriels» , Edition Paris , France , 1999 , P.61.

¹⁰⁵ Vingent . G , op.cit , P.261.

¹⁰⁶ Hamdi.K , op.cit , P.103.

4-مشاكل و صعوبات اخرى:

يمكن ان يتعرض صاحب المشروع إلى مشاكل و صعوبات أخرى متعلقة بحساب صافي التدفقات النقدية و المتمثلة في ما يلي :

4-1 توفر المعلومات :

ان الحصول على المعلومات يعتبر من المشاكل الأساسية التي تواجه صاحب المشروع فإما أن تكون غير متوفرة و أما أنها تكون متوفرة و يصعب الحصول عليها لأنها معلومات سرية .كذلك مدى تعلق هذه المعلومات بالموضوع، فهناك بعض المعلومات قد تتوفر بصفة عامة و لكن لا تتناسب مع الغرض ،كذلك درجة صحة و كفاية هذه المعلومات فيمكن الحصول على معلومات غير كافية .

و على أساس ذلك فان المعلومات تعتبر كأساس لتقدير و حساب صافي التدفقات النقدية و تقييم المشروع الاستثماري .

4-2 مشكلة عدم التأكد:

في ظل العولمة و التطورات و التحول لاليات السوق ،تزداد مشاكل التعامل مع المتغيرات الداخلة في الاقتصاد الوطني و التغيرات على الاقتصاد العالمي ، مما يزيد من مخاطر عدم التأكد من المتغيرات الداخلة و المتعلقة بحساب صافي التدفقات النقدية و ذلك من خلال العمر الافتراضي للمشروع ،مثلا التطورات التي قد تحدث في السوق فيما يخص أسعار الطلب ،الوسائل الحديثة المتعلقة بالإنتاج التي ينتظر اختراعها ،رد الفعل الذي ينتظر من المنافسين ،و كلها ظروف تتميز بعدم التأكد ،و بهذا نجد صعوبة في تقدير و حساب صافي التدفق النقدي للمشروع الاستثماري .

المطلب الثالث: تقدير صافي التدفقات النقدية

أولاً: مفهوم صافي التدفقات النقدية

صافي التدفقات النقدية عبارة عن الفرق بين التدفقات النقدية الخارجة والتدفقات النقدية الداخلة، ويكون هذا الفرق إما موجبا أو سالبا، فإذا كان موجبا فيجب التخطيط لاستثمار ذلك الفائض إما إذا كان سالبا فمن الضروري البحث مقدما عن مصادر لتمويل ذلك العجز حتى لا يتعرض المشروع لمخاطر العسر المالي¹⁰⁷.

صافي التدفقات النقدية للمشروعات المقترحة محل الدراسة هو الفرق بين المدخلات والمخرجات النقدية للمشروع المقترح، سواء خلال فترة الانشاء والتجهيز خلال فترة العمر المتوقع¹⁰⁸.

على اساس انه بعد تحديد كل من التكاليف الاستثمارية وتكاليف التشغيل السنوية تضفي الخطوة المالية 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 إقامة هذا المشروع في ظل هذا العبء من عدمه.

ثانياً: تقدير صافي التدفقات النقدية

يتم الحصول على تقدير لصافي التدفقات النقدية للمشروع من خلال جدول التدفقات والذي يحول كل الإيرادات المتوقعة إلى تدفقات نقدية داخلية، وكل التكاليف المتوقعة إلى تدفقات نقدية خارجة ويستخرج صافي التدفقات النقدية بمقابلة التدفقات النقدية الداخلة بالتدفقات النقدية الخارجية على أن يراعى عدة اعتبارات لعل من أهمها¹⁰⁹:

- القيمة المتبقية للمشروع والتي سبق الإشارة إليها، حيث يتم ترصيداها في آخر سنة من سنوات العمر الافتراضي، للمشروع وإخضاعها للضريبة في هذه السنة شأنها شأن بقية بنود الإيرادات المتوقعة .
- تعتبر قيمة القروض الممنوحة من البنوك أو أحد الدائنين من التدفقات النقدية الداخلة، أما قيمة الأقساط والخدمات التي تسدد وفاء لقيمة القرض فهي تدفقات نقدية خارجة.

¹⁰⁷ محمد فريد الحصن، مصطفى ابو بكر، بحوث العمليات، مدخل تطبيقي لفاعلية القرارات التسويقية، الدار الجامعية، مصر 2000، ص

210.

¹⁰⁸ سعيد عبد العزيز عثمان، مرجع سابق، ص 225.

¹⁰⁹ عبد الحميد عبد المطلب، مرجع سابق، ص 242-243.

الفصل الثاني:

العلاقة بين دراسة الجدوى المالية و المشاريع الاستثمارية

- 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 الخصم تشجيعا وتحفيزا للمستثمرين، لذلك يتم إضافته في نهاية الجدول للحصول على صافي التدفقات النقدية.
- مراعاة عدم وضع قيمة الضرائب خلال السنوات الأولى المعفاة من الضريبة بموجب القوانين المشجعة للاستثمار، وفيما يلي جدول التدفقات النقدية الصافية.

الجدول رقم 1 : تقدير التدفقات النقدية الصافية للمشروع الاستثماري

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

المصدر :أويس عطوة الزنت، أسس تقييم المشروعات، الجزء الثاني، المكتبة الأكاديمية للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 1992 ، ص269 .

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

المطلب الرابع: القوائم المالية التقديرية للمشروع

بعد تقدير التكاليف الاستثمارية و التشغيلية للمشروع الاستثماري ،و تقدير التدفقات النقدية المتوقعة للمشروع ، تأتي مرحلة اعداد القوائم المالية التقديرية للمشروع ضمن دراسة الجدوى المالية للمشاريع الاستثمارية طوال فترة العمر الاقتصادي،حيث تعتبر القوائم المالية التقديرية خطة مكتوبة بالوحدات او المبالغ او كليهما للمشروع الاستثماري .
و تختلف صعوبة عملية إعداد القوائم المالية التقديرية و تفاصيلها من مشروع لآخر ،حيث يقوم صاحب المشروع باعداد القوائم المالية لكي يتمكن من تحديد و الفصل في التأثيرات الخاصة بالتنبؤات المستقبلية .

اولا: انواع القوائم المالية التقديرية و الإطار العام لإعدادها

- 1- قائمة تكاليف المشروع : و هي تلك القائمة التي تحصر فيها كل التكاليف اللازمة لإنشاء المشروع ¹¹⁰ كالمصاريف الإعدادية ،التامين ،المعدات ،التجهيزات ،الرسوم الجمركية مصاريف النقلالخ.
- 2- قائمة هيكل التمويل :هي تلك القائمة التي يبين فيها مصادر تمويل المشروع و مقدار كل منهما، و هي تتخذ مثلا الشكل التالي :الأسهم ،السندات ،قروض طويلة الاجل ،قروض قصيرة الاجلالخ.
- 3- جدول اهتلاك الأصول: ينطوي على حساب أقساط الاهتلاك لكل أصل ¹¹¹ .
- 4- الميزانية العامة الافتتاحية : تظهر الوضع المالي للمشروع عند انطلاقه،و كذلك بيان مصادر الاموال المتاحة (الخصوم) و استخدامات هذه الأموال (الأصول).
- 5- الميزانيات التقديرية :يحتوي إعداد الميزانية التقديرية على خطة يتم فيها تفصيل الإيرادات وكيفية إنفاق الأموال ¹¹² ،فالميزانية التقديرية هي تلك القائمة يتم إعدادها للتعرف على الوضع المالي للمشروع في نهاية كل سنة من سنوات عمر المشروع ،و ذلك بإظهار استخدامات المشروع (الأصول) و مقارنتها مع موارده(الخصوم) ¹¹³ ،و استخلاص النتائج المتوقع الحصول عليها من عملية استغلال المشروع الاستثماري خلال سنوات عمرها الاقتصادي .
- 6- جدول حسابات النتائج التقديرية :هي ذلك الجدول الذي يتم إعداده لتحديد النتيجة الصافية السنوية المتوقعة للمشروع طيلة فترة العمر الاقتصادي و ذلك بتحديد تكاليف الاستغلال ،و مقارنتها مع الإيرادات أو النتائج المتوقعة للمشروع .

¹¹⁰ محمد محمد العجمي، سعيد سامي الحلاق، مرجع سابق، ص273

¹¹¹ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص270

¹¹² عبد الوهاب يوسف احمد، مرجع سابق، ص68

¹¹³ محمد محمود العجلوني ،سعيد سامي الحلاق ،مرجع سابق ،ص278

هذه القوائم و قوائم أخرى مثل جدول اهتلاك أو تسديد القرض و الميزانية المالية التقديرية، و غيرها من القوائم التي يتم إعدادها تمهيدا لتقييم المشروع الاستثماري ،

ثانيا:إعداد التقرير المالي النهائي و اتخاذ قرار تمويل الاستثمار

بعد الانتهاء من الدراسة المالية للمشروع و استعراض جميع الجوانب المتعلقة بالاحتياجات المالية لرأس المال والتشغيل والمخزون والمصروفات التأسيسية والإيرادات المتوقعة والربح المتوقع أصبح من الضروري صياغة تقرير مالي يوضح لصاحب المشروع كمية المبالغ النقدية المطلوبة للبدء في مشروعه وأوقات الحصول على التمويل من المصادر المختلفة وتوفر التغذية اللازمة في مواعيد استحقاقها خلال الفترة الأولى من تشغيل المشروع ويفضل أن يكون هذا التقرير شهريا خلال الفترة ما قبل التشغيل وبعده إضافة إلى تحريره كل ثلاثة شهور لمتابعة و مراقبة النشاط المالي والإنتاجي وحركة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة للاطمئنان عن إمكانية وقدرة المشروع على مقابلة التزاماته بما يتوافق مع إيراداته المتوقعة وتمويله المخطط حيث أن الالتزامات لا بد من مقابلتها من خلال الإيرادات والتي تتحدد بضرورة وجود أو خلق أو تطوير سوق للمنتجات بعائد مالي مقبول ومخاطرة قليلة ،ومهما يكن فإن رجل الأعمال يحتاج ويهتم لمعلومات رئيسية هامة تجعله يتخذ قرار الاستثمار بالرفض أو القبول ،وكذا تساعد هذه المعلومات البنوك والمؤسسات المالية في اتخاذ قرار تمويل المشروع من عدمه¹¹⁴.

ويسمى كذلك تقرير الاقتراح الاستثماري أو تقرير صلاحية المشروع و الغرض منه هو إقناع مصادر الأموال بأن المشروع يمثل استثمارا مرغوبا فيه على أساس أن احتمالات تحقق الأرباح مرتفعة بالإضافة إلى أن فريق الإدارة الذي سيتولى شؤون المشروع لديه الإمكانيات التي تساعد على تحقيق هذه الأرباح .

المبحث الثالث :معايير التقييم و المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية

إن عملية التقييم عبارة عن أسلوب أو طريقة تقدم لمتخذ القرار الاستثماري تصورا شاملا لما سيكون عليه المشروع خلال مدة حياته المتوقعة وبحيث يمكن اتخاذ قرار محدد بشأن إقامة المشروع من عدمه، ووفق معايير ومقاييس محددة ، ويضاف إلى ذلك إن هذا التصور سيكون مهما لمتخذ القرار في معالجة أي نقص أو عقبة مالية قد تواجه المشروع في المستقبل، و بالتالي الاستخدام و التوزيع الأمثل للموارد .

¹¹⁴ بسام حسين بني عطا، تحليل ودراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات ،المكتبة المركزية ،الأردن،2010،ص66.

المطلب الأول : مفهوم و أهمية تقييم المشاريع الاستثمارية

اولا : مفهوم عملية تقييم المشاريع الاستثمارية

تعرف عملية تقييم المشاريع أو تحليل المشاريع على انها عملية دراسة معمقة ، الهدف منها مساعدة متخذ القرار لتحديد لاختيار أو البديل الأفضل و المعقول، وبصفة عامة تحليل وتقييم المشاريع ما هي إلا طريقة للتعرف متخذ على البدائل على نحو مناسب وشامل في ضوء التقدير العوائد والتكاليف الخاصة بالمشروع الاستثماري ، وفي هذا السياق فان المحلل ما يعمل جاهدا للتقليل من التكاليف المتوقعة إلى قياس مقبول . كذلك عبارة عن عملية وضع المعايير اللازمة التي يمكن من خلالها التوصل إلى اختيار البديل أو المشروع المناسب من بين عدة بدائل مقترحة الذي يضمن تحقيق الأهداف المحددة،¹¹⁵ ويمكن تعريف عملية التقييم على أنها اختيار مشروع من المشاريع المقترحة و ذلك على أساس معايير مختلفة من أجل تحقيق الأهداف المنشودة في إطار الظروف المنشودة سواء كانت داخلية أو خارجية و عليه فإن عملية تقييم المشاريع التي تهدف إلى تحقيق أفضل استخدام ممكن للموارد البشرية و المادية عن طريق:

- تقييم توسيع المشاريع القائمة و إقامة مشاريع جديدة.
- تقييم إنتاج أنواع معينة من السلع.
- تقييم أساليب الإنتاج وذلك حسب الأسلوب المناسب.
- تقييم المشاريع استنادا إلى الأهداف المحددة لكل مشروع.
- تقييم المواقع البديلة للمشروع المقترح، وبين الأحجام المختلفة له.
- التقييم بين البدائل التكنولوجية.
- قياس صافي المنافع للمشروع المقترح وعلى وفق المعايير المالية الاقتصادية كأساس لقبوله أو رفضه.
- ترتيب المشاريع البديلة و المفاوضات والاختيار فيما بينها طبقا لمبدأ الأولويات، بمعنى انه طبقا لمفهوم وتقييم المشروع فانه لا يمكن قبول أي قرار استثماري إلا بعد أن يمر بعملية التقييم.

¹¹⁵ آل شبيب ،دريد كامل، الاستثمار والتحليل الاستثماري . عمان ،الأردن :دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع .2009ص 17-18.

ثانيا : اهمية تقييم المشاريع الاستثمارية

إن ندرة الموارد الاقتصادية خاصة رأس المال نتيجة لتعدد المجالات و النشاطات التي يمكن أن يستخدم فيها ، كذلك التقدم العلمي و التكنولوجي الذي يوفر العديد من البدائل سواء في مجال وسائل الإنتاج، بدائل الإنتاج، إضافة إلى سرعة المعلومات من خلال ثروة الاتصالات¹¹⁶ .

هناك عدة عوامل أساسية تفتح المجال لإعطاء كل هذه الأهمية البالغة لعملية تقييم المشاريع المتمثلة في:

– تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة ، و من أجل تحقيق ذلك لابد أن تضمن عملية تقييم المشاريع العلاقات

الترابطية بين المشروع المقترح و المشاريع القائمة.

– تساعد في التخفيف من درجة المخاطرة بالأموال المستثمرة.

– تساعد على ترشيد القرارات الاستثمارية.

– تقوم عملية تقييم المشاريع على إيجاد نوع من التوافق بين المعايير التي تضمنها تلك العملية و بين أهداف

المشاريع المقترحة؛¹¹⁷

– توافق و انسجام بين أهداف المشاريع المتكاملة و المترابطة و إزالة التعارض بين أهدافها.

– توفير المستلزمات اللازمة لضمان نجاح عملية تقييم المشاريع خاصة ما يتعلق منها بتوفر المعلومات.

– توافق و انسجام بين أهداف المشاريع المتكاملة و المترابطة و إزالة التعارض بين أهدافه، والبيانات الدقيقة والشاملة.

– إن عملية تقييم المشاريع هي جزء من التخطيط، كما تمثل مرحلة لاحقة لمرحلة دراسة الجدوى والمرحلة السابقة

لمرحلة التنفيذ.¹¹⁸

– إن عملية التقييم تسمح بالمقارنة بين عدة مشاريع أو بدائل وصولاً إلى البديل المناسب، كما تسمح بتنفيذ المشروع

أو التخلي عنه.

¹¹⁶ أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الاستثمارية دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة .

عمان، ص18-19

¹¹⁷ اندراوس عاطف وليم، دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات، الخطوات الأسس والقواعد. الإسكندرية مصر دار الفكر الجامع

2008، ص36.

¹¹⁸ عبد القادر عطية، عبد القادر محمد."دراسة الجدوى التجارية والاقتصادية والاجتماعية مع المشروعات . BOT " الإسكندرية ، مصر، الدار

الجامعية.2000.ص118.

المطلب الثاني : أساليب تقييم المشاريع الاستثمارية

اولا: أساليب التقييم في ظروف التأكد

سنتطرق في هذا العنصر الى معايير تقييم المشاريع الاستثمارية بافتراض فعالية ظروف التأكد، والتي على أساسها يتم المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية واتخاذ القرار الاستثماري و هي الطرق المعدلة بالوقت و تتضمن صافي القيمة الحالية، ومعدل العائد الداخلي، و أخيرا دليل الربح.¹¹⁹

1- معيار صافي القيمة الحالية :

يعرف معيار صافي القيمة الحالية على انه عبارة عن الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي ستحقق على مدى عمر المشروع و بين قيمة الاستثمار المبدئي للمشروع.¹²⁰

تتضمن طريقة صافي القيمة الحالية تعديل الوقت لجميع التدفقات النقدية عن طريق معامل الخصم باستخدام معدل العائد المطلوب من المشروعات الاستثمارية (أي تكلفة التمويل)¹²¹ و يساوي صافي القيمة الحالية للمشروع، القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية السنوية مطروحا منها القيمة الحالية للتكاليف الاستثمارية، حيث يمكن التعبير عن صافي القيمة الحالية لمشروع بالصيغة الرياضية التالية:

1. في حالة غياب القيمة المتبقية:

$$VAN = \sum_{t=0}^n \frac{CFt}{(1+K)^t} - i_0$$

2. في حالة وجود القيمة المتبقية:

$$VAN = \sum_{t=0}^n \frac{CFt}{(1+K)^t} + \frac{vr}{(1+K)^n} - i_0$$

حيث GFt = التدفق النقدي.

K = الاستحداث أو الخصم معدل

i_0 = (قيمة الاستثمارالاولية) تكلفة الاستثمار

t = توقيت التدفق النقدي

n = عمر المشروع الاستثماري

¹¹⁹ كاظم جاسم العيسوي، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات ، الطبعة الأولى . عمان دار المناهج للنشر والتوزيع 2011 . ص 26.

¹²⁰ عيد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص 291 .

¹²¹ محمد محمود العجلوني، سعيد سامي الحلاق، مرجع سابق ص 294-295.

قاعدة اتخاذ القرار:

- نقبل كل مشروع يحقق $0 < VAN$
- نرفض كل مشروع يحقق $0 \geq VAN$.
- نختار بين المشروعات المقترحة المشروع الذي يحقق أكبر قيمة حالية صافية موجبة.

2- معدل العائد الداخلي TRI :

يعرف معدل العائد الداخلي بأنه معدل الخصم أو التحيين التي تتساوى عنده القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية المتوقعة مع تكلفة الاستثمار المبدئية أو الأولية، أي هو ذلك المعدل الذي يجعل صافي القيمة الحالية للاقتراح الاستثماري مساوية للصفر.

ويتم مقارنة معدل العائد الداخلي مع معدل العائد الأدنى المطلوب تحقيقه من الاستثمار:

- حيث إذا كان معدل العائد الداخلي أكبر من معدل العائد الأدنى المطلوب فذلك يعني أن المشروع مربح ومن ثم يتعين قبوله.

- أما إذا كان معدل العائد الداخلي أقل من أو يساوي معدل العائد الأدنى المطلوب فان ذلك يعني أن المشروع غير مربح ومن ثم يتعين رفضه.

- وأما في حالة المفاضلة بين عدة بدائل استثمارية يتم اختيار البديل الذي يحقق أعلى معدل عائد داخلي بشرط أن يكون أعلى من معدل العائد الأدنى المطلوب تحقيقه من الاستثمار.

ويمكن التعبير عن معدل العائد الداخلي باستخدام المعادلة التالية:

$$TRI = i1 + \frac{PV(i2-i1)}{PV+NV}$$

حيث **PV**: القيمة الموجبة الخاصة ب: VAN عند معدل الخصم الاصغر.

و **NV**: القيمة السالبة الخاصة ب: VAN عند معدل الخصم الاكبر.

قاعدة اتخاذ القرار:

- نقبل المشروع إذا كان **TRI** أكبر من معدل تكلفة الأموال.
- نرفض المشروع اذا كان **TRI** أصغر من معدل تكلفة الأموال.
- نختار من بين المشروعات المقترحة المشروع ذو **TRI** الأكبر بشرط **TRI** أكبر من معدل تكلفة الأموال.

3- معيار مؤشر الربحية Ip :

و يقصد بمؤشر الربحية ذلك المعدل الناتج عن قسمة القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية الداخلة (مخصومة على أساس معدل العائد المطلوب) على التدفقات النقدية الأولية الخارجة للمشروع ، و يعد هذا المعيار مكمل لمعيار القيمة الحالية الصافية ، و يهدف إلى تجنب التأثيرات السلبية للقيمة الحالية الصافية و ذلك من خلال تحديد أثر الحجم على (VAN)¹²² إن مؤشر الربحية يقيس ربحية أو عائد الفرص الاستثمارية و يساعد في كثير من الأحيان في ترتيبها تصاعدياً أو تنازلياً ، و بذلك فهو يأخذ بالحسبان الأهمية النسبية للفائض أي لصافي القيمة الحالية¹²³ .

و يمكن أن نقبل أي مشروع عندما يكون مؤشر الربحية أكبر من الواحد و نرفض كل مشروع في حالة العكس، و يتم حساب (IP) حسب المعادلة التالية :

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

- قاعدة اتخاذ القرار

يكون المشروع مقبولاً إذا كان $IP > 1$

- يكون المشروع مرفوضاً إذا كان $IP \leq 1$

-نختار بين المشروعات المقترحة المشروع ذو IP الأكبر.

ثانياً : أساليب التقييم في ظل ظروف المخاطرة و عدم التأكد

1- مفهوم المخاطرة و عدم التأكد :

1-1 مفهوم المخاطرة :

هي الانحراف المعياري النسبي لعوائد الاستثمار المتوقعة ، وهي تعني درجة التقلب في عوائد الاستثمارات المتوقعة ، و تزداد درجة المخاطرة كلما ازدادت درجة التقلب في الإيرادات والعوائد المتوقعة والعكس صحيح¹²⁴ .

"وتعرف أيضا المخاطرة بأنها " فرصة تكبد أذى أو تلف أو ضرر أو خسارة¹²⁵ ."

¹²² علي عباس ، الإدارة المالية ، الطبعة الأولى ، إثناء للنشر و التوزيع ، عمان ، 2008 ، ص 204
¹²³ عبد الغفار حنفي ، تقييم الأداء المالي و دراسات الجدوى ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2009 ، ص 207
¹²⁴ عثمان سعيد عبد العزيز . دراسات جدوى المشروعات بين النظرية و التطبيق . الإسكندرية : الدار الجامعية . 2001 ص 23.
¹²⁵ احمد طارق عبد العال . إدارة المخاطر افراد ، ادارات ، شركات ، بنوك . الدار الجامعية ، تانيس 2003 . ص 356.

ومنه متخذ القرار يصعب عليه اتخاذ القرار في حالة المخاطرة لأنها تحتوى على مجموعة كبيرة من العوامل التي تؤثر في اتخاذ القرار وهذه العوامل مختلفة.

2-1 مفهوم عدم التأكد:

هي الحالة التي يتعذر معها وضع أي توزيع احتمالي موضوعي لعدم توافر بيانات ويعتمد ذلك على الخيارات الشخصية.¹²⁶

أي هي عدم توفر المعلومات الكافية أو اللازمة للتقييم والمفاضلة والهدف منها هو الوصول إلى تقليل من المخاطر خاصة في ظل عدم القدرة على التنبؤ وعدم التأكد.

و يكمن الفرق بين المخاطرة وعدم التأكد بأنه يكون اتخاذ القرار عن طريق معلومات احتمالية أما في عدم التأكد اتخاذ القرار يكون على أساس أنه من غير الممكن التنبؤ بالمستقبل.

إن نموذج التقييم في ظل ظروف التأكد والذي تم معالجته سابقا يعتبر نموذج مثاليا جدا، و في الحقيقة ليس هناك أي مشروع استثماري، لا يحمل قدرا من المخاطر، ففي الواقع هناك طريقة لتقدير هذه العوامل بدرجة تأكد 100 % وعلى الرغم من عدم توفر المعلومات الكاملة عن المستقبل إلا أن متخذ القرار الاستثماري قد يكون لديه تجارب من الماضي تمكنه من تحديد احتمال تحقق كل ظرف من القيم الممكنة للتدفقات النقدية وفي أي فترة مستقبلية معروفة، ولكن لا يعرف هذه الظروف مستقبلا، وبالتالي يمكن تعريف حالة المخاطرة بأنها الحالة التي تكون فيها التوزيعات الاحتمالية لكل وعلى وجه التأكيد أي ان هذه الظروف سوف تقع مستقبلا .

المطلب الثالث: التقييم باستخدام النسب المالية

تتمثل طريقة النسب في " إنشاء علاقة في مختلف المراكز من الميزانية أو من جدول حسابات النتائج ¹²⁷، و استعملت هذه الطريقة كثيرا من طرف المحللين الماليين الخارجيين و بالأخص البنكيين ، و في نطاق موضوع الاستثمار تستعمل النسب المالية لإعطاء صورة حول كفاءة المشروع في تحقيق الأرباح و مستوى التسيير للأموال المستثمرة ، و حتى تكون هذه النسب ذات معنى و ديناميكية في التحليل يجب متابعتها عبر الزمن ، و إحداث نوع من المقاربة و الربط بينها ، و لا

¹²⁶ قيدوني كريمة ، سعدي خديجة .جامعة ادرار المعهد الوطني سابقا 2004 . ص63.

¹²⁷ Boyacoub, F. L'entreprise et le financement bancaire. Alger: (Editions CASBAH).2000

بد من وجود نسب معيارية يمكن مقارنتها مع النسب المستنبطة من خلال المشروعات التي تشتغل معها في نفس النشاط أو تنتمي إليها في نفس القطاع ، و يمكن تقسيم النسب المالية إلى أربعة مجموعات رئيسية و هي ¹²⁸ :

نسب الهيكل المالي ، نسب السيولة ، نسب النشاط ، نسب المردودية.

اولا : نسب الهيكل المالي:

و تبحث في كيفية تكون الهيكل المالي الخاص بالمشروع ، كما ينبغي مستوى المديونية و قدرة المشروع على سداد التزاماته و نذكر أهمها:

1-نسبة التمويل الدائم: انطلاقا من المبدأ التوازني بين الموارد الدائمة و الاستعمالات التالية يمكن حساب النسب التالية:

الأموال الدائمة

الأصول الثابتة الصافية

إذا كانت النسبة أكبر من الواحد فالمشروع يحقق هامش أمان يسمح له بتمويل احتياجاته بمعنى أن **FR** موجب.

2- نسبة التمويل الخاص: تعبر عن قدرة المشروع على تمويل استثماراته بأمواله الخاصة ويعبر عن ذلك بالنسبة التالية:

الأموال الخاصة

الأصول الثابتة الصافية

وكما كانت النسبة أكبر من الواحد فيعني هذا وجود رأس مال عامل خاص موجب.

3- نسبة رأس المال العامل : وتعتبر عن نسبة تغطية الأصول المتداولة عن طريق رأس المال العامل وتحسب كما يلي:

رأس المال العامل

الأصول المتداولة

4- نسبة الاستقلالية المالية: وتعتبر عن مدى استقلالية المشروع اعتمادا على أمواله الخاصة في التمويل وتحسب كما

يلي:

الأموال الخاصة

الديون Σ

¹²⁸ jean louis amelon, Finance d'entreprise. paris , france : edition dalloz .2000 p 09

وحسب المعايير البنكية فإنه كلما كانت النسبة أكبر من الواحد فالمشروع غير مشبع بالديون و بإمكانه السداد أو الاقتراض.

5-نسبة قابلية التسديد : وتعبر عن قدرة تسديد المشروع لديونه في حالة تعرضه لوضعية مالية حرجة قد تصل به إلى الإفلاس، مما يضطره إلى بيع أصوله (التصفية) ويعبر عنها بالنسبة التالية:

Σ الديون

Σ الأصول

و يستحسن أن تكون أقل من 0,5 .

ومن بين النسب التي يستعملها البنك في قياس قدرة المشروع على سداد ديونه نجد النسبة التالية¹²⁹:

التمويل الذاتي

الاستدانة

وتسمح هذه النسبة بتحديد عدد السنوات اللازمة من التمويل الذاتي لتغطية الدين وبالنسبة للقرض متوسط الأجل يجب أن تكون هذه النسبة على الأقل تساوي 0,2.

ثانيا : نسب السيولة

وتهدف إلى قياس قدرة المشروع على أداء التزاماته قصيرة الأجل ونذكر أهمها:

1- نسبة السيولة العامة : وتبين الجزء من الديون قصيرة الأجل التي تغطيها الأصول المتداولة و تحسب كما يلي

Σ الأصول المتداولة

د ق أ

وكلما كانت النسبة أكبر من الواحد المشروع يحقق راس مال عامل صافي موجب.

¹²⁹ Boyacoub, 2000, p. 218.

2- نسبة السيولة المختصرة : و تبين درجة تغطية الديون قصيرة الأجل من طرف الأصول الأكثر سيولة ويعبر عنها بالنسبة التالية:

الحقوق + المتاحة

دق أ

ويفضل أن تكون أكبر من 0,5.

3- نسبة السيولة الحالية : وتبحث في كيفية تسديد الديون قصيرة الأجل بواسطة السيولة التامة ويعبر عنها بالنسبة التالية:

المتاحات

دق أ

و من الأفضل أن تكون محصورة بين 0.2 و 0,3.

ثالثا: نسب النشاط

وتبحث في نمط تجديد بعض عناصر الميزانية (دوران الأصول)، وتهدف إلى قياس كفاءة إدارة الأصول على توليد المبيعات، ونذكر أهمها:

1-نسبة دوران المخزون : وتقيس عدد مرات تجديد المخزون خلال الدورة، وتحسب كما يلي:

رقم الأعمال (HT)

متوسط المخزون

2- نسبة تسديد العملاء: وتعبّر عن الأجل الممنوحة للعملاء لسداد ما عليهم من ديون، وتحسب كما يلي:

ديون العملاء X 360 يوم

رقم الأعمال TTC

3-نسبة التسديد للموردين : وتعبّر عن الأجل الممنوحة للمشروع من طرف الموردين، وتحسب كما يلي:

قروض الموردين X 360 يوم

المشتريات TTC

4-نسبة دوران رأس المال : وتبين عدد المرات التي تتحول فيها أصول المشروع إلى مبيعات وتحسب كما يلي:

رقم الأعمال HT

الأصول Σ

رابعاً: نسب المردودية

وتفيد في قياس الكفاءة التي تدار بها الموارد المتاحة وقدرة المشروع على توليد الأرباح ونذكر أهمها:

1- نسبة الهامش الصافي : و تحسب كما يلي:

النتيجة الصافية

رقم الأعمال

2- نسبة المردودية الاقتصادية : وتقيس ربحية الأصول المستخدمة في المشروع، و تحسب كما يلي :

النتيجة الصافية

مجموع الأصول

3- نسبة المردودية المالية : و تقيس العائد المحقق من استخدام الأموال الخاصة و تحسب كما يلي:

النتيجة الصافية

الأموال الخاصة

خلاصة:

لقد هدف هذا الفصل إلى إبراز العلاقة بين معايير دراسة الجدوى المالية و قد خلصت الدراسة إلى أن دراسة الجدوى المالية هي أداة هامة لما لها من دور في عملية تقييم و معرفة مدى صلاحية المشروع الاستثماري، و تعتبر عملية التقييم و اتخاذ قرار الاستثمار من عدمه هي أساس فشل أو نجاح المشروع الاستثماري، فكل قرار استثماري يتوقف على طرق اختيار البدائل و المكونات لتقييم ربحية المشروع و تحديد درجتها، و يتم ذلك من خلال تحليل و تجميع البيانات المالية و المكونات الأساسية التي تعتمد عليها الجدوى المالية لصياغتها في شكل قوائم مالية، حيث يتم من خلالها تقدير التدفقات النقدية الداخلة والخارجة للمشروع وتحديد بناءه التمويلي الأمثل، ثم تقييم ربحيته التجارية عن طريق استخدام جملة من المعايير والأدوات بحيث تختلف هذه المعايير باختلاف زوايا تصنيفها وطرق حسابها سواء ما تعلق منها بالتأكد أو حالة عدم التأكد و المخاطرة من طرف المستثمر أو الجهة الممولة للمشروع او عن طريق النسب المالية التي ستعمل لإعطاء صورة حول كفاءة المشروع في تحقيق الأرباح و مستوى التسيير للأموال المستثمرة حيث هذه الأخيرة تعتبر دراسة الجدوى المالية كمستند يثبت قدرة المشروع على الوفاء بالتزاماته اتجاهه.

الفصل الثالث

دراسة تطبيقية

لدراسة جدوى مالية لمشروع

على مستوى

البنك الوطني الجزائري

BNA وكالة بومرداس

تمهيد:

تدعيما للجانب لنظري لموضوع دور دراسة الجدوى المالية في نجاح المشاريع الاستثمارية، أجرينا دراسة تطبيقية نحاول من خلالها مطابقة المعرفة النظرية على ما هو موجود في الواقع، وذلك باختيار البنك الوطني الجزائري وكالة بومرداس التي تعتبر نموذج من المؤسسات المالية التي تمول المشاريع. بحيث تم تقسيم هذا الفصل الى ثلاث مباحث :

مبحث خاص بالبنك محل الدراسة يشمل عرضا شاملا لها أما المبحث الثاني يشمل المشروع الاستثماري الذي تم تمويله من طرف البنك، أما المبحث الثالث نتطرق فيه الى أهم الخطوات و المعايير التي يقوم بها البنك و قمنا بها من أجل المساعدة في اتخاذ القرار و نجاح المشاريع الاستثمارية من عدمها.

المبحث الأول: نظرة عامة عن البنك الوطني الجزائري BNA.

في هذا المبحث يتم تقديم الاطار النظري للبنك، من خلال ابراز نشأته و عرض مختلف أهدافه ووظائفه المسطرة مع إعطاء شرح مفصل عن الهيكل التنظيمي للبنك الوطني الجزائري " وكالة بومرداس "

المطلب الأول: تقديم عام للبنك الوطني الجزائري .

يعتبر البنك الوطني الجزائري من أهم البنوك التي ظهرت غداة الاستقلال وهو من ابرز عناصر الجهاز البنكي الجزائري ويمثل ركيزة أساسية في تمويل الاقتصاد ومحاولة النهوض به نحو الازدهار . وقد تمكن البنك الوطني الجزائري خلال سنوات قليلة ان يحتل مكانه هامة، و يحقق نتائج جديدة بفضل خدماته المعرفية و وكالته المنتشرة عبر الوطن وعليه يتم تقديم عام للبنك الوطني الجزائري كما يلي:

أولا: نشأة البنك:

البنك الوطني الجزائري هو بنك تجاري عمومي انشأ بتاريخ 13 جوان 1966 بمرسوم حكومي 66-178 وهو يعتبر أول البنوك التجارية التي تم تأسيسها في الجزائر المستقلة على شكل شركة وطنية تسير بواسطة القانون الأساسي لها و التشريع التجاري الذي يخص شركات التضامن ما لم تتعارض مع القانون الأساسي المنشئ لها.¹³⁰ ولقد أسس ليعمل كبنك ودائع قصيرة و طويلة الأجل كما وجد ليكون أداة لتحقيق سياسة الحكومة في التخطيط لمالي بوضع القروض على المدى القصير و المساهمة مع الهيئات الاخرى. لوضع القروض الطويلة و متوسطة الأجل إذ يقوم بجانب العمليات المصرفية المالية و المتوسطة الأجل إذ يقوم بجانب العمليات المصرفية التقليدية و تمويل القطاع العمومي صناعيا كان أم زراعيا. يعتبر البنك الوطني الجزائري بحكم الزمن أقدم بنك وطني، إذ يحتوي على ما يقارب 200 وكالة باختلاف فئاتها (وكالة رئيسية وكالة من صنف أ ، وكالة من صنف ب ، وكالة من صنف ج) حيث يتم تصنيف الفئة على أساس: (رقم الأعمال، حجم الوكالة، عدد العمال، حجم العملات.....) كما يحتوي على أكثر من مليون و نصف حساب الشيء الذي يمنحه مكانة رئيسية على مستوى الجهاز المصرفي الجزائري ، مما يدفعه للتجديد و الحداثه قصد الحفاظ على مكانته و تشريف صورته الخدمائية.

المطلب الثاني: وظائف و أهداف البنك الوطني الجزائري.

من أجل التأقلم مع المناخ الاقتصادي الذي يتميز حاليا بالتغيرات الجذرية، لجا البنك الوطني الجزائري كغيره من البنوك العمومية لأخرى إلى القيام بأعمال ونشاطات متنوعة للوصول إلى استراتيجية تتمثل في جعله مؤسسة مصرفية كبيرة تحظى باحترام كبير وثقة المتعاملين الاقتصاديين و الأفراد العملاء عل حد سواء بهدف تدعيم مكانته ضمن الوسط المصرفي.

يعرف قانون النقد والقرض في مادته 114 البنوك التجارية على أساس أنها أشخاص معنوية مهمتها العادية و الرئيسية إجراء العمليات الموضوعية في المواد 110 إلى 114 من هذا القانون و بالرجوع إلى هذه المواد نجد ان البنوك التجارية هي تلك المؤسسات التي تقوم بمايلي:

¹³⁰الوثائق الداخلية للبنك

أولا : الوظائف

- جمع الودائع من الجمهور.
- منح القروض.
- توفير وسائل الدفع اللازمة و وضعها تحت تصرف الزبائن والسهل على إدارتها و من هذا يمكن أن نستنتج أهم المهام التي يزاولها و الأهداف التي يصبونها فيما يلي:
- تسيير نشاط البنوك التجارية الأجنبية إضافة إلى صناديق القرض الفلاحي.
- تنفيذ سياسة الحكومة في مجال القروض طويلة الأجل.
- يقدم ضمانات في الصفقات العمومية و تمويل العمليات التجارية الخارجية.
- تقديم القروض للتسيقات بضمانات أو ديون.
- يقوم بالوساطة فهو وسيط مع البنوك الخارجية لما يقوم بعمليات الصرف.
- منح الائتمان الزراعي للقطاع السير ذاتيا مع المساهمة في رقابة وحدات الإنتاج الزراعي لحد سنة 1988 عام تأسيس البنك الفلاحي للتنمية الريفية الذي انتقلت له هذه المهام.
- يقوم بقرض المؤسسات العامة و الخاصة في الميدان الصناعي.
- يقوم بخصم الأوراق المالية عن التسديد وهذا في ميدان الإسكان.
- له علاقات واسعة في التجارة الخارجية إضافة إلى مساهمة في رأس المال لعدد كبير من البنوك الأجنبية.
- توظيف الأموال المتحصل عليها من العملاء بشروط معينة يستفيد منها الطرفان.
- تأجير الخزائن الحديدية أو الغرف (المقصورات).
- التدخل في عمليات التداول الآجلة أو العاجلة.

ثانيا: أهداف البنك الوطني الجزائري:

- يتمثل الهدف الأساسي للبنك في تعظيم الأرباح.
- احتلال مكانة هامة في ميدان العمل المصرفي في الجزائر.
- المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية الوطني.
- القيام بمختلف العمليات المصرفية علناكمل وجه.
- تطوير خدماته بمواكبة الإصلاحات النقدية و التطورات التكنولوجية بإدخال التقنيات و الوسائل الحديثة.
- فتح الطريق للاختراع و إنتاج خدمات جديدة.
- فتح مجال للتشاور فيما يخص اتخاذ القرارات على المستوى المركزي و الفروع الأخرى.

المطلب الثالث: تعريف بوكالة بومرداس 645 و تقديم هياكلها التنظيمي و اهدافها

أولاً: تعريف بوكالة بومرداس

تعتبر وكالة بومرداس وكالة رئيسية نظرا للأعمال الهامة التي تقوم بها، تحمل وكالة بومرداس الرقم 564 تم إنشاؤها عقب إنشاء البنك الوطني الجزائري، يقع مقرها بشارع ابن باديس لمدينة بومرداس تضم حوالي 33 موظف موزعين على مختلف المكاتب ومصالح البنك حسب الإحصائيات هم يتوزعون كمايلي:

الجدول رقم (02): توزيع موظفي وكالة بومرداس

المدير	01	Directeur régionale
المدير المساعد	12	Directeur adjoint
رؤساء المصلحة	02	Chef service
رؤساء الأقسام	03	Chef de section
مكلفون بالدراسة	03	Chargé d'étude
أعوان الشبايبك	10	Guichet
أعوان الصندوق	03	Caissier
عمال المؤقتين	04	Pré-emploi
عمال ممتنون	03	Apprentis
عمال النظافة	03	Femme de ménage
المجموع	33	Total

المصدر: وثائق مقدمة من طرف البنك الوطني الجزائري، وكالة بومرداس 645 للمعلومات البنكية.

ثانياً: الهيكل التنظيمي لوكالة بومرداس

تتألف الوكالة من عدة أقسام نوضحها كمايلي:

1- الإدارة العامة: وهي مكونة من :

- المدير العام.
- المدير المساعد.

1-2 - قسم النشاط الإداري: هو تحت إشراف المدير مباشرة ويشمل بدوره:

- المستغل الرئيسي.
- المكفون بالدراسات.
- عملاء استلام المال.
- معلومات تجارية.
- أهداف الاستغلال.
- مراقبة القرص.

1-3 - قسم دراسة و تحليل الأخطار : و تضم كل من:

- الخلايا 1-2-3.
- المكفون بالدراسات.
- المكفون بالدراسات حسب وظيفة وحجم فعالية الفرع.

1-4 قسم السكرتارية: ويشمل عدة فروع:

- رئيس المصلحة و الفرع.
- فرع المنازعات القانونية.
- فرع حافظة الأوراق التجارية.

وهذا القسم يشرف عليه المدير المساعد مباشرة كما يمكن المدير العام التدخل في حالة اللزوم.

1-5 قسم العملية على الصندوق: وله أيضا فروع خاصة به:

- رئيس المصلحة او القسم.
- فموزع الشيكات.
- فرع الواردات.
- فرع تحويل الأموال.
- فرع المقايضة و الديون.
- فرع الأقسام المحاسبية.

- فرع الإحصاء و التحقيق.

و المدير العام هو المشرف المباشر على هذا القسم.

2- قسم العملات التجارية الخارجية: ويشمل مصلحة وفرعين وهم:

- مصلحة التوظيف و الحسابات بالعملة الصعبة.
- فرع التحويل و التصريف للعملة.
- فرع الاعتماد المستندية.

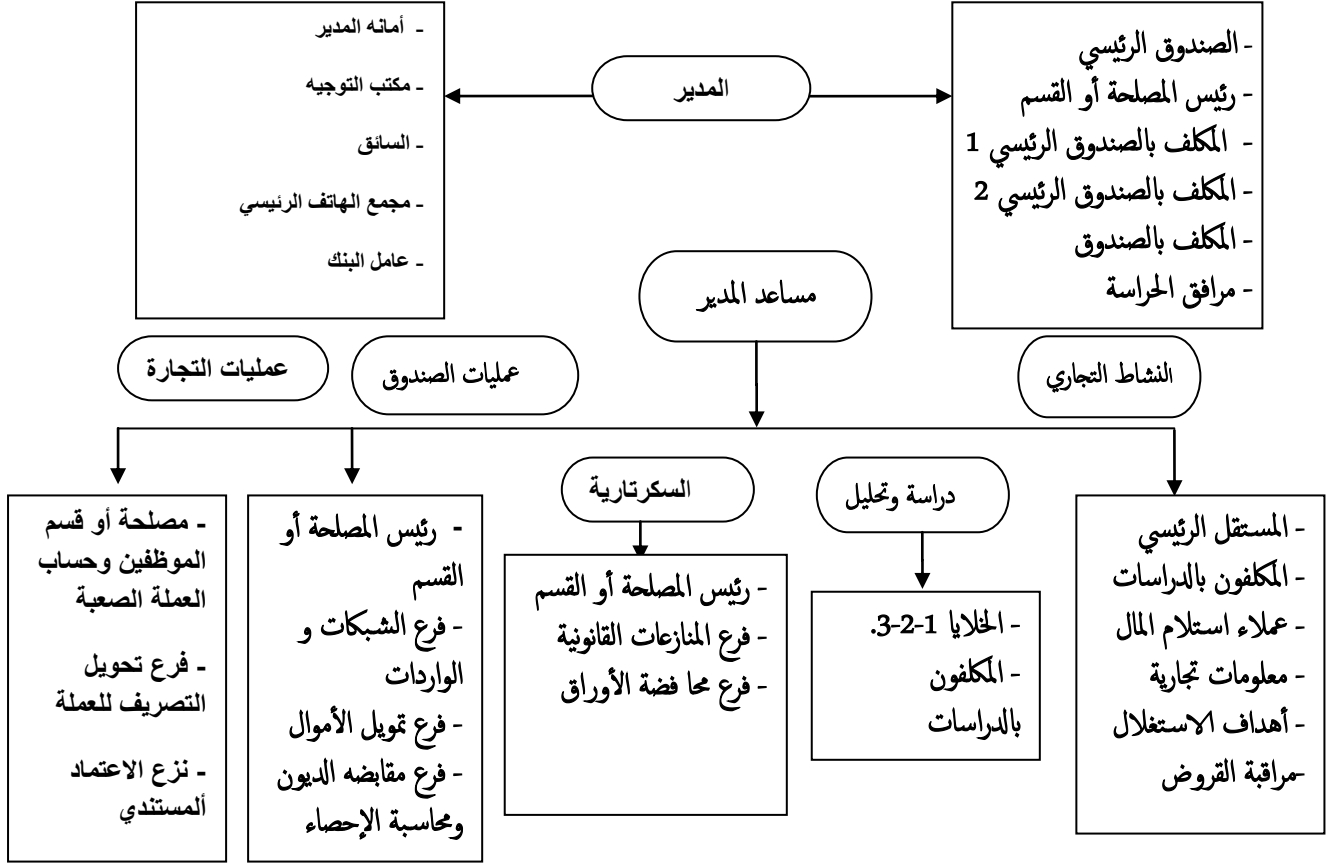
2- 1 قسم الصندوق الرئيسي: ويشمل:

- رئيس المصلحة أو القسم.
- المكلف بالصندوق الرئيسي(الدينار الجزائري).
- المكلف بالصندوق الرئيسي(العملة الصعبة).
- المكلف بالصندوق(ON).
- مرافق الحراسة.
- سائق السيارات المدرعة.

2- أمانة المدير:

مكتب التوجيه، العمل التنكيس مجمع الهاتف الرئيسية، عمال البنك ويوضح الشكل التالي ماسبق ذكره:

الشكل رقم (02): الهيكل التنظيمي لبنك الوطني الجزائري وكالة بومرداس 645.



المصدر: وثائق مقدمة من طرف البنك الوطني الجزائري وكالة بومرداس 64

ثالثا: المهام و الأهداف المسطرة من قبل الوكالة

إن البنك الوطني الجزائري غني على غرار البنوك التجارية، وبصفته مؤسسة عمومية تهدف بالدرجة الأولى إلى تحقيق كيان مرموق و سمعة جيدة وسط نظام البنك الوطني الجزائري فإنه يرى في نقاط كثيرة و متعددة سبل ناجحة لتحقيق هذه الأهداف وذلك على المستويين الوطني و الدولي.

أولاً :مهام البنك الوطني الجزائري.

يقوم البنك الوطني الجزائري بمهام كل بنك يستلم الودائع من الجمهور يقوم بالخدمات المهنية للمؤسسات كما جاء في المادة الثانية من القانون الأساسي للبنك كما يقوم بالتعامل مع البنوك التجارية المتعارف عليها في المهنة البنكية و كل عمليات الصرف مع العملات الأجنبية وعمليات القرص في إطار التشريع المعمول به والقوانين التي تنظم عمل البنوك في الجزائر ونذكر خاصة النقد و القرض.

كما انه من الممكن أن يكتب على أي شكل كان أي المساعدة في كل مؤسسة أو شركة وطنية أو جانبية التي يكون موضوعها مشابه أو يمكن من تطوير عمليات البنك الخاصة وعليه من الممكن أن يعمل لوحده أو بالتعاون مع مؤسسات أخرى بطريقة مباشرة أو غير مباشرة في الجزائر في الخارج على أي شكل كان وكل العمليات التي تدخل في حيز نشاطه و من بين المهام نذكر :

- تشغيل الأموال، الاحتفاظ وبيع القيم العقارية و كل منتج مالي.
- عملية الصرف على الذهب و المعادن النفيسة
- المجلس، الهندسة المالية وبصفة عامة كل الخدمات التي من شأنها تسهيل ابتكار و تطوير المؤسسات.
- يتوجب على البنوك و المؤسسات المالية الممارسة لنشاطها في الجزائر بتبيان قانونها الأساسي وفق ما جاء به القانون الخاص بالتعدد و القرض.

ثانيا :اهداف بنك وكالة بومرداس:

السعي في استحداث الطرق و التقنيات في كل المجالات و في مختلف المصالح والأقسام ونذكر منها:
المقاصة، مصلحة العمليات مع الخارج، مصلحة الصندوق و المحفظة، قروض و التزامات وكل هذه المصالح تعبر على المستوى الداخلي للبنك.

1- قسم العمليات مع الخارج: في هذا القسم سطرت أهداف نذكر منها:

- 1- تسهيل العمليات مع المتعاملين بوضع شبكة معلوماتية خاصة ب BNA في كل فروع الوطن دون الحيابة لأية ولاية.
- 2- عمليات المقاصة: وذلك بوضع أسس حديثة لعملية المقاصة إذ يرى أن أهم شيء هو تقليص الوقت لتسوية وضعية المتعاملين وريح أكثر وكذا زيادة التنسيق فيما بين البنوك و البنك المركزي، الأمر وكالة إلى أخرى في نفس المكان دون التنقل.

3- قسم القروض: اهتمت وكالة بومرداس BNA بتقديم قروض الذي يتطلب تطوير مستوى خدمات من طرف البنك وقدرة شبكة المعلومات على القيام بهذه العملية التي يتطلب تطوير مستوى الخدمات من طرف البنك وقدرة شبكة المعلومات على القيام بهذه العملية بفعالية و بأقل وقت ممكن دون اللجوء إلى البنك المركزي (أي القيام بعمليات مقاصة مباشرة من القطاع و الصناعي و الزراعي بوضع برامج حاصلة لذلك مع الدراسة المعمقة لأصحاب الطلب لتمديد وتوسيع عمل الوكالة وبالتالي استقطاب أصحاب رؤوس الأموال بشكل كبير للقيام بالمشاريع الاستثمارية.

4- المنازعات: تسعى وكالة بومرداس BNA إلى التقليل من المنازعات لتحسين سمعة البنك و ذلك باستخدام أفضل الوسائل و الشيكات المعلوماتية التي تقلل من نسبة الخطأ و انعدامها .

- وضع دورات تكوينية لمختلف الإطارات و الموظفين قصد تحسين أداء الخدمات البنكية.
- التكتيف من استعمال أجهزة الإعلام الآلي وكذا الأجهزة اللازمة لسيرها.
- إدخال احدث التقنيات إلى الشبكة قصد تعامل البنك مع البنوك الأخرى والمتعاملين بصورة متطورة و جيدة.
- تدعو وكالة بومرداس BNA إلى خلق نظام جيد في مجال وسائل الدفع و هو ما يتمثل في الدفع الالكتروني و استيعاب فكرة ثقافة البطاقة من طرف الزبائن لديها.

المبحث الثاني : نموذج عن دراسة جدوى مالية لمشروع استثماري ممول من طرف البنك الوطني الجزائري وكالة بومرداس:

قصد القيام بالتقييم المالي للمشروع و التعرف على مدى مطابقته لمعايير دراسة الجدوى المالية سنعتمد على القوائم المالية التي تضمنتها الدراسة التقنو اقتصادية للمشروع،و قبل ذلك سنعرض ملخص لأهم البيانات

المطلب الأول: تقديم المؤسسة محل الدراسة

أولاً: التعريف بالمؤسسة ETBPH-TCE

ETBPH-TCE هي مؤسسة الأشغال العمومية يقع مقرها في ولاية بومرداس، تأسست سنة 2008.

يشكل فرع ETBPH-TCE أحد الأنشطة الاقتصادية الرئيسية للبلاد فهو قطاع تم منحه برامج كبيرة له، و يحقق حالياً نتائج ايجابية و التي هي ثمرة ادارة التنمية المقاسة للظروف الجيدة التي يتطلبها الطلب الملح على حركة الفاعلين الاقتصاديين.

يتعلق نشاط المؤسسة بأعمال البناء و الأشغال العمومية و الهيدروليك و كذلك تأجير آلات البناء.

ثانيا: الهدف من المشروع:

يتضمن المشروع اقتناء شاحنة (CAMION ABENNE NEUVES 6×4) و هذا من أجل انطلاق نشاط المؤسسة التي كان قائما من قبل، لتعزيز و تجديد معدات انتاج المؤسسة، و تلبية الاحتياجات النوعية و الكمية التي يتطلبها النشاط من تشغيل المعدات باستمرار .

الجدول رقم (03) ملخص المشروع

ملخص المشروع	
اسم المؤسسة	ETBPH-TCE
قطاع النشاط	مؤسسة أشغال البناء و الأشغال العمومية
الشكل القانوني	شخص طبيعي
الموقع أو المنطقة	ولاية بومرداس
شكل التمويل	الثنائي
عدد العمال	30
معدل الخصم	%10

المصدر : من اعداد الطالبتان

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية - البنك الوطني الجزائري BNA وكالة بومرداس

المطلب الثاني : الوضع المحاسبي للمؤسسة

-الوضع المحاسبي في 2016/12/31:

نستند دراستنا على الميزانية المالية لسنة 2016 لمعرفة الوضع المالي للمؤسسة .

الجدول رقم (04) : الميزانية المحاسبية (الأصول)

وحدة: 1 دينار جزائري

2016	2016	2016	2015	السنوات
المبالغ الصافية	الاهتلاك و المؤونات	المبالغ	المبلغ الصافي	البيان
				الأصول الغير الجارية
				فارق الاقتناء
				التثبيات المعنوية
				التثبيات المادية
				الأراضي
				المباني
25.741.324,00	10.121.492,00	15.519.832,00	11.380.936 ,00	التثبيات العينية الاخرى
				التثبيات في شكل امتياز
				التثبيات الجاري انجازها
				تثبيات مالية
				السندات المثبتة التابعة لنشاط المؤسسة
				تثبيات مالية اخرى
3.940.536,00		3.940.536,00	3.053.363,00	التسبيقات و الحسابات المدفوعة عن طلبات بالتثبيات
				ضريبة مؤجلة عن الأصول
29.681.860,00	10.121.492,00	19.560.368,00	14.434.299,00	مجموع الأصول غير الجارية
				الأصول الجارية
22.987.848,00		22.987.848,00	16.187.350,00	المخزونات
19.332.118,00		19.33.118 ,00	36.580.082,00	الزبائن و الحسابات الملحقة
2.061.547,00		2.061.547,00	1.425.925 ,00	المدينون الاخرون
2.389.734,00		2.389.734,00	2.903.347,00	الضرائب.....
				الخزينة
8.614.259,00		8.614.259,00	8.881.231,00	
55.385.506,00		55.385.506,00	65.977.935,00	مجموع الأصول الجارية
85.067.366 ,00	10.121.492,00	74.945.874,00	80.412.234,00	مجموع العام الأصول

الجدول رقم (05) ميزانية المحاسبية (الخصوم)

وحدة: 1 دينار جزائري

2016	2015	الخصوم
40.232.083,00	39.163.823,00	رؤوس الأموال الخاصة راس المال راس المال المكتتب غير المطلوب الاحتياطات فارق المعادلة
4.471.820,00	3.091.812,00	النتيجة الصافية الترحيل من جديد
44.703.603,00	42.255.635,00	المجموع رؤوس الأموال
11.236,00	8.530.908,00	الخصوم الغير الجارية القروض و الديون المالية المؤونات و الأعباء قروض مالية غير جارية
11.236.086,00	8.530.908,00	مجموع الخصوم غير جارية
14.125.028,00	23.537.932,00	الخصوم الجارية المردون و الحسابات الملحقة
4.565.475,00	5.930.423,00	الضرائب
315.362,00	156.333,00	الديون الأخرى خزينة الخصوم
19.005.885,00	29.625.691,00	مجموع الخصوم الجارية
74.945.874,00	80.412.234,00	المجموع العام للخصوم

المصدر : من اعداد الطالبتان بالاعتماد على الدراسة التقنو الاقتصادية انظر الملحق رقم 01 و 02

المطلب الثالث : القوائم المالية

1-الهيكل التمويلي :

هذا الجدول يبين تمويل المشروع و مقدار كل منها،و قد تم تمويل المشروع من خلال عدة مصادر مختلفة تتلخص في الجدول التالي :

وحدة: 1 دينار جزائري

الجدول رقم (06)

المبلغ	النسبة	مصادر التمويل
3.532.393,28 دج	%40	مساهمات الشخصية
5.298.582,92 دج	%60	القرض البنكي

المصدر : من اعداد الطالبتان

سيتم تمويل الاستثمار نسبة 40% من أموال الشركة الخاصة تقدر ب.28, 3.532.393 دج أما النسبة المتبقية أي 60% يتم تمويلها عن طريق قرض بنكي أي 5.298.589.92 دج و يتم تسديد خلال 5 سنوات مع سنة مؤجلة.

2-اهتلاك القرض البنكي :

الجدول رقم (07) اهتلاك القرض البنكي

وحدة: 1 دينار جزائري

معدل الفائدة :5,5%

السنوات البيان	السنة الاولى	السنة الثانية	السنة الثالثة	السنة الرابعة	السنة الخامسة
مبلغ القرض	5.298.589,92				
مدة القرض	05				
معدل الفائدة البنكية	0.0550				
القسط		1.324.647,48	1.324.647,48	1.324.647,48	1.324.647,48
باقي القرض بعد السداد	5.298.589,92	5.298.589,92	5.298.589,92	5.298.589,92	5.298.589,92
الفائدة البنكية	291.422,45	291.422,45	218.566,83	145.711,22	72.855,61

المصدر : من اعداد الطالبتان بالاعتماد على الدراسة التقنو الاقتصادية.

- **3- جدول الإهلاك الأصول الثابتة:** يعد تقدير قيمة الاستثمارات اللازمة للمشروع، و حساب أقساط تسديد القرض المقدم من طرف البنك، نقوم بحساب أقساط الإهلاك لمختلف الأصول الثابتة كما هو مبين في الجدول التالي :
- مجموع الأصول الثابتة : 34.577.307,20 دج
- معدل الإهلاك : 10%

وحدة: 1 دينار جزائري

الجدول رقم (08) جدول اهلاك الأصول الثابتة

الاصل	القيمة الأصلية	قسط الإهلاك	الإهلاك المتراكم	قيم الأصل بعد الإهلاك	السنة
2017	34.572.307,20	34.572.307,72	3.457.230,72	31.115.076,48	
2018	34.572.307,20	34.572.307,72	6.914.461,44	27.657.845,76	
2019	34.572.307,20	34.572.307,72	10.371.692,16	24.200.615,04	
2020	34.572.307,20	34.572.307,72	13.828.922,88	20.743.384,32	
2021	34.572.307,20	34.572.307,72	17.286.153,60	17.286.153,60	

المصدر : من اعداد الطالبتان

4- رقم الأعمال التقديري لخمس سنوات :

وحدة: 1 دينار جزائري

الجدول رقم (09) رقم الأعمال التقديري لخمس سنوات

السنوات	2017	2018	2019	2020	2021
رقم الأعمال	172.830.000,00	198.754.500,00	228.567.675,00	262.852.826,00	302.280.750,00

المصدر : من اعداد الطالبتان

5- المصاريف السنوية التقديرية : و تتمثل هذه المصاريف في :

وحدة: 1 دينار جزائري

الجدول رقم (10) المصاريف التقديرية

السنوات	2017	2018	2019	2020	2021
النفقات	159.658.789,46	179.948.442,28	203.637.329,60	231.091.938,60	263.167.971,52

المصدر : من اعداد الطالبتان بالاعتماد على الدراسة التقنو اقتصادية

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية - البنك الوطني الجزائري BNA وكالة بومرداس

مشتريات مستهلكة: المشتريات المستهلكة تمثل نسبة 60% من رقم الأعمال السنوي و تتقرب ارتفاع بنسبة 15% سنويا.

وحدة: 1 دينار جزائري

جدول رقم (11) مشتريات مواد و لوازم مستهلكة تقديرية

السنوات	2017	2018	2019	2020	2021
المواد الأولية	103.680.000,00	2119.232,00	24137.116.800 ,00	157.684.320,00	181.336.968,00

المصدر : من اعداد الطالبتان بالاعتماد على الدراسة التقنو اقتصادية

وحدة: 1 دينار جزائري

جدول رقم (12) الاستهلاكات الاخرى

السنوات	2017	2018	2019	2020	2021
مستلزمات مستهلكة أخرى	7.140.000,00	8.211.000,00	9.442.650,00	10.859.047,50	12.487.904,63

المصدر : من اعداد الطالبتان بالاعتماد على الدراسة التقنو اقتصادية

وحدة: 1 دينار جزائري

جدول رقم (13) الخدمات الخارجية

البيان	2017	2018	2019	2020	2021
مصاريف الخدمات	20.289.500,00	18.660.881,52	17.397.367,25	16.474.236,25	15.873.427,26

المصدر : من اعداد الطالبتان بالاعتماد على الدراسة التقنو اقتصادية

وحدة: 1 دينار جزائري

جدول رقم (14) مصاريف المستخدمين التقديرية

البيان	2017	2018	2019	2020	2021
مصاريف المستخدمين	8.016.120,00	9.218.538,00	10.601.318,70	12.191.516,51	14.020.243,90

المصدر : من اعداد الطالبتان بالاعتماد على الدراسة التقنو اقتصادية.

6- الميزانية التقديرية للسنوات الخمسة:

بعد اعداد الميزانية التقديرية بغرض التعرف على الوضع المالية في نهاية كل سنة من السنوات من سنة 2017 الى غاية سنة 2021، و ذلك لإظهار استخدامات المشروع (الأصول) و مقارنتها مع موارد المشروع (الخصوم) و استخلاص النتائج المتوقع الحصول عليها خلال سنوات عمر المشروع .

جدول رقم (15) الميزانية التقديرية للسنة 2017 و 2018.

وحدة: 1 دينار جزائري

2018	2018	2018	2017	2017	2017	السنوات البيان
المبالغ لصافية	الاهتلاكات و المؤونات	المبالغ	المبالغ الصافية	الاهتلاكات و المؤونات	المبالغ	
						الاصول الغير الجارية
						فارق الاقتناء
						التثبيات المعنوية
						التثبيات المادية
						الأراضي
17.536.353,75	17.035.953,4 4	34.572.307,2 0	20.993.584,48	13.578.722,00	34.572.307,00	المباني
						التثبيات العينية الآخري
						التثبيات في شكل امتياز
						التثبيات الجاري انجازها
						تثبيات مالية
						السندات المثبتة التابعة
						لنشاط المؤسسة
						تثبيات مالية آخري
2.390.536,00		2.390.536,00	1.890.536,00		1.890.536,00	التسبيقات و الحسابات المدفوعة

						عن طلبات بالتثبيات
						ضريبة مؤجلة عن الأصول
19.926.889,76	17.035.953,4	36.962.843,2	22.884.120,48	13.578.722,72	36.462.843,20	مجموع الأصول غير الجارية
	4	0				الاصول الجارية
						المخزونات
11.637.848,00		11.637.848,0	12.487.878,00		12.487.878,00	الزائت و الحسابات الملحقة
13.832.118,00		13.832.118,0	15.332.118,00		15.332.118,00	المدينون الاخرون
2.189.547,00		2.189.547,00	1.746.547,00		1.746...547,00	الضرائب مؤجلة
2.111.734,00		2.111.734,00	2.204.734,00		2.204.734,00	
						الخبزينة
45.791.557,28		45.791.557,2	26.631.611,65		26.631.611,65	مجموع الأصول الجارية
75.562.804,28		75.562.804,2	58.402.858,65		58.402.858,65	
95.489.694,04	17.035.953,4	112.525.647,48	81.286.979,13	13.572.722,72	94.865.701,85	مجموع العام الأصول

الجدول رقم 16 (الخصوم)

2018	2017	الخصوم
57.875.113,54	40.232.083,00	رؤوس الأموال الخاصة راس المال راس المال المكتتب غير المطلوب الاحتياطات فارق المعادلة
18.806.057,72	17.643.030,54	النتيجة الصافية الترحيل من جديد
76.681.171,26	57.875.113,54	المجموع رؤوس الأموال
11.052.638,78	14.455.980,59	الخصوم الغير الجارية القروض و الديون المالية المؤونات و الأعباء قروض مالية غير جارية
11.052.637,78	14.455.980,59	مجموع الخصوم غير جارية
5.249.628,00	6.625.028,00	الخصوم الجارية المردون و الحسابات الملحقه
2.060.515,00	1.930.915,00	الضرائب
445.742,00	399.942,00	الديون الأخرى خزينة الخصوم
7.755.885,04	8.955.885,00	مجموع الخصوم الجارية
95.489.694,04	81.286.979,13	المجموع العام للخصوم

المصدر: من اعداد الطالبان بالاعتماد على الدراسة التقنو اقتصادية أنظر الملحق رقم 03 و 06

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية - البنك الوطني الجزائري BNA وكالة بومرداس

وحدة: 1 دينار جزائري

جدول رقم (17) الميزانية التقديرية للسنة 2019 و 2020

2020	2020	2020	2019	2019	2019	السنوات
المبالغ	الاهتلاكات و	المبالغ	المبالغ الصافية	الاهتلاكات و	المبالغ	البيان
لصافية	المؤونات			المؤونات		
						الاصول غير الجارية
						فارق الاقتناء
						التثبيات المعنوية
						التثبيات المادية
						الأراضي
10.621.892,32	23.572.307,20	34.572.307,20	14.079.123,04	20.493.184,16	34.572.307,20	المباني
						التثبيات العينية الأخرى
						التثبيات في شكل
						امتياز
						التثبيات الجاري انجازها
						تثبيات مالية
						السندات المثبتة التابعة
						لنشاط المؤسسة
4.839.536,00		4.839.536,00	3.910.536,00		3.910.536,00	تثبيات مالية أخرى
						التسبيقات و الحسابات
						المدفوعة عن طلبات
						بالتثبيات
						ضريبة مؤجلة عن
						الأصول
15.461.428,32	23.950.414,88	39.411.843,20	17.989.659,04	20.493.184,16	38.482.843,20	مجموع الأصول غير الجارية
11.378.848,00		11.378.848,00	11.707.848,00		11.707.482,20	الاصول الجارية
14.232.118,00		14.232.118,00	12.532.118,00		12.532.118,00	المخزونات
1.031.547,00		1.031.547,00	1.461.547,00		1.461.547,00	الزبائن و الحسابات
1.579.734,00		1.579.734,00	1.749.734,00		1.749.734,00	الملحقة
						المدينون الآخرون
						الضرائب المؤجلة
103.569.261,47		103.569.261,47	70.675.790,58		70.675.790,58	الخبزينة
131.791.508,47		131.791.508,47	98.127.037,58		98.127.037,58	مجموع الأصول الجارية
147.252.936,75	23.950.414,88	171.203.351,67	116.116.696,62	20.493.184,16	136.609.880,78	مجموع العام الأصول

الجدول رقم (18) الميزانية التقديرية (الخصوم)

2020	2019	الخصوم
101.611.171,26	76.681.171,26	رؤوس الأموال الخاصة راس المال راس المال المكتتب غير المطلوب الاحتياطيات فارق المعادلة
31.760.887,65	24.930.345,40	النتيجة الصافية الترحيل من جديد
133.372.404,30	101.611.516,65	المجموع رؤوس الأموال
6.324.647,49	7.649.294,97	الخصوم الغير الجارية القروض و الديون المالية المؤونات و الأعباء قروض مالية غير جارية
6.324.647,49	7.649.294,97	مجموع الخصوم غير جارية
5.049.628,00	4.349.628,00	الخصوم الجارية المردون و الحسابات الملحقة
2.016.965,00	2.138.965,00	الضرائب
445.742,00	399.942,00	الديون الأخرى
489.292,00	489.292,00	خزينة الخصوم
7.255.885,00	7.555.885,00	مجموع الخصوم الجارية
184.741.067,98	147.252.936,79	المجموع العام للخصوم

لمصدر : من اعداد الطالبتان بالاعتماد على الدراسة التقنو اقتصادية (أنظر الملحق رقم 04 و 06)

جدول رقم (19) الميزانية التقديرية لسنة 2021

2021	2021	2021	السنوات
المبالغ الصافية	الاهتلاكات و المؤونات	المبالغ	البيان
			الاصول الغير الجارية
			فارق الاقتناء
			التثبيات المعنوية
			التثبيات المادية
			الأراضي
7.164.561,60	27.407.645,60	34.572.307,20	المباني
			التثبيات العينية الأخرى
			التثبيات في شكل امتياز
			التثبيات الجاري انجازها
			تثبيات مالية
			السندات المثبتة التابعة لنشاط المؤسسة
			تثبيات مالية أخرى
1.680.536,00		1.680.536,00	التسبيقات و الحسابات المدفوعة عن طلبات بالتثبيات
			ضريبة مؤجلة عن الأصول
8.845.197,60	27.407.645,60	36.252.843,20	مجموع الأصول غير الجارية
			الاصول الجارية
13.937.484,00		13.937.484,00	المخزونات
12.832.118, 00		12.832.118, 00	الزائان و الحسابات الملحقة
1.328.547,00		1.328.547,00	المدينون الأخرى
1.882.734,00		1.882.734,00	الضرائب.....
145.914.623,38		145.914.623,38	الخزينة
175.895.870,38		175.895.870,38	مجموع الأصول الجارية
184.741.067,98	27.407.645,60	212.148.713,58	مجموع العام الأصول

الجدول رقم (20) : الميزانية التقديرية (الخصوم)

2021	الخصوم
133.372.404,30	رؤوس الأموال الخاصة راس المال راس المال المكتتب غير المطلوب الاحتياطات فارق المعادلة
39.112.778,67	النتيجة الصافية الترحيل من جديد
172.485.182,97	المجموع رؤوس الأموال
5.000.000,01	الخصوم الغير الجارية القروض و الديون المالية المؤونات و الأعباء قروض مالية غير جارية
5.000.000,01	مجموع الخصوم غير جارية
4.749.628,000	الخصوم الجارية المردون و الحسابات الملحقة
2.016.965,00	الضرائب
489.292,00	الديون الأخرى خزينة الخصوم
7.255.885,00	مجموع الخصوم الجارية
184.741.067,98	المجموع العام للخصوم

المصدر : من اعداد الطالبتان (انظر الملحق رقم 05 و 06)

7- جدول حسابات النتائج التقديري:

من أجل تقدير التدفقات النقدية الصافية التي يتحصل عليها المشروع جراء القيام بالنشاط، نقوم بإعداد جدول حسابات النتائج التقديري لتحديد النتيجة الصافية السنوية مع الإيرادات و استخلاص النتائج المتوقعة للمشروع نضيف إليها الاهتلاكات و المؤونات فتتوصل على التدفقات النقدية الصافية كما هو موضح في الجدول التالي :

الجدول رقم (21) : جدول حسابات النتائج

السنوات	2017	2018	2019	2020	2021
مبيعات و المنتوجات الملحقة	172.830.000,00	198.754.500,00	228.567.675,00	262.852.675,00	302.280.750,19
الإنتاج المخزن او المنتقص من المخزن					
الإنتاج المثبت					
اعانات الاستغلال					
انتاج السنة المالية	172.830.000,00	198.754.500,00	228.567.675,00	262.852.675,00	302.280.750,19
مشتريات مستهلكة	-10.680.000,00	-126.132.000,00	-145.051.800,00	-166.809.570,00	-191.831.005,50
خدمات خارجية أخرى	-17.050.000,00	-15.681.413,04	-14.619.636,34	-13.843.896,00	-13.339.014,50
استهلاك السنة المالية	-	-141.813.413,04	-159.971.436,34	-180.653.466,00	-205.170.020,00
القيمة المضافة للاستغلال	46.100.000,00	56.941.086,96	68.896.238,66	82.199.360,25	97.110.730,19
أعباء المستخدمين	-23.304.120,00	-26.799.738,00	-30.819.698,70	-35.442.653,51	-40.759.051,53
الضرائب و الرسوم و المدفوعات المماثلة	-2.592.450,00	-2.981.317,50	-3.428.515,83	-3.942.792,39	-4.534.211,25
اجمالي فائض الاستغلال	20.203.430,00	27.160.031,46	34.648.024,83	42.813.914,35	51.817.467,40
المنتجات العملية الأخرى					
الأعباء العملية الأخرى					
مخصص الاهتلاكات والمؤونات	-3.457.230,72	-3.457.230,72	-3.457.230,72	-3.457.230,72	-3.457.230,72
استرجاع على خسائر القيمة و المؤونات					
النتيجة العملية	16.746.199,28	23.702.800,74	31.190.794,11	39.356.683,63	48.360.236,68
المنتجات المالية					
الأعباء المالية	-485.445,53	-485.445,53	-412.586,92	-145.589,92	-72.855,61
النتيجة المالية	16.260.753,75	23.217.355,21	30.778.204,20	39.201.972,40	48.287.381,07
النتيجة العادية قبل الضرائب					
الضرائب الواجب دفعها عن النتائج	-3.089.543,21	-4.411.297,49	-5.847.858,80	-7.450.084,76	-9.174.602,40
الضرائب المؤجلة					
مجموع منتوجات الأنشطة العادية	172.830.000,00	198.754.500,00	228.567.675,00	262.852.826,00	302.280.750,19
مجموع أعباء الأنشطة العادية	-159.658.789,46	-179.948.442,28	-203.637.329,60	-231.091.938,60	-263.167.971,52
النتيجة الصافية للسنة للأنشطة العادية	13.171.210,54	18.806.057,72	24.930.345,40	31.760.887,65	39.112.778,67
عناصر غير عادية - منتوجات					
عناصر غير عادية- أعباء					
النتيجة الغير العادية					
صافي نتيجة السنة المالية	13.171.210,54	18.806.057,72	24.930.345,40	31.760.887,65	39.112.778,67

المصدر : من اعداد الطالبان

المبحث الثالث: تقييم المشاريع باستعمال المعايير

لقد اقتصرَت الدراسة المالية التي قامت بها البنك، على استخدام مؤشرات و نسب التوازن المالي من أجل تقييم المشروع دون الاستعانة بمختلف المعايير الأخرى ، لذا قمنا بحساب القيمة الحالية و معدا العائد المحاسبي كإضافة لما هو موجود في الدراسة المالية للمشروع.

المطلب الأول: تقييم المشروع الاستثماري باستخدام المعايير في حالة التأكد

أولا :حساب القيمة الحالية VAN

جدول رقم (22) التدفقات النقدية

2021	2020	2019	2018	2017	البيان
302.280.750 ,00	262.852.675,00	228.567.675,00	198.750.000,00	172.830.000,00	رقم الاعمال او النواتج المحصلة
263.167.971,52	231.091.938,60	204.637.329,60	179.948.442,28	159.658.789,46	الأعباء المسددة او المدفوعة
34.572.307,72	34.572.307,72	34.572.307,72	34.572.307,72	34.572.307,72	مخصصات الاهتلاكات
263.167.971,52	231.091.938,60	203.637.329,60	179.948.442,28	159.658.789,46	مجموع الأعباء
39.112.778,67	31.760.887,65	24.930.345,40	18.806.057,72	13.171.210,54	النتيجة قبل الضرائب
9.778194,66	7.940.221,91	6.232.586,35	4.701.514,43	3.292.802,63	الضرائب على الأرباح 25%
29.334.584,01	23.820.665,74	18.697.759,05	14.104.543,29	9.878.407,91	النتيجة الصافية للمشروع
63.906.891,73	23.855.238,04	53.270.066,77	48.676.851,01	44.450.715,63	التدفقات الصافية للخزينة
87.908.526.7	24.001.635	146.397.633	93.127.566,6	44.450.715 ,63	التدفقات النقدية المتراكمة

المصدر : من اعداد الطالبان

تتضمن صافي القيمة الحالية تعديل الوقت لجميع التدفقات النقدية عن طريق معامل الخصم و هو 10% و يحسب بالصيغة الرياضية التالية :

$$VAN = -I + \sum_{t=1}^n \frac{CFT}{(1+a)^t}$$

بحيث 10 % معامل الخصم وتكلفة المشروع تقدر ب 20, 8.830.983 دج

VAN: القيمة الحالية الصافية

Cft: التدفقات النقدية السنوية

a: معدل الخصم

I₀: القيمة الاسمية للاستثمار

n: عدد السنوات

$$VAN = CF_1 (1+0.1)^{-1} + CF_2 (1+0.1)^{-2} + CF_3 (1+0.1)^{-3} + CF_4 (1+0.1)^{-4} + C CF_5 (1+0.1)^{-5} - I_0$$

$$VAN = 44.450.715,63 (1,1)^{-1} + 48.676.851,01 (1,1)^{-2} + 53.270.066,77(1,1)^{-3} + 23.855.238,04 (1,1)^{-4} + 63.906.891,73(1,1)^{-5} - 8.830.983,20$$

$$VAN = 176.717.552,2 - 8.830.983,20$$

$$VAN = 167.886.569$$

ووفقا لهذه الطريقة يعتبر المشروع مقبولا و يمكن اتخاذ قرار تمويله مادام صافي القيمة الحالية اكبر من الصفر،

أي أن هذا المشروع ذو جدوى مالية، حيث أن تدفقاته النقدية خلال عمره الاقتصادي تغطي قيمة التكاليف الاستثمارية.

حساب معدل العائد المحاسبي: TRC

يقيس هذا المعيار ربحية المشروع الاستثماري، و يعتمد على مفهوم الربح المحاسبي الناتج عن مقابلة التدفقات النقدية

المتوقعة لكل سنة من سنوات العمر الاقتصادي للمشروع بالتكاليف الاستثمارية الازمة لإنشاء المشروع الاستثماري و

يحسب بالعلاقة الرياضية التالية :

$$TRC = \frac{\frac{1}{N} \sum CFT}{I} * 100$$

CFT: مجموع التدفقات النقدية

I = مجموع تكاليف الاستثمار

N = 5 سنوات

$$TRC = 234.159.763,18 / 1.038.504.471,46 * 100$$

$$TRC = 0.22$$

$$TRC = 22\%$$

تشير نسبة العائد المحاسبي أن المشروع يحقق عائد أكبر من العائد المطلوب المقدر ب 10%

المطلب الثاني : تقييم المشروع باستعمال مؤشرات و نسب التوازن المالي

أولا :مؤشرات التوازن المالي :

جدول رقم (23) مؤشرات التوازن المالي

البيان	2017	2018	2019	2020	2021
رأس المال العامل FR	49.446.973 ,65	67.806.919,28	91.271.152,58	124.235.623,47	168.639.985,38
احتياجات رأس المال العامل BFR	22.815.362,00	22.015.362,00	20.595.362,00	20.666.362,00	22.725.362,00
الخزينة TN	26.631.611,25	45.791.557,28	70.675.790,58	103.596.261,47	145.914.623,38

المصدر : من اعداد الطالبتان

كما هو مبين في دراسة مؤشرات التوازن المالي فان :

FR: هناك تطور واضح لقيمة رأس المال العامل من سنة 2017 الى غاية 2021 فهو في اتجاه تصاعدي مما يعني أن الأموال الدائمة اكبر من الأصول الثابتة أي أن المؤسسة قادرة على تمويل أصولها بأموالها الدائمة و هذا يوفر لها هامش من الأمان ضد الأخطار المستقبلية .

BFR: قيمة احتياجات رأس المال العامل موجبة من سنة 2017 الى غاية 2021 و هذا يعني ان الأصول المتداولة تغطي الديون القصيرة الأجل

TR: قيمة الخزينة موجبة خلال فترة الدراسة و هذا مؤشر على وجود توازن مالي في الأجل القصير في خزنتها أي لها سيولة نقدية تسمح لها بتسديد الديون قصيرة الأجل، لكن الارتفاع الكبير في الخزينة ليس في صالح المؤسسة لأنه عبارة عن تجميد للأموال فمن الأحسن أن تستغل الفائض من الأموال في مشاريع جديدة.

ثانيا : دراسة أهم نسب التوازن المالي

جدول رقم (24) نسب التوازن المالي

نسب الهيكلية المالية

هيكلية الاصول:

البيان	سنة 2017	سنة 2018	سنة 2019	سنة 2020	سنة 2021
الموارد الثابتة AF/TA	0.28	0.21	0.15	0.10	0.05
الأصول المتداولة AC/TA	0.72	0.79	0.85	0.90	0.95

هيكلية الخصوم

البيان	سنة 2017	سنة 2018	سنة 2019	سنة 2020	سنة 2021
الأموال الدائمة CP/TP	0.28	0.21	0.15	0.10	0.05

نسب التمويل

البيان	سنة 2017	سنة 2018	سنة 2019	سنة 2020	سنة 2021
نسبة التمويل الدائم F PERM/AF	3,16	4,40	6,07	9,04	20,07
نسبة التمويل الذاتي F PROPRES/AF	2,53	3,53	5,65	8 ,63	19,50

نسب المردودية المشروع

البيان	سنة 2017	سنة 2018	سنة 2019	سنة 2020	سنة 2021
المردودية المالية	16,20	19,69	21,47	21,57	21,17
المردودية الاقتصادية	7,62	9,46	10,91	12,08	12,94

من خلال ما تقدم من نسب مالية يمكن استخلاص النتائج التالية :

1. المشروع يتوفر على راس مال موجب، بمعنى ان قيمة الأموال الدائمة تغطي الأصول الثابتة و تحقق فائض يقوم بتغطية جزء من الاصول المتداولة، حيث يعتبر هذا الفائض كهامش امان للمشروع لكن من خلال نسبة التمويل الدائم تبين لنا ارتفاع هامش الأمان بنسب كبيرة.
2. تشير نسبة التمويل الخاص الى الاعتماد الشبه الكامل على الديون في تغطية الأصول، خلال بداية المشروع حيث بلغت نسبة التمويل الخاص في السنة الأولى 2,53 من جموع الأصول، لكن هذه القيمة تحسنت بتوالي السنوات لتصل الى 20,07 في السنة الخامسة، وهذا راجع الى عدم توزيع النتائج المالية و إعادة استثمارها في المشروع.
3. تمثل نسبة المردودية المالية نسبة ما تقدمه الوحدة الواحدة المستثمرة من أموال المساهمين من الربح الصافي.
4. المردودية الاقتصادية نلاحظ ارتفاع أي كل دينار مستثمر من الأموال الخاصة يولد 7.62 دينار من النتيجة الصافية بالنسبة لسنة 2017، و هذا يدل على كفاءة السياسات التشغيلية و القرارات التي اتخذتها الادارة المالية للمؤسسة

عموما يمكن القول ان المشروع من خلال مختلف النسب و المؤشرات المالية قادر على سداد ديونه في المستقبل، رغم تعرضه لدرجة عالية من المخاطرة على عدم توازن مركزه المالي، الذي يتميز أساسا على التمويل عن طريق الاقتراض، لكن في المقابل يتوقع ان يحقق المشروع مقدار من الأرباح و العوائد و نسب مالية مردودية جيدة يمكنه من تغطية مختلف التكاليف، و هذا ما يعبر على الجدوى المالية للمشروع الاستثماري.

مما سبق يتبين لنا ان جل المعايير التي استخدمت لتقييم المشروع كانت إيجابية، و اثبتت ان المشروع قابل للتحقيق و ذلك و قدرته على تغطية كل مصارفه في مدة قصيرة و تحقيق فائض قيمة و نسبة ربحية عالية.

خلاصة:

من خلال هذا الفصل حاولنا الفاء نظرة عامة حول البنك الوطني الجزائري;BNA وكالة بومرداس و التعرف على أهدافه و مهامه و مختلف الخدمات التي يقدمها البنك، فالدراسة التي قمنا بها المتمثلة لدراسة جدوى مالية لمشروع على مستوى البنك الوطني الجزائري مكننا من استخلاص جملة من النتائج:

-المشروع يحقق ربحية للمؤسسة، فالقيمة الحالية الصافية موجبة تغطي تدفقات التكلفة الاستثمارية.

-عدم وجود تعارض بين المؤشرات في عملية جدوى المشروع.

-بعد تقييم مشروع ETBPH-TCE من خلال الدراسة المالية و تقدير التدفقات النقدية توصلنا الى أن النتائج

ايجابية تدل على صلاحية المشروع و أنه مريح من الناحية الاقتصادية.

- أهمية البنك في دراسة الجدوى المالية لأي مشروع استثماري.

خاتمة

علمة

خاتمة عامة :

تعتبر المشاريع الاستثمارية من بين الأدوات الفاعلة في تعبئة و توجيه عناصر الإنتاج اللازمة و الكافية للانتقال من الركود إلى التطور و التنمية الاقتصادية، فالمشاريع الاستثمارية دور كبير بالنسبة للاقتصاد الوطني بصفة عامة و بالنسبة للوحدات الاقتصادية بصفة خاصة و نظرا لأهمية المشاريع الاستثمارية و تأثيرها على حجم الدخل الوطني الأمر الذي يتطلب ضرورة السعي إلى التقليل من نسب فشلها و هذا بضرورة إخضاعها لدراسات الجدوى قبل تنفيذها و تشغيلها، باعتبار أن هذه الدراسات تسمح بالتحديد القبلي لإمكانية النجاح و القدرة على مواجهة المخاطر، فالخوض في مجال الاستثمار يتوجب القيام بدراسة دقيقة تختص بمساعدة متخذ القرار في تشكيل رؤية متكاملة و موضوعية 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 الموارد المالية.

و لقد حاولنا في هذا البحث إبراز دور دراسة الجدوى المالية في تقييم المشاريع و الكشف عن دور هذه الدراسة في نجاح المشاريع الاستثمارية.

اختبار صحة الفرضيات:

بالنسبة للفرضية الأولى التي تنص على: أن دراسة الجدوى المالية هي مرحلة تهتم بقياس ربحية المشروع و تحديد مصادر التمويل بالاعتماد على نتائج دراسات الجدوى الأخرى.

فقد تم التوصل لصحة هذا الافتراض من خلال الدراسة التطبيقية، ذلك لأن دراسة الجدوى المالية تساعد في تحديد ربحية المشروع و تقدير ما مدى نجاح المشروع الاستثماري في تحقيق أهدافه، و ذلك بالاعتماد على دراسة الجدوى الاقتصادية لأنها تعطي صورة واضحة و دقيقة عن مختلف المشروع من أجل تحديد مصادر تمويل المشروع.

الفرضية الثانية : تهدف دراسة الجدوى المالية إلى ترجمة الدراسات السابقة إلى تقديرات مالية بتحديد التكاليف و الإيرادات.

من خلال دراستنا تبين أن دراسة الجدوى المالية تعتمد على نتائج دراسات سابقة تترجمها إلى جداول و تحليلات حول التدفقات النقدية لتحديد الإيرادات و التكاليف خلال العمر الاقتصادي و هذا ما يثبت صحة الفرضية.

الفرضية الثالثة: يقوم البنك بإعداد دراسة جدوى لاتخاذ قرار التمويل من خلال إثبات الربحية و قدرة المشروع على الوفاء بالالتزامات.

تعتبر دراسة الجدوى المالية كمستند يثبت ربحية المشروع، و جدارته الائتمانية، و محفز للمؤسسات المالية من أجل اتخاذ قرار التمويل فبعض البنوك و المؤسسات المالية لا تمنح القروض و لا تقوم بتمويل المشاريع الاستثمارية إلا بعد دراسة

خاتمة عامة

الجدوى المالية لها، لأنها أحد الضمانات الهامة التي تعتمد عليها المؤسسات المالية و ذلك من خلال دراسة لإمكانية استرداد القروض. و هذا يثبت صحة الفرضية .

نتائج الدراسة :

من خلال الفصول النظرية و الدراسة التطبيقية توصلنا الى مجموعة من النتائج و التي نعرضها كما يلي :

- تعتبر خطوات دراسة جدوى المشروعات سلسلة من المراحل المتكاملة و المترابطة فيما بينها حيث أن نتائج أي مرحلة من الدراسة هي مدخلات للأخرى التي تليها و أي انحراف في مرحلة ما سيؤدي حتما الى أخطاء في المراحل المتتالية .
- تعتبر معايير تقييم المشاريع الاستثمارية في ظل افتراض أن الظروف في حالة التأكد التام هي المعايير الأكثر شيوعا و استخداما.
- تساعد دراسة الجدوى المالية في تحديد ربحية المشروع، و تقدير ما مدى نجاح المشروع الاستثماري في تحقيق أهدافها، خاصة المتعلقة بتحصيل أكبر العوائد و الأرباح، من خلال تقدير العوائد المتوقعة من المشروع و مقارنتها بالتكاليف المتوقعة و ثم حساب الربح الصافي المتوقع للمشروع.
- تعتبر عملية اعداد تقديرات التدفقات النقدية المتوقعة أهم خطوة عند تقييم المشاريع الاستثمارية بسبب اعتماد جميع المعايير و أساليب التقييم على هذه التقديرات.

و من خلال دراستنا الميدانية للبنك الوطني الجزائري وكالة بومرداس تم استخلاص جملة من النتائج أبرزها :

- لا بد من اجراء دراسة للجدوى الاقتصادية للمشروع قبل تقديم طلب التمويل لدى البنك، لأنها تعطي صورة واضحة و دقيقة عن مختلف جوانب المشروع، البيئية و القانونية و التسويقية و الفنية و التمويلية و المالية .
- تعتبر دراسات الجدوى المالية أحد الضمانات الهامة التي تعتمد عليها المؤسسات المالية مثل (البنوك) لاتخاذ قرار التمويل و ذلك من خلال دراستها لإمكانات استرداد القروض.
- في عملية تقييم المشاريع هناك عدة معايير منها معايير التقييم في حالة التأكد و اخرى في حالة عدم التأكد اضافة الى مؤشرات التوازن المالي و النسب المالية التي تشرح الوضعية الحالية لأي مشروع من خلال دراسة حالة تمويل مؤسسة من طرف بنك اعتمادا على معايير التقييم في حالة التأكد. باعتبارها المعايير الأكثر استخداما في الحياة العملية و التطبيقية. كما أن مختلف هذه المعايير كانت ايجابية و مشجعة لاتخاذ البنك قرار تمويل مشروع المؤسسة.
- عند تقييم دراسة المشاريع الاستثمارية نتجاهل عنصر الخطر الذي يؤثر على التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري و بالتالي يؤثر على قيمة المشروع .

خاتمة عامة

- اعتماد البنك في اتخاذ قرار التمويل على معايير مؤشرات و نسب التوازن المالي و هذا غير كافي في اتخاذ الحكم.

- نقص المعلومات و المعطيات الاقتصادية لدى البنوك و المتعلقة بنشاط المتعاملين الاقتصاديين، و ذلك ما يعرقل عمليات التمويل .

الاقتراحات:

على ضوء النتائج السابقة، حاولنا اعطاء جملة من الاقتراحات تتمثل في :

- على كل مؤسسة مالية تختص في تمويل المشاريع الاستثمارية القيام بدراسة جدوى مالية متكاملة، من قبل مختصين في مثل هذه الدراسات الاستشرافية، قبل اتخاذ قرار التمويل من أجل ضمان استرداد أموالها و تقليل نسبة القروض المتعثرة، و التي تنتهي بمنازعات قضائية.

- على كل مستثمر قبل القيام بأي مشروع استثماري القيام بدراسة جدوى اقتصادية متكاملة من كل الجوانب القانونية و التسويقية و التقنية و المالية و الادارية و استقرار القوانين و التشريعات.

- يجب الإشارة إلى أنه رغم أهمية دراسة الجدوى المالية إلا أنه يجب عدم النظر إليها على أنها ضمان كامل لنجاح المشروع، فهي تعتبر فقط كمؤشر للقيام بالمشروع، لكن لا تضمن لصاحب المشروع النجاح بصورة مطلقة و هذا يقتضي تحليل ما بعد نتائج دراسة الجدوى و ذلك بالاستناد إلى التجارب الواقعية للمشاريع القائمة، و الأخذ بالتوصيات لدعمها و تجنب الفشل.

ضرورة القيام بدراسة جدوى مالية دقيقة غير سطحية قبل اتخاذ قرار التمويل.

قائمة

المراجع

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

الكتب :

- 1- أحمد عبد السميع علام، دراسة الجدوى الفنية و الاقتصادية و تقييم المشروعات ط1. الإسكندرية .دار الوفاء لدنيا الطباعة و النشر 2008 .
- 2- أحمد أمين سعد الله، دراسة الجدوى الاقتصادية للمشاريع الاستثمارية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2002.
- 3- أحمد فوزي ملوخية، اسس دراسات الجدوى للمشروعات الاقتصادية، الاسكندرية، مكتبة بستان المعرفة، 2005.
- 4- أحمد كامل الحجازي، تقويم الاثر البيئي، الموسوعة العربية للمعرفة من اجل التنمية المستدامة للبعد البيئي،الدار العربية للعلوم لبنان المجلد الثاني، الطبعة الاولى، 2006.
- 5- أل شبيب، دريد كامل، الاستثمار والتحليل الاستثماري . عمان، الأردن :دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع .2009.
- 6- أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الاستثمارية دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة .عمان.
- 7- أمين السيد احمد لطفي، الاصول المنهجية الحديثة لدراسات الجدوى المالية للاستثمار ،القاهرة ،دار النهضة 1998.
- 8- أحمد طارق عبد العال .ادارة المخاطر افراد ، ادارات ، شركات ، بنوك .الدار الجامعية ، تانيس 2003.
- 9- العايب ياسين تحليل هيكل استدانة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر مجلة جامعة الشارقة للعلوم الإنسانية والاجتماعية ،جامعة قسنطينة العدد 11.
- 10- حامد العربي الحضري، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر و التوزيع،القاهرة ،2000.
- 11- محمد بوتين ،المحاسبة العامة للمؤسسة ،ديوان المطبوعات الجامعية ،الجزائر ، 1991.
- 12- محمد محمود العجلوني، سعيد سامي الحلاق، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروع، بدون طبعة، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2013.
- 13- عبد العزيز سمير محمد، الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية، الاسكندرية ، مكتبة الشعاع .
- 14- عبد الكريم يعقوب، دراسة جدوى المشروع ،الاردن ،عمان ، دار اسامة للنشر و التوزيع، 2008 .

قائمة المراجع

- 15- عبد القادر محمد عبد القادر عطية، دراسات الجدوى التجارية والاقتصادية والاجتماعية مع مشروعات BOT-1، الدار الجامعية، الطبعة 2، الإسكندرية، مصر، 2001.
- 16- عاطف وليم أندرواس، دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات، الأطر والخطوات والقواعد والمعايير، دار الفكر الجامعية، مصر، 2007.
- 17- عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، دار الفكر الجامعية، مصر 2003.
- 18- عاطف جابر طه عبدالرحيم، دراسات الجدوى التأسيس العلمي والتطبيق العلمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
- 19- مراد علي نشأت خليل، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات الاستثمارية، دار النشر غير مبينة، 2007.
- 20- مدحت القرشي، دراسات الجدوى الاقتصادية لتقييم المشروعات الصناعية، دار وائل للنشر والتوزيع، ط 1 ، 2009.
- 21- نعيم نمر داود، دراسة الجدوى الاقتصادية، دار البداية ناشرون و موزعون، عمان، ط 1 ، 2011 .
- 22- سليم انشلاش، علي القبوم، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في شركات المساهمة، العدد 1 مجلة المنارة، 2008.
- 23- سمير محمد عبد العزيز، الجدوى الاقتصادية للشركات الاستثمارية، مكتبة الإشعاع الفنية، مصر، 2009 .
- 24- شفيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2009 ..
- 25- هيثم محمد الزغبى، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر لطباعة والنشر، الأردن، 2000.
- 26- نبيل شاكر، إعداد دراسات الجدوى وتقييم المشروعات الجديدة، جامعة عين الشمس، مصر، الطبعة 1996..
- 27- حنفي عبد الغفار، أساسيات التمويل والإدارة، الدار الجامعية الجديدة، القاهرة، 2002.
- 28- جميل أحمد توفيق، الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت لبنان، 1986.
- 29- يخزار يعدل فريدة، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003 .
- 30- يحي عبدالغني أبو الفتوح، دراسات جدوى المشروعات، بدون طبعة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2003

قائمة المراجع

- 31- قاسم ناجي حمدي، مدخل نظري وتطبيقي في أسس إعداد دراسات الجدوى وتقييم المشروعات الطبعة 1، ج 2، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان الاردن 2000.
- 32- سعد طه علام، جدوى المشروعات ، دار النشر و التوزيع الطبعة الثانية ،سوريا، 2006.
- 33- سعد طه علام، جدوى المشروعات ، دار النشر و التوزيع، الطبعة الثانية ،سوريا، 2006.
- 34- د.سعود حايذ مشكور العامري ،التضخم بين النظرية و التطبيق دار النشر ،سوريا ،2006.
- 35- بالعروز بن علي ،محاضرات في النظريات و السياسات النقدية ،ديوان المطبوعات الجامعية الطبعة الثانية ،الجزائر ،2006.
- المذكرات و الاطروحات :**
- 36- زهيه حوري، تقييم المشاريع في الدول النامية، رسالة دكتوراه (غير منشورة) كلية العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2007.
- 37- محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلة الهيكل المالي للمؤسسة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2015-2016.
- 38- كساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006.
- 39- لسوس مبارك، تقييم المشروعات الاستثمارية في قطاع الري الزراعي بالجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة الجزائر، 2003.
- 40- غنية بن حركو، واقع دراسات الجدوى وتقييم المشاريع الاستثمارية الجزائر، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2010-2011.
- 41- ياسمين دراوزي، مدى أهمية دراسة الجدوى التسويقية في نجاح المشروعات الاستثمارية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية الجزائر العاصمة .
- 42- نور الهدى بن لبيوض دور دراسة الجدوى الاقتصادية في تقييم المشاريع الاستثمارية، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، جامعة اكلي امحمد اولحاج البويرة. 2017-2018 .
- 43- مهري عبد المالك، دراسة الجدوى المالية المشروعات الاستثمارية ومساهمتها في اتخاذ القرار الاستثماري، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة تبسة، 2012-2013.

قائمة المراجع

- 44- نمري نصر الدين، الموزانة الاستعمارية ودورها في ترشيد الاتفاق الاستثماري، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد بوقرة، بومرداس 2008-2009.
- 45- سمير هريان، صيغ وأساليب التمويل بالمشاركة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتحقيق التنمية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف 2015-2014 .
- 46- محمد فريد الحصن، مصطفى ابو بكر، بحوث العمليات، مدخل تطبيقي لفاعلية القرارات التسويقية، الدار الجامعية، مصر 2000 .
- 47- بسام حسين بني عطا، تحليل ودراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات، المكتبة المركزية، الأردن، 2010
- 48- اندراوس عاطف ولیم، دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات، الخطوات الأسس والقواعد. الإسكندرية مصر دار الفكر الجامع 2008.
- 49- عبد القادر عطية، عبد القادر محمد. "دراسة الجدوى التجارية والاقتصادية والاجتماعية مع المشروعات . BOT " الإسكندرية , مصر، الدار الجامعية.2000.
- 50- كاظم جاسم العيسوي، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات ، الطبعة الأولى . عمان دار المناهج للنشر والتوزيع 2011.
- 51- علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثناء للنشر و التوزيع ، عمان، 2008 .
- 52- عبد الغفار حنفي، تقييم الأداء المالي و دراسات الجدوى ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2009 .
- 53- عثمان سعيد عبد العزيز . دراسات جدوى المشروعات بين النظرية و التطبيق. الإسكندرية : الدار الجامعية 2001.
- 54- قيذوني كريمة , سعدي خديجة .جامعة ادرار المعهد الوطني سابقا2004.
- 55- بن مسعود نصر الدين، دراسة تقييم المشاريع الاستثمارية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2009.
- 56- عبد الغفار حنفي، تقييم الأداء المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005 .
- 57- بن إبراهيم الغالي، اتخاذ القرارات الاستثمارية في البنوك الإسلامية من أجل معامل خصم في ظل الضوابط الشرعية، رسالة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة بسكرة2012-2013.

قائمة المراجع

- 58- طلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوردي العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008 .
- 59- محمد دياب، دراسات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية للمشاريع، دار المنهل اللبناني، الطبعة (1) ، بيروت، 2006.
- 60- كاسر نصر منصور، الأساليب الكمية في إتخاذ القرارات الإدارية، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط1 ، عمان، الأردن، 2006 .

الملتقيات :

- 61- عوادي مصطفى، هياكل الدعم المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والميكانيزمات الجديدة للتمويل ، الملتقى الوطني حول إشكالية استدامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة حمة لخضر الوادي، 17 ديسمبر 2017.

المراجع باللغة الفرنسية :

- 62- Amand Dayan, Manuel de gestion, volume 2, Edition Fllipses, paris, 1999.
- 63- Abdellah Boughaba, Analyse et évaluation de projet, édition Berti, paris, 1998.
- 64- Djuatio Emmanuel, Management des projets, Technique d'évaluation, Analyse, choix et planification, édition l'harmattan, paris, 2004
- 65- Boughaba.A, Analyse et Evaluation de projets, Edition BERTI, Paris , 2005 ,
- 66- Margerin. J, Ausset.G , Investissement et Financement , éditons courcouse , 1990 ..
- 67- Conso. P, Hemici.F, Gestion Financière de L'entreprise, 8eme édition, France, 1999.
- 68- Elie Cohen, gestion Financière de l'entreprise, édition UREF, paris, 1991.
- 69- Frank Olivier Meye, évaluation de la rentabilité des projets d'investissement, édition L'Harmattan, Paris, 2007
- 70- Nathalie. Taverdet- Popiolek, Guide du choix d'investissement, édition d'organisation, France, 2006.
- 71- Khemici Chiha, Finance d'entreprise, Approche Stratégique, éditions Homa, Alger, 2009, p.138.
- 72- Josette peyrard, Gestion financière internationale, VUIBERT 5eme édition, paris, 1999.

قائمة المراجع

- 73- Boyer.M , Gravel.E , Evaluation de projets : la valeur actualisée nette optimiser VAN, Edition Paris France , 2005,
- 74- Marques.M , « Evaluation financière de projets industriels» , Edition Paris , France , 1999.
- 75- Vingt . G , op.cit .
- 76- Hamdi.K , op.cit.
- 77- Boyacoub, F. L'entreprise et le financement bancaire. Alger: (Editions CASBAH)..2000
- 78- jean louis amelon, Finance d'entreprise. paris , france : edition dalloz .2000 .
- 79- Abdellah Boughaba, Op.Cit.
- 80- Pierre Cabane, L'essentiel de la finance, édition d'organisation, paris, 2004.

الملاحق

**3-2 BILAN D'OUVERTURE APRES L'ACQUISITION
D'INVESTISSEMENT :**

BILAN ACTIF

	2017	2017	2017
ACTIF	Brut	Amort-Prov.	Net
ACTIF IMMOBILISE(NON COURANT)			
Ecart d'acquisition (ou goodwill)			
Immobilisations incorporelles			
<u>Immobilisations corporelles</u>			
Terrains			
Bâtiments			
Autres immobilisations corporelles	34 572 307,20	10 121 492,00	24 450 815,20
Immobilisations en concession			
Immobilisations en cours			
<u>Immobilisations financières</u>			
Titres mis en équivalence-entreprise associées			
Autres participations et créances rattachées			
Autres titres immobilisés			
Prêts et autres actifs financiers non courants	3 940 536,00		3 940 536,00
Impôts différés actif			
Comptes de liaison			
TOTAL ACTIF NON COURANT	38 512 843,20	10 121 492,00	28 391 351,20
ACTIF COURANT			
Stocks et en cours	22 987 848,00		22 987 848,00
<u>Créances et emplois assimilés</u>			
Clients	11 332 118,00		11 332 118,00
Autres débiteurs	2 061 547,00		2 061 547,00
Impôts at assimilés	2 389 734,00		2 389 734,00
Autres créances et emplois assimilés			
<u>Disponibilités et assimilés</u>			
Placements et autres actifs financiers courants			
Trésorerie	13 081 865,72		13 081 865,72
TOTAL ACTIF COURANT	51 853 112,72	0,00	51 853 112,72
TOTAL GENERAL ACTIF	90 365 955,92	10 121 492,00	80 244 463,92

<i>PASSIF</i>	<i>2016</i>	<i>2015</i>
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis (ou compte de l'exploitant)	40 232 083,00	39 163 823,00
Capital non appelé		
Primes et réserves (Réserves consolidées)		
Ecart de réévaluation		
Ecart d'équivalence		
Résultat net (Résultat part du groupe)	4 471 820,00	3 091 812,00
Autres capitaux propres-Report à nouveau		
Part de la société consolidante		
Part des minoritaires		
TOTAL I	44 703 903,00	42 255 635,00
PASSIFS NON COURANTS		
Emprunts et dettes financières	11 236 086,00	8 530 908,00
Impôts (différés et provisionnés)		
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits comptabilisés d'avance		
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	11 236 086,00	8 530 908,00
PASSIFS COURANTS		
Fournisseurs et comptes rattachés	14 125 028,00	23 537 932,00
Impôts	4 565 475,00	5 930 423,00
Autres dettes	315 382,00	156 333,00
Trésorerie Passif		1 003,00
TOTAL PASSIFS COURANTS III	19 005 885,00	29 625 691,00
TOTAL GENERAL PASSIF	74 945 874,00	80 412 234,00

9-BILANS PREVISIONNELS PLURIANNUEL

BILAN ACTIF

ACTIF	2017	2017	2017	2018	2018	2018
	Brut	Amort-Prov.	Net	Brut	Amort-Prov.	Net
ACTIF IMMOBILISE(NON COURANT)						
Ecart d'acquisition (ou goodwill)						
Immobilisations incorporelles						
Immobilisations corporelles						
Terrains						
Bâtiments	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres immobilisations corporelles	34 572 307,20	13 578 722,72	20 993 584,48	34 572 307,20	17 035 953,44	17 536 353,76
Immobilisations en concession						
Immobilisations en cours						
Immobilisations financières						
Titres mis en équivalence-entreprise associées						
Autres participations et créances rattachées						
Autres titres immobilisés						
Prêts et autres actifs financiers non courants	1 890 536,00		1 890 536,00	2 390 536,00		2 390 536,00
Impôts différés actif						
Comptes de liaison						
TOTAL ACTIF NON COURANT	36 462 843,20	13 578 722,72	22 884 120,48	36 962 843,20	17 035 953,44	19 926 889,76
ACTIF COURANT						
Stocks et en cours	12 487 848,00		12 487 848,00	11 637 848,00		11 637 848,00
Créances et emplois assimilés						
Clients	15 332 118,00		15 332 118,00	13 832 118,00		13 832 118,00
Autres débiteurs	1 746 547,00		1 746 547,00	2 189 547,00		2 189 547,00
Impôts et assimilés	2 204 734,00		2 204 734,00	2 111 734,00		2 111 734,00
Autres créances et emplois assimilés						
Disponibilités et assimilés						
Placements et autres actifs financiers courants						
Trésorerie	26 631 611,65		26 631 611,65	45 791 557,28		45 791 557,28
TOTAL ACTIF COURANT	58 402 858,65	0,00	58 402 858,65	75 562 804,28	0,00	75 562 804,28
TOTAL GENERAL ACTIF	94 865 701,85	13 578 722,72	81 286 979,13	112 525 647,48	17 035 953,44	95 489 694,04

ACTIF	2019			2020		
	Brut	Amort-Prov.	Net	Brut	Amort-Prov.	Net
ACTIF IMMOBILISE(NON COURANT)						
Ecart d'acquisition (ou goodwill)						
Immobilisations incorporelles						
Immobilisations corporelles						
Terrains						
Bâtiments	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres immobilisations corporelles	34 572 307,20	20 493 184,16	14 079 123,04	34 572 307,20	23 950 414,88	10 621 892,32
Immobilisations en concession						
Immobilisations en cours						
Immobilisations financières						
Titres mis en équivalence-entreprise associées						
Autres participations et créances rattachées						
Autres titres immobilisés						
Prêts et autres actifs financiers non courants	3 910 536,00		3 910 536,00	4 839 536,00		4 839 536,00
Impôts différés actif						
Comptes de liaison						
TOTAL ACTIF NON COURANT	38 482 843,20	20 493 184,16	17 989 659,04	39 411 843,20	23 950 414,88	15 461 428,32
ACTIF COURANT						
Stocks et en cours	11 707 848,00		11 707 848,00	11 378 848,00		11 378 848,00
Créances et emplois assimilés						
Clients	12 532 118,00		12 532 118,00	14 232 118,00		14 232 118,00
Autres débiteurs	1 461 547,00		1 461 547,00	1 031 547,00		1 031 547,00
Impôts et assimilés	1 749 734,00		1 749 734,00	1 579 734,00		1 579 734,00
Autres créances et emplois assimilés						
Disponibilités et assimilés						
Placements et autres actifs financiers courants						
Trésorerie	70 675 790,58		70 675 790,58	103 569 261,47		103 569 261,47
TOTAL ACTIF COURANT	98 127 037,58	0,00	98 127 037,58	131 791 508,47	0,00	131 791 508,47
TOTAL GENERAL ACTIF	136 609 880,78	20 493 184,16	116 116 696,62	171 203 351,67	23 950 414,88	147 252 936,79

ACTIF	2021	2021	2021
	Brut	Amort-Prav	Net
ACTIF IMMOBILISE(NON COURANT)			
Ecart d'acquisition (ou goodwill)			
Immobilisations incorporelles			
Immobilisations corporelles			
Terrains			
Bâtiments	0,00	0,00	0,00
Autres immobilisations corporelles	34 572 307,20	27 407 645,60	7 164 661,60
Immobilisations en concession			
Immobilisations en cours			
Immobilisations financières			
Titres mis en équivalence-entreprise associées			
Autres participations et créances rattachées			
Autres titres immobilisés			
Prêts et autres actifs financiers non courants	1 680 536,00		1 680 536,00
Impôts différés actif			
Comptes de liaison			
TOTAL ACTIF NON COURANT	36 252 843,20	27 407 645,60	8 845 197,60
ACTIF COURANT			
Stocks et en cours	13 937 848,00		13 937 848,00
Créances et emplois assimilés			
Clients	12 832 118,00		12 832 118,00
Autres débiteurs	1 328 547,00		1 328 547,00
Impôts at assimilés	1 882 734,00		1 882 734,00
Autres créances et emplois assimilés			
Disponibilités et assimilés			
Placements et autres actifs financiers courants			
Trésorerie	145 914 623,38		145 914 623,38
TOTAL ACTIF COURANT	175 895 870,38	0,00	175 895 870,38
TOTAL GENERAL ACTIF	212 148 713,58	27 407 645,60	184 741 067,98

BILAN PASSIF					
PASSIF	2017	2018	2019	2020	2021
CAPITAUX PROPRES					
Capital émis (ou compte de l'exploitant)	40 232 083,00	57 875 113,54	76 681 171,26	101 611 516,65	133 372 404,30
Capital non appelé					
Primes et réserves (Réserves consolidées)					
Ecart de réévaluation					
Ecart d'équivalence					
Résultat net (Résultat part du groupe)	17 643 030,54	18 806 057,72	24 930 345,40	31 760 887,65	39 112 778,67
Autres capitaux propres-Report à nouveau					
Part de la société consolidante					
Part des minoritaires					
TOTAL I	57 875 113,54	76 681 171,26	101 611 516,65	133 372 404,30	172 485 182,97
PASSIFS NON COURANTS					
Emprunts et dettes financières	14 455 980,59	11 052 637,78	7 649 294,97	6 324 647,49	5 000 000,01
Impôts (différés et provisionnés)					
Autres dettes non courantes					
Provisions et produits comptabilisés d'avance					
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	14 455 980,59	11 052 637,78	7 649 294,97	6 324 647,49	5 000 000,01
PASSIFS COURANTS					
Fournisseurs et comptes rattachés	6 625 028,00	5 249 628,00	4 349 628,00	5 049 628,00	4 749 628,00
Impôts	1 930 915,00	2 060 515,00	2 138 965,00	2 016 965,00	2 016 965,00
Autres dettes	399 942,00	445 742,00	367 292,00	489 292,00	489 292,00
Trésorerie Passif					
TOTAL PASSIFS COURANTS III	8 955 885,00	7 755 885,00	6 855 885,00	7 555 885,00	7 255 885,00
TOTAL GENERAL PASSIF	81 286 979,13	95 489 694,04	116 116 696,62	147 252 936,79	184 741 067,98