

قسم العلوم الاقتصادية  
مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم  
الاقتصادية تخصص مالية نقود وتأمينات

## الموضوع

تقنيات اختيار المشاريع  
الاستثمارية في ظل المخاطرة  
- دراسة حالة -  
بنك التنمية المحلية -BDL-

تحت إشراف الأستاذ:

- د. بوبكر محمد

إعداد الطالب:

- جلول محمد

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	أستاذ محاضر	- د. بن زيدان الحاج
مقررا	أستاذ محاضر	- د. بوبكر محمد
مناقشا	أستاذ محاضر	- د. لحر عباس

السنة الجامعية : 2016/2015

مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية تخصص  
مالية نقود وتأمينات

## الموضوع

تقنيات اختيار المشاريع  
الاستثمارية في ظل المخاطرة  
- دراسة حالة -  
بنك التنمية المحلية -BDL-

تحت إشراف الأستاذ:

- أ. بوبكر محمد

إعداد الطالب:

- جلول محمد

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا

أستاذ محاضر

- د. بن زيدان الحاج

مقررا

أستاذ محاضر

- د. بوبكر محمد

مناقشا

أستاذ محاضر

- د. لحر عباس

السنة الجامعية : 2016/2015

يعبر مضمون المذكرة بأي حال عن رأي صاحبها

## الإهداء

أهدي ثمرة هذا الجهد المتواصل الى من أعطت دون مقابل ..... إلى  
من زرعت في نفسي العزيمة ..... إلى من ربّني و علمتني الأخلاق  
الفاضلة ..... إلى التي طالما حلمت أن تبصر نجاحي و تفوقني  
المتواصل في دراستي.....أمي، إلى الذي فرش دربي إرادة و  
صمودا ..... إلى الذي علمني الصبر و الكفاح لأجل العلم ودعمني  
للوصول إلى ما أنا عليه..... أبي، إلى أخواتي العزيزات حورية  
و شيماء و إكرام وخيرة و كل العائلة كل واحد باسمه معنويا بالذكر "  
إلى رفقاء الدراسة و إلى جميع المعلمين و الأساتذة الذين مررت عليهم  
و كل من علمني حرفا في مشواري الدراسي.

## كلمة شكر

الحمد لله الذي وفقني في إتمام هذا العمل المتواضع أتقدم بالشكر  
والعرفان إلى من كان دليلي ومرشدي في إكمال هذا العمل الأستاذ  
بوبكر محمد، كما أشكر موظفي مكتبة جامعة مستغانم، كما أشكر  
كل عمال بنك التنمية المحلية على تعاونهم، وأشكر كل من ساهم في  
هذه المذكرة من قريب أو بعيد.

# قائمة الجداول

قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
71	التدفقات النقدية للمشروعين A و B	1
72	تقييم للمشروعين A و B	2
74	تقديرات احتمالية لصافي القيمة الحالية للمشروعين A و B	3
76	صافي التدفقات النقدية للمشروعين A و B	4

قائمة الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
25	منحنى بياني يمثل المخاطرة الكلية	1
50	منحنى بياني لمعدل العائد الداخلي	2
51	منحنى بياني يمثل العلاقة بين معدل العائد الداخلي والعمر الاقتصادي للمشروع	3
52	منحنى بياني يمثل العلاقة بين القيمة المتوقعة للمشروع ومعدل العائد الداخلي	4
56	منحنى بياني يمثل الانحراف المعياري للقيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية.	5
65	الهيكل التنظيمي لبنك التنمية المحلية.	6
66	مخطط مديرية مجمع الاستغلال.	7
76	التوزيع الاحتمالي للقيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمشروعين A و B	8
77	شجرة قرار للقيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمشروعين A و B	9

# قائمة الاختصارات والرموز

قائمة الاختصارات والرموز

المصطلح باللغة العربية	المصطلح باللغة الاجنبية	الرمز أو الاختصار
الارتفاع في رأس المال العامل للاستغلال	Besoin en fonds de roulement à l'exploitation	BFREX
فترة الاسترداد	Délai de récupération	DR
صافي التدفق النقدي	Flux net de trésorerie	CFT
معدل الخصم	Taux d'actualisation	i
قيمة الاستثمار المبدئي	valeur de l'investissement initial	I
القيمة المتبقية للاستثمار	Valeur restante de l'investissement	VR
معدل العائد المحاسبي	Taux de rendement comptable	TRC
القيمة الحالية الصافية	Valeur actuelle nette	VAN
معدل العائد الداخلي	Taux de rendement interne	TRI
مؤشر الربحية	Indice de profitabilité	IP
القيمة المتوقعة لصافي التدفقات النقدية	Valeur attendue du flux de trésorerie nets	E (VAN)
الانحراف المعياري	Déviatiion standard	( $\delta$ )
معامل الاختلاف	Coefficient de variation	CV

# الفهرس

## الفهرس

العنوان	الصفحة
الإهداء.....	I
كلمة الشكر.....	II
قائمة الجداول.....	III
قائمة الأشكال.....	VI
قائمة الإختصارات والرموز.....	V
المقدمة العامة.....	أ-ت

### الفصل الأول: المشاريع الاستثمارية

مقدمة الفصل.....	08
المبحث الأول: مفهوم المشاريع الاستثمارية.....	09
المطلب الأول: مفهوم وتصنيفات الاستثمار.....	09
المطلب الثاني: أنواع وأهداف الاستثمار.....	13
المطلب الثالث: مفهوم وتصنيف أهداف المشاريع الاستثمارية.....	17
المبحث الثاني: قرار الاستثمار والمخاطرة.....	24
المطلب الأول: مفهوم وتصنيفات المخاطرة.....	24
المطلب الثاني: مفهوم قرار الاستثمار وخصائصه.....	26
المطلب الثالث: دراسة وخطوات تقييم المشاريع الاستثمارية.....	31
خلاصة الفصل.....	38

### الفصل الثاني: معايير تقييم المشاريع الاستثمارية

مقدمة الفصل.....	40
المبحث الأول: معايير تقييم المشاريع الاستثمارية في ظل ظروف التأكد.....	41
المطلب الأول: معايير التقييم الغير معدلة بالوقت.....	41
المطلب الثاني: معايير التقييم المعدلة بالوقت.....	44
المطلب الثالث: معدل العائد الداخلي.....	49

54	المبحث الثاني: معايير تقييم المشاريع الاستثمارية في ظل المخاطرة.....
54	المطلب الأول: القيمة المتوقعة لصافي التدفقات النقدية والانحراف المعياري.....
57	المطلب الثاني: معامل الخطر وتحليل الحساسية .....
59	المطلب الثالث: أسلوب المعدل الأكيد ونموذج شجرة القرار .....
61	خلاصة الفصل.....

### الفصل الثالث: دراسة حالة بنك التنمية المحلية

63	مقدمة الفصل.....
64	المبحث الأول: بطاقة تعريفية لبنك التنمية المحلية.....
64	المطلب الأول: لمحة تعريفية لبنك التنمية المحلية.....
65	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لبنك التنمية المحلية.....
66	المطلب الثالث: لمحة تعريفية عن مديرية مجمع الاستغلال.....
70	المبحث الثاني: المفاضلة بين مشروعين استثماريين.....
70	المطلب الأول: التعليق على طرق التقييم المختلفة.....
71	المطلب الثاني: المفاضلة في ظروف التأكد.....
74	المطلب الثالث: المفاضلة في ظروف المخاطرة.....
78	خلاصة الفصل.....
80	الخاتمة العامة.....
83	المراجع.....
88	الملاحق.....

# المقدمة العامة

### المقدمة العامة

تغطي عملية الاستثمار، وخاصة في العشريات الأخيرة باهتمام خاص. حيث يعتبر الاستثمار أحد أهم العناصر التي تساهم في تحريك عجلة النمو، وهي الطريقة الناجعة لإنشاء ومضاعفة الثروات. كما يعمل على تحسين الأوضاع سواء على مستوى الفرد أو على مستوى المؤسسات، وحتى على المستوى الوطني. وهي أداة فعالة لتحقيق جميع الأهداف الاقتصادية للمجتمع، من خلال رفع مستويات الإنتاج التي تحقق الاكتفاء الذاتي.

كما أن المشاريع المقامة يتم دراسة ربحيتها سواء من وجهة نظر المستثمر في حالة المشاريع الخاصة، من وجهة نظر الدولة في حالة المشاريع العامة، فمن ناحية المستثمر هو تحقيق أكبر ربح تجاري، أما من ناحية الدولة فهو تحقيق أكبر ربح وطني أو اجتماعي.

يتسابق أصحاب رؤوس الأموال من أجل اكتشاف الفرص الاستثمارية الأكثر حداثة، من أجل تحقيق أرباح ومداخيل أكبر.

من جهة أخرى تتضاعف الدراسات للاقترب أكثر فأكثر من الواقع في التوقع، بما ستكون عليه وضعية المشروع في لحظة معينة من الزمن، ومكانته أمام مشاريع أخرى. مع تكلفة التخلي عن الفرص الاستثمارية الأخرى في سبيل إقامة المشروع المقرر.

كما أن هذه المشاريع جعلها تتطلب دراسات تقييمية دقيقة تهدف إلى ترشيد القرارات، ومحاولة الوصول إلى قرار استثماري سليم، يحقق الأهداف المرجوة. وكذا تقليل المخاطر والعقبات المؤدية بالمشاريع الاستثمارية إلى الخسارة.

### الإشكالية:

في هذا السياق يمكن طرح الإشكالية التالية:

"ما هي المعايير الملائمة لاختيار المشاريع الاستثمارية في ظل المخاطرة؟ وكيف تتم عملية التقييم هذه؟".

### التساؤلات الفرعية:

- ماذا يقصد بالمشروع الاستثماري؟، وما هي أنواعه؟
- كيف تتم المفاضلة بين مختلف الاقتراحات الاستثمارية؟
- ما أهمية التقييم بالنسبة للمشروع الاستثماري؟

الفرضيات:

- المشروع الاستثماري هو استخدام أموال حالية من أجل الحصول على عوائد متوقعة في المستقبل.
- يتم تقييم المشروع الاستثماري وفق ظروف التأكد وظروف المخاطرة.
- عملية تقييم المشروع الاستثماري تعتبر الأساس في المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية.

دوافع اختيار الموضوع:

- الرغبة الشخصية في دراسة موضوع المشاريع الاستثمارية، واكتساب المعارف في هذا المجال.
- الحاجة الملحة إلى أبحاث ودراسات متخصصة في اختيار المشاريع الاستثمارية، وعملية تقييمها.

أهمية البحث:

- يساعد متخذ القرار الاستثماري على التعامل مع المشكلة الاقتصادية. (كيفية تحقيق أهداف اقتصادية واجتماعية في ظل موارد تنصف بالندرة النسبية)، حيث يسمح له بالوصول إلى أفضل تخصيص ممكن لتلك الموارد.
- يساعد على معرفة الفوائد المتوقعة مقارنة مع التكاليف المتوقعة من الاستثمار خلال فترة العمر الاقتصادي المفترض للمشروع.
- يسمح بتحديد العائد الاستثماري الممكن تحقيقه من المشروع في ظل مختلف المخاطر الممكنة.

أهداف البحث:

إن الهدف من هذا البحث هو توضيح الإطار النظري لعملية دراسة اختيار المشروعات، وعملية تقييمها، إضافة إلى تزويد المستثمر بآليات الدراسة ومستلزماتها من معلومات وبيانات مساعدة في الدراسة.

المنهج المستخدم:

حتى تتمكن من معالجة ودراسة الإشكالية والتأكد من صحة الفرضيات، اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي في توضيح الإطار النظري لمفهوم المشاريع الاستثمارية وكذا آليات اختيار المشاريع الاستثمارية. واعتمدنا على الدراسة التطبيقية للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية.

خطة البحث:

يهدف الإجابة على إشكالية البحث، تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول:

تم تخصيص الفصل الأول لدراسة المشاريع الاستثمارية، حيث يتضمن مبحثين تلخص مفاهيم حول المشاريع الاستثمارية وكذا قرار الاستثمار والمخاطرة.

أما الفصل الثاني تم تخصيصه لدراسة معايير تقييم المشاريع الاستثمارية، حيث يتضمن مبحثين تطرقنا فيه إلى كل معيار على حدى. آخذين بعين الاعتبار إيجابيات وسلبيات كل معيار.

أما الفصل الثالث تم تخصيصه لدراسة تطبيقية للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية، حيث يتضمن بدوره مبحثين تلخص فيه المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية في ظل ظروف التأكد وظروف المخاطرة.

### صعوبات البحث:

من الصعوبات التي واجهتنا عند القيام بالبحث هي عدم توفر البيانات والمعلومات الدقيقة المتعلقة بالجانب التطبيقي الذي يعكس لنا الواقع الاستثماري.

الفصل الأول:

المشاريع الاستثمارية

### مقدمة الفصل:

يعتبر الاستثمار أحد العناصر الهامة التي تساهم في تحريك عجلة النمو، وهو الطريقة الناجعة لإنشاء ومضاعفة الثروات. ومنه تحسين الأوضاع سواء على مستوى الفرد أو على مستوى المؤسسات وحتى على المستوى الوطني. وهو أداة فعالة لتحقيق جميع الأهداف الاقتصادية للمجتمع. كما أن المشاريع الاستثمارية تلعب دورا هاما في تحقيق تنمية أفضل واشمل باعتبارها أحسن وسيلة لاستغلال الطاقات البشرية والطبيعية والمالية. كما تعتبر الحل الأمثل لكثير من المشاكل والأزمات الاقتصادية التي يواجهها الفرد والمؤسسة.

إن أهم المحاور التي يمكن أن تعتمد عليها اقتصاديات البلدان هي المشاريع الاستثمارية، وبغرض دراسة أوسع

سنتطرق في هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: مفهوم المشاريع الاستثمارية.

المبحث الثاني: قرار الاستثمار والمخاطرة.

## المبحث الأول: مفهوم المشاريع الاستثمارية

سنتطرق في هذا المبحث إلى مفاهيم عامة حول الاستثمار والمشاريع الاستثمارية.

### المطلب الأول: مفهوم وتصنيفات الاستثمار

يستمد الاستثمار أصوله كمفهوم من علم الاقتصاد، وله صلة وثيقة مع مجموعة من المفاهيم الاقتصادية بتعدد مجالاته أو طبيعة النشاط الاقتصادي الذي يوظف فيه المستثمر أمواله.

### الفرع الأول: مفهوم وخصائص الاستثمار

#### 1- مفهوم الاستثمار:

لقد تعددت وتنوعت مفاهيم الاستثمار نخص بالذكر:

**1-1- التعريف الأول:** "الاستثمار عملية تحويل وسائل الإنتاج إلى سلع ملموسة ونتيجة هذه العمليات هي سلع مستمرة".<sup>1</sup>

**1-2- التعريف الثاني:** "هو تلك الأموال المتخصصة لإنتاج الآلات والمعدات والمباني وما شابه ذلك والأموال المتخصصة لزيادة المخزون".<sup>2</sup>

**1-3- التعريف الثالث:** "الاستثمار هو كمية معدات الطاقة الموجودة وهو عبارة عن تضحية لضمان المستقبل، وعليه فالاستثمار هو تنازل عن الاستثمار الحالي بغية التحكم في المستقبل".<sup>3</sup>

**1-4- التعريف الرابع:** "الاستثمار هو كلمة ترتبط بثلاث مفاهيم اقتصادية تنحصر في التضحية والحرمان والانتظار".<sup>4</sup>

ومما سبق يمكن أن نستنتج: "أنّ الاستثمارات تقصد بها توظيف أموال سواء كانت في الموجودات المادية أو المالية، حيث يعتبر الوسيلة الناجحة لإنشاء ومضاعفة الثروات. ومن خلال المفاهيم السابقة يتضح أن الهدف من عملية الاستثمار هو تحقيق الربح أو خلق قيمة سواء كانت مادية أو معنوية".

<sup>1</sup> - Jacky koéhl, Les investissements, Edition Dunod, 2003 , p15.

<sup>2</sup> - عمر صخري، تحليل الاقتصاد الكلي، ديوان المطبوعات الجامعية، ط 2، القاهرة، 1998، ص 12.

<sup>3</sup> - سفيان فنيط، تقييم المشاريع الاقتصادية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2006، ص 18.

<sup>4</sup> - سفيان فنيط، مرجع سبق ذكره، ص 19.

## 2- خصائص الاستثمار:

2-1- رأس المال المستثمر: وهو النفقة المستخدمة في إنجاز المشروع، وتتضمن الآتي:

- سعر الشراء خارج الرسم أو تكلفة الصنع.
- المصاريف الملحقمة بعملية الشراء.
- الرسم على القيمة المضافة غير المسترجعة (بالنسبة للنشاطات) المستفيدة من تخفيضات جبائية فيما يخص الرسم على القيمة المضافة الأقل من 100%.
- الارتفاع في رأس المال العامل للاستغلال (BFREX): فأي استثمار يؤدي عادة إلى الارتفاع في المخزونات، حقوق العملاء وديون الموردين.

2-2- مدة المشروع: من أجل التقييم الجيد للأرباح المنتظرة من المشروع، من الضروري تحديد مدة الاستثمار والتي تقدر عادة بمدة الاهتلاك.<sup>1</sup>

## 2-3- تدفقات الخزينة المتولدة من المشروع:

تتمثل في العوائد النقدية الناتجة عن الفرق بين التحصيلات المستلمة والنفقات المسددة، حيث يعرف التدفق على أنه المدخلات النقدية السائلة للمشروع والذي يحسب من خلال العلاقة التالية:

$$\text{التدفق النقدي} = \text{التحصيلات النقدية} - \text{النفقات النقدية}$$

أي أنه لا يدخل في حسابه الإيرادات والمصاريف المؤجلة وكذا المصاريف الوهمية مثل الاهتلاكات التي تسجل محاسبيا ولا تقتطع نقديا.

ما يميز التدفق النقدي الناتج عن الاستثمار أنه مستمر زمنيا خلال السنة، إلا أنه وقصد التبسيط فإننا نقوم بحسابه في نهاية كل دورة مالية.

## 2-4- القيمة المتبقية:

عند نهاية الاستثمار نقوم بتقدير القيمة المتبقية بحيث تمثل الجزء الذي يهلك من التكلفة الأولية للاستثمار، ومحاسبيا تحسب القيمة المتبقية بطرح القيمة الأصلية للاستثمار من الاهتلاك المتراكم.

<sup>1</sup> - فاطمة الحاج فويدر، التمويل كأداة لاستمرارية المشاريع الاستثمارية، مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2013، ص 25.

2-5- تدفقات الخزينة المتولدة عن الاستثمار.

2-6- المخاطرة.

الفرع الثاني: تصنيفات الاستثمار

لقد تعددت وتنوعت تصنيفات الاستثمار وهذا راجع إلى تعدد وجهات النظر فنجد أن تصنيف الاستثمار حسب النظرة المحاسبية يختلف عن الاستثمار حسب النظرة الاقتصادية ومن هنا سنحاول تقديم الاستثمار فيما يأتي:

1-1- تصنيف حسب الطبيعة والموضوع: ونميز هنا نوعين من الاستثمارات:

1-1-1- استثمارات مادية: وهي الشكل التقليدي لعملية الاستثمارات ويشمل على الاستثمارات في الآلات والبناء والعقار ونميز بين حالتين:

1-1-1-1- الاستثمار المستقر: وهو حالة توسيع منشأة بغرض مواجهة الزيادة المستمرة في الطلب، وتشمل هذه الحالة مشاريع التحديث في المنشأة بغرض زيادة القدرة التنافسية وتحسين النوعية.

1-1-1-2- الاستثمار المستقل (المباشر):

وهو استثمار يحدث نتيجة قرار إداري له علاقة بالسياسة العامة للمنشأة مثل قرارات التوسيع والتجديد في نوع المنتجات أو طرح منتج جديد في السوق أو إنشاء الاستثمار.<sup>1</sup>

1-2-1- استثمارات غير مادية: وتضم العناصر التالية:<sup>2</sup>

1-2-1-1- المصاريف الإعدادية: وهي المتعلقة بإنشاء المؤسسة، والتي لا تتعلق بإنتاج السلع والخدمات خلال دورة الاستغلال كمصاريف الإشهار، مصاريف التكوين المهني.

1-2-1-2- القيم المعنوية: هي كل القيم التي ليس لها وجود مادي وهي غير قابلة للاستهلاك كشهرة المحل، براءة الاختراع.

1-2-1-3- الاستثمارات المالية: وتتمثل في شراء الأسواق المالية حيث تتم في الأسواق المالية.

2- التصنيف حسب الزمن: تصنف الاستثمارات حسب المدة الزمنية إلى ثلاثة أنواع:

1- قاسم ناجي حمدي، أسس إعداد دراسات الجدوى وتقييم المشروعات: مدخل نظري وتطبيقي، دار المناهج للنشر والتوزيع، ط 02، عمان، الأردن، 2008، ص 67.

2- سفيان فنيط، تقييم المشاريع الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 23.

**1-2- استثمارات قصيرة الأجل:** تسمى كذلك الاستثمارات التشغيلية والتي يتم إنجازها في مدة تقل عن سنتين وهي اقل مخاطرة.

**2-2- استثمارات متوسطة الأجل:** مدة حياته الإنتاجية بين سنتين والخمس سنوات، وهي متوسطة المخاطر.

**3-2- استثمارات طويلة الأجل:** وهي استثمارات مدة حياتها الإنتاجية تفوق الخمس سنوات، وتتميز بضخامة المبالغ المنفقة مع ازدياد درجة المخاطرة، حيث أن هناك علاقة طردية بين العمر الإنتاجي ودرجة المخاطرة.

### 3-التصنيف حسب الهدف:

تسمح الاستثمارات بتحقيق الأهداف المسطرة من طرف المؤسسة وهذا عن طريق تحسين الإنتاج بتحديث التجهيزات وتحسين التقنيات.

- تنمية طاقة الوسائل الإنتاجية وهذا بتخفيض الوسائل التقليدية.
- حفظ طاقة المؤسسة وهذا بتحديد التجهيزات ووسائل الإنتاج.
- تنوع النشاط عن طريق دراسة ووضع استراتيجية المنتجات الجديدة.
- التعظيم من قيمة المؤسسة.

### 4-التصنيف حسب معيار الخطر:

لا شك في أن كل استثمار يمكن أن يكون ايجابي أو سلبي أي ربحاً أو خسارة، أي انه يحتوي على عنصر المخاطرة، تصيب المستثمر نتيجة عدم اليقين والتأكد من عوائد أدوات الاستثمار كالأسهم العادية مثلاً، ولا يمكن في أي حال من الأحوال ترجمة المخاطرة رقمياً وبدقة، ويمكن تصنيف المخاطرة فيما يلي:

#### 4-1-المخاطرة المنتظمة ومخاطرة السوق: <sup>1</sup>

يعتبرها بعض المحللين مخاطر كلية لكونها تنشأ عن البيئة والمحيط، وتتعلق بالنظام المالي العام ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين، أي ليس للمشروع الاستثماري بحد ذاته دور رئيسي فيها، فهي تؤثر على المستثمرين كافة دون استثناء، ومن هذه المخاطر نجد مخاطر السوق ومخاطر التضخم والائتمان وترتبط هذه المخاطر بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، كالأضطرابات العامة أو حالات الكساد أو الحروب.

<sup>1</sup> - سفيان فنيط، تقييم المشاريع الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 23.

إن أسعار الأوراق المالية تتأثر بهذه العوامل ولكن بدرجات متفاوتة حيث درجة المخاطرة النظامية أو السوقية تكون مرتفعة في الحالات التالية:<sup>1</sup>

- في الشركات التي تنتج سلعا كصناعة السكك الحديدية وصناعة الأدوات والمطاط.
- في الشركات التي تشكل التكاليف الثابتة نسبة كبيرة من تكاليفها الإجمالية وهي الشركات التي تكون درجات الرفع التشغيلي فيها مرتفعة.

#### 4-2- المخاطرة الغير منتظمة:

تنشأ عن طريق طبيعة ونوع الاستثمار وليس عن طبيعة النظام المالي العام مما يجعلها خاصة بالمشروع، أي تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين، ومن هذه المخاطر نجد مخاطر النشاط الصناعي ومخاطر قانونية ومخاطر اجتماعية كحدوث إضراب عمال في تلك الشركة، كذلك الأخطار الالإرادية في تلك الشركة، ظهور اختراعات جديدة منافسة لما تنتجه المؤسسة والحملات الإعلانية من المنافسين مع أذواق المستهلكين بالنسبة لسلع هذه المؤسسة، كذلك ظهور قوانين جديدة تؤثر على تلك الشركة.

أما الشركات التي تتميز بدرجة كبيرة من المخاطرة غير منتظمة فهي التي تنتج سلعا استهلاكية غير معمرة، مثل النشاط الاقتصادي أو على حالة السوق بدرجة كبيرة وتكون هذه الشركات غير حساسة للتغيرات التي تطرأ على السوق، وهذا النوع من المخاطر يمكن تجنبه.<sup>2</sup>

#### المطلب الثاني: أنواع وأهداف الاستثمار

##### الفرع الأول: أنواع الاستثمار

##### 1- أنواع الاستثمار:

إن تعدد الميادين والقطاعات الاقتصادية أدى إلى تنوع الاستثمارات كل حسب الميدان والقطاع الذي ينتمي إليه، وعليه سوف نتطرق إلى الأنواع المختلفة للاستثمارات.

##### 1-1- الاستثمار الدولي:

وهو يعني استخدام الموارد المالية التي يملكها بلد من البلدان في بلد آخر أجنبي من اجل الحصول على عوائد أكبر من العوائد التي كان من الممكن الحصول عليها في البلد الأصلي مثل: مؤسسة ميكروسوفت، حيث المؤسسة تقع في الولايات المتحدة الأمريكية بينما نجد فروعها في كل دول العالم.

<sup>1</sup> - سفيان فنيط، تقييم المشاريع الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 24.

<sup>2</sup> - فاطمة الحاج قويدر، التمويل كأداة لاستثمارية المشاريع الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 27.

### 1-2- الاستثمار الوطني:

يعبر عن جميع الأموال التي تنفقها الدولة من مدخراتها على جميع أوجه النشاط سواء كانت اقتصادية أو اجتماعية وثقافية، ذات الطابع الاستثماري من أجل تكوين رأس مال جديد داخل الدولة. مثلاً إنفاق الأفراد والمؤسسات على البيوت السكنية وشراء العتاد أو الآلات.

### 1-3- الاستثمار الحكومي:

يتمثل في رأس المال الحقيقي الجديد التي تقوم الحكومة بتكوينه وتحصيله، إما من فائض الإيرادات العامة عن النفقات العامة، أو من إيرادات الدولة الائتمانية المستمدة من القروض العامة أو من إيرادات الدولة الناتجة من فائض في الاقتصاد العام، مثل إصدار القروض في البورصة، أي تقوم الحكومة بالاستثمار في بورصة القيم المنقولة (سوق الأوراق المالية) حيث تنتهز الفرصة للبيع في الأوقات المناسبة.

### 1-4- الاستثمار المحلي:

ويعني جميع رؤوس الأموال الموجهة للاستثمار داخل قطاعات التي تقع داخل الحدود الإقليمية للولاية أو الدائرة أو البلدية، من أجل تحقيق عائد يعود بالدرجة الأولى بالفائدة على الإقليم الذي يقع فيه الاستثمار في قطاع السكن وال عمران في منطقة نائية، سيؤدي إلى فك العزلة عنها من جهة وإنعاش النشاط التجاري والصناعي لهذه المنطقة من جهة أخرى.

### 1-5- استثمارات المؤسسات:

يتمثل في رأس المال الحقيقي الجديد الذي تقوم المؤسسات بتكوينه من الأرباح المحققة أو عن طريق القروض، وهناك جملة من الأسباب التي تدفع بالمؤسسات للاستثمار والتي نذكر منها:<sup>1</sup>

- تلبية حاجات الأفراد وزيادة الأرباح المحققة.
- رفع مستوى الإنتاج وتحسين النوعية.
- تحديد وسائل الإنتاج.
- تحقيق صفة المؤسسة المنافسة.

### 1-6- الاستثمار العيني والاستثمار النقدي:

أ- الاستثمار العيني: وهو عملية استخدام السلع والخدمات لتكوين طاقات إنتاجية جديدة

<sup>1</sup> - سعيد عبد العزيز عثمان، دراسات جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، ط2 الإسكندرية، مصر، 2004، ص 43.

أو المحافظة على الطاقات الإنتاجية الموجودة أصلاً في المجتمع.

ب- الاستثمار النقدي: يمثل المقابل للاستثمار العيني معبراً عنه بالعملة المحلية أو العملة الصعبة.

الفرع الثاني: أدوات وأهداف الاستثمار<sup>1</sup>

### 1- أدوات الاستثمار:

تعرف أداة الاستثمار بأنها الأصل الحقيقي أو المالي الذي يحصل عليه المستثمر لقاء المبلغ الذي يستثمره، ويطلق عليه اصطلاحاً وسائط الاستثمار، وهي على الترتيب التالي:

#### 1-1- الأوراق المالية:<sup>2</sup>

وهي من أبرز أدوات الاستثمار في عصرنا الحالي، لما توفره من مزايا للمستثمر من حيث الحقوق التي توفرها لحاملها، منها ما هو أداة ملكية مثل الأسهم والتعهدات، وما هو دين كالسندات وشهادات الإيداع وغيرها، ومن حيث الدخل المتوقع منها.

#### 1-2- العقار:<sup>3</sup> ويتم الاستثمار فيه بشكليين:

أ- مباشر: عندما يقوم المستثمر بشراء عقار حقيقي، (مباني وأراضي).

ب- غير مباشر: عندما يقوم المستثمر بشراء سند صادر عن بنك عقاري بالمشاركة في الحفظة المالية لأحد المؤسسات المالية المتخصصة بالعقارات، وتصدر هذه المؤسسات أوراقاً مالية غالباً ما تكون سندات تحصل بواسطتها على أموال تستخدمها لتمويل بناء أو شراء عقار، وتتميز الاستثمارات بالعقار بدرجة عالية من الأمان، وارتفاع التكاليف لان التمويل طويل الأجل.

#### 1-3- السلع:

تتمتع السلع بمزايا خاصة تجعلها صالحة للاستثمار لدرجة أن تنشأ لها أسواق متخصصة، (بورصة الذهب، بورصة القطن... الخ) وتشبه المتاجرة بالسلع الأوراق المالية في كثير من الأوجه، عدا أن الاتجار بالسلع غالباً ما تكون أكبر مخاطرة من الاتجار بالأوراق المالية، لأن هذه الأخيرة تتميز بدرجة كبيرة من السيولة.

<sup>1</sup> - عمر صخري، تحليل الاقتصاد الكلي، مرجع سبق ذكره، ص 15.

<sup>2</sup> - محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، ط 02، الأردن، 2004، ص 82.

<sup>3</sup> - محمد مطر، نفس المرجع، ص 82.

#### 1-4- المشاريع الاقتصادية:

تعتبر من أكثر أدوات الاستثمار الحقيقي انتشارا وتنوعا من بين تجاري، صناعي، وزراعي، كما أن منها ما يتخصص بتجارة السلع أو صناعتها أو تقديم الخدمات، ويتميز الاستثمار في المشاريع الاقتصادية بتحقيقه لعائد مقبول ومستمر، كما أنه يتوفر على قدر كبير من الأمان وماله من دور اجتماعي أكبر من أوجه الاستثمارات الأخرى.<sup>1</sup>

#### 1-5- العملات الأجنبية:

تحوز أسواق العملات الأجنبية على اهتمام كبير من المستثمرين في عصرنا الحاضر، حيث تنتشر في أنحاء العالم، وتتميز عن غيرها من الأسواق بحساسيتها المفرطة للظروف الاقتصادية والسياسية مما يزيد من درجة مخاطرة الاستثمار فيه، كمخاطر أسعار الفائدة والسيولة، ومخاطر الائتمان، ويتميز أيضا بأنه سوق يفتقد إلى الإطار المادي الذي يتوفر لسوق الأوراق المالية، بل يتم التعامل فيه بواسطة أدوات الاتصال الحديثة، ويتم التعامل في أسواق العملات الأجنبية بسعر الصرف الذي يلعب دور كبير في تحديد مكاسب ومخاطر الاستثمار في العملات الأجنبية.

#### 1-6- المعادن النفيسة:

يعتبر الاستثمار في المعادن النفيسة مثل: الذهب والفضة مجالا للاستثمارات الحقيقية، وتتواجد في أسواق مالية منظمة كما للأوراق المالية، ويتخذ الاستثمار في المعادن النفيسة عامة والذهب خاصة صورا متعددة منها: الشراء والبيع المباشر، ودائع الذهب التي تودع لدى البنوك بفوائد المقيضة والمبادلة بالذهب على نمط ما يحدث في سوق العملات الأجنبية.<sup>2</sup>

#### 1-7- صناديق الاستثمار:

صندوق الاستثمار أشبه بوعاء مالي ذو عمر محدد تكونه مؤسسة عالية متخصصة، وذات خبرة في مجال الاستثمارات، وذلك بغرض تجميع مدخرات الأفراد ومن ثم تجميعها للاستثمار في مجالات مختلفة، للمساهمين فيها، وضمن مستويات معقولة من المخاطرة، وذلك للحرص في إدارة موجودات الصندوق، وبممارسة الصندوق

<sup>1</sup> - سعيد عبد العزيز عثمان، دراسات جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 44-45.

<sup>2</sup> - محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العلمية، مرجع سابق، ص 53.

عادة المتاجرة بالأوراق المالية بيعا وشراء، وأيضا المتاجرة بالعقار، ويتميز على أنه يهيئ الفرصة لمن لديهم مدخرات وليس لهم خبرة لتشغيلها، بأن يقوموا بتسليم مدخراتهم لمجموعة من الخبراء المحترفين يتولون إدارتها مقابل عمولة.<sup>1</sup>

## 2- أهداف الاستثمار:

إذا حاولنا التطرق إلى تحديد الأهداف فإنه لا يمكننا عدّها، لأنها تختلف حسب طبيعة ونوع الاستثمار، ويمكننا القول بأن الهدف من القيام باستثمارات مهما كانت الأداة المستخدمة هو:<sup>2</sup>

- خلق مناصب شغل والتقليل من مشكلات البطالة.
- الحصول على أرباح أي عوائد لتحقيق منافع عامة أو شخصية.
- توفير العرض وذلك بإنتاج السلع والخدمات لإشباع الطلب الناتج عن رغبات المستهلك.
- تحقيق الاكتفاء الذاتي أي تحقيق الاستقلالية الاقتصادية.
- تصدير السلع والمنتجات المادية للحصول على العملة الصعبة.
- تدعيم الهياكل الاقتصادية عن طريق إنشاء البنية التحتية.
- تحقيق التوازن في الميزان التجاري.

## المطلب الثالث: مفهوم وتصنيف وأهداف المشاريع الاستثمارية

لم تهتم تقريبا كل الأدبيات الاقتصادية بتعريف المشروع الاستثماري، على غرار اهتمامهم الكبير بتعريف وإعطاء مفهوم الاستثمار، وهذا نظرا لاندماجهما وصعوبة الفصل بينهما، فدراسة المشاريع الاستثمارية تعتبر حديثة النشأة.

## الفرع الأول: مفهوم المشاريع الاستثمارية ومبررات وجودها

### 1- مفهوم المشاريع الاستثمارية:

**1-1- التعريف الأول:** "هي أصغر وحدة اقتصادية يمكن تخطيطها وتحليلها وتنفيذها وتشغيلها بطريقة مستقلة عن الوحدات الأخرى."<sup>3</sup>

### 1-2- التعريف الثاني:

"مجموع المساهمات المثلى ذات الطابع الاستثماري والقائمة على أساس تخطيط قطاع إجمالي ومرتبطة، الذي يمكننا من استغلال الموارد البشرية والمادية والتي بدورها تؤدي إلى تحقيق التطور

<sup>1</sup> - محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العلمية، مرجع سابق، ص 54.

<sup>2</sup> - يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، التسيير المالي (الإدارة المالية: دروس وتطبيقات)، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط2، 2006، ص 33.

<sup>3</sup> - سعيد عبد العزيز عثمان، دراسات جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 50.

الاقتصادي والاجتماعي، بصفة محددة كما يجب أن تحدد عناصر المشروع بدقة وذلك من حيث طبيعة ومكان وزمان القيام به.<sup>1</sup>

### 3-1-3-التعريف الثالث: "هو مجهود يتم القيام به بهدف تحقيق انجاز محدد، لمرة واحدة وذو طبيعة خاصة

لا تتكرر بنفس الصورة ويتم عادة انجاز هذا المشروع خلال فترة زمنية محددة، وفي حدود ميزانية موضوعية، غالبا ما تكون كبيرة نسبيا."<sup>2</sup>

### 4-1-4-التعريف الرابع: "هو كل كيان مستقل يديره منظم أو أكثر يقوم بدمج عناصر الإنتاج المتاحة

بنسب معينة وبأسلوب معين، بهدف إنتاج سلعة أو خدمة تطرح في السوق لإشباع حاجات خلال فترة معينة."<sup>3</sup>  
إن الفرق بين الاستثمار والمشروع الاستثماري يوجد في الفارق الزمني بينهما، فالمشروع الاستثماري يسبق العملية الاستثمارية، فهو تمهيد للاستثمار، ومن هنا يمكن يعرف المشروع الاستثماري: "بأنه اقتراح بتخصيص أو التضحية بقدر من الموارد في الوقت الحاضر، على أمل الحصول على عوائد متوقعة في المستقبل خلال فترة طويلة نسبيا"<sup>4</sup>. أما الاستثمار هو: "عملية جمع عناصر الإنتاج معا من أجل تحقيق إنتاج سلع وخدمات"<sup>5</sup>.

### 2-دوافع قيام المشاريع الاستثمارية:<sup>6</sup>

إن قيام المشاريع الاستثمارية يرجع إلى عدة أسباب ودوافع قد تكون هذه الأسباب متعلقة بالبيئة أو الظروف المحيطة بالمشروع، وقد تكون أسباب سياسية أو اقتصادية أو تقنية فنية.

### 2-1-الأسباب المتعلقة بالبيئة أو الظروف المحيطة بالمشروع:

إن ما تحتاج إليه بيئة معينة قد تحتاج إليه بيئة أخرى في نفس الدولة، وما يعد مشروعا فعلا بالنسبة للدولة متقدمة قد لا تحتل نفس الأهمية بالنسبة لدولة نامية، ونعني بذلك انه ليس من المنطقي أن يقوم بلد يعاني من العجز في غذائه بتوجيه موارده المحدودة لإنتاج أجهزة الفيديو.

1- فاطمة الحاج قويدر، التمويل كأداة لاستمرارية المشاريع الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 35.

2- محمد توفيق قاضي، إدارة وجدولة المشاريع، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، ط01، الاسكندرية، 2000، ص 12.

3- ضرار العتيبي، نضال الحوار، إدارة المشروعات الإنمائية، دار المازوري للنشر والتوزيع، ط03، القاهرة، 3، 2007، ص 16.

4- يعقوب عبد الكريم، دراسات جدوى المشروع، دار أسامة للنشر والتوزيع، ط01، عمان الأردن، 2009، ص 20.

5- سفيان فنيط، تقييم المشاريع الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 30.

6- عيساني صوريا، مجاوي رقية، دور الجهاز المصرفي في تمويل المشاريع الاستثمارية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، فرع بنوك مالية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2005، ص 51-52.

كما أن إقامة مشروعات الترقية في البلدان المتقدمة قد يكون أكثر فعالية من نظيرها في البلدان النامية ونجاح أي مشروع في دولة ما لا يعني بالضرورة نجاحه في دولة أخرى، وبذلك لتبيان الوسائل اللازمة لإدارة المشروع واختلاف المحيط الذي يحيط به.

## 2-2- الأسباب السياسية:

تسعى الدولة إلى تنفيذ العديد من المشاريع دون التأني والقيام بالدراسة اللازمة مما يعرضها في كثير من الأحيان إلى إصدار الأموال، ومن الخارج قد يكون مدفوعات بقرارات سياسية محضة، كأن تمنع الدولة الاستيراد نتيجة تفكك علاقتها الخارجية.

## 2-3- الأسباب الاقتصادية:

تسعى الدولة إلى إحداث توازن قطاعي وذلك ضمناً للتنسيق بين الأنشطة الاقتصادية التي تربطها المشروع، والتي قد يكون بدورها دافعا لإقامة العديد من المشروعات التي تساهم في ترسيخ أبعاد التناسق، ويكون الباحث وراء إقامة المشروع عامل الربحية.

## 2-4- الأسباب الاقتصادية "الفنية":

ويقصد بها تلك المتعلقة بالتكنولوجيا، حيث يكون الدافع وراء إقامة المشروع الاستثماري هو استغلال تكنولوجيا معينة وذلك بهدف تطوير المنتج النهائي وتوفير الوقت والجهد المبذولين. لكون طبيعة التكنولوجيا التي يطبقها المشروع تؤثر كثيرا على مجموعة التصرفات داخل المنشأة.

وبصفة عامة فان المؤسسة تتجه نحو عملية الاستثمار إلى عدة دوافع نذكر منها:

- السعي وراء تلبية الرغبات المتزايدة على منتجاتهم فتقوم بزيادة الإنتاج وتغطية الطلب.
- المحافظة على حصة السوق أو رفعها، وذلك بعدم السماح لمنافسي المؤسسة باستغلال هذه الحصص عن طريق الاستثمار.

- تحسين نوعية الإنتاج إلى جانب الإنتاج الكمي كي يكون مقبولا من طرف الزبائن.
- تخفيض تكاليف الوحدة المنتجة وذلك من اجل التحكم في سعر البيع، بغية جلب عدد أكبر من الزبائن، وهذا باستغلال التقدم التكنولوجي واستعمال أحسن الوسائل المتوصل إليها للوصول إلى أكبر إنتاج وبأقل تكلفة.

الفرع الثاني: تصنيف وأهداف المشاريع الاستثمارية

**1- تصنيف المشاريع الاستثمارية:** يمكن تقسيم المشاريع الاستثمارية إلى أربع أقسام مختلفة وفقا لعدة معايير أهمها: التأثير على طاقة المنشأة، العلاقة التبادلية، القابلية للقياس، البعد الاجتماعي. وتختلف طريقة تقييم كل نوع من هذه المشاريع عن طريق تقييم الأنواع الأخرى في بعض الأبعاد.

**1-1-1- التأثير على طاقة المنشأة:** وهي من أبرز التقسيمات وتضم ما يلي:<sup>1</sup>

**1-1-1-1- مشاريع استثمارية لم تمارس من قبل.**

**1-1-1-2- مشاريع التوسع الاستثماري، وتمثل امتداد صناعيا أو خدما لمنشأة قائمة.**

**1-1-1-3- مشاريع الإحلال الرأسمالي كإحلال آلة جديدة مكان آلة قديمة، ذات كفاءة وتقوم بنفس**

العمل.

**1-1-1-4- مشاريع التطور التكنولوجي مثل مشاريع إحلال الطرق الآلية محل الطرق اليدوية للإنتاج**

والمستخدمة في منشأة قائمة.

**1-2-1- العلاقة التبادلية:** يكون المشروع الاستثماري غير مرتبط من الناحية الاقتصادية مع مشروع آخر عند

توافر شرطين هما:

أ- إذا كان من الممكن تنفيذ ذلك المشروع بغض النظر عن تنفيذ أو عدم تنفيذ المشروع الآخر، فمثلا الاختيار بين إقامة علمية للعمال أو بناء معمل لأبحاث، هنا يكون من المستحيل فنيا تنفيذ المشروعين معا في نفس الوقت، وعلى قطعة الأرض نفسها، فهما إذا غير مستقلين فنيا.

ب- إذا كانت الفوائد المتوقعة من ذلك المشروع لا تتأثر بقيمة قبول أو رفض المشروع الاستثماري الآخر،

إذا توفر هذين الشرطين في المشروعين الاستثماريين فهما مستقلين، مثلا إقامة طريق في ولاية معينة وإقامة مستشفى في ولاية أخرى.

**1-2-1-1- أن يكون المشروع مكملا للمشروع الآخر:** مثل مشاريع إحلال الطرق الآلية محل الطرق

اليدوية.

<sup>1</sup> - عيساني صوري، يحيوي رقية، دور الجهاز المصري في تمويل المشاريع الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 54.

**1-2-2-2-1** أن يكون المشروع الاستثماري ضرورياً وحتمياً لتنفيذ المشروع الاستثمار الآخر: بعبارة أخرى إن قبول أحد المشاريع يعتمد على القبول المسبق لمشروع آخر، قبول المشروع الأخير مشروط بقبول المشروع الأول، مثل: مشروع مد خط أنابيب بترول خام من بئر، ومشروع إقامة مصفاة لتكرير البترول.

**1-2-2-3-1** أن يكون المشروع الاستثماري متناسقا ماليا مع مشروع استثماري آخر.

**1-2-2-4-1** أن يكون المشروع الاستثماري منافيا ومانعا للمشروع الاستثماري الآخر: أي هي المشاريع التي يمنع إحداها إقامة الآخر، مثل المفاضلة بين إقامة مبنى سكني مكون من خمسة طوابق وإقامة محل تجاري مكون من طابقين على نفس المساحة من الأرض وفي نفس المكان.<sup>1</sup>

إذن المشاريع المستقلة هي: "تلك التي لا يمنع إقامة إحداها إقامة الآخر طالما توفرت الموارد المطلوبة، كما أن إحداها لا يكون مشروط بالآخر أي أنهما لا بديلة ومكملة، ولا يوجد ارتباط من الناحية الفنية".<sup>2</sup>

**3-القابلية للقياس:** يمكن التمييز بين نوعين من المشاريع وفقا لمعيار القابلية للقياس كما يلي:<sup>3</sup>

- هناك مشاريع قابلة للقياس، ومشاريع غير قابلة للقياس. أما المشاريع القابلة للقياس فهي تلك المشاريع التي تنتج منتجات أو تولد منافع قابلة للتقييم النقدي، وهذه المنتجات قد تكون سلعا أو خدمات.

- أما بالنسبة للمشاريع غير قابلة للقياس: فهي تلك المشاريع التي يصعب تقييم منتجاتها بسهولة ودقة في صورة نقدية، ومن أمثلة تلك المشاريع تلك المتعلقة بالتعليم، الصحة، البيئة، الصرف الصحي، والإصلاح المؤسسي وغيرها.

**4-البعد الاجتماعي:** تنقسم المشاريع التي يقوم بها القطاع الخاص إلى نوعين هما مشاريع الإنتاج المباشر ومشاريع البنية الأساسية:

**1-4-1-مشاريع الإنتاج المباشر:**

هي تلك التي تتولى إنتاج سلع وخدمات تباع مباشرة للجمهور على أساس فردي، ولا يكون فيها البعد الاجتماعي فيها ظاهرا، فلا يستفيد منها الأفراد الذين لا يدفعون مقابلا، مثل المشاريع التي تنتج السيارات، والمشروبات... الخ.

<sup>1</sup> عيساني صوريا، دور الجهاز المصرفي في تمويل المشاريع الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 55.

<sup>2</sup> يعقوب عبد الكريم، دراسات جدوى المشروع، مرجع سبق ذكره، ص 25.

<sup>3</sup> عبد القادر محمد، عبد القادر عطية، دراسات الجدوى التجارية والاقتصادية والاجتماعية مع مشروعات BOT، الدار الجامعية الإسكندرية، ط02، 2007، ص 29.

#### 4-2- مشاريع البنية الأساسية:<sup>1</sup>

هي التي تقدم خدمات لها بعد اجتماعي يجعل للحكومة مسؤولية توفيرها للجمهور بأسعار معقولة، ويتولى غالبا القطاع الخاص القيام بها ثم تحولها في النهاية للحكومة، وتنطوي مساهمة القطاع الخاص في هذا النوع من المشاريع على مشاركة اجتماعية، وهي تتميز بخصائص أهمها ضخامة المبالغ اللازمة لإقامتها، فوفقا لتقديرات البنك الدولي تبلغ قيمة المشاريع المطلوبة لإنشاء وتطوير مرافق البنية الأساسية في منطقة شمال إفريقيا والشرق الأوسط حوالي 370 مليار دولار خلال السبع سنوات المقبلة (حتى 2005) ويأمل أن يشارك القطاع الخاص بنسبة 15% منها (60 مليار دولار). ومن الأمثلة عن مشاريع البنية الأساسية: الطرق، المطارات، المياه، الكهرباء، الموانئ... الخ.<sup>2</sup>

#### 2- أهداف وأهمية المشاريع الاستثمارية:

##### 2-1- أهداف المشاريع الاستثمارية:

للمشاريع الاستثمارية أهداف يمكن أن نقسمها إلى أهداف المشاريع الاستثمارية العامة، وأهداف المشاريع الخاصة.

##### 2-1-1- أهداف المشاريع الاستثمارية الخاصة:

تشير النظرية الاقتصادية إلى أن الهدف من إنشاء المشاريع الخاصة هو تحقيق أقصى ربح ممكن، والمقصود بالربح هو صافي الربح، وهو الناتج بين المقابلة بين الإيرادات والتكاليف الخاصة بالمشاريع، هذا وقد يخطط للربح وتعظيمه في الأجل القصير والطويل، فهناك أهداف أخرى تسعى إليها المشروعات مثل: تعظيم الإيرادات، والاحتفاظ بسلعة جيدة وتحصيل مركز تنافس في السوق، وتحقيق أكبر قدر من المبيعات، وتعظيم الصادرات، والاستمرار، والبقاء والنمو، وقد تسعى هذه المشاريع إلى تحقيق أهداف اجتماعية اتجاه الاقتصاد القومي الذي تعمل فيه، والمجتمع الذي تتعامل معه وكسب رضا العاملين.

##### 2-1-2- أهداف المشاريع الاستثمارية العامة:

يكون الهدف المسطر في هذه المشاريع هو تحقيق الأهداف العامة للاقتصاد الوطني، والمصلحة العامة للمجتمع، وتعظيم المنفعة العامة، وهناك أهداف أخرى لتلك المشاريع منها: البقاء والنمو، ولما تتكبد هذه

<sup>1</sup> عبد القادر محمد، عبد القادر عطية، دراسات الجدوى التجارية والاقتصادية والاجتماعية مع مشروعات BOT، مرجع سبق ذكره، ص 20.

<sup>2</sup> عبد القادر محمد، عبد القادر عطية، نفس المرجع، ص 20.

المشاريع من مصاريف ونفقات في معظم نشاطاتها، هذا بالإضافة إلى مجموعة من الأهداف الاقتصادية، والمالية والاجتماعية.

## 2-2- أهمية المشاريع الاستثمارية:

إن أهمية المشاريع الاستثمارية للمؤسسات تعادل أهمية الروح للجسد. فكما أن الجسد يفنى بمغادرة الروح، فإن المؤسسات تتوقف بتوقف المشاريع الاستثمارية، في إعطائها الحياة للمؤسسات، فإن الأفراد وفي مقدمتهم رجال الأعمال، والمقاولون، وأصحاب رؤوس الأموال، والتجار والمستثمرون وطالبو الأعمال بمختلف أنواعهم يجدون حياة ثانية في قيام المشاريع وفي دورات حياة المشاريع، إذ أن هؤلاء الأفراد يجدون في المشاريع ملاذاً لطموحاتهم الشخصية، وإبداعاً في سيطرتهم على عالمهم الخاص، كلما استطاعوا إقامة مشاريعهم و ساروا بها في الاتجاهات التي يرغبون بها، وأيضاً للمشاريع أهمية في تحريك وتنشيط اقتصاد البلد، حيث تنشط فيها الحركات الإنتاجية والتنموية والتطويرية.<sup>1</sup>

وتبرز أيضاً مهمتها في مدى مساهمتها في حل المشاكل الاقتصادية والاجتماعية كونه يوفر عرض العمل للراغبين، ويقلل من وطأة البطالة، كما يساهم في الحد من عجز ميزان المدفوعات، والتضخم وهو أيضاً ذو منافع كثيرة ومتعددة، وهذا فضلاً عن مساهمته في تنشيط مستوى المنافسة كما يدفع الإبداع والتطوير والابتكار وتقديم أفضل الخدمات للمستفيدين وفي نفس الوقت يحتاج المشروع الاستثماري لجهود مضاعفة لتحقيق أهدافه.

<sup>1</sup> - ضرار العتيبي، نضال الحواري، إدارة المشروعات الإنمائية، مرجع سبق ذكره، ص 29.

### المبحث الثاني: قرار الاستثمار والمخاطرة

لا يخرج القرار الاستثماري في طبيعته عن أي قرار آخر، من حيث كونه اختيار البديل الملائم، والقرار الاستثماري يعتمد على هدف رئيسي للمستثمر، وهو تعظيم العائد المحقق على الاستثمار في حدود مستوى مقبول من المخاطرة.

### المطلب الأول: مفهوم وتصنيفات المخاطرة

#### الفرع الأول: مفهوم المخاطرة

لقد تعرض الكثير من المهتمين إلى تعريف المخاطرة، واختلفت تعاريفهم طبقاً للبيئة التي ينتمي إليها كل باحث. والهدف الذي يسعى إلى تحقيقه، وللزاوية التي ينظر منها إلى الظاهرة محل الدراسة، وعلى الرغم من اختلاف الآراء الرامية لتحديد مفهوم المخاطرة فإننا سنتعرض للبعض هذه التعاريف كما يلي:

**التعريف الأول:** "هي ظاهرة أو حالة معنوية أو نفسية تلازم الشخص عند اتخاذ القرارات أثناء حياته اليومية، وما يترتب عليها من ظهور حالات الشك أو الخوف أو عدم التأكد من نتائج تلك القرارات التي يتخذها هذا الشخص بالنسبة لموضوع معين".<sup>1</sup>

**التعريف الثاني:** "على أنها فرصة تكبد أذى أو ضرر أو خسارة".<sup>2</sup>

حسب هذا التعريف فإن ظاهرة المخاطرة هي الفرصة التي يمكن من خلالها تفادي الخسارة الناتجة عن عدم التأكد الذي يحيط بنتائج القرارات المستقبلية، وهذا التعريف لا يصلح للتحليل لأنه لا يمكن قياسه.

**التعريف الثالث:** "أما مقياس نسبي لمدى تقلب عائد التدفقات النقدية الذي سيتم الحصول عليه مستقبلاً".<sup>3</sup>

**التعريف الرابع:** "هي درجة الاختلافات في التدفق النقدي للاقتراح الاستثماري عن التدفق النقدي المقدر أو المتوقع له".<sup>4</sup>

ومنه يمكن الوصول إلى تحديد مفهوم المخاطرة كما يلي: "تعرف المخاطرة بأنها احتمالية تؤدي إلى تذبذب في العائد المتوقع على استثمار معين".

1- عيساني صوريا، يحيوي رقية، دور الجهاز المصرفي في تمويل المشاريع الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 63.

2- فاطمة الحاج قويدر، التمويل كأداة لاستمرارية المشاريع الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 39.

3- سفيان فنيط، تقييم المشاريع الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 35.

4- فاطمة الحاج قويدر، نفس المرجع، ص 39-40.

الفرع الثاني: تصنيف المخاطرة

1-المخاطرة النظامية: "العامة"

"هي تلك المخاطر التي تؤدي إلى تقلب العائد المتوقع لكافة الاستثمارات القائمة أو المقترحة في كافة المؤسسات".<sup>1</sup>

تعتبر التغيرات التي تطرأ على البيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والتي تؤثر على السوق مصدر المخاطرة النظامية حيث لا يتم القضاء على المخاطرة النظامية بالتنوع، لأنها تمس الاقتصاد الوطني ككل.

2-المخاطرة غير نظامية: "الخاصة"

وهي عبارة عن المخاطرة المتبقية التي تنفرد بها مؤسسة بنكية أو صناعة ما، أو هي ذلك الجزء من المخاطرة الكلية التي تنفرد بها ورقة مالية معينة، فالتغيرات مثل إضراب العمال والأخطاء الإدارية والحملات الإعلانية وتغير أذواق المستهلكين والدعاوى القضائية، تسبب قابلية عوائد مؤسسة ما للتباين، ويكون هذا التباين غير مستقل عن العوامل المؤثرة على الصناعات والأسواق والأوراق المالية الأخرى.

نظرا لأن المخاطرة غير نظامية، تحدث نتيجة لعوامل مؤثرة على مؤسسة ما أو عدد قليل من المؤسسات، لذلك يجب التنويع بها على نحو مستقل لكل مؤسسة على حدى. يمكن كتابتها في شكل معادلة:

$$\text{المخاطرة الكلية} = \text{المخاطرة النظامية} + \text{المخاطرة غير نظامية}$$

الشكل رقم (1): منحنى بياني يمثل المخاطرة الكلية



المصدر: حسين بلعجوز، المنتقى الوطني حول إدارة المخاطر والتحكم فيها، المركز الجامعي، جيجل، الجزائر، 2011 ص 10.

<sup>1</sup> - يعقوب عبد الكريم، دراسات جدوى المشروع، مرجع سبق ذكره، ص 33.

- على المستثمر في حالة التنوع بالنسبة للمخاطرة العامة أن يركز تنبؤه على حركة السوق وخاصة المخاطر الاقتصادية العامة ومخاطر السوق المالية مثل (التغير في سعر الفائدة والتغير في أسعار الصرف ومخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد).

- أما في حالة عدم التنوع، إذا أراد المستثمر الحصول على عائد مقابل تعرضه للمخاطرة الخاصة أو غير سوقية من خلال تحليله الدقيق للسهم يجب عليه التركيز على مصادر المخاطرة غير نظامية، التي هي في حد ذاتها غير مرتبطة ببعضها البعض، وتخضع أيضا إلى عوامل مؤثرة في المخاطرة النظامية.<sup>1</sup>

**المطلب الثاني: مفهوم قرار الاستثمار وخصائصه**

**الفرع الأول: مفهوم قرار الاستثمار**

**1- مفهوم قرار الاستثمار:**

**1-1- التعريف الأول:** "هو القرار الذي يهدف إلى تحديد مبلغ الأموال التي ستستثمر، وكذا اختيار نوع الأصول التي تكون موضوع هذه الاستثمارات، ويترتب عن قرار الاستثمار أخطار عن المؤسسة أو المستثمر بسبب أن الآثار المستقبلية للمشاريع الاستثمارية لا تكون معروفة".<sup>2</sup>

**1-2- التعريف الثاني:** "هو القرار الذي ينطوي عليه تخصيص قدر معلوم من الأموال في الوقت الراهن على مدار فترة زمنية طويلة بهدف تحقيق ربح في المستقبل، ويكون عرضة لدرجات مختلفة من الخطر".

**1-3- التعريف الثالث:** "هو القرار الذي يتضمن ارتباط مالي ضخم لفترة زمنية طويلة بقصد الحصول على عائد في المستقبل".<sup>3</sup>

**2- مراحل اتخاذ قرار الاستثمار:** يتم اتخاذ قرار الاستثمار وفق مراحل هي:

**1-2- تحديد الأهداف الاستراتيجية.**

**2-2- البحث عن المشاريع والاستثمارات.**

**3-2- جمع المعلومات.**

<sup>1</sup> - سفيان فنيط، تقييم المشاريع الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 37.

<sup>2</sup> - مليكة زغيب، الياس بوجعادة، دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة

الاقتصادية. <http://www.ifpedia.com/arab/wpcontent/uploads>. تاريخ التصفح: 2016/03/10

<sup>3</sup> - عبد العال هاسم أبو خشبة، مفاهيم وخصائص القرارات الاستثمارية والعوامل المؤثرة فيها. تاريخ التصفح: 2016/03/12

[www.sharkacademy.com/index.php](http://www.sharkacademy.com/index.php)

### 3- خصائص القرار الاستثماري: <sup>1</sup>

إن من طبيعة القرارات الاستثمارية أنها ترتبط بالأجل الطويل وإنفاق مبالغ كبيرة وضخمة، وقد يصعب استردادها إن لم ينجح المشروع، وبما أن النتائج مرتبطة بالمستقبل الذي يسوده عنصر المخاطرة وعدم التأكد، فالقرارات الاستثمارية تمثل درجة من الخطورة على حياة المشروع. وهناك مجموعة من الخصائص والسمات التي يتميز بها القرار الاستثماري هي كالتالي:

#### 3-1- الخصائص التي ترتبط بالبعد الزمني:

3-1-1- ترتبط قرارات الاستثمار بالأجل الطويل، وفي هذا يقول أحد الكتاب: "انه بالرغم من أن الإنفاق الاستثماري قد يرتبط بفترة زمنية واحدة تسبق عملية الحصول على منافع هذا الاستثمار، إلا أن هذه المنافع والعوائد ترتبط بمجموعة تالية من الفترات الزمنية."

3-1-2- إن تخطيط قرار الاستثمار هو تخطيط طويل الأجل يمتد إلى فترة زمنية طويلة، فقرار الاستثمار له أهمية بالغة خصوصا مع استمرار التقدم التكنولوجي في العصر الحديث والذي أدى إلى تطور كبير في وسائل الإنتاج والتسويق الأمر الذي يزيد من صعوبة اتخاذ القرار الاستثماري.

#### 3-2- الخصائص التي ترتبط بحالات الطبيعة:

3-2-1- تتضمن عادة قرارات الاستثمار عنصري المخاطرة وعدم التأكد لارتباط تلك القرارات بالمستقبل وبالتالي فإن العائد المتوقع يكون غير مؤكد الحدوث.

3-2-2- تكمن مخاطر القرار الاستثماري في صعوبة الرجوع دون تحقيق خسائر كبيرة، لذا يجب ان يخضع القرار الاستثماري لمزيد من الدراسات العلمية المتخصصة والتي تكفل نجاحه بصورة سليمة في المستقبل.

3-2-3- تتعرض قرارات الاستثمار للعديد من المشاكل كالتنبؤ بالمبيعات وكيفية تقدير التكاليف لعدد من السنوات المقبلة في ظل حالي المخاطرة وعدم التأكد.

#### 3-3- الخصائص التي ترتبط بالهيكل التمويلي: <sup>2</sup>

3-3-1- معظم قرارات الاستثمار تحتاج إلى مبالغ ضخمة مما قد يؤثر على حياة المشروع فالعائد المتوقع منه عادة يمتد لفترات زمنية طويلة، ويتطلب هذا التنبؤ بالإيرادات والتكاليف المتوقعة لفترة طويلة.

<sup>1</sup> عبد العال هشام أبو خشبة، مرجع سابق، تاريخ التصفح: 2016 /03/12 [www.sharkacademy.com/index.php](http://www.sharkacademy.com/index.php)

<sup>2</sup> فاطمة الحاج قويدر، التمويل كأداة لاستمرارية المشاريع الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 42.

**3-3-2-** يتضمن القرار الاستثماري تخصيص قدر من الموارد الاقتصادية المتاحة حالياً بهدف خلق طاقات إنتاجية جديدة، أو زيادة الطاقات الإنتاجية الحالية أو المحافظة عليها.

**3-3-3-** يؤدي اتخاذ القرار الاستثماري إلى إغراق جزء من الأموال في أصول ثابتة متخصصة لفترة زمنية طويلة، وقد يتطلب هذا البحث عن مصادر تمويل كالاقتراض.

### الفرع الثاني: مقومات ومبادئ قرار الاستثمار

تستلزم الضرورة أن يكون القرار الاستثماري ناجحاً، ولكي يكون كذلك لابد أن يستند إلى مقومات ومبادئ سنستعرضها كالتالي:<sup>1</sup>

#### 1- مقومات قرار الاستثمار:

##### أ- اعتماد استراتيجية ملائمة:

ففيما يتعلق بالاستراتيجية الملائمة فإنها تتوقف بشكل أساسي على أولويات المستثمر، والتي يكشف عنها منحى تفضيله الاستثماري والذي يتشكل من رغبات المستثمر اتجاه كل من الربحية والسيولة والأمان. هذه المتغيرات تحدد في الوقت نفسه ميل هذا المنحى فضلاً عن عوامل ذاتية خاصة بالمستثمر مثل العمر، الوظيفة، الدخل، الحالة الاجتماعية والصحية... الخ.

##### ب - مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة:

فالربحية تتأثر من خلال معدل العائد المتوقع من الاستثمار، بينما السيولة والأمان فيعبر عنهما بالمخاطرة التي يكون المستثمر مستعداً لقبولها في ضوء العائد المتوقع من الاستثمار، ولذلك فإن النقاط على منحى التفضيل الاستثماري تمثل خيارات المستثمر لعوائد معينة في ظل درجات مقبولة من المخاطرة.

##### ج- الاسترشاد بالأسس العلمية:

إن الاسترشاد بالأسس العلمية في اتخاذ القرار الاستثماري فهو يقصد أن يكون القرار الرشيد. وحتى يكون القرار رشيداً، فعلى المستثمر أن يوظف أولاً المنهج العلمي في اتخاذ القرار من ناحية تحديد الهدف من الاستثمار، تهيئة البيانات والمعلومات الملائمة لاتخاذ القرار، تحليل ودراسة الجوانب المالية للبدائل الاستثمارية، اختيار البديل الاستثماري الأفضل.

<sup>1</sup> - عبد القادر محمد عبد القادر عطية، دراسات الجدوى التجارية والاقتصادية والاجتماعية مع مشروعات BOT، مرجع سبق ذكره، ص 31.

ووفقا لذلك يمكن أن نصنف المستثمرين إلى:<sup>1</sup>

### 1-1-المستثمر المتحفظ:

هذا النوع من المستثمرين يهاب المخاطرة، وبالتالي لا يقبل الدخول في استثمارات ذات مخاطرة عالية، ولكن يقبل باستثمارات ذات مخاطرة متدنية بالرغم من عوائدها المنخفضة. بمعنى انه يفضل عنصر الأمان على عنصر المخاطرة ويرجع هذا التفضيل إلى قيود موضوعية تتعلق بمحدودية الموارد لدى المستثمر.

### 1-2-المستثمر المضارب:

على عكس المستثمر المتحفظ، هناك نوع آخر من المستثمرين لا يهابون المخاطرة فيفضلون الأصول المالية (الاستثمار المالي) ذات المخاطرة العالية قصد الحصول على عوائد مرتفعة بمعنى أن هذا الصنف من المستثمرين يعطي الأولوية لعنصر العائد مهما كانت المخاطر المرتبطة بالاستثمار.

### 1-3-المستثمر المتوازن:

وهو المستثمر الرشيد الذي يأخذ بالحل الوسط، فيوجه اهتمامه لعنصري العائد والمخاطرة بقدر متوازن، فلا يقبل بالربحية على حساب عنصر الأمان ولا العكس، وهكذا يكون قراره الاستثماري معقول. ج-إن الاسترشاد بالأسس العلمية في اتخاذ القرار الاستثماري فهو يقصد أن يكون القرار الرشيد. وحتى يكون القرار رشيدا، فعلى المستثمر أن يوظف أولا المنهج العلمي في اتخاذ القرار من ناحية تحديد الهدف من الاستثمار، تهيئة البيانات والمعلومات الملائمة لاتخاذ القرار، تحليل ودراسة الجوانب المالية للبدائل الاستثمارية، اختيار البديل الاستثماري الأفضل.

### 2-مبادئ قرار الاستثمار:<sup>2</sup>

#### 1-2-1-مبدأ تعدد الخيارات (البدائل الاستثمارية):

حتى يكون المستثمر في وضع قادر فيه على إجراء المقاضلة بين البدائل الاستثمارية واختيار البديل الأفضل الذي يتناسب مع الهدف الذي يسعى إلى تحقيقه. وكلما كانت البدائل كثيرة ومتعددة فإنها تعطي متخذ القرار مرونة أكبر وتمكنه من اتخاذ القرار الصائب.

<sup>1</sup> - سليمة نشنش، دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرار الاستثماري المالي، تاريخ النسخ: 05/03/2016

[http://www.ostadz.com/index.php?option=com\\_content&view=articl&id](http://www.ostadz.com/index.php?option=com_content&view=articl&id)

<sup>2</sup> - يعقوب عبد الكريم، دراسات جدوى المشروع، مرجع سبق ذكره، ص 36.

## 2-2- 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 الإعانة بمشورة المختصين في هذا المجال.

## 2-3- مبدأ الملائمة:

بمعنى اختيار المجال الاستثماري المناسب وكذلك الأداة الاستثمارية المناسبة في ذلك المجال بما ينسجم وظروف المستثمر سواء كان فرداً أو مؤسسة.

## 2-4- مبدأ التنوع أو توزيع المخاطر الاستثمارية:

أي اختيار عدد من الأدوات الاستثمارية بغية تخفيض أثر المخاطر وخاصة أثر المخاطر النظامية. أما فيما يتعلق بالعلاقة بين العائد والمخاطرة فمن البديهي أن المستثمر يربط قراره الاستثماري بمتغيرين أساسيين هما:

- العائد المتوقع من الاستثمار.

- درجة المخاطرة المرافقة للأداة الاستثمارية.

وعليه فعلى المستثمر قبل أن يتخذ قراره الاستثماري أن يعرف مقدماً كل من العائد المتوقع ودرجة المخاطرة بمعنى أن عليه أن يتنبأ بكل من العائد ودرجة احتمال تحقق هذا العائد. وفي ضوء تقدير درجة احتمال تحقق العائد تتحدد درجة المخاطرة، لأن درجة المخاطرة تقاس باحتمال عدم تحقق العائد المتوقع. وهناك العديد من الأساليب الإحصائية التي يمكن الاستعانة بها في التنبؤ منها التباين والانحراف المعياري.<sup>1</sup>

كما أن العملية الاستثمارية تشكل عملية مبادلة بين العائد والمخاطرة وتوجد علاقة طردية بينهما، فكلما زادت المخاطرة فأن العائد المتوقع يجب أن يكون أكبر، وعليه فإذا أراد المستثمر الحصول على عائد مرتفع فعليه أن يتوقع مخاطرة أكبر.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - يعقوب عبد الكريم، نفس المرجع، ص 37.

<sup>2</sup> - سليمة نشنش، دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرار الاستثماري المالي، تاريخ النسخ: 2016/03/05 .  
http://www.ostadz.com/index.php?option=com\_content&view=article&id

المطلب الثالث: دراسة خطوات تقييم المشاريع الاستثمارية

الفرع الأول: دراسة المشاريع الاستثمارية

يمر المشروع الاستثماري عند تحليله بعدة مراحل متتابعة، تتكون كل مرحلة من مجموعة من العناصر وتحدد طبقاً لتلك المنهجية، وبالتالي يمكن النظر إلى عملية إعداد المشاريع باعتبارها سلسلة من الأنشطة، تتبلور في مجموعة من الدراسات والمستندات، تؤول في النهاية إلى اتخاذ قرار معين.

واختلفت تفاصيل هذه المراحل، إلا أن ثمة اتفاق على المراحل الأساسية والتي يتم توضيحها فيما يلي:<sup>1</sup>

### 1-مرحلة التعرف على الفرصة الاستثمارية:

إن تحديد الهدف المرغوب فيه يمثل نقطة البدء في تحليل المشروع، وقد يكون هذا هو التأكد من إمكانية إضافة سلعة جديدة أو شكلاً جديداً في السلع الحالية أو تطوير المنتج الحالي باستخدام مواد من نوع جديد. ويمكن التعرف على فرص الأعمال الجديدة من خلال:

**أولاً:** البحث عن حاجة معينة ثم تحديد السلعة التي تشبع تلك الحاجة.

**ثانياً:** التوصل إلى فكرة سلعة جديدة أو خدمة ثم تحديد نطاق الخدمة.

**1-1-البحث عن حاجة معينة:** وذلك من خلال بعض مصادر البيانات والمعلومات الواجب دراستها

وفحصها للتوصل إلى الحاجات:

أ-دراسة الصناعات المتوفرة حالياً.

ب-فحص المدخلات والمخرجات للصناعة الحالية.

ج-دراسة وتحليل البيئة الاجتماعية والسياسية والاقتصادية.

د-تحليل البيانات الديمغرافية.

**1-2-التوصل إلى فكرة سلعة أو خدمة:** ويتم ذلك عن طريق ما يلي:

أ-دراسة المواد والخدمات المحلية.

ب-فحص البدائل التي يمكن أن تحل محل الاستيراد.

ج-زيارة المعارض الصناعية والزراعية والخدمات الحديثة.

د-مطالعة التطورات التكنولوجية المستمرة.

<sup>1</sup> - فاطمة الحاج قويدر، التمويل كأداة لاستمرارية المشاريع الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 19.

هـ- مصادر أخرى: تتمثل أساسا في:

- دراسة التجارب العديدة (أقسام البحث والتطوير في الشركات).
- دراسة علاقات الترابط بين الأنشطة الاقتصادية والقطاعات المختلفة.
- استطلاعات الخبراء.<sup>1</sup>

## 2- المرحلة التحليلية:

يتم القيام بالدراسات التحليلية في حالة ما إذا أسفرت المرحلة الأولى عن مؤشرات مبدئية لصالحية المشروع، وفي هذه الحالة ينبغي توفير جميع البيانات اللازمة لاتخاذ قرارات الاستثمار، وهي حصيلة مجموعة من الدراسات والتي يمكن تحديدها في: الدراسة البيئية، دراسة قانونية، دراسة اقتصادية، دراسة مالية. وفيما يلي يتم تناول باختصار هذه الدراسات:

### 2-1- الدراسة البيئية:<sup>2</sup>

تميل الدراسات الحديثة إلى إعطاء الجوانب البيئية أهمية خاصة عند إعداد الدراسات الفنية للمشاريع، وذلك انطلاقا من المسؤولية الاجتماعية للمشاريع اتجاه بيئتها التي تنشط فيها وتستمد منها مدخلاتها وتقدم إليها مخرجاتها، وتهدف هذه الدراسة إلى تقييم الأثر البيئي، فالدراسات الحديثة ينبغي أن تتضمن تحليلا شاملا وواقعا للأثر البيئي، ويستهدف تقييم الأثر تحديد الأضرار والمنافع البيئية المتوقعة من المشروع واثار البيئة على المشروع من ناحية أخرى، وعادة ما تكون للأثار البيئية آثار جانبية تؤثر على المجتمع كله أو جزء منه. لذلك فان تقييمها يتم في إطار اقتصادي واجتماعي على الإقليم الذي يتم فيه المشروع وأحيانا على مستوى أعلى من الصعيد الوطني وفقا لأبعاد الآثار.

### 2-2- الدراسة القانونية:

تحدد العلاقة بين المشروع والقوانين والتشريعات المؤثر فيه، والمنظمة لنشاطه، وهي تجيب عن جدوى المشروع من عدمه من خلال تحليل عدد العناصر من أهمها:

### 2-2-1- تحديد وتحليل القوانين والتشريعات المنظمة للمشروع والمؤثرة فيه من حيث الحوافز والمزايا

المنوحة المباشرة وغير المباشرة، والقيود المفروضة على الاستثمار في أنشطة معينة ومن بعض الجهات.

<sup>1</sup> - فاطمة الحاج قويدر، التمويل كأداة لاستمرارية المشاريع الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 20.

<sup>2</sup> - سفيان فينيط، تقييم المشاريع الاقتصادية، مرجع سبق ذكره ص 23.

- 2-2-2- دراسة الشكل القانوني للمشاريع الاستثمارية وأهم العوامل المحددة له، وأهمها: نوع النشاط ومدى مساهمة الحكومة في رأس المال، وحجم الأعمال المرغوب في تنفيذها، وأحكام القوانين المنظمة للمشروع. وفي إطار الحديث عن الدراسة القانونية، فإن الجزائر وضعت تشريع جديد لتطوير مفهوم الاستثمار ليشمل عمليات الخوصصة، الأمر الذي كان غائبا في السابق. يضم ما يلي:<sup>1</sup>
- 1- المساواة بين المستثمرين المحليين والأجانب.
  - 2- إلغاء التمييز بين الاستثمار العام والخاص.
  - 3- إنشاء شبك موحد (لا مركزي) على شكل وكالة وطنية لتطوير الاستثمار (A.N.D.I) تضم كل الهيئات ذات العلاقة في الاستثمار وإصدار التراخيص.
  - 4- تقدم (A.N.D.I) كل الخدمات الإدارية والمعلومات المتعلقة بالاستثمار للمهتمين سواء كانوا مقيمين أو غير مقيمين، وتبلغهم بقرار أو رفض منح المزايا والحوافز المطلوبة في مدة أقصاها 30 يوم.
- أما بالنسبة للحوافز والمزايا الجديدة الممنوحة على الاستثمار فهي:<sup>2</sup>
- 1- خفض الرسوم الجمركية على التجهيزات المستوردة.
  - 2- الإعفاء من الرسم على القيمة المضافة بالنسبة للسلع والخدمات الداخلة في الاستثمار.
  - 3- إفادة الاستثمارات المنجزة في المناطق الأكثر حاجة للتنمية من امتيازات خاصة يحددها مجلس المساهمات.
  - 4- الإعفاء من رسم نقل الملكية.
  - 5- الإعفاء لمدة 10 سنوات اعتبارا من تاريخ اقتناء الاستثمار من الرسم العقاري على الملكيات الداخلة في الاستثمار.
  - 6- الإعفاء لمدة 10 سنوات اعتبارا من تاريخ الانطلاق الفعلي للنشاط من الضريبة على أرباح الشركة والضريبة على الدخل الإجمالي وعلى الأرباح الموزعة، والرسم على النشاط المهني والدفع الجزائي (كانت مدة الإعفاء سابقا بين 2 و5 سنوات).
  - 7- وجوب التعويض العادل جراء أي مصادرة إدارية.
  - 8- الإقرار بمبدأ التحكم لفض النزاعات.
- 2-3- الدراسة الاقتصادية للمشروع: تعتمد الدراسة الاقتصادية على دراسة السوق والمنتج.

<sup>1</sup> - فاطمة الحاج قويدر، التمويل كأداة الاستثمارية للمشاريع الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 28.

<sup>2</sup> - فاطمة الحاج قويدر، نفس المرجع، ص 29.

### 2-3-1-دراسة السوق:

إن مفهوم السوق مرتبط دائماً مع مفهوم التبادل والمنفعة المتبادلة، وهدف المستثمر هنا الأخذ بعين الاعتبار العلاقة بين الكمية والسعر والذي هو الأساس ليس مقداراً، ماهية حجم الإنتاج القادر على تصوره وتدفعه إلى السوق مستخدماً بذلك أعلى درجات الفعالية لتحقيق أعلى الأرباح.<sup>1</sup>

كما تهدف دراسة السوق إلى تحديد مدى إمكانية تسويق المنتج (سلعة أو خدمة) المراد إنتاجه أو تقديمه إلى السوق بواسطة المشروع التي تدرس جدواه، وكذلك توصيف المنتج وتوصيف أسواق هذه المنتجات، وتهدف دراسة السوق أيضاً إلى تقدير الطلب على المنتجات والتنبؤ بحجم الطلب في المستقبل، بالإضافة إلى تقدير حجم العرض والتنبؤ بحجم العرض في المستقبل، وتظهر أهمية هذه المرحلة من الدراسة إلى ما يترتب على نتائجها من اتخاذ القرار بالبدء في المرحلة التالية من الدراسات أم التوقف عند هذا الحد.

وتتطلب دراسة السوق تجميع وتحليل البيانات عن السوق الذي سيقدم إليه المنتج وذلك بغرض تعريف وتحديد حجم هذا السوق، وتعتبر الدراسة المتعلقة بالتنبؤ بالطلب على منتجات المشروع من أهم هذه الدراسات لأنه يترتب على تقدير حجم الطلب، تحديد حجم المخرجات المتوقعة و بالتبعية حجم الإنتاج المطلوب، ويتوقف استخدام أسلوب معين لتقدير حجم الطلب على طبيعة السلعة وحجم الأموال المخصصة لهذا الغرض، هذا بجانب الوقت المحدد والثقة المطلوبة لإجراء مثل هذه الدراسة، كما تشمل دراسة الجدوى التسويقية تحديد حجم المعروض من المنتجات البديلة لمنتجات المشروع الذي تدرس جدواه ووضع تقديرات لهذا المعروض سواء كان المنتج محلياً أو مستورد منه.<sup>2</sup>

### 2-3-2-المنتج:

إن التحليل المقام على المنتج يهدف إلى معرفة خصائصه فيما كان منتجاً عادياً أو ذو أولوية استهلاك من طرف المستهلكين كما أنه يمكن أن يكون منتجاً استبدالاً، أي إمكانية استبداله بمنتج آخر، وعلى المؤسسات المالية أن تقوم بتحديد الحالات الاستراتيجية التي تكون فيها المؤسسات في إطار المنافسة في السوق وفي الغالب توجد حالتين:

أ- الحالة الاحتكارية: حيث المنافسة قليلة في السوق، ويبقى الخطر في حالة دخول منافسين جدد يقدمون منتجاً تكنولوجياً بديلاً بأقل تكلفة.

<sup>1</sup> عبد الرسول عبد الرزاق الموسوي، دراسة الجدوى وتقييم المشروعات، دار وائل للنشر، عمان، ط1، الأردن، 2004، ص 25.

<sup>2</sup> فاطمة الحاج قويدر، التمويل كأداة لاستمرارية المشاريع الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 32.

ت- الحالة غير الاحتكارية: وهي الحالة التي تتمتع فيها المنتجات بحالة احتكار فعلي لوجود منتجات بديلة، فعلى المؤسسات خلق شبكات توزيع قوية تعمل على إقلاع حصص السوق.

#### 2-4- الدراسة المالية للمشروع:

يتم دراسة الجدوى المالية بغية تحديد مستوى ربحية المشروع وبيان مدى اتفاقها مع الأهداف المنشودة لأصحاب المشروع، ويتم ذلك في ضوء البيانات والمعلومات التي تم التوصل إليها حيث يتم تحليلها وتبويبها في قوائم مالية تقديرية.

وبصفة عامة تعطي دراسات الجدوى المرتبطة بالجوانب المالية ما يلي:<sup>1</sup>

أ- إجمالي التكاليف الاستثمارية.

ب- هيكل رأس المال.

ج- تكاليف الإنتاج.

د- حساب مؤشرات الربحية التجارية للمشروع.

وتشارك إجراءات دراسة الجدوى المالية رغم اختلاف المنشآت في تطبيقها العملي فيما يلي:

أ- تحديد وتكوين المشاريع الرأسمالية الممكنة.

ب- تقدير تكاليف وعوائد كل مشروع.

ج- تقييم المشاريع المقترحة.

د- الرقابة وإعادة تقييم المشاريع.

كما تشتمل الدراسات المالية على:<sup>2</sup>

#### 2-4-1- التقديرات المالية:

من خلال رقم الأعمال التقديري يقوم المسؤول المالي بتقدير حجم الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال، وهي الاحتياجات الناتجة عن النشاطات الأساسية في آجال العملاء، آجال المخزون، آجال الموردون، وبناء على الاحتياج في رأس المال الضروري للعمليات الأساسية للنشاط.

<sup>1</sup> - سفيان فنيط، تقييم المشاريع الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 35.

<sup>2</sup> - يوسف قريشي، الياس بن ساسي، التسيير المالي (الإدارة المالية: دروس وتطبيقات)، مرجع سبق ذكره، ص 45-49.

## 2-4-2- البحث عن مصادر التمويل:

تعد هذه الخطوة التحدي الأهم لإنشاء المشروع أو إنشاء المؤسسة، لما تحمله مصادر التمويل من أهمية بالغة في أي نشاط اقتصادي، وعليه فتحديد الاحتياجات المالية والبحث عن مصادر التمويل يعد الأساس لإرساء قواعد المشروع أو إنشاء المؤسسة.

## 2-4-3- مرحلة الأنشطة الترويجية للمشروع:

تبدأ عند اتخاذ القرار اللازم لتحديد المصادر المحتملة للتمويل والتسويق، وبإقاي المدخلات الأخرى لنجاح المشروع، وقد تبدأ عملية الترويج من المرحلة التمهيديّة إذا كانت مؤشرات هذه المرحلة في صالح المشروع، وتتضمن البحث عن الممولين المحليين أو الشركاء، سواء التابعين للقطاع الخاص أو العام وكذلك المستثمرين الأجانب والهيئات المالية... الخ. واستمالتهم سواء للدخول كشركاء في المشروع أو تمويله عن طريق القرض. فالترؤيج إذن هو: "أداة اتصال وحلقة وصل بين أطراف العلاقة الاستثمارية بغرض توفير المعلومات اللازمة لتعريف وتحفيز كل طرف على الالتقاء مع الأطراف الأخرى وتحقيق المنفعة المشتركة، فهدف الترويج هو وصل فرص الاستثمار بإمكانات التمويل والتنفيذ".<sup>1</sup>

## الفرع الثاني: خطوات تقييم المشاريع الاستثمارية

يخضع تقييم المشاريع الاستثمارية لعدة خطوات وهي:

- تحديد التكلفة الاستثمارية المتوقعة للمشروع.
- تقدير التدفقات النقدية المتوقعة للمشروع.
- تحديد درجة الخطر المصاحبة للتدفقات النقدية الخاصة بالمشروع.
- تحديد تكلفة الأموال التي تستخدم لخصم التدفقات النقدية وهذا بتحديد درجة خطورة المشروع.
- تحديد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة والتي تستخدم كأساس لتحديد قيمة الأصول محل التقييم.
- مقابلة القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من المشروع بقيمة التكلفة الاستثمارية للمشروع، فإذا كان معدل العائد المتوقع على الاستثمار أكبر من تكلفة رأس المال يقبل المشروع وفي حالة العكس يرفض المشروع.
- ولتقييم المشاريع الاستثمارية هناك قواعد ومعايير وأساليب يتم على أساسها التقييم، إلا أن هناك مفاهيم متصلة بهذه المعايير لعل أهمها:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - فاطمة الحاج قويدر، التمويل كأداة لاستمرارية المشاريع الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 39.

<sup>2</sup> - عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، ط2، الإسكندرية، 2006، ص 26.

### 1-1- مفهوم القيمة الزمنية للنقود:

تختلف قيمة وحدة النقود باختلاف الزمن الذي تتحقق فيه وذلك لعدة اعتبارات أهمها معدلات التضخم السائدة، ومن هنا تأتي مفهوم القيمة الحالية، إذ يمكن احتساب القيم الحاضرة لمبالغ متوقع أن تتحقق في زمن مستقبلي، وتسمى عملية احتساب القيمة الحالية لمبلغ أو مجموعة من المبالغ تتدفق مستقبلا بعملية الخصم.

### 1-2- مفهوم التدفقات النقدية

يتطلب تنفيذ أي مشروع إنفاق مبالغ نقدية، والتدفق النقدي قد يكون خارجا (سالبا) مثل الإنفاق الاستثماري، والمصروفات النقدية الدورية التي يتحملها المشروع، وقد يكون التدفق النقدي داخلا (موجبا) ويتمثل في الإيراد النقدي من المبيعات وغيرها.

وفي مجال الإنفاق يتم التفرقة بين كل من الإنفاق الاستثماري والإنفاق النقدي الجاري حيث أن:

#### 1-2-1- التدفقات النقدية الداخلة: هذه التدفقات تتضمن البنود التالية:

- الإيرادات السنوية الجارية والتي تمثل قيمة المبيعات السنوية المتوقعة للمشروع المقترح خلال عمره الإنتاجي.
- قيمة رأس المال العامل في نهاية العمر الإنتاجي المتوقع، والذي يتضمن قيمة المخزون المتبقي من المواد الخام ومستلزمات الإنتاج وقطع الغيار.
- قيمة ما تبقى من الأصول في نهاية العمر الإنتاجي المتوقع سواء كانت قابلة للاهلاك أو غير قابلة للاهلاك.

#### 1-2-2- التدفقات النقدية الخارجة: هذه التدفقات تتضمن البنود التالية:

- التدفقات النقدية المتعلقة بالتكاليف الاستثمارية والتي تتضمن كل ما يتعلق بالتكاليف الاستثمارية الملموسة وغير ملموسة إضافة إلى رأس المال العامل لأول دورة تشغيلية. وهذه التكاليف الاستثمارية ليس بالضرورة أن تكون إنفاقا نقديا كحقوق المعرفة، أو براءة الاختراع.
  - الفوائد على القروض الاستثمارية والتي لا تدرج كتدفق نقدي خارج إذا كان الهدف هو قياس كفاءة الاستثمارات في المشروع المقترح.
  - الضرائب المباشرة والتي تشمل الضرائب على الدخل والثروات والتي تكون على صافي الربح المحاسبي.
- وفي مجال التدفقات النقدية الداخلة للمشروع، تعتبر الموارد المالية التي تتدفق على المشروع من بيع منتجاته أو تقديم خدماته هي الأهم على الإطلاق، وبجانب المبيعات تمثل القيمة المتوقعة للمشروع كخردة في نهاية عمره الإنتاجي مصدرا ثانيا للتدفقات النقدية الداخلة ويسمى ناتج طرح التدفقات النقدية الداخلة السنوية بصافي التدفقات النقدية الجارية الصافية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> بن حسان حكيم. رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير. فرع إدارة الأعمال. جامعة الجزائر 2. الجزائر. 2008. ص 28

## خلاصة الفصل:

يعتبر إنشاء مشروع استثماري بمثابة زراعة عضو في جسم الاقتصاد القومي، ومن ثم سوف يتفاعل مع البيئة الاقتصادية الكلية المحيطة التي يعمل بها، وبالتالي يجب فحص واختيار هذه العلاقة بشكل منتظم ودوري بحيث تصبح جزءا أساسيا لعملية تطوير المشروع على مختلف مراحله.

وأن القرار الاستثماري هو قرار إداري يتضمن تخصيص أموال ضخمة لخلق طاقات إنتاجية جديدة أو لزيادة الطاقات الإنتاجية الحالية أو المحافظة عليها وذلك بهدف الحصول على عائد ملائم. وطبيعة القرارات الاستثمارية أنها تستلزم مزيدا من الجهد والعناية خصوصا وأنها تتأثر بالعديد من العوامل والمتغيرات والتي قد تؤدي إلى قبول أو رفض المشروع الاستثماري.

## الفصل الثاني:

### معايير تقييم المشاريع الاستثمارية

## مقدمة الفصل:

تشتق القيمة الاقتصادية للمشروع الاستثماري من تأثيره على التدفقات النقدية للمشروع، وعلى ذلك يجب قبل تقييم المشروع الاستثماري أن يتم تقدير جميع التدفقات النقدية التي سوف تنتج عن قبوله، وهذا ما تطرقنا إليه سابقاً، حيث يقتضي المنطق الاقتصادي بأن يتم اختيار المشروعات الاستثمارية في أية فترة زمنية بحيث تحقق أفضل استخدام للموارد التمويلية المتاحة من منظور الأهداف المختارة، لذلك يجب أن يتم أولاً تقييم كل مشروع تقييماً مطلقاً على حدة لمعرفة المنفعة الصافية المتوقعة لكل مشروع توصلنا لقبول بعضها قبولاً مبدئياً واستبعاد المشروعات الخاسرة من الحساب.

ثم يلي هذه المرحلة القيام بالمفاضلة بين المشاريع لاختيار أكثرها تحقيقاً للأهداف المرجوة. والمفاضلة هذه لا تجوز إلا بين المشاريع البديلة (والمشروعات المتكاملة يطلب عادة تقييمها كمجموعة)، فتتم ترتيب المشروعات تنازلياً وفقاً للمنفعة الصافية لكل مشروع منسوبة إلى تكلفته الاستثمارية، وعلى ضوء الميزانية يوضع الحد الفاصل بين المشروعات المقبولة قبولاً نهائياً وغيرها من المشاريع التي ترفض أو تؤجل، وفي هذا الفصل سيتم عرض العديد من المعايير المستخدمة في تقييم المشروعات الاستثمارية في مختلف الظروف وذلك على النحو التالي:

المبحث الأول: معايير تقييم المشاريع الاستثمارية في ظل ظروف التأكد.

المبحث الثاني: معايير تقييم المشاريع الاستثمارية في ظل المخاطرة.

المبحث الأول: معايير تقييم المشاريع الاستثمارية في ظل ظروف التأكد

نتناول فيما يلي المعايير المختلفة لتقييم المشروعات الاستثمارية، وذلك بافتراض سريان ظروف التأكد، والتي على أساسها يتم المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية واتخاذ القرار الاستثماري ببدء تنفيذ المشروع في حالة ثبوت جدواه.

المطلب الأول: معايير التقييم الغير معدلة بالوقت

الفرع الأول: فترة الاسترداد

نقصد بها تلك المعايير التقليدية المستعملة في التقييم، أو تلك المعايير التي لا تأخذ الزمن بعين الاعتبار، أو المعايير الغير مخصومة.

**1- معيار فترة الاسترداد DR:** طبقا لهذه الطريقة يفضل المشروع الاستثماري الذي يمكن المشروع من استرداد تكاليفه الاستثمارية في أسرع وقت ممكن، ويقصد بفترة الاسترداد تلك الفترة الزمنية اللازمة لكي يسترد المشروع خلالها التكاليف الاستثمارية التي أنفقت على المشروع، وهنا نفرق بين حالتين:<sup>1</sup>

**1-1- حالة التدفقات النقدية المتساوية:** في هذه الحالة يتم حساب فترة الاسترداد بالعلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$DR = \frac{I}{CF_{nett}} \text{ أو } \frac{\text{الاستثمار للمبدئي للمشروع}}{\text{صافي التدفقات النقدية}} = \text{فترة الاسترداد}$$

يمكن أن نستنتج أن فترة الاسترداد لا تستعمل فقط في معرفة المدة اللازمة لاسترداد الأموال أو التكاليف الاستثمارية فقط وإنما تستعمل أيضا في المفاضلة بين المشاريع.

**1-2- حالة التدفقات النقدية الغير متساوية:** في حالة التدفقات النقدية الصافية سنويا غير متساوية، فانه

لتحديد فترة الاسترداد يتم حساب التدفقات النقدية المتراكمة التي يحققها المشروع من تحديد فترة الاسترداد.<sup>3</sup>

ويمكن استخدام طريقة أخرى لحساب فترة الاسترداد في هذه الحالة وهذا حسب العلاقة التالية:<sup>4</sup>

$$DR = \frac{I}{MCF_{nette}}$$

<sup>1</sup> - محمد فريد مصطفى، دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط 02، 2009، ص 19.

DR: Le délai de Récupération.

<sup>3</sup> - إيهاب مقابلة، دراسة الجدوى وتقييم المشروعات، تاريخ التصفح: 2016/03/22.

<http://www.acc4arabe.com/acc/showread.php?t=1888>

<sup>4</sup> - محمد فريد مصطفى، نفس المرجع، ص 21.

حيث:  $MCF_{nette}$  متوسط صافي التدفقات النقدية للمشروع.

ويؤدي استخدام طريقة فترة الاسترداد إل قبول أو رفض المشروعات الاستثمارية عل أساس سرعتها في استرجاع قيمة الاستثمار المبدئي للمشروع، وعادة ما توضع بعض فترات استرداد قصوى ترفض جميع المشروعات الاستثمارية التي تزيد فترات استردادها عن هذا الحد الأقصى.<sup>1</sup>

فإذا كان من المتوقع أن الطلب على منتجات المشروع سوف يتحول إلى اتجاه النزول أو معدات الإنتاج سوف تتقادم بعد فترة محددة ( $N$ )، فان المشروع يعتبر مقبولاً من وجهة نظر هذا المعيار إذا تحقق الشرط التالي:

$$DR \geq N$$

ويعتبر مرفوضاً إذا كانت فترة الاسترداد أكبر من الفترة المحددة ( $N$ ).

أما إذا كانت المشروعات الاستثمارية متبادلة فان المشروع ذو فترة الاسترداد الأقصر سوف يوافق عليه وترفض باقي المشروعات، أما في حالة المشروعات المستقلة فكل المشروعات التي تسترد استثمارها المبدئي في حدود فترة القصوى سوف يوافق عليها.

كما هناك طريقة أخرى لحساب فترة الاسترداد وهي طريقة الخصم المتتابع.

وتستخدم هذه الطريقة في اتخاذ القرارات الاستثمارية عندما يكون الاهتمام بالسيولة النقدية أكبر من الاهتمام بالربحية الخاصة بالمشروعات الاستثمارية، (هذا ينطبق مع اهتمامات الجهات المقرضة للمشروع)، وتستخدم أيضاً عندما تكون المخاطر المرتبطة بالمشروعات الاستثمارية عالية. فكلما طالت الفترة لاسترداد الاستثمار المبدئي، كلما زاد الخطر المتعلق بالمشروع، ومن ثم ترى المستثمرين أو الممولين بهدف تقليل المخاطرة، يقومون باختيار المشروعات على أساس فترات استرداد قصيرة، وعلى أي حال، فان أي قرار استثماري أو تمويلي يعتمد على فترة الاسترداد وحدها يكون غير ملائم، حيث أن أي مشروع استثماري يجب ألا يوافق عليه إذا كان يتوقع أن يكون مربحاً، ولما كانت هذه الطريقة لا تهتم بالربحية فان الأمر يتطلب من متخذي القرارات استخدام بالإضافة إلى طريقة فترة الاسترداد طرق أخرى سنتطرق إليها فيما بعد، والتي تأخذ في الحسبان الربحية.<sup>2</sup>

لمعيار فترة الاسترداد عدة مزايا وكما انه تعرض للعديد من الانتقادات تتمثل في:

<sup>1</sup> - عبد القادر محمد عبد القادر عطية، دراسات الجدوى التجارية والاقتصادية والاجتماعية مع مشروعات BOT، مرجع سبق ذكره، ص 83.

<sup>2</sup> - محمد محمود العجلوني، سعيد سامي الحلاق، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، دار البازوري العلمية للنشر، ط 01الأردن 2010، ص 29.

أ- المزايا: تتلخص فيما يلي:<sup>1</sup>

- السهولة الكبيرة في الحساب والتالي يمكن استخدامه كطريقة سريعة لإلغاء كل مشروع تكون توقعاته متواضعة.
- إن فترة الاسترداد قد تكون معيارا ملائما للمؤسسات التي توضع أمامها احتمالات متعددة من مجالات الاستثمار ولكنها مقيدة بالموارد التمويلية.
- إن هذا المعيار يمكن استخدامه للحكم على نوعية الاستثمارات ذات المخاطرة العالية في المجالات حيث التقدم الفني سريع جدا وأن التأخر في ذلك يعمل على تقادم المعدات قبل أن يحين موعد اهتلاكها.

ب- الانتقادات: تتلخص فيما يلي:<sup>2</sup>

- لا تأخذ في الحسبان الهيكل الزمني للتدفقات النقدية أو قيمة الوقت بالنسبة للنقود.
- تتجاهل هذه الطريقة تماما التدفقات النقدية التي يمكن أن تتحقق بعد فترة الاسترداد، وبمعنى آخر فإن هذه الطريقة لا تأخذ في الحسبان العمر الإنتاجي للمشروع، فهي لا تقيس الربحية بل تقيس سرعة الاسترداد.

الفرع الثاني: معدل العائد المحاسبي TRC

- 1- معدل العائد المحاسبي: يعتمد هذا المعيار على مفهوم الربح المحاسبي والنتائج عن مقابلة الإيرادات المتوقعة لكل سنة من سنوات العمر الاقتصادي للمشروع بالتكاليف المتوقعة للحصول على هذا الإيراد، وبذلك فإن هذا المعدل يقيس ربحية المشروع الاستثماري ويحسب بالعلاقة التالية:<sup>3</sup>

$$TRC = \frac{1}{N} \frac{CFN}{I} \times 100$$

أو:

$$100 \times \frac{\text{متوسط صافي التدفقات النقدية}}{\text{الاستثمار المبدئي للمشروع}} = \text{معدل العائد المحاسبي}$$

وبصفة عامة هناك حالتين:

- إذا كان معدل العائد المحاسبي أصغر معدل العائد المطلوب فإن المشروع يعتبر مرفوضا.

<sup>1</sup> - عبد الرسول عبد الرزاق الموسوي، دراسة الجدوى وتقييم المشروعات، مرجع سبق ذكره، ص 12.

<sup>2</sup> - محمد فريد مصطفى، دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 57.

<sup>3</sup> - عبد القادر محمد عبد القادر عطية، دراسات الجدوى التجارية والاقتصادية والاجتماعية مع مشروعات BOT، مرجع سبق ذكره، ص 100.

- إذا كان معدل العائد المحاسبي أكبر أو يساوي معدل العائد المطلوب فإن المشروع يعتبر مقبولاً.
- وفي حالة وجود القيمة المتبقية للاستثمار الحزدة فإنها تضاف إلى التكاليف الاستثمارية ويتم قسمة المجموع على 2 لاستخراج المتوسط، فتصبح العلاقة كما يلي:<sup>1</sup>

$$TRC = \frac{\frac{1}{N} CFN}{\frac{I+VR}{2}} \times 100$$

حيث VR = القيمة المتبقية للاستثمار.

لمعدل العائد المحاسبي عدة مزايا وكما انه تعرض للعديد من الانتقادات:<sup>2</sup>

**1-1-المزايا:** ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- سهولة هذا المعيار وبساطته.
- يعتبر من أحد الوسائل الرقابية الذاتية عند تنفيذ المشروع، وذلك بمقارنته مع معدل تكلفة التمويل مثلاً.
- يأخذ بعين الاعتبار القيمة المتبقية من المشروع.
- 1-2-الانتقادات:** ويمكن تلخيصها فيما يلي:
- تجاهل معدل العائد المحاسبي لعامل الوقت حيث يأخذ متوسط التدفقات النقدية بغض النظر عن الفترة التي ستتحقق فيها.
- تجاهل هذا المعيار لافتراض إعادة استثمار العائد المحقق من المشروع في عمليات استثمارية أخرى.

**المطلب الثاني: معايير التقييم المعدلة بالوقت**

**الفرع الأول: صافي القيمة الحالية**

- 1-صافي القيمة الحالية VAN:** يعرف معيار صافي القيمة الحالية على انه عبارة عن الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي ستتحقق على مدى عمر المشروع وبين قيمة الاستثمار المبدئي للمشروع<sup>3</sup>

<sup>1</sup>- عبد الرسول عبد الرزاق الموسوي، دراسة الجدوى وتقييم المشروعات، مرجع سبق ذكره، ص 69.

<sup>2</sup>- عبد الرسول عبد الرزاق الموسوي، نفس المرجع، ص 73.

<sup>3</sup>- عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، ط 01، الاسكندرية، 2002، ص 91.

كما تعرف أيضا على أنها من أكثر المقاييس استعمالا، يعرف بأنه مجموع العوائد الصافية المتوقعة خلال فترتي الإنشاء والإنتاج للمشروع مخصوم على أساس معدل تكلفة الأموال.

تتضمن طريقة صافي القيمة الحالية تعديل الوقت لجميع التدفقات النقدية عن طريق معامل الخصم باستخدام معدل العائد المطلوب من المشروعات الاستثمارية (أي تكلفة التمويل).<sup>1</sup>

ويساوي صافي القيمة الحالية للمشروع، القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية السنوية مطروحا منها القيمة الحالية للتكاليف الاستثمارية، حيث يمكن التعبير عن صافي القيمة الحالية للمشروع بالصيغة الرياضية التالية:<sup>2</sup>

$$VAN = \sum_{t=M+1}^n \left( \frac{cft}{(1+i)^t} \right) - \sum_{t=0}^m \left( \frac{I}{(1+i)^t} \right)$$

بحيث:

CFT : صافي التدفق النقدي المتوقع في السنوات من M+1 إلى n (فترة إنتاج).

i: معدل الخصم.

I: تكلفة الاستثمار المبدئي موزعة في الفترة ما بين (M-0) والتي تمثل فترة الإنشاء أو الانجاز، أما الفترة ما بين (N- M+1) فتتمثل فترة الإنتاج.

وبصفة عامة يمكن صياغة القيمة الحالية الصافية بافتراض إن تكلفة الاستثمار المبدئي في شكل دفعة واحدة

عند بداية المشروع بالعلاقة التالية:

$$VAN = \sum_{t=0}^n \left( \frac{cft}{(1+i)^t} \right) - I$$

وفي حالة وجود القيمة المتبقية للاستثمار عند نهاية الفترة يمكن حساب VAN كما يلي:

$$VAN = \sum_{t=0}^n \frac{cft}{(1+i)^t} + \frac{VR}{(1+i)^t} - I$$

حيث VR: القيمة المتبقية للاستثمار.

<sup>1</sup>- Philippe Nasr, "La Gestion de projet", Gaetan Morin éditeur, Canada, 2006, p 51.

<sup>2</sup>- بن مسعود نصر الدين، دراسة وتقييم المشاريع الاستثمارية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص بحوث العمليات وتسيير المؤسسة، جامعة تلمسان، الجزائر، 2010، ص 44-46.

ووفقا لهذه الطريقة يعتبر المشروع مقبولا مبدئيا إذا كان صافي القيمة الحالية أكبر من الصفر، ويمكن المفاضلة بين عدة مشاريع مقبولة مبدئيا بإيجاد صافي القيمة الحالية ( الفائض بعد استرجاع كلفة المشروع، والحصول على معدل العائد المطلوب) إلى القيمة الاستثمارية لكل مشروع، ثم ترتيب المشروعات تنازليا وفق القيم المحتسبة ثم اختيار المشروعات ذات القيمة الأكبر، وتكون القاعدة فيما يتعلق بالمشروعات الاستثمارية المستقلة قبول جميع المشروعات التي تكون صافي قيمتها الحالية المتوقعة موجبة ورفض المشروعات الأخرى، وفي حالة المشروعات المتبادلة تكون القاعدة قبول المشروع الذي يعطي أعلى قيمة موجبة لصافي القيمة الحالية ورفض جميع المشروعات الأخرى.

لمعيار صافي القيمة الحالية عدة مزايا وكما انه تعرض للعديد من الانتقادات:<sup>1</sup>

- أ- المزايا: تتلخص فيما يلي:
  - يراعي التغير في القيمة الزمنية للنقود.
  - يأخذ في الاعتبار التدفقات النقدية للمشروع طوال عمر المشروع.
  - يلخص البيانات الرئيسية والتي تعتبر مؤشرا لقياس ربحية المشروع الاستثماري.
  - يعكس قيمة المشاريع الاستثمارية وذلك باستخدام معدل الخصم والذي يمثل تكلفة التمويل.
- ب- الانتقادات: تتلخص فيما يلي:
  - لا يعطي ترتيب سليما للمشروعات الاستثمارية في حالة اختلاف القيمة الاستثمار المبدئي أو عمر المشروع.
  - هذا المعيار لا يفيدنا في التعرف على مردودية الوحدة النقدية الواحدة من تكلفة الاستثمار.
  - يتجاهل هذا المعيار عوامل عدم التأكد وما يرتبط بها من مخاطر لها أثر على قيمة المشروع الاستثماري.
  - ولعل تلك الانتقادات لا تنقص من أهمية هذا المعيار ولكنها تشير إلى الاعتماد عليه وحده ليس كافيا، وهو ما يقودنا لنستكمل التحليل فيما يتعلق بمعايير تقييم المشروعات الاستثمارية.

### الفرع الثاني: مؤشر الربحية IP

**1- مؤشر الربحية IP:** ويطلق عليه أيضا معدل العائد /التكلفة، ويعرف دليل الربحية بأنه المعيار الذي يقيس قدرة المشروع الاستثماري على تحقيق الأرباح<sup>2</sup>، فهو عبارة عن نسبة القيمة الحالية الصافية للتدفقات النقدية إلى

<sup>1</sup>- عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، مرجع سابق، ص 99-100.

<sup>2</sup>- عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، مرجع سابق، ص 30.

التكاليف الاستثمارية المبدئية للمشروع،<sup>1</sup> ويقاس هذا المعيار العلاقة بين مدخلات المشروع ومخرجاته في شكل نسبة بدلا من قيمة مطلقة كما هو الحال في معيار صافي القيمة الحالية، ونعبر عن مؤشر الربحية بالصيغة الرياضية

$$\text{IP} = \left[ \sum_{t=0}^n \frac{cft}{(1+i)^t} + \frac{VR}{(1+i)^t} \right] / I \quad \text{التالية:}^2$$

هذا كان في حالة I قيمة الاستثمار المبدئي في السنة 0 أما في حالة I موزعة على عدة سنوات تكون

الصيغة كما يلي:

$$\text{IP} = \sum_{t=0}^n \frac{cft}{(1+i)^t} + \frac{VR}{(1+i)^t} / \sum_{t=0}^m \frac{It}{(1+i)^t}$$

بحيث m: تمثل فترة الإنشاء والانجاز، (m+1 حتى n) تمثل فترة الإنتاج بعني ما بعد الانجاز .

كذلك يمكن التعبير عن هذا المعيار بالصيغة التالية:

$$\text{IP} = \frac{VAN}{I} + 1$$

ونتيجة تطبيق هذا المعيار تظهر ثلاث حالات هي:<sup>3</sup>

- إذا كان الناتج أكبر من الواحد (IP > 1) فذلك يعني أن المشروع ذو ربحية وله جدوى مالية وبالتالي فهو مقبول.
- إذا كان الناتج أصغر من الواحد (IP < 1) فذلك يعني أن المشروع ليست له ربحية وليس ذو جدوى مالية، وبالتالي فهو مرفوض.
- إذا كان الناتج يساوي الواحد (IP = 1) فذلك يعني أن المشروع ليس له لا ربح ولا خسارة وبالتالي ليس له جدوى مالية إذن يكون القرار بالرفض.<sup>4</sup>

أما إذا كانت المفاضلة بين أكثر من مشروع فان قواعد القرار عند استخدام مؤشر الربحية كما يلي:

<sup>1</sup> - محمد محمود العجلوني، سعيد سامي الحلاق، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، مرجع سابق، ص 48.

<sup>2</sup> - بن مسعود نصر الدين، دراسة وتقييم المشاريع الاستثمارية، مرجع سابق، ص 63.

<sup>3</sup> - عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، مرجع سابق، ص 78.

IP : Indice de Profitabilité.

<sup>4</sup> - عبد المطلب عبد الحميد، نفس المرجع، ص 80.

- قبول جميع المشاريع الاستثمارية المستقلة ذات مؤشر الربحية أكبر من الواحد، ورفض المشروعات ذات مؤشر الربحية أصغر من الواحد.
  - قبول المشروع الاستثماري المانع بالتبادل ذو دليل الربحية أكبر من الواحد، ورفض باقي المشروعات المتبادلة الأخرى.
- لمعيار دليل الربحية عدة مزايا وكما انه تعرض للعديد من الانتقادات:
- أ- المزايا: وتمثل فيما يلي:
- يعكس هذا المعيار فعالية ومردودية الاستثمار حيث يقيس العائد الصافي للوحدة النقدية الواحدة من رأس المال المستثمر.
  - غالبا ما يستخدم معيار دليل الربحية كمعيار مرجح لمعار صافي القيمة الحالية بغرض ترتيب المشروعات الاستثمارية التي تحقق معا في قيمة حالية موجبة، حيث يتم اختيار المشروع صاحب أعلى دليل ربحية وخاصة في حالة اختلاف للمشروعات الاستثمارية من حيث حجم الاستثمار المبدئي، وعمر المشروع.
  - يراعي التغير في القيمة الزمنية للنقود.
  - يساعد معيار دليل الربحية على ترتيب البدائل الاستثمارية ذات الربحية والتي لها جدوى اقتصادية بمعنى أن البديل الذي يكون دليل ربحية أكبر من بقية البدائل الأخرى يكون هو المفضل.
- ب- الانتقادات: وتمثل فيما يلي:
- لا يعالج مشكلة الخطر وعدم التأكد التي تصاحب التدفقات النقدية الداخلة والخارجة.
  - يعتمد تطبيقه على تحديد معامل أو سعر خصم المناسب وهذا ما يعني ان الخطأ في تقدير هذا العامل سيكون له أثر على اتخاذ قرار استثماري رشيد.
  - وعلى الرغم من هذه الانتقادات فان معيار دليل الربحية هو من المعايير الهامة والمرجحة إلى حد كبير لأفضلية مشروع استثماري على آخر وخاصة إذا اقترن بمعايير أخرى.

المطلب الثالث: معدل العائد الداخلي TRI

يختلف هذا المعيار عن المعايير الأخرى، حيث المطلوب معرفة قيمة ذلك المعدل والذي يجعل القيمة الحالية الصافية تساوي الصفر، أي أن ذلك المعدل هو معدل العائد الداخلي<sup>1</sup>، ويمكن تعريف معدل العائد الداخلي لمشروع ما بأنه ذلك المعدل الذي إذا تم استخدامه في خصم قيم المنافع والتكاليف المتوقعة خلال سنوات الإنتاج والإنشاء فإنه يساوي بين القيمة الحالية للمنافع الصافية والقيمة الحالية لتكاليف الاستثمار<sup>2</sup>، وبعبارة أخرى فإن معدل العائد الداخلي هو معدل الخصم الذي يجعل القيمة الحالية للعوائد المتوقعة من المشروع مساوية للقيمة الحالية للتكاليف المتوقعة خلال عمره الاقتصادي.

كما يعرف أيضا على أنه عبارة عن معدل الخصم الذي يخفض صافي القيمة الحالية إلى الصفر، أي أن القيمة الحالية الصافية لإيرادات المشروع تساوي القيمة الحالية للاستثمار المبدئي، بحيث تكون صافي القيمة الحالية تساوي صفر. وقد يطلق على هذه الطريقة بالكفاءة الحدية لرأس المال كما تعرفها النظرية التقليدية عند كينز، الذي يقارن بين كفاءة رأس المال وسعر الفائدة، فإذا كانت الأولى أكبر من الثانية، فهذا يعني أن المشروع قادر على سد قيمته الاستثمارية مع عائد معين يفوق ما كان يمكن الحصول عليه من السوق المالي<sup>3</sup>.

$$VAN = \sum_{t=0}^n \frac{cft}{(1+i)^t} - I = 0$$

$$VAN = 0$$

$$I = \sum_{t=0}^n \frac{cft}{(1+i)^t}$$

ويعوض (i) بالرمز (r) وهو معدل المردود الداخلي (TRI) وتصبح العلاقة:

$$I = \sum_{t=0}^n \frac{cft}{(1+r)^t}$$

<sup>1</sup> - عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 31.

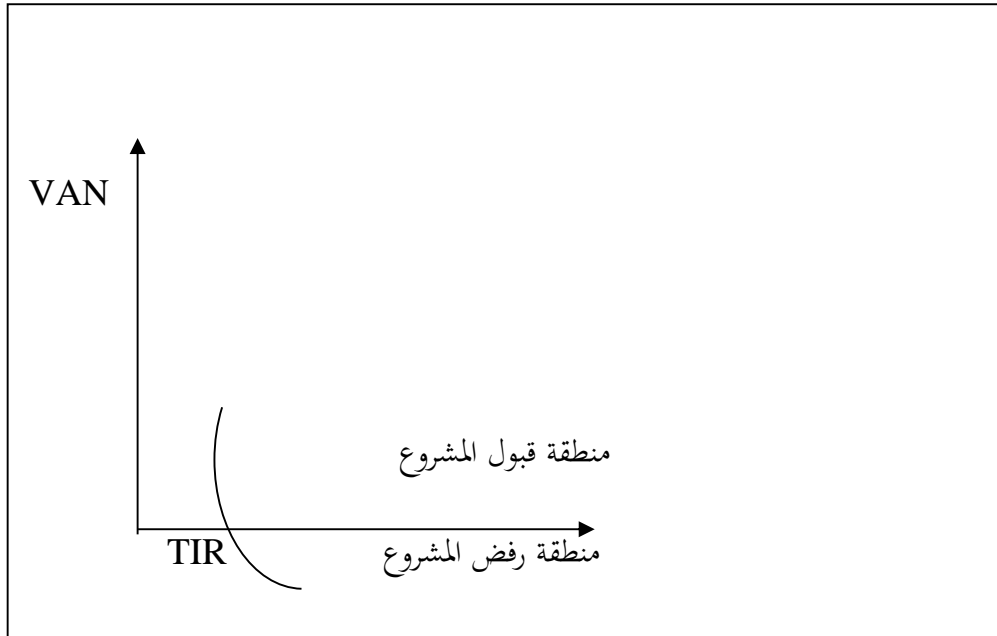
TRI : Le Taux Rentabilité Interne.

<sup>2</sup> - عبد القادر محمد عبد القادر عطية، دراسات الجدوى التجارية والاقتصادية والاجتماعية مع مشروعات BOT، مرجع سبق ذكره، ص 92.

<sup>3</sup> - قاسم ناجي حندي، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات، الجوانب المالية والاقتصادية والاجتماعية، دار المناهج، ط2، الاردن، 2005، ص 25.

ويمكن تمثيل هذه المعادلة بيانيا كما يلي:

الشكل رقم (2): منحني بياني لمعدل العائد الداخلي.



المصدر: سفيان فنيط، تقييم المشاريع الاقتصادية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2006، ص 87

إذا كان (r) أكبر من معدل الفائدة السائد في السوق، يعتبر المشروع مربحاً، وفي حالة وجود اقتراحات استثمارية متنافسة يفضل الاقتراح الذي يكون فيه معدل المردودية الداخلي أكبر. وللوصول إلى قيمة معدل المردودية الداخلي توجد طريقتين للحساب:

أ- طريقة المعادلات: إذا كان العمر الاقتصادي أقل أو يساوي سنتين.

ب- طريقة التجربة والخطأ أو طريقة التقريب المتتابع: أحسن إذا كان العمر الاقتصادي أكبر من سنتين.

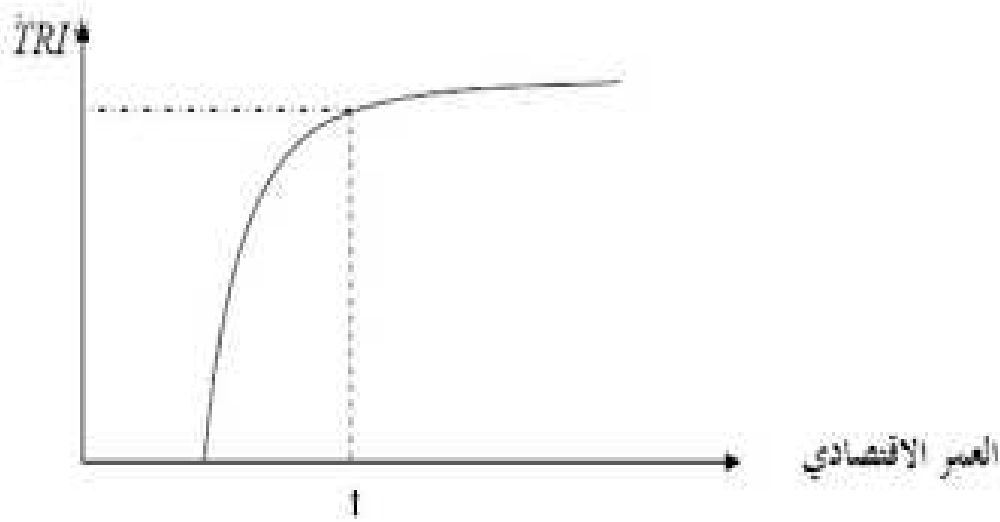
ويمكن استخراج قيمة (TRI) عن طريق استخدام المعادلة التالية:<sup>1</sup>

$$TRI = \text{معدل الخصم الأصغر} + \frac{\text{الفرق بين سعر الخصم الأكبر و الأصغر} \times \text{الموجبة القيمة لصافي القيمة الحالية}}{\text{صافي القيمة الحالية عند سعر الخصم الأصغر} + \text{صافي القيمة الحالية عند سعر الخصم الأكبر}}$$

<sup>1</sup> - قاسم ناجي حندي، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات، الجوانب المالية والاقتصادية والاجتماعية، مرجع سابق، ص 54.

أ- العلاقة بين معدل العائد الداخلي والعمر الاقتصادي للمشروع: توجد علاقة طردية بين العمر الاقتصادي للمشروع ومعدل العائد الداخلي، فلقد ثبت انه كلما زاد العمر الاقتصادي للمشروع كلما زاد معدل العائد الداخلي ولكن بمعدل متناقص حتى يصل إلى حد أقصى لا يتغير بعده بتغير العمر الاقتصادي، وذلك بافتراض ثبات العوامل الأخرى، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (3): منحنى بياني يمثل العلاقة بين معدل العائد الداخلي والعمر الاقتصادي للمشروع.



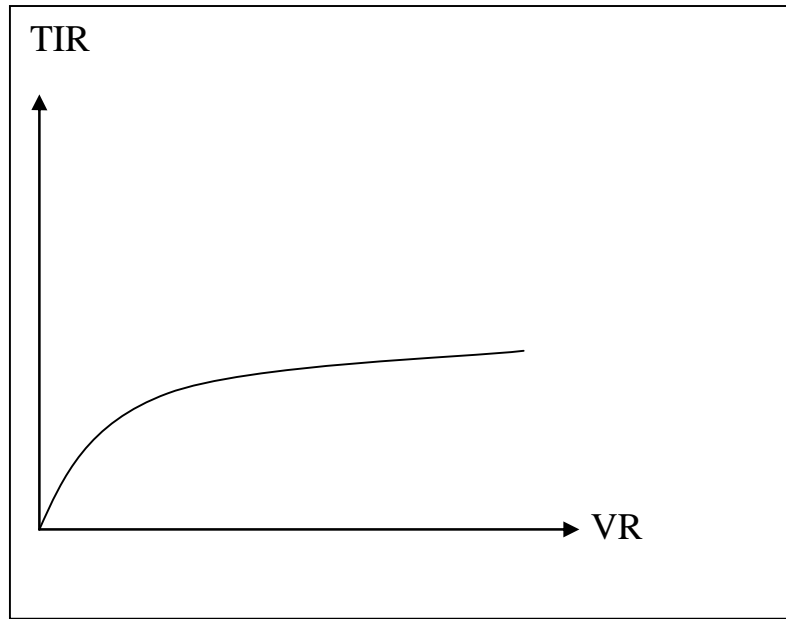
المصدر: عبد القادر محمد عبد القادر العطية، دراسات الجدوى التجارية والاقتصادية والاجتماعية مع المشروعات BOT ، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط2، 2008، ص 66.

ومن خلال الشكل نلاحظ انه بعد السنة t يتضاءل أثر العمر الاقتصادي على معدل العائد الداخلي بدرجة كبيرة، وبالتالي لا يجب عمل دراسات جدوى لفترات طويلة لان عملية الخصم تقلل بدرجة كبيرة من تأثير العوائد المتولدة من سنوات بعيدة عن سنة الإنشاء.

ت- العلاقة بين معدل العائد الداخلي والقيمة المتبقية للمشروع: علاقة القيمة المتبقية للمشروع

ومعدل العائد الداخلي وذلك مع ثبات العوامل الأخرى على حالها، وكما أشرنا في السابق إن القيمة المتبقية تعتبر كإيراد يضاف في السنة الأخيرة من سنوات العمر الاقتصادي للمشروع ومن ثم فهي تؤثر على التدفقات النقدية، ويمكن توضيح ذلك في الشكل التالي:

الشكل رقم (4): منحني بياني يمثل العلاقة بين القيمة المتوقعة للمشروع ومعدل العائد الداخلي.



المصدر: بن مسعود نصر الدين، دراسة وتقييم المشاريع الاستثمارية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص بحوث العمليات وتسيير المؤسسة، جامعة تلمسان، 2010، ص 160.

نلاحظ من خلال الشكل أنه يوجد علاقة طردية بين زيادة القيمة المتبقية للمشروع ومعدل العائد الداخلي،

غير أن كلما كان العمر الاقتصادي أقصر كلما كان التأثير القيمة المتبقية على معدل العائد الداخلي أكبر.<sup>1</sup>

لمعيار معدل العائد الداخلي عدة مزايا وكما انه تعرض للعديد من الانتقادات:<sup>2</sup>

أ- المزايا: وتتمثل فيما يلي:

- أن هذا المعيار يتميز بالموضوعية والتالي يعتبر مقياسا دقيقا لربحية المشروع الاستثماري.
- يمش استخدامه في ترتيب المشروعات من حيث درجة ربحيتها وجدواها المالية.
- يراعى التغير في القيمة الزمنية للنقود ومن ثم يساعد على تحديد فاعلية المشروع الاستثماري وقيمه الاقتصادية.

- يعبر عن ربحية المشروع الاستثماري مئويا مما يتيح إمكانية المتابعة ومقارنة التنفيذ الفعلي بالتقديرات

المحسوبة.

<sup>1</sup>- بن مسعود نصر الدين، دراسة وتقييم المشاريع الاستثمارية، مرجع سابق، ص 160.

<sup>2</sup>- عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، مرجع سابق، ص 151.

- يعكس مدى المخاطرة التي يتعرض لها المشروع من خلال حساب مدى الفرق بين العائد الداخلي وتكلفه التمويل.

- يتفادى مشكلة اختيار سعر الخصم الملائم الذي يخصم به صافي التدفقات النقدية السنوية للوصول إلى صافي القيمة الحالية.

ب- الانتقادات: تتمثل فيما يلي:

- يفترض أن التدفقات النقدية الداخلة سيعاد استثمارها بمعدل يساوي معدل العائد الداخلي وهذا ما يصعب تحقيقه في ظل اعتبارات عدم التأكد، ومن ثم يلاحظ على هذا المعيار انه لا يعالج مشكلة الخطر أو المخاطرة وظروف عدم التأكد، إلا أنه يمكن علاج ذلك مع الأخذ في الاعتبار أن المشروع الاستثماري له معدل عائد معين بغض النظر إذا كانت مكاسبه النقدية سيعاد استثمارها أم لا، ولذلك فإن مجال هذا الانتقاد يكون محدوداً في الجانب العملي.

- عندما تكون هناك مشروعات متبادلة، فإن معيار صافي القيمة الحالية يكون أكثر جدوى في المقاضلة بين هذه المشروعات. ورغم تلك الانتقادات إلا أنها لا تنقص من كفاءة معدل العائد الداخلي في تقييم المشروعات الاستثمارية، وبناء قرار استثماري سليم.

المبحث الثاني: معايير تقييم المشاريع الاستثمارية في ظل المخاطرة

لقد تطرقنا فيما سبق إلى معايير و أساليب التقييم في ظل ظروف التأكد، وتجاهلنا عنصر الخطر الذي يؤثر على التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري، فقد تتأثر التدفقات النقدية بأي تغير في الظروف الاقتصادية، وهذا ما يتطلب الأخذ في الحسبان هذه التغيرات وغيرها مما ينتج عنه حدوث تباين وتشتت في تقديرات التدفقات النقدية ، وبناء على ذلك إن تقييم المشاريع الاستثمارية في ظل ظروف التأكد رغم اعتبار نموذجاً مثالياً، إلا أنه يعتبر أمر غير واقعي في الوقت الراهن مما قد يجعل النتائج مظلمة، أو مشكوك في صحتها، ولذلك استوجب علينا إدخال عنصر المخاطرة في عملية تقييم المشاريع الاستثمارية.

المطلب الأول: القيمة المتوقعة لصافي التدفقات النقدية والانحراف المعياري

الفرع الأول: القيمة المتوقعة لصافي التدفقات النقدية

لكون الظروف تتسم بالمخاطرة، فهذا يعني أن صافي القيمة الحالية لا يظهر برقم واحد محدود وإنما يختلف هذا الرقم باختلاف الظروف مع وجود احتمالات محددة مصاحبة لكل ظرف من هذه الظروف.<sup>1</sup> ويمكن التعبير على القيمة المتوقعة لصافي التدفقات النقدية بالعلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$E(VAN) = \sum_{j=1}^n VAN_j P_j$$

حيث:

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

$VAN_j$  : صافي التدفقات النقدية تحت كل ظرف.

$P_j$  : احتمال الحدوث.

$n$  : عدد الاحتمالات الممكنة.

وللتقييم والمفاضلة على أساس هذه الطريقة نجد حالتين:

الحالة الأولى: حالة وجود مشروع واحد: إذا كان:

فالمشروع مقبول.

$$E(VAN) > 0$$

فالمشروع غير مقبول.

$$E(VAN) < 0$$

<sup>1</sup> - أمين السيد أحمد لطفي، تقييم المشروعات الاستثمارية باستخدام مونت كارلو للمحاكاة، مرجع سبق ذكره، ص 71.

<sup>2</sup> - سعيد عبد العزيز عثمان، دراسات جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، ط01، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 98.

الحالة الثانية: حالة وجود أكثر من مشروع: في حالة تواجد أكثر من مشروع معروض على متخذ القرار فإنه يختار المشروع الذي لديه أكبر قيمة متوقعة لصافي التدفقات النقدية VAN .

ويمكن حساب معدل القيمة المتوقعة لصافي التدفقات النقدية، حيث يتم قسمة القيمة المتوقعة لصافي التدفقات النقدية إلى تكلفة الاستثمار  $E(VAN)/I$ ، ولكون معيار القيمة المتوقعة لصافي التدفقات النقدية قد يؤدي إلى الاختيار الخاطئ نتيجة عدم موضوعية التوزيعات الاحتمالية للمخاطرة أو تشتتها، واختلاف نسب الاحتمالات المرتبطة بالظروف المختلفة، فيفضل الاسترشاد بمعيار الانحراف المعياري، وخاصة إذا تساوت القيمة المتوقعة لصافي التدفقات.

### الفرع الثاني: الانحراف المعياري

كلما كان الانحراف المعياري للتوزيع الاحتمالي كبير، كلما دل ذلك إلى ارتفاع درجة المخاطرة والعكس صحيح،<sup>1</sup> لتحديد يتم إيجاد الفرق بين القيمة المتوقعة لصافي التدفقات النقدية وقيمة صافي التدفقات تحت كل ظرف من الظروف المتوقعة مع ترجيح مربع الانحراف باحتمال الحدوث،<sup>2</sup> واستخراج الجذر التربيعي للمجموع الناتج، ويمكن إيجاد الانحراف المعياري بالمعادلة التالية:

$$\delta = \sqrt{\sum_{j=1}^n p_j (VAN_j - E(VAN))^2}$$

( $\delta$ ): الانحراف المعياري

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

$P_j$ : احتمال الحدوث كل توقع.

يتم اختيار المشروع الذي لديه أقل قيمة للتباين أو الانحراف المعياري بمعنى تفضيل المشروع الذي لديه تشتت أقل للقيمة المتوقعة عن القيمة المركزية وهي التوقع الرياضي  $E(VAN)$  .

كما يوجد أسلوب آخر يشق من المعيار السابق يسمى بالمقياس النسبي للمخاطر، يعد تقنية مهمة لتقييم قرارات الاستثمار والمفاضلة بينهما، وهو أسلوب معامل الاختلاف الذي يعرف بالمعادلة التالية:<sup>3</sup>

$$\text{معامل الاختلاف} = \frac{\text{الانحراف المعياري}}{\text{القيمة المتوقعة}}$$

1- أمين السيد أحمد لطفي، دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، مرجع سابق، ص 43.

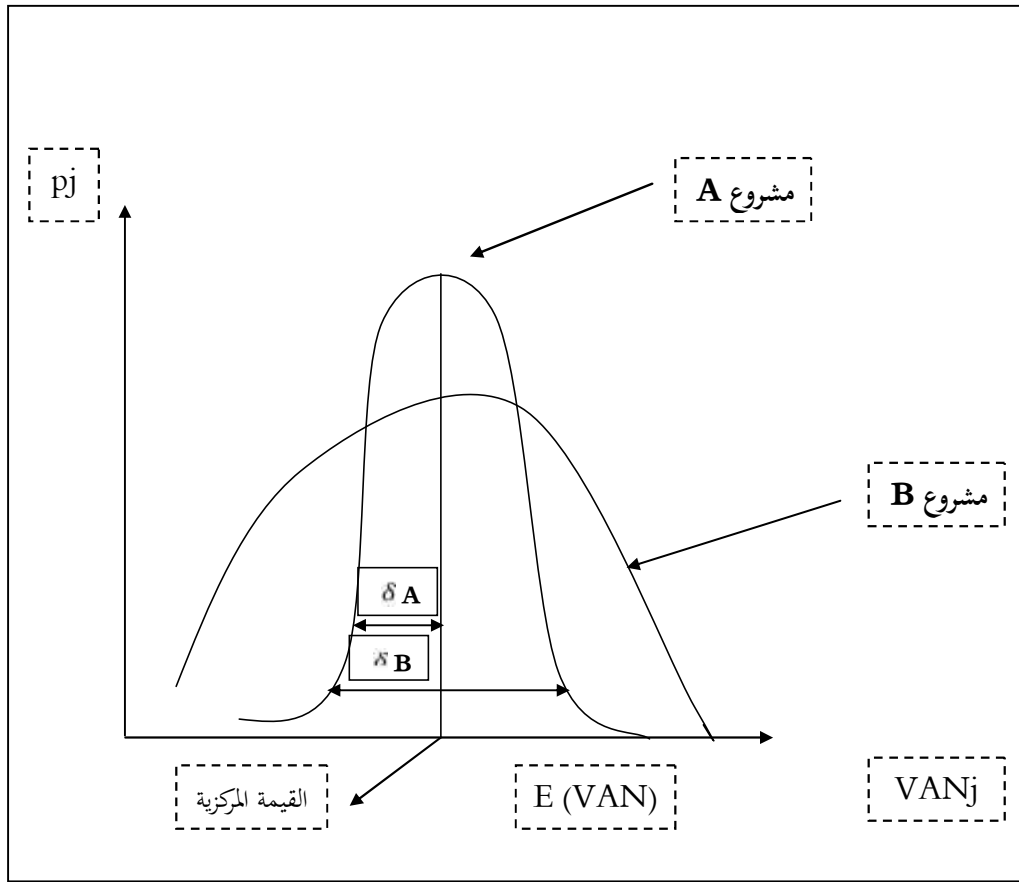
2- سعيد عبد العزيز عثمان، دراسات جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 100.

3- أحمد غنيم، قرارات إنشاء المشروعات الجديدة نظرياً وتطبيقياً، المستقبل للطباعة والنشر، ط01، بورسعيد، مصر، 1999، ص 75.

حيث: يختار المشروع الذي يحقق معامل اختلاف أقل.

كلما انخفض هذا الانحراف كان ذلك مستحسنًا للدلالة على انخفاض درجة المخاطرة، وكما سبق الإشارة إليه، يتم الاسترشاد بمقياس الانحراف المعياري في المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية خاصة إذا تساوت القيمة المتوقعة لصافي التدفقات، كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (5): منحني بياني يمثل الانحراف المعياري للقيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية.



المصدر: بن مسعود نصر الدين، دراسة وتقييم المشاريع الاستثمارية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص بحوث العمليات وتسيير المؤسسة، جامعة تلمسان، الجزائر، 2010، ص 178.

والملاحظ من الشكل أن مدى تشتت القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية للمشروع (A) على القيمة المركزية، أقل من مدى تشتت قيم المشروع (B)، أي  $(\delta A < \delta B)$  وهذا يوضح أن خطر المشروع (A) أقل من خطر المشروع (B)، وبالتالي المشروع (A) هو المشروع الأفضل.

المطلب الثاني: معامـل الخطر وتحليل الحساسية

الفرع الأول: معامـل الاختلاف CV

يحدد هذا المعامل بناء على درجة الخطر المحيطة بالمشروع الاستثماري، ثم يضاف إلى معدل الخصم، وهذا حسب الصيغة التالية:<sup>1</sup>

$$K = a + j$$

حيث:  $k$ : هو معدل الخصم الجديد.

$a$ : هو معدل الخصم القديم.

$j$ : هو معامـل الخطر.

إن إدخال معامـل الخطر يخفض القيمة الحالية للتدفقات الصافية للمشروع مما يصبح يصعب الحصول على قيمة لها موجبة، وبالتالي لقبول المشروع يجب أن يكون هناك مقابل كافي لتحمل المخاطر المحيطة به، ويتحدد معامـل الخطر على أساس العوامل التالية:<sup>2</sup>

أ- إجراء عملية استقصاء ودراسة للسوق، والمعلومات المحصل عليها تستعمل لإعطاء الاحتمالات.

ب- إقامة المشروع الاستثماري على مراحل مما يعطي إمكانية تحكم أكبر في القرارات المستقبلية على أساس السلوكات الحالية.

ج- حداثة المنتج وتقنيات الإنتاج، فكلما كان المنتج جديد كلما زاد الخطر المحيط بالتسويق.

د- درجة الإحلال ومنافسة المنتج للمنتجات الأخرى وهنا تكون درجة الخطورة أقل مما يعطي قيم أصغر لمعامل الخطر المحدد.

وقد وجهت لهذا المعامل عدة انتقادات أهمها:

أ- يعتمد تحديده على التخمين، فهو يوضع على أساس تقييم الظروف المحيطة بالمشروع مستقبلا ومدى خطورتها.

ب- إن تحمل الخطر يختلف من مؤسسة إلى أخرى، فهناك من لديها القدرة على تحمل المخاطر مقابل الحصول على عائد مرتفع، في حين هناك مؤسسات تتجنب المخاطرة على حساب عوائد المشروع.

<sup>1</sup> - مسيكة بوفامة، زهير بعداش، نماذج تقييم المشاريع الاستثمارية بين النظرية والتطبيق وانعكاسها على الاقتصاديات النامية، أطروحة دكتوراه دولة، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية، 2001، ص 198.

<sup>2</sup> - مسيكة بوفامة، زهير بعداش، نفس المرجع، ص 198.

### الفرع الثاني: تحليل الحساسية

يقصد بتحليل الحساسية استخدام النتائج التي يتم الحصول عليها عند وضع أكثر من تقدير للمعطيات المالية التي تؤثر على التدفقات النقدية الداخلة والخارجة للمشروع الاستثماري والتالي تؤثر على صافي التدفقات النقدية، وجرت العادة على وضع ثلاثة تقديرات للعنصر الذي يراد معرفة درجة حساسية المشروع بالنسبة للمتغيرات التي تطرأ عليه وهي:<sup>1</sup>

- تقدير متفائل.
- تقدير متشائم.
- تقدير أكثر الاحتمالات.

وبعد هذه التقديرات يتم حساب صافي القيمة الحالية لكل فرصة استثمارية في ظل الظروف الاقتصادية السائدة اعتماداً على معدل الخصم السائد، كما يمكن تطوير أسلوب تحليل الحساسية يوضع قيمة إجمالية لصافي العائد المتوقع في كل الظروف السابقة، ثم يتم حساب القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية لكل فرصة استثمارية، ليتم مقارنة النتائج على أساس القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية لكل فرصة استثمارية. تجدر الإشارة إلى أنه لا يشترط في تحليل الحساسية تحليل كل المتغيرات بل تحليل المتغيرات الرئيسية التي يفترض حدوثها وتؤثر بشكل كبير على قرار الاستثمار.

وأخيراً لهذا المعيار إيجابيات كما له سلبيات يمكن حصرها باختصار فيما يلي:<sup>2</sup>

#### أ- الإيجابيات:

- يتمتع بالبساطة والسهولة في الاستعمال.
- يسمح بتوفير قدر من المعلومات والبيانات المتعلقة بالمتغيرات الرئيسية ومدى مساهمة كل منها في درجة المخاطرة.
- يساعد على تصنيف المتغيرات المستقلة، التي لها تأثير إيجابي مباشر من جهة والتي لها تأثير سلبي من جهة أخرى وذلك على التدفقات النقدية الداخلة.

<sup>1</sup>- صلاح الدين حميد، دراسات الجدوى، دار الفكر العربي، ط1، القاهرة، 2003، ص 104.

<sup>2</sup>- صلاح الدين حميد، المرجع نفسه، ص 105 .

ب - السلبيات:

- لا يعتبر كافيا في الاختيار بين الفرص الاستثمارية المتاحة التي تتباين درجة مخاطرها الأمر الذي يترتب عليه بعض القرارات الاستثمارية الخاطئة.<sup>1</sup>
- يعتبر أن المتغيرات الرئيسية مستقلة عند قرار الاستثمار، وهذا قد يتناقض مع الواقع العملي.
- يصعب حسابه، عندما يكون أكثر من تقدير احتمالي للتدفق النقدي الداخلى فى كل سنة من سنوات العمر الاقتصادي للمشروع، لاعتبار أنه يفضل الاعتماد على أكثر من وسيلة لعملية اتخاذ القرار الاستثماري.

المطلب الثالث: أسلوب المعدل الأكيد ونموذج شجرة القرار

الفرع الأول: أسلوب المعدل المؤكد

يستمد أسلوب المعدل المؤكد أساسا من مفهوم نظرية المنفعة، وفي ظل هذا الأسلوب يتم تعديل التدفقات النقدية من خلال تحويل التدفقات النقدية غير المؤكدة إلى تدفقات مؤكدة. وذلك بضرب قيمة التدفقات النقدية غير المؤكدة في قيمة المعامل المؤكد الخاص بكل فرصة استثمارية متاحة، ويمكن الحصول على المعامل المؤكد بقسمة العائد من الاستثمار المؤكد على العائد من الاستثمار الغير مؤكد. الأمر الذي يتطلب من المستثمر ضرورة تحديد العائد أو معدل العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المستثمر من فرصة الاستثمارية مؤكدة النتائج وخالية المخاطر، وتحديد المقابل الذي يتعين أن يحصل عليه المستثمر من فرصة استثمارية غير مؤكدة النتائج. يهدف ذلك لتحديد الحد الأدنى الذي يمكن أن يقبله المستثمر في الفرص الاستثمارية غير مؤكدة النتائج والحد الأقصى، ولتوضيح هذه الفكرة يعطى المثال البسيط التالي:<sup>2</sup>

افترض أنه يعرض عليك هذا العرض الخيالي: أقذف قطعت نقود في الهواء:

- إذا سقطت على القيمة تحصل على مبلغ 1000 دج، وإذا سقطت على الشعار فإنك لن تحصل على شيء، وعلى هذا الأساس فإن نسبة احتمال حصولك على هذا المبلغ 50%.

- إذا قررت عدم المشاركة في هذه العملية، فإنك تحصل على مبلغ 300 دج نقدا، مما يجعل احتمال الحصول على هذا المقابل هو 100%.

وفي هذه الحالة البديل الثاني يمثل العائد المؤكد، مما يجعلك قد تختاره لتجنب المحازفة.

<sup>1</sup> - ابتسام حسن، تقييم المشروعات الاستثمارية في ظروف المخاطرة وعدم التأكد باستخدام أسلوب المحاكاة، رسالة ماجستير، في علوم التسيير، تخصص ادارة مؤسسات. جامعة وهران، الجزائر. 2006، ص 79.

### الفرع الثاني: أسلوب شجرة القرار

يعد أسلوب أشجار القرار من الأساليب الهامة في التعامل مع القرارات المحتملة، وتميز بأنها توفر وتقدم لمتخذ القرار تمثيلاً تخطيطياً من حيث عرض كافة النتائج المحتملة ببيانها، علاوة على ذلك فإن الحسابات ونتائجها تعرض بشكل مباشرة على شكل الشجرة، ومن ثم يمكن فهم المعلومات بسهولة نسبياً. تتميز بالتعقيد والتتابع على فترات زمنية متعددة، فشجرة القرار هي عبارة عن عرض بياني يوضح تتابع النتائج.<sup>1</sup>

توضح شجرة القرارات لمتخذ القرار الاستثماري كافة العوامل المتعلقة باتخاذ القرار، وكذا كافة البدائل، والعائد المتوقع لكل بديل في ظل كل حدث من الأحداث المتوقع حدوثها، لذا تعتبر شجرة الاحتمالات من أفضل الأدوات التحليلية لاتخاذ القرارات في ظروف المخاطرة، وإعدادها يمر بالخطوات التالية:<sup>2</sup>

- ترسم مربع كنقطة بداية للرسم البياني والذي يعتبر نقطة اتخاذ القرار النهائي أو قرارات التحول.
- تتفرع من المربع خطوط مستقيمة كل خط يمثل أحد البدائل الممكنة مع كتابة اسم البديل عليه.
- ينتهي كل بديل من البدائل بدائرة صغيرة تمثل نقطة حدث تعبر عن أحد المراحل التي يمر بها تنفيذ البديل.

- يتفرع من نقطة الحدث فروع مستقيمة يكتب عليها التدفق النقدي الداخِل المتوقع منه مع احتمال وقوعه بحيث مجموع الاحتمالات لكل فرع يساوي الواحد الصحيح.
- يتفرع من نقطة اتخاذ القرار الأول فروع تمثل الحلول البديلة تنتهي بنقطة حدث تتفرع منها فروع مستقيمة تمثل التقديرات المختلفة للتدفق النقدي مع احتمالات وقوعها.
- تتكرر نفس الخطوات السابقة بنفس الأسلوب مع تعدد نقاط اتخاذ القرارات الفرعية الواجب اتخاذها قبل القرار الاستثماري النهائي.

وحتى تتم عملية التقييم والمفاضلة بين البدائل المتاحة يتعين أن تبدأ عملية التقييم من نهاية الشجرة، رجوعاً إلى الخلف (إلى بداية الشجرة)، حيث يختار البديل الاستثماري الذي يحقق أفضل النتائج أي الذي يحقق أعلى قيمة نقدية متوقعة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - أمين السيد أحمد لطفي، دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، مرجع سابق، ص 50.

<sup>2</sup> - محمد قويدري، أسس دراسات الجدوى ومعايير تقييم المشروعات الاستثمارية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، في علوم التسيير، جامعة الجزائر 02، الجزائر، 2003، ص 134.

<sup>3</sup> - محمد قويدري، نفس المرجع، ص 135.

## خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل حاولنا عرض مختلف معايير وأساليب تقييم المشاريع الاستثمارية في ظل ظروف التأكد، وظروف عدم التأكد، وفي حالة وجود عنصر الخطر، فقيمة المشروع الاستثماري تتأثر بتغير الظروف الاقتصادية التي ينشط بها، ومن المعروف أن القيمة الاقتصادية للمشروع الاستثماري تشتق من التدفقات النقدية المتولدة عنه، حيث يتم اختيار المشاريع الاستثمارية بحيث تحقق أفضل استخدام للموارد التمويلية المتاحة من منظور الأهداف المختارة، لذلك يجب أن يتم أولاً تقييم كل مشروع تقييماً مطلقاً على حدة لمعرفة المنفعة الصافية المتوقعة لكل مشروع توصلنا لقبول بعضها، واستبعاد المشاريع الاستثمارية الخاسرة من الحساب.

## الفصل الثالث:

دراسة حالة بنك التنمية المحلية

- مستغانم - BDL

## مقدمة الفصل:

بعد أن تطرقنا لمختلف آليات المشاريع الاستثمارية، وكيفية تقييمها في ظروف التأكد وفي ظروف المخاطرة.

سنحاول في هذا الفصل القيام بدراسة تطبيقية تشمل كل ما تطرقنا إليه في الجانب النظري.

بغرض دراسة أشمل قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: بطاقة تعريفية لبنك التنمية المحلية

المبحث الثاني: دراسة تطبيقية للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية

### المبحث الأول: عموميات حول بنك التنمية المحلية

كل بنك له تعريف خاص وذلك حسب الدور المعتمد عليه في المجتمع الاقتصادي والمالي، لذلك فبنك التنمية المحلية له تعريف شامل وملم للنشأة والدور المهم القائم به، والمتفرع منه عدة أقسام ومديريات كمجمع الاستغلال بمستغانم.

### المطلب الأول: لمحة تعريفية لبنك التنمية المحلية

لبنك التنمية المحلية استجابة كبيرة من طرف الجزائري الذي يعرف بموجب مرسوم خاص.

### الفرع الأول: تعريف بنك التنمية المحلية

بنك التنمية المحلية هو أحدث البنوك ف الجزائر، وإنبتق من القرض الشعبي الجزائري وقد تأسس بموجب مرسوم رقم 185 /85 المؤرخ في 1985/04/30 براس مال قدره 7 ملايين دينار جزائري مقره الرئيسي سطوا لي بتيازة.

هو بنك للدولة خاضع للقانون التجاري ويتولى العمليات المألوفة ويعتبر بنك الودائع يقوم بكل العمليات الحسابية الجارية، توفير، قروض، صفقات وخدمات متفرقة، يقوم بتقديم القروض متوسطة الأجل، قصيرة وطويلة الأجل لكل القطاعات الاقتصادية باستثناء القطاع الفلاحي، حيث يوجد بنك خاص بهذا القطاع وهو بنك الفلاحة التنمية الريفية (Badr).

يعتبر من أكبر الشبكات البنكية على الصعيد الوطني إذ يحتوي على 148 وكالة موزعة على 15 مديرية جهوية ويشغل أكثر من 4100 شخص.

يبلغ راس المال الاجتماعي لبنك 15 800 000 000 د ج مما يمكنه من القيام بالعمليات المذكورة أعلاه.

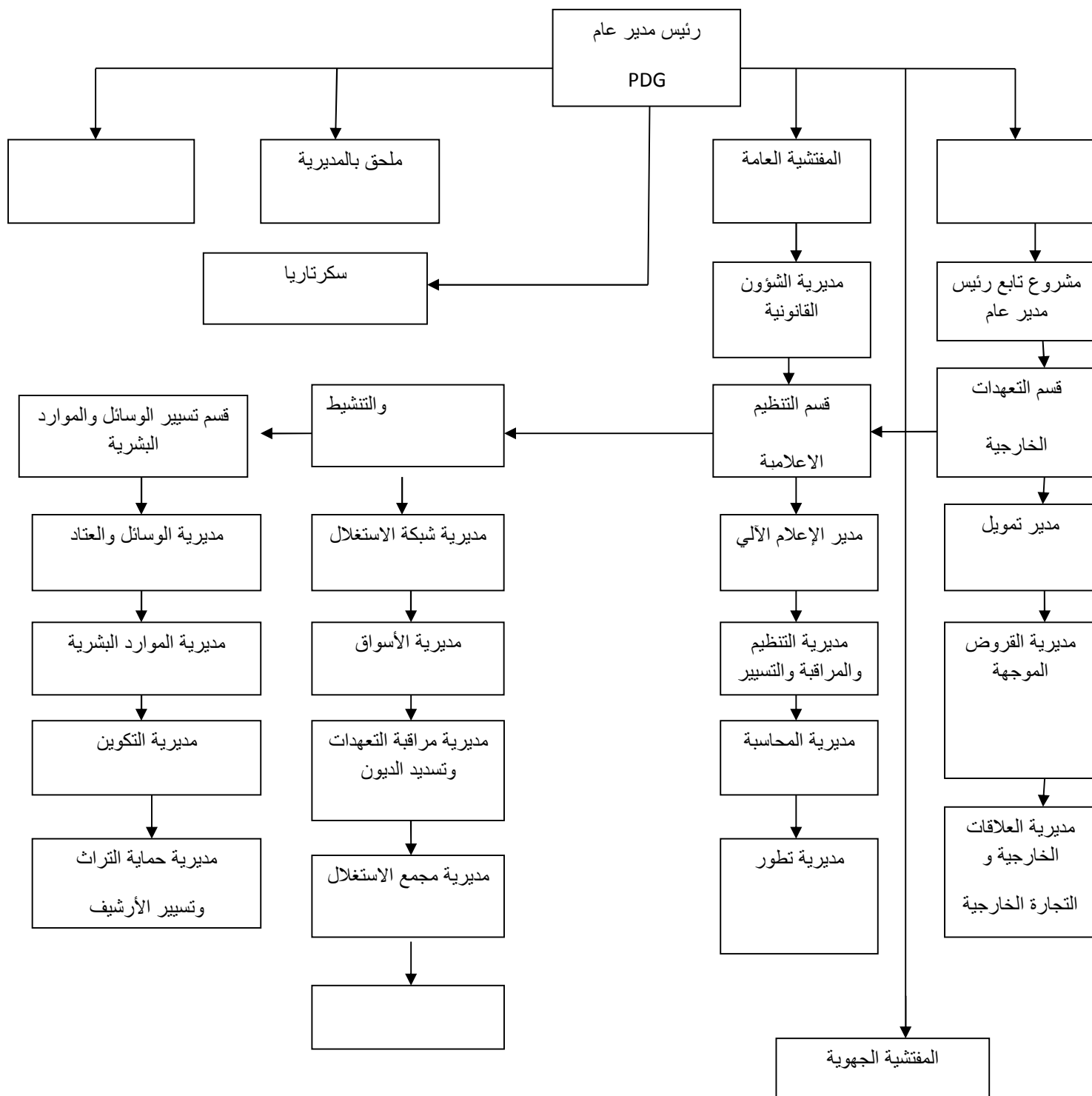
### الفرع الثاني: وظائف بنك التنمية المحلية

تلخص في النقاط التالية:

- القيم بالعمليات المألوفة.
- تمويل الاستثمار الإنتاجي المخططة في طرق الجماعات المحلية.
- تمويل عمليات الرهن.
- تمويل مليات الاستيراد والتصدير.
- تمويل القروض العقارية.

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لبنك التنمية المحلية

الشكل رقم (6): الهيكل التنظيمي لبنك التنمية المحلية



### المطلب الثالث: لمحة تعريفية عن مديرية مجمع الاستغلال

يتفرع لبنك التنمية المحلية من عدة أقسام ومديريات من بينها مديرية مجمع الاستغلال الذي تطور من سنة إلى أخرى.

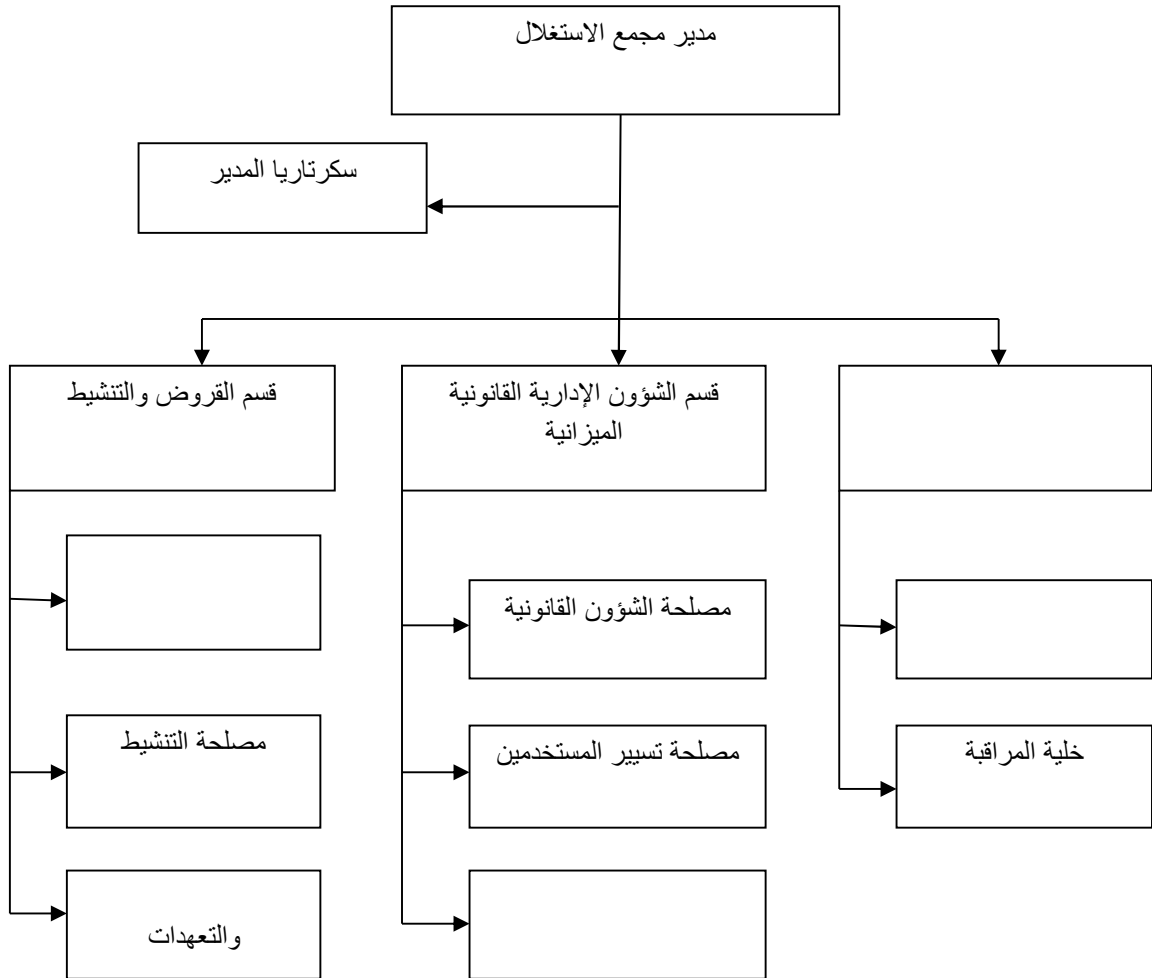
#### الفرع الأول: تعريف مديرية مجمع الاستغلال

انشأت في 1985/07/01، وكان يشمل اندك وكالة رسمية بمستغام "بن سليمان" وأيضاً وكالة بغيلزان، تيارت، وادي رهيو، مازونة وسيدي علي.

برز هذا لتقدم في 1998/11/12 في الشبكة بفتح مراكز جديدة لفوج الاستغلال بمستغام. وكالة الدهرة وعدة وكالة أخرى بعين تادلس، قصر الشلالة و زمورة، وما يمثل 11 وكالة مقسمة على 3 ولايات إلى نهاية سنة 2003.

#### الفرع الثاني: مخطط مديرية مجمع الاستغلال

الشكل رقم (7): مخطط مديرية مجمع الاستغلال



الفرع الثالث: مهام مديرية مجمع الاستغلال: متمثلة في:

1- قسم القرض والتنشيط التجاري:

هذا الفرع يختص في تجميع الموارد والمراحل التجارية الخاصة بالوكالات ومراقبة المشاريع حتى تحقيقها:

متابعة ملف زبائن الوكالات يومياً وفي مجال القانون.

تهيئة المشروع السنوي الخاص بوظائف وكالة مجموعة الاستغلال ومتابعة تحقيقها.

- ضمان مراقبة احترام كل ما يتعلق بالقواعد الداخلية والخارجية فيما يخص قواعد الأمان من طرف الوكالات.

- تهيئة الدراسات الاقتصادية والاجتماعية لبناء وكالات جديدة بما أنه مسؤول عن الجانب التجاري لأجل طرف المسؤول عن العلاقات التفتيشية الخاصة وإعطاء تقرير لمدير الاستغلال العام عن نتائج نشاطه.

- كما يعمل ضمان انتشار المعلومة.

- التأكد من التسيير الإداري الخاص بالقروض.

- إرسال يومياً تقارير خاصة بكل النشاطات إلى مجموعات الاستغلال.

- تأمين المهمات الخاصة بالمركز.

- إرسال الحالات المطلوبة من طرف المديرية الرئيسية لقروض وإعطائهم تقارير يومية وعلى طلباتهم.

1-1 مصلحة دراسة القروض:

دورها دراسة ومراقبة ملفات الضرائب والتأمين ومدى مساهمة القرض في تنمية وتطوير المشروع أو تجديده ودراسته من الناحية المحاسبية والميدانية.

1-2 مصلحة الأمانة والتعهدات: هذا المكتب مكلف بما يلي:

- مراقبة مصداقية التصاريح متعلقة بالقروض في مجال المفاوضات مع اتخاذ الحذر ومراقبة المصداقية استعمال القرض مع احترام شكله ومضمونه وضماناته.

- تسيير ملفات الوافدين على طلب القروض والوكالات وإبلاغ مديرية مجموعة الاستغلال عن كل تجاوز في مجال توزيع القروض.

- تخزين وتسيير الفعاليات الأوراق التي لم يتم المحاسبة عليها من طرف الوكالات

- من خلال التحاليل اليومية الخاصة باتخاذ قواعد الحذر عند ملاحظة أي نقص يجب إبلاغ المصلحة القانونية.

- مسك الملف اللذين لم يتم الدفع لهم مع التعاون مع مصلحة الرئيسية للمخاطرة بمديرية مراقبة التعاقد.

- تأسيس ونقل تقرير النشاطات فصلي متركزة على التقاعد مجموعة استغلال مديرية الشبكة مجموعة الاستغلال ومديرية مجمع الاستغلال.

### 1-3 مصلحة التنشيط التجاري:

هذه المصلحة مكلفة بما يلي:

- مساعدات الوكالات لتحقيق أهداف الاستغلال في مجال البنوك وتجميع الموارد وتوثيق القروض.
- تحقيق مشروع المعاملات التجارية الخاصة بمديرية مجمع الاستغلال ومساعدات الوكالات لتحقيقه.
- تسيير ملف الزبائن الوكالات وتوطيد العلاقات بين الوكالات.

### ب- قسم الإدارة الميزانية والأعمال القضائية:

تقم هذه المصلحة بدراسة الميزانية بشكل دقيق ومتابعة القرض من الناحية القانونية والقضائية في حالة بعد المشاكل وتضم المصالح الآتية:

#### ب-1 مصلحة الشؤون القانونية: تتمثل مهامها في:

- حل النزاعات واسترجاع الديون في حالة وجود أسباب أو ظروف لدى المقترض وبالتالي يكن هناك حصر لمقترض في وضع قانوني ومتابعته من ضمان تسديد الديون عن طريق الاتصال بالمقترض للقرض (تسديد القرض وقت استحقاقه) وهذا عن طريق إرسال إشعار كتنيبه أول.
- مساعدات الوكالات في الإطار القانوني لحل المشاكل الاجتماعية كالدفاع عن حقوق البنك.
- بالإضافة إلى المتابعة بالعلاقات بين المحامين، الموثق ..... وتوزيع الأموال الموجودة بالبنك على المورثين .

#### ب-2 مصلحة الإدارة والوسائل:

تتم بتقديم الخدمات الإدارية والوسائل الضرورية فهي تقوم بدراسة الميزانية وكل ما يتعلق لها بدراسة اليومية وتوفير جميع الوسائل الضرورية.

#### ب-3 مصلحة المستخدمين:

تتم هذه المصلحة بكل ما هو شخص فهي تعول على القيام بالتسيير الأحسن والجيد وكل ما يخص العمال وحدة من خلال قيامها بالدراسات متعددة تتمثل فيما يلي:

الشخصية الذاتية لعمال وسمعتهم الأخلاقية في إطار مشوارهم المهني كما تتم بالمراقبة ومنح التقاعد، التكوين الجيد للإطارات.

#### ج/قسم المراقبة من الدرجة الأولى: في إطار مهامه هو مكلف ب:

- تحقيق المراقبة والمحاسبة في مديرية الاستغلال ووكالتها.
- مراقبة ومتابعة متوسد أيام المحاسبة الآتية من الوكالات والحالات اليومية من مديرية المحاسبة العامة (الميزانية/الأرقام/الحالات) ومصدقية الكتابة والوجه الحسن لكل وكالة.

- نقل كل حالة التواصل وحالة التواصل وحالة الوكالات إلى مديرية المحاسبة العامة.
- مراقبة فترات التعهدات بمختلف طبيعتها.
- التأكد بطريقة هامة من احترام وتطبيق التعليمات والقواعد الداخلية والخارجية للمعاملة البنكية.
- ج-1 مصلحة المراقبة العامة:** هي مكلفة بما يلي:
  - ضمان المراقبة الحسابية للوكالات التابعة لها.
  - تأكد من أن الوكالات المرتبطة بها تقوم بتقنية ملفات.
  - التجارة الخارجية تبعا لتواريخ محددة لقاعدة التبادلات.
  - الإشعار بكل خلل داخل السلم الهرمي.
  - تؤمن زيارات المراسل المحلي لمديرية فرع الاستغلال حيث يقدم لها تقرير متواصل.
  - القيام بمهام المراقبة والتفتيش المبرمج من خلال جدول من طرف مديرية فرع الاستغلال.

المبحث الثاني: دراسة تطبيقية للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية

المطلب الأول: التعليق على طرق التقييم المختلفة:

تناولنا بالشرح والتحليل لطرق ومعايير تقييم المشروعات، وأوضحنا مزايا وعيوب كل معيار، باعتبار أن كل معيار يعطي لمتخذ القرار الاستثماري معلومات مختلفة عن المعيار الآخر وذلك كما يلي:

- توفر طريقتنا فترة الاسترداد المعدلة والغير معدلة بالوقت لمتخذ القرار الاستثماري مؤشر عن درجة الخطر والسيولة الخاصة بالمشروع، فطول فترة الاسترداد يعني أن استرداد المشروع لتكلفته الاستثمارية يأخذ فترة طويلة بما يشير إلى الضعف النسبي المتوقع لسيولة المشروع، كما يعني أن التنبؤات الخاصة بالتدفقات النقدية للمشروع تمتد لفترة طويلة مما يعني ارتفاع درجة الخطر التي يواجهها المشروع.
- يكتسب معيار صافي القيمة الحالية أهميته لأنه يعطي قياسا مباشرا للمنفعة المباشرة لملاك والمساهمين في المشروع، ولذلك يعتبر هذا المقياس أفضل مؤشر للتعبير عن الربحية، بينما يوفر أسلوب معدل العائد الداخلي نسبة مئوية لمعدل العائد.
- لا يوفر أسلوب صافي القيمة الحالية معلومات عن عوامل الخطر وعدم التأكد المصاحبة للتدفقات النقدية.

ويمكن التنسيق بين VAN، TRI، وIP، في قبول أو رفض المشروعات الاستثمارية، نتيجة العلاقات التالية بين المعايير الثلاث:

- إذا كان معدل العائد الداخلي أكبر من تكلفة التمويل، فإن صافي القيمة الحالية سوف يكون دائما موجبا، ودليل الربحية سوف يكون دائما أكبر من واحد.
- إذا كان معدل العائد الداخلي أقل من تكلفة التمويل، فإن صافي القيمة الحالية سوف يكون دائما سالبا، ودليل الربحية سوف يكون أقل من واحد.
- إذا كان معدل العائد الداخلي مساويا لتكلفة التمويل، فإن صافي القيمة الحالية سوف يكون دائما سالبا للصفر، ودليل الربحية سوف يكون دائما مساويا تماما للواحد الصحيح.

وخلاصة ما تقدم أن كل معايير التقييم السابقة توفر أنواعا مختلف من المعلومات المهمة لمتخذي القرارات الاستثمارية، ونظرا لأهمية كل هذه المعايير. ليس هناك ما يمنع أن تؤخذ جميعها في الحسبان أثناء عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية والمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية. وفي ظل قرار معين قد يعطي وزنا نسبيا أعلى لأحد هذه

المعايير مقارنة بغيره من المعايير الأخرى، بشرط أن لا ينطوي هذا على تجاهل للمعلومات التي توفرها المعايير الأخرى.

**المطلب الثاني: المقاضلة بين مشروعين استثماريين في ظروف التأكد**

المشروعين مأخوذ من بنك التنمية المحلية

لدينا مشروعين استثماريين (A)، (B)، قدرت تكلفتها الاستثمارية ب 100000 دج و 130000 دج

على التوالي، وكان معامل الخصم 14% وكانت التدفقات النقدية على النحو التالي:

- الجدول رقم (1): التدفقات النقدية للمشروعين A و B

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012
المشروع A	25000	10000	30000	40000	70000
المشروع (B)	10000	50000	40000	60000	80000

من إعداد الطالب

## - جدول رقم (2): تقييم للمشروعين A وB

المشروع (B)		المشروع (A)		معامل الخصم	السنوات
القيم الحالية	التدفقات النقدية	القيم الحالية	التدفقات النقدية	14%	
(130000)	(130000)	(100000)	100000	1	0
8772	(10000)	21925	25000	0.877	2008
38450	50000	7690	10000	0.769	2009
26960	40000	20220	30000	0.674	2010
35520	60000	23680	40000	0.592	2011
41520	80000	36330	70000	0.519	2012
21300		9845		صافي القيمة الحالي VAN	
3 سنوات و 4 أشهر		3 سنوات و 10 أشهر و 15 يوما		فترة الاسترداد DR	
36%		30%		معدل العائد المحاسبي TRC	
19%		16%		معدل العائد الداخلي TIR	
1.26		1.07		مؤشر الربحية IP	

من إعداد الطالب

التعليق:

1- تقييم المردودية الاقتصادية:

1-1 معيار فترة الاسترداد:

نلاحظ أن فترة الاسترداد (DR) بالنسبة للمشروع (A) 3 سنوات و 10 أشهر و 15 يوما، أما المشروع (B) ففترة استرداده 3 سنوات و 4 أشهر. بما أن فترة الاسترداد للمشروع (B) أقل فترة استرداد للمشروع (A) فإن القرار من طرف البنك يكون بقبول المشروع (B) صاحب الأفضلية. حيث كلما طالت الفترة لاسترداد قيمة الاستثمار المبدئي، كلما زاد الخطر المتعلق بالمشروع.

من ضمن معايير اختيار المشروع فترة استرداد القرض الاستثماري وذلك بهدف تقليل نسبة المخاطرة

يمكن أن نستنتج أن فترة الاسترداد لا تستعمل فقط في معرفة المدة اللازمة لاسترداد الأموال أو التكاليف الاستثمارية فقط وإنما تستعمل أيضا في المقاضلة بين المشاريع.

#### 2-1- معدل العائد المحاسبي:

نلاحظ أن معدل العائد المحاسبي (TRC) للمشروع (A) يقدر بـ 30%، أما المشروع (B) فيقدر بـ 36%. فمن الناحية النظرية يعتبر معدل العائد المحاسبي مقبولا لكلا المشروعين، لأنه أكبر من معدل العائد المطلوب. ومنه فالمشروع ذو متوسط العائد السنوي الأعلى سيكون الأكثر مردودية، وأقل خطرا لأنه كلما كان العائد المحاسبي أكبر كلما قلت درجة الخطورة وعليه فان البنك أن يختار المشروع (B).

#### 3-1- معيار صافي القيمة الحالية:

نلاحظ أن صافي القيمة الحالية (VAN) بالنسبة للمشروع (A) تقدر بـ 9845 دج، أما بالنسبة للمشروع (B) تقدر بـ 21300 دج. من الناحية النظرية فكلا المشروعين مربحين. لأن كلاهما يعطينا قيمة موجبة. الا أنه من ناحية المقاضلة بين المشروعين فنأخذ المشروعين الذي يعطي لنا أعلى قيمة صافية. ومنه نأخذ المشروع (B).

#### 4-1- معيار معدل العائد الداخلي:

نلاحظ أن معدل العائد الداخلي (TIR) للمشروع (A) يقدر بـ 16%، أما المشروع (B) فيقدر بـ 19%. فمن الناحية النظرية فكلا المشروعين مربحين، لأنهما أكبر من معدل الخصم. فهذا يعني أن المشروع قادر على سد قيمته الاستثمارية مع عائد معين يفوق ما كان يمكن الحصول عليه من السوق المالي. فمن ناحية المقاضلة بين المشروعين فيتم اختيار المشروع الذي يعطي لنا أعلى معدل، والذي هو المشروع (B).

#### 5-1- معيار مؤشر الربحية:

نلاحظ أن كلا المشروعين أكبر من 1 وبالتالي كلاهما يحقق ربحية. لكن المشروع (A) يمثل 1.07 وبالتالي فهو قريب من الواحد. أيتم اختيار المشروع صاحب أعلى دليل ربحية. وعليه فيتم اختيار المشروع (B). حيث تقدر قيمته 1.26 مقارنة بالمشروع (A)، الذي تقدر قيمته بـ 1.07.

المطلب الثالث: المقارنة بين المشاريع الاستثمارية في ظل ظروف المخاطرة

الجدول رقم (3): تقديرات احتمالية لصافي القيمة الحالية للمشروعين A و B

VAN(B)	VAN (A)	احتمال حدوث الحالة Pj	الحالة الاقتصادية
20%	90%	30%	رواج
15%	15%	40%	ظروف طبيعية (عادي)
10%	-60%	30%	كساد

من إعداد الطالب

2- تقييم المردودية في ظل ظروف المخاطرة

2-1- القيمة المتوقعة لصافي التدفقات النقدية:

الحل:

لدينا:

$$E(VAN) = \sum_{j=1}^n VAN_j P_j$$

$$E(VAN) : A = 0.9 \times 0.3 + 0.15 \times 0.4 - 0.6 \times 0.3 = 0.15$$

$$E(VAN) : B = 0.2 \times 0.3 + 0.15 \times 0.4 + 0.1 \times 0.3 = 0.15$$

التعليق

يلاحظ أن القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية للمشروعين A و B متساوية وتساوي 15% من القيمة الأولية للاستثمار. ولكون معيار القيمة المتوقعة لصافي التدفقات النقدية قد يؤدي إلى الاختيار الخاطئ نتيجة عدم موضوعية التوزيعات الاحتمالية للمخاطرة أو تشتتها، واختلاف نسب الاحتمالات المرتبطة بالظروف المختلفة. فيتم الاستعانة بالانحراف المعياري.

2-2- الانحراف المعياري:

$$\delta = \sqrt{\sum_{j=1}^n p_j (VAN_j - E(VAN))^2}$$

$$\delta A = \sqrt{(0.9 - 0.15)^2 \times 0.3 + (0.15 - 0.15)^2 \times 0.4 + (-0.6 - 0.15)^2 \times 0.3}$$

$$\delta A = 0.581 = 58.1\%$$

$$\delta B = \sqrt{(0.2 - 0.15)^2 \times 0.3 + (0.15 - 0.15)^2 \times 0.4 + (0.1 - 0.15)^2 \times 0.3}$$

$$B = 0.116 = 11.6\%$$

يلاحظ أن:  $\delta B < \delta A$  أي أن الانحراف المعياري للتوزيع الاحتمالي لـ A يقدر بـ 58.1% أما الانحراف المعياري للتوزيع الاحتمالي لـ B يقدر بـ 11.6%، كلما كان الانحراف المعياري للتوزيع الاحتمالي كبير، كلما دل ذلك إلى ارتفاع درجة المخاطرة وعليه فيتم اختيار المشروع B.

### 2-3- معامل الاختلاف:

حساب معامل التغير CV للمشروعين A و B.

$$CV = \frac{\delta}{E(VAN)}$$

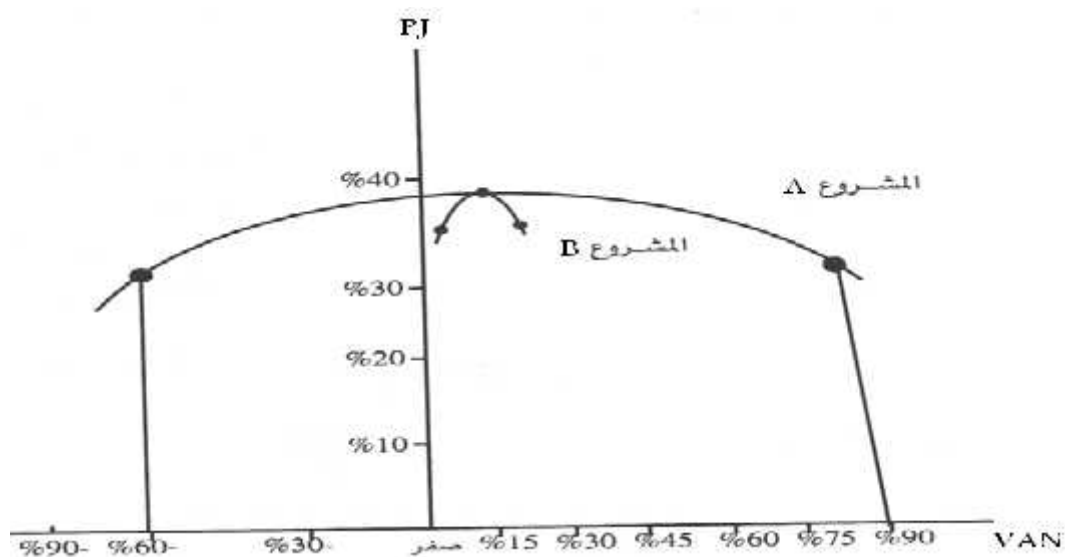
$$CV_A = \frac{\delta A}{E(VAN_A)} = \frac{0.581}{0.15} = 3.873 = 387.3\%$$

$$CV_B = \frac{\delta B}{E(VAN_B)} = \frac{11.6}{0.15} = 0.773 = 77.3\%$$

### التعليق:

من خلال هذه الدراسة نجد أن معامل الاختلاف للمشروع A يقدر بـ 387.3% أما معامل الاختلاف للمشروع B يقدر بـ 77.3%. حيث كلما انخفض هذا الانحراف كان ذلك مستحسنًا للدلالة على انخفاض درجة المخاطرة. ومنه نستنتج أن المشروع A أكبر مخاطرة من المشروع B. وعليه فخير الاستثمار من طرف البنك يكون في المشروع B. والشكل التالي يوضح مخاطر كلا المشروعين.

الشكل رقم (8): التوزيع الاحتمالي للقيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية



المصدر: من إعداد الطالب

التعليق:

يمثل الرسم البياني أن مخاطرة المشروع A أكبر مخاطرة من المشروع B. بما أن صافي القيمة الحالية متساوية لكلا المشروعين، فهذا يعتبر غير كافي. أن مدى تشتت القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية للمشروع (A) على القيمة المركزية، أكبر من مدى تشتت قيم المشروع (B)، أي ( $\delta B < \delta A$ ) وهذا يوضح أن خطر المشروع (B) أقل من خطر المشروع (A)، وبالتالي المشروع (B) هو المشروع الأفضل.

#### 4-1- شجرة القرار

حالة تطبيقية: لدينا صافي التدفقات النقدية للمشروعين A و B في الجدول التالي:

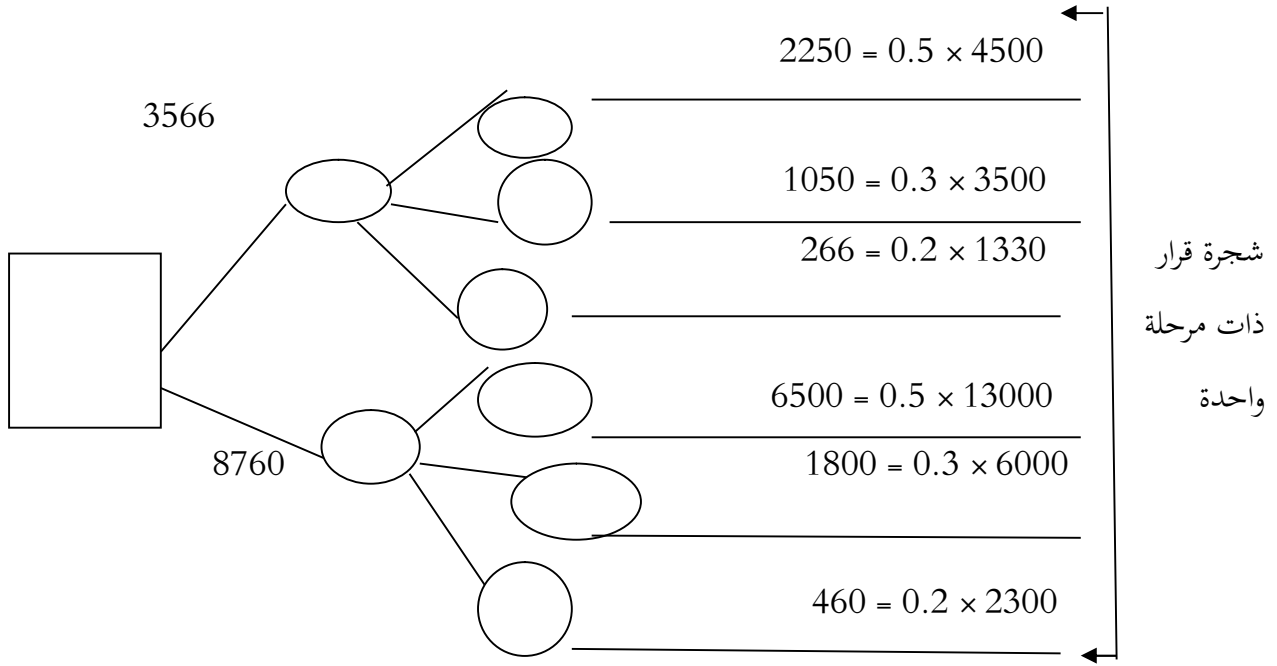
جدول رقم (4): صافي التدفقات النقدية للمشروعين A و B

حالة الاقتصاد			صافي التدفقات النقدية	المشروع
انكماش	مستقر	ازدهار		
1330	3500	4500	VAN A	المشروع A
2300	6000	13000	VAN B	المشروع B
0.2	0.3	0.5	احتمال	

من إعداد الطالب

من خلال الجدول التالي نشكل شجرة القرار ذات المرحلة الأولى:

الشكل رقم (9): شجرة قرار للقيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمشروعين A و B



من إعداد الطالب

التعليق:

نلاحظ من خلال شجرة القرار أن القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية للمشروع A تقدر بـ 3566 دج، أما القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية للمشروع B تقدر بـ 8760 دج. ومنه نستنتج أن المشروع الاستثماري B له الأفضلية من ناحية خيار الاستثمار من طرف البنك لأنه يعظم القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية.

### خلاصة الفصل:

تناولنا في هذا الفصل الدراسة الميدانية لآليات اختيار المشاريع الاستثمارية. حيث يتم تقييم المشروع الاستثماري من حيث الجدوى ومن حيث المر دودية التجارية للمشروع. وهذا التقييم يتم وفق ظروف الاستثمار، التي نجدها تتسم أحيانا بالتأكد وأحيانا أخرى بالمخاطرة .

ففي حالات التأكد، يستعمل في التقييم معايير سهلة التطبيق والفهم، على عكس المعايير المستعملة في حالات المخاطرة، والتي تتسم بالصعوبة والغموض في الفهم والتطبيق.

الخاتمة العامة

## الخاتمة العامة

نظرا للوضع الاقتصادي الذي تعيشه الجزائر و في ظل التغيرات الاقتصادية المتسارعة، استوجب علينا التطرق إلى موضوع دراسة و تقييم المشاريع الاستثمارية الذي يخص كل اقتصاد و كل مؤسسة، و كل من يدخل في عالم الأعمال، إلا أن الأمر يتطلب قرارات حاسمة حيث أي خطأ في اتخاذها سيؤدي إلى حتمية الإفلاس و الزوال، و بالتالي لتفادي ذلك استوجب على الأطراف المعنية بالاستثمار فهم مشاريعهم الاستثمارية فهما جيدا و القيام بدراسة تحليلية مبنية على أسس و طرق علمية. فمن أجل نجاح أي مشروع لابد من الأخذ بعين الاعتبار ما ستلزمه من موارد ودرجة توفرها. إضافة إلى أهمية هذا المشروع في محيطه الاقتصادي، سواء من ناحية المدخيل التي يحققها، أو من ناحية أكثر اجتماعية منها اقتصادية وهي مسألة التشغيل.

إن عملية التقييم ودراسة المشروع عملية دقيقة فهذه الدراسة هي التي من شأنها أن تتخذ قرار الاستثمار بالقبول أو بالرفض قبل الشروع في الاستثمار. وتنقسم معايير التقييم إلى صنفين، فالصنف الأول يعتمد على معايير في ظروف مضمونة و تؤكد تام، أما الصنف الثاني فيأخذ بعين الاعتبار ظروف المخاطرة الناجمة عنها. و خلاصة ما تقدم أن كل معايير التقييم السابقة توفر أنواعا مختلفة من المعلومات المهمة لمتخذي القرارات الاستثمارية، ونظرا لأهمية كل هذه المعايير، ليس هناك ما يمنع أن تؤخذ جميعها في الحسبان أثناء عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية والمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية، فاتخاذ قرار معين قد يعطي وزنا نسبيا أعلى لأحد هذه المعايير مقارنة بغيره من المعايير الأخرى، لكن يجب ألا ينطوي هذا القرار على تجاهل للمعلومات التي توفرها المعايير الأخرى.

**اختبار صحة الفرضيات:** من خلال الدراسة الميدانية تم التحقق من صحة الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى: تعتبر الفرضية الأولى صحيحة، وهذا لان الهدف من عملية الاستثمار هو تحقيق الربح أو خلق قيمة سواء كانت مادية أو معنوية.

الفرضية الثانية: تعتبر الفرضية صحيحة وهذا نظرا لعدم التحكم في المستقبل وبالتالي تزيد درجة المخاطرة وعليه يتم الاستعانة بمعايير تحت ظروف التأكد ومعايير تحت ظروف المخاطرة.

الفرضية الثالثة: فمن خلال الدراسة التطبيقية تبين لنا أن أساس المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية هو عملية التقييم بطريقة رياضية.

تم التوصل من خلال دراسة المفاضلة بين المشروعين الاستثماريين إلى النتائج الآتية:

- ان المشروع (B)، يعتبر أقل خطورة مقارنة بالمشروع (A) مما يعني زيادة في العائد على الاستثمار في المشروع (B)، وعليه فان بنك التنمية المحلية يختار المشروع (B).
- عدم وجود تعارض بين المؤشرات في عملية تقييم المشروع.
- إن قرار إنشاء مشروع استثماري يحتاج إلى التأكد من مدى توافر مصادر التمويل وبتكلفة مقبولة اقتصادياً، وأن يتناسب العائد المتوقع من الاستثمار مع المخاطر المصاحبة له، ومع تكلفة الحصول على الأموال.
- تعتبر عملية إعداد تقديرات التدفقات النقدية المتوقعة أهم خطوة عند تقييم المشروعات الاستثمارية بسبب اعتماد جميع معايير وأساليب التقييم على هذه التقديرات، هذه الأهمية لا تتمثل في تحقق هذه التقديرات على الوجه المخطط، وإنما في احتمال أن يؤدي وجود أخطاء بها إلى اختيار خاطئ للمشروع الاستثماري الأفضل.
- في أي قرار استثماري نجد أن عائد الاستثمار وتكلفة التمويل هو الإطار المرجعي الذي نحكم على أساسه. فالمستثمر يقبل الاستثمار في مشروع إذا كان العائد على الاستثمار يزيد أو يساوي على الأقل تكلفة تمويل هذا الاستثمار وبتعبير آخر يقبل الاستثمار فقط عندما لا يقل معدل العائد المتوقع الحصول عليه عن معدل العائد المطلوب.

#### التوصيات:

- ضرورة توفير قوانين وتشريعات محفزة للاستثمار في الدول، لا القوانين المعرقة لها مع توفير المرونة في مصادر التمويل.
- ضرورة توفير دليل يساعد المستثمر في إتباع الدراسات الواجب القيام بها على المشروع قبل تنفيذه، مع إلزامية تقديم نتائج الدراسات إلى وكالة ترقية الاستثمار التي تصدر قرارها إما بقيام المشروع أو برفضه.
- ضرورة توفير المعطيات والبيانات اللازمة للمستثمرين تساعدهم على تقييم المشروعات المقترحة.
- ضرورة استبعاد أو عدم قبول المشاريع الضخمة لتكاليفها التشغيلية والاستثمارية لتكون المرونة في منح القروض متماشية مع المشاريع ذات الربحية التجارية والوطنية، وليس التي الهدف منها هو الحصول على القروض.

# المراجع

## المراجع

❖ باللغة العربية:

### 1- الكتب:

- ضرار العتيبي، نضال الحواري، إدارة المشروعات الإنمائية، دار المازوري للنشر والتوزيع، ط03، القاهرة، 2007.
- عبد الرسول عبد الرزاق الموسوي، دراسة الجدوى وتقييم المشروعات، دار وائل للنشر، ط1، عمان، الأردن، 2004.
- عمر صخري، تحليل الاقتصاد الكلي، ديوان المطبوعات الجامعية، ط2، القاهرة، 1998.
- محمد توفيق قاضي، إدارة وجدولة المشاريع، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، ط01، الاسكندرية، 2000.
- يعقوب عبد الكريم، دراسات جدوى المشروع، دار أسامة للنشر والتوزيع، ط01، عمان، الأردن، 2009.
- سعيد عبد العزيز عثمان، دراسات جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، ط02، الإسكندرية، مصر، 2004.
- عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، ط02، الإسكندرية، 2006.
- عبد القادر محمد، عبد القادر عطية، دراسات الجدوى التجارية والاقتصادية والاجتماعية مع مشروعات BOT، الدار الجامعية، ط02، الإسكندرية، 2007.

- قاسم ناجي حمدي، أسس إعداد دراسات الجدوى وتقييم المشروعات:مدخل نظري وتطبيقي، دار المناهج للنشر والتوزيع، ط 02، عمان، الأردن، 2008.
- محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، ط2، الأردن، 2004.
- يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، التسيير المالي (الإدارة المالية: دروس وتطبيقات)، دار وائل للنشر، ط02، عمان، الأردن، 2006.
- محمد فريد مصطفى، دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية، ط 02، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009.
- محمد محمود العجلوني، سعيد سامي الحلاق، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات. دار اليازوري العلمية للنشر، ط 01، الأردن، 2010.
- عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، ط 01، الاسكندرية، 2002.
- قاسم ناجي حمدي، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات، الجوانب المالية والاقتصادية والاجتماعية، دار المناهج، ط2، الاردن، 2005.
- سعيد عبد العزيز عثمان، دراسات جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، ط01، الإسكندرية، مصر، 2009.
- أحمد غنيم، قرارات إنشاء المشروعات الجديدة نظريا وتطبيقيا، المستقبل للطباعة والنشر، ط01، بورسعيد، مصر، 1999.

## 2- مذكرات ورسائل:

- ابتسام حسن، تقييم المشروعات الاستثمارية في ظروف المخاطرة وعدم التأكد باستخدام أسلوب المحاكاة، رسالة ماجستير، في علوم التسيير، تخصص ادارة مؤسسات. جامعة وهران، الجزائر. 2006.
- بن مسعود نصر الدين، دراسة وتقييم المشاريع الاستثمارية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص بحوث العمليات وتسيير المؤسسة، جامعة تلمسان، الجزائر، 2010.
- سفيان فنيط، تقييم المشاريع الاقتصادية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2006.
- عيساني صوري، يحياوي رقية، دور الجهاز المصرفي في تمويل المشاريع الاستثمارية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، فرع بنوك مالية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2005.
- محمد قويدري، أسس دراسات الجدوى ومعايير تقييم المشروعات الاستثمارية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، في علوم التسيير، جامعة الجزائر 2، الجزائر، 2003.
- مسيكة بوفامة، زهير بعداش، نماذج تقييم المشاريع الاستثمارية بين النظرية والتطبيق وانعكاساتها على الاقتصاديات النامية، أطروحة دكتوراه دولة، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية، 2001.
- بن حسان حكيم. رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير. فرع إدارة الأعمال. جامعة الجزائر 2. الجزائر. 2008.
- فاطمة الحاج قويدر، التمويل كأداة لاستمرارية المشاريع الاستثمارية، مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2013.

### 3- مداخلات في الملتقيات والمؤتمرات:

- حسين بلعجوز، الملتقى الوطني حول إدارة المخاطر والتحكم فيها، المركز الجامعي، جيجل، الجزائر، 2011.

### 4- المواقع الإلكترونية:

- سليمة نشنش، دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرار الاستثماري المالي، تاريخ التصفح: 2016/03/05

[http://www.ostadz.com/index.php?option=com\\_content&view=article&id](http://www.ostadz.com/index.php?option=com_content&view=article&id)

- عبد العال هاشم ، مفاهيم وخصائص القرارات الاستثمارية والعوامل المؤثرة فيها. تاريخ التصفح: 2016/03/12

[www.sharkacademy.com/index.php](http://www.sharkacademy.com/index.php)

- إيهاب مقابلة، دراسة الجدوى وتقييم المشروعات، تاريخ التصفح: 2016/03/22.

<http://www.acc4arabe.com/acc/showread.php?t=1888>

- مليكة زغيب، الياس بوجعادة، دراسة أسس صناعة قرار التمويل المؤسسة الاقتصادية تاريخ التصفح:

<http://www.ifpedia.com/arab/wpcontent/uploads> 2016/03/10

❖ باللغة الأجنبية:

Jacky koéhl, Les investissements, Edition Dunod, FRANCE 2003 .

Philippe Nasr, "La Gestion de projet", Gaetan Morin éditeur, Canada, 2006.

# قائمة الملاحق

## BILAN PREVISIONNEL 1 ANNE

EDITION DU: 14/05/2013 12:47  
EXERCICE:01/01/11 AU 31/12/11

## BILAN (PASSIF) &lt;copie provisoire&gt;

	NOTE	N	N-1
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis		12 208 347,00	
Capital non appelé			
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)			
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net du groupe (1)		1 348 508,00	
Autres capitaux propres - Report à nouveau		245 974,00	
Part de la société consolidante (1)			
Part des minoritaires (1)			
<b>TOTAL I</b>		<b>13 802 829,00</b>	
<b>PASSIFS NON-COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières		8 786 960,00	
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance			
<b>TOTAL II</b>		<b>8 786 960,00</b>	
<b>PASSIFS COURANTS:</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés		588 250,00	
Impôts		584 220,00	
Autres dettes		8 617 545,00	
Trésorerie passif			
<b>TOTAL III</b>		<b>7 790 015,00</b>	
<b>TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)</b>		<b>30 379 804,00</b>	

(1) A utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

## BILAN PREVISIONNEL 1 ANNE

EDITION DU: 14/05/2013 12:47  
EXERCICE:01/01/11 AU 31/12/11

## BILAN (ACTIF) &lt;copie provisoire&gt;

ACTIF	NOTE	N		N-1
		Montants Bruts	Amortissements Provisions et pertes de valeurs	Net
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
<b>Immobilisations incorporelles</b>				
<b>Immobilisations corporelles</b>				
Terrains				
Bâtiments				
Autres immobilisations corporelles		34 074 367,00	8 118 245,00	25 956 122,00
Immobilisations en concession				
<b>Immobilisations encours</b>				
<b>Immobilisations financières</b>				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées				
Autres titres immobilisés				
Prêts et autres actifs financiers non courants				
Impôts différés actif				
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>34 074 367,00</b>	<b>8 118 245,00</b>	<b>25 956 122,00</b>
<b>ACTIF COURANT</b>				
<b>Stocks et encours</b>		3 786 255,00		3 786 255,00
<b>Créances et emplois assimilés</b>				
Clients				
Autres débiteurs		186 422,00		186 422,00
Impôts et assimilés				
Autres créances et emplois assimilés				
<b>Disponibilités et assimilés</b>				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie		451 005,00		451 005,00
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>4 423 682,00</b>		<b>4 423 682,00</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>38 498 049,00</b>	<b>8 118 245,00</b>	<b>30 379 804,00</b>

## BILAN PREVISIONNEL 1 ANNE

EDITION DU: 14/05/2013 12:47  
EXERCICE:01/01/11 AU 31/12/11

## BILAN (PASSIF) &lt;copie provisoire&gt;

	NOTE	N	N-1
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis		12 208 347,00	
Capital non appelé			
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)			
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net du groupe (1)		1 348 508,00	
Autres capitaux propres - Report à nouveau		245 974,00	
<b>Part de la société consolidante (1)</b>			
<b>Part des minoritaires (1)</b>			
<b>TOTAL I</b>		<b>13 802 829,00</b>	
<b>PASSIFS NON-COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières		8 786 960,00	
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance			
<b>TOTAL II</b>		<b>8 786 960,00</b>	
<b>PASSIFS COURANTS:</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés		588 250,00	
Impôts		584 220,00	
Autres dettes		8 617 545,00	
Trésorerie passif			
<b>TOTAL III</b>		<b>7 790 015,00</b>	
<b>TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)</b>		<b>30 379 804,00</b>	

(1) A utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

## BILAN PREVISIONNEL 1 ANNE

EDITION DU: 14/05/2013 12:47  
EXERCICE:01/01/11 AU 31/12/11

## BILAN (ACTIF) &lt;copie provisoire&gt;

ACTIF	NOTE	N			N-1
		Montants Bruts	Amortissements Provisions et pertes de valeurs	Net	Net
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif					
<b>Immobilisations incorporelles</b>					
<b>Immobilisations corporelles</b>					
Terrains					
Bâtiments					
Autres immobilisations corporelles		34 074 367,00	8 118 245,00	25 956 122,00	
Immobilisations en concession					
<b>Immobilisations encours</b>					
<b>Immobilisations financières</b>					
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants					
Impôts différés actif					
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>34 074 367,00</b>	<b>8 118 245,00</b>	<b>25 956 122,00</b>	
<b>ACTIF COURANT</b>					
<b>Stocks et encours</b>		3 786 255,00		3 786 255,00	
<b>Créances et emplois assimilés</b>					
Clients					
Autres débiteurs		186 422,00		186 422,00	
Impôts et assimilés					
Autres créances et emplois assimilés					
<b>Disponibilités et assimilés</b>					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		451 005,00		451 005,00	
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>4 423 682,00</b>		<b>4 423 682,00</b>	
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>38 498 049,00</b>	<b>8 118 245,00</b>	<b>30 379 804,00</b>	



## COMPTE DE RESULTAT /NATURE &lt;copie provisoire&gt;

	NOTE	N	N-1
Ventes et produits annexes		13 372-743,00	
Variation stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
<b>I-PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>13 372 743,00</b>	
Achats consommés		-324 555,00	
Services extérieurs et autres consommations		-5 031 069,00	
<b>II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>		<b>-5 355 624,00</b>	
<b>III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)</b>		<b>8 017 119,00</b>	
Charges de personnel		-615 225,00	
Impôts, taxes et versements assimilés		-810 422,00	
<b>IV-EXECDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>		<b>6 591 472,00</b>	
Autres produits opérationnels			
Autres charges opérationnelles		-304 566,00	
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs		-4 938 398,00	
Reprise sur pertes de valeur et provisions			
<b>V- RESULTAT OPERATIONNEL</b>		<b>1 348 508,00</b>	
Produits financiers			
Charges financiers			
<b>IV-RESULTAT FINANCIER</b>			
<b>IV-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS ( V+VI)</b>		<b>1 348 508,00</b>	
Impôts exigibles sur résultats ordinaires			
Impôts différés ( Variations ) sur résultats ordinaires			
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>13 372 743,00</b>	
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>-12 024 235,00</b>	
<b>VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>1 348 508,00</b>	
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
<b>IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>			
<b>X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>			

## BILAN (ACTIF) &lt;copie provisoire&gt;

ACTIF	NOTE	N		N-1
		Montants Bruts	Amortissements Provisions et pertes de valeurs	Net
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles				
Immobilisations corporelles				
Terrains				
Bâtements				
Autres immobilisations corporelles		34 074 367,00	13 066 843,00	21 017 724,00
Immobilisations en concession				
Immobilisations encours				
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées				
Autres titres immobilisés				
Prêts et autres actifs financiers non courants				
Impôts différés actif				
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>34 074 367,00</b>	<b>13 066 843,00</b>	<b>21 017 724,00</b>
<b>ACTIF COURANT</b>				
Stocks et encours		3 648 521,00		3 648 521,00
Créances et emplois assimilés				
Clients		4 057 343,20		4 057 343,20
Autres débiteurs		304 556,00		304 556,00
Impôts et assimilés				
Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie		514 920,00		514 920,00
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>8 525 340,20</b>		<b>8 525 340,20</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>42 599 707,20</b>	<b>13 066 843,00</b>	<b>29 543 064,20</b>

## BILAN (PASSIF) &lt;copie provisoire&gt;

	NOTE	N	N-1
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis		12 454 321,00	
Capital non appelé			
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)			
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net du groupe (1)		1 550 784,20	
Autres capitaux propres - Report à nouveau		1 348 508,00	
<b>Part de la société consolidante (1)</b>			
<b>Part des minoritaires (1)</b>			
<b>TOTAL I</b>		<b>15 353 613,20</b>	
<b>PASSIFS NON-COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières		7 029 568,00	
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance			
<b>TOTAL II</b>		<b>7 029 568,00</b>	
<b>PASSIFS COURANTS:</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés		580 665,00	
Impôts		562 125,00	
Autres dettes		6 017 093,00	
Trésorerie passif			
<b>TOTAL III</b>		<b>7 159 883,00</b>	
<b>TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)</b>		<b>29 543 064,20</b>	

(1) A utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés



## COMpte DE RESULTAT /NATURE &lt;copie provisoire&gt;

	NOTE	N	N-1
Ventes et produits annexes		13 414 054,20	
Variation stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
<b>I-PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>13 414 054,20</b>	
Achats consommés		-360 526,00	
Services extérieurs et autres consommations		-4 899 971,00	
<b>II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>		<b>-5 260 497,00</b>	
<b>III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)</b>		<b>8 153 557,20</b>	
Charges de personnel		-610 250,00	
Impôts, taxes et versements assimilés		-808 225,00	
<b>IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>		<b>6 735 082,20</b>	
Autres produits opérationnels			
Autres charges opérationnelles		-245 900,00	
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs		-4 938 398,00	
Reprise sur pertes de valeur et provisions			
<b>V- RESULTAT OPERATIONNEL</b>		<b>1 550 784,20</b>	
Produits financiers			
Charges financiers			
<b>IV-RESULTAT FINANCIER</b>			
<b>IV-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS ( V+VI)</b>		<b>1 550 784,20</b>	
Impôts exigibles sur résultats ordinaires			
Impôts différés ( Variations ) sur résultats ordinaires			
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>13 414 054,20</b>	
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>-11 863 270,00</b>	
<b>VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>1 550 784,20</b>	
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
<b>IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>			
<b>X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>1 550 784,20</b>	

## BILAN (ACTIF) &lt;copie provisoire&gt;

ACTIF	NOTE	N		N-1
		Montants Bruts	Amortissements Provisions et pertes de valeurs	Net
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
<b>Immobilisations incorporelles</b>				
<b>Immobilisations corporelles</b>				
Terrains				
Bâtimens				
Autres immobilisations corporelles		34 074 367,00	17 995 041,00	16 079 326,00
Immobilisations en concession				
<b>Immobilisations encours</b>				
<b>Immobilisations financières</b>				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées				
Autres titres immobilisés				
Prêts et autres actifs financiers non courants				
Impôts différés actif				
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>34 074 367,00</b>	<b>17 995 041,00</b>	<b>16 079 326,00</b>
<b>ACTIF COURANT</b>				
<b>Stocks et encours</b>		3 755 250,00		3 755 250,00
<b>Créances et emplois assimilés</b>				
Clients		3 625 446,00		3 625 446,00
Autres débiteurs		376 005,00		376 005,00
Impôts et assimilés				
Autres créances et emplois assimilés				
<b>Disponibilités et assimilés</b>				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie		3 601 468,20		3 601 468,20
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>11 558 169,20</b>		<b>11 558 169,20</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>45 632 536,20</b>	<b>17 995 041,00</b>	<b>27 637 495,20</b>

## BILAN (PASSIF) &lt;copie provisoire&gt;

	NOTE	N	N-1
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis		13 802 829,00	
Capital non appelé			
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)			
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net du groupe (1)		1 601 225,00	
Autres capitaux propres - Report à nouveau		1 550 784,20	
<b>Part de la société consolidante (1)</b>			
<b>Part des minoritaires (1)</b>			
<b>TOTAL I</b>		<b>16 954 838,20</b>	
<b>PASSIFS NON-COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières		5 272 176,00	
<b>Impôts (différés et provisionnés)</b>			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance			
<b>TOTAL II</b>		<b>5 272 176,00</b>	
<b>PASSIFS COURANTS:</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés		511 250,00	
Impôts		482 651,00	
Autres dettes		4 416 580,00	
Trésorerie passif			
<b>TOTAL III</b>		<b>5 410 481,00</b>	
<b>TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)</b>		<b>27 637 495,20</b>	

(1) A utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés



## COMPTE DE RESULTAT /NATURE &lt;copie provisoire&gt;

	NOTE	N	N-1
Ventes et produits annexes		13 555 816,00	
Variation stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
<b>I-PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>13 555 816,00</b>	
Achats consommés		-354 820,00	
Services extérieurs et autres consommations		-4 967 274,00	
<b>II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>		<b>-5 322 094,00</b>	
<b>III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)</b>		<b>8 233 722,00</b>	
Charges de personnel		-601 552,00	
Impôts, taxes et versements assimilés		-792 005,00	
<b>IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>		<b>6 840 165,00</b>	
Autres produits opérationnels			
Autres charges opérationnelles		-300 542,00	
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs		-4 938 398,00	
Reprise sur pertes de valeur et provisions			
<b>V- RESULTAT OPERATIONNEL</b>		<b>1 601 225,00</b>	
Produits financiers			
Charges financiers			
<b>IV-RESULTAT FINANCIER</b>			
<b>IV-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS ( V+VI)</b>		<b>1 601 225,00</b>	
Impôts exigibles sur résultats ordinaires			
Impôts différés ( Variations ) sur résultats ordinaires			
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>13 555 816,00</b>	
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>-11 954 591,00</b>	
<b>VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>1 601 225,00</b>	
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
<b>IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>			
<b>X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>1 601 225,00</b>	



## BILAN (ACTIF) &lt;copie provisoire&gt;

ACTIF	NOTE	N		Net	N-1 Net
		Montants Bruts	Amortissements Provisions et pertes de valeurs		
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif					
immobilisations incorporelles					
immobilisations corporelles					
Terrains					
Bâtiments					
Autres immobilisations corporelles		34 074 367,00	22 932 409,00	11 140 928,00	
Immobilisations en concession					
Immobilisations en cours					
Immobilisations financières					
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants					
Impôts différés actif					
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>34 074 367,00</b>	<b>22 932 409,00</b>	<b>11 140 928,00</b>	
<b>ACTIF COURANT</b>					
Stocks et encours		3 604 255,00		3 604 255,00	
Créances et emplois assimilés					
Clients		8 657 717,00		8 657 717,00	
Autres débiteurs		852 455,00		852 455,00	
Impôts et assimilés					
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>13 214 427,00</b>		<b>13 214 427,00</b>	
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>47 288 794,00</b>	<b>22 932 409,00</b>	<b>24 356 385,00</b>	

## BILAN (PASSIF) &lt;copie provisoire&gt;

	NOTE	N	N-1
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis			-
Capital non appelé		15 353 613,20	
Primas et réserves - Réserves consolidés (1)			
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net du groupe (1)		2 239 496,80	
Autres capitaux propres - Report à nouveau		1 601 225,00	
<b>Part de la société consolidante (1)</b>			
<b>Part des minoritaires (1)</b>			
<b>TOTAL I</b>		<b>19 194 337,00</b>	
<b>PASSIFS NON-COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières		3 514 784,00	
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance			
<b>TOTAL II</b>		<b>3 514 784,00</b>	
<b>PASSIFS COURANTS:</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés		428 744,00	
Impôts			
Autres dettes		1 217 490,00	
Trésorerie passif			
<b>TOTAL III</b>		<b>1 646 234,00</b>	
<b>TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)</b>		<b>24 356 385,00</b>	

(1) A utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés



N° D'IDENTIFICATION:125478944578545

## COMPTE DE RESULTAT /NATURE &lt;copie provisoire&gt;

	NOTE	N	N-1
Ventes et produits annexes		13 812 896,80	
Variation stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
<b>I-PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>13 812 896,80</b>	
Achats consommés		-351 845,00	
Services extérieurs et autres consommations		-4 752 476,00	
<b>II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>		<b>-5 104 321,00</b>	
<b>III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)</b>		<b>8 708 575,80</b>	
Charges de personnel		-594 885,00	
Impôts, taxes et versements assimilés		-725 110,00	
<b>IV-EXECDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>		<b>7 388 580,80</b>	
Autres produits opérationnels			
Autres charges opérationnelles			
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs		-4 938 398,00	
Reprise sur pertes de valeur et provisions			
<b>V- RESULTAT OPERATIONNEL</b>		<b>2 450 182,80</b>	
Produits financiers			
Charges financiers		-210 684,00	
<b>IV-RESULTAT FINANCIER</b>		<b>-210 684,00</b>	
<b>IV-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS ( V+VI)</b>		<b>2 239 498,80</b>	
Impôts exigibles sur résultats ordinaires			
Impôts différés ( Variations ) sur résultats ordinaires			
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>13 812 896,80</b>	
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>-11 573 398,00</b>	
<b>VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>2 239 498,80</b>	
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
<b>IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>			
<b>X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>2 239 498,80</b>	



UNV XX

EDITION DU: 27/05/2013 10:26  
EXERCICE:01/01/2011 AU 31/12/2011

N° D'IDENTIFICATION:125478944578545

## BILAN (ACTIF) &lt;copie provisoire&gt;

ACTIF	NOTE	N		N-1
		Montants Bruts	Amortissements, Provisions et pertes de valeurs	
Net				Net
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles				
Immobilisations corporelles				
Terrains				
Bâtiments				
Autres immobilisations corporelles		34 074 387,00	27 871 837,00	6 202 550,00
Immobilisations en concession				
Immobilisations en cours				
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées				
Autres titres immobilisés				
Prêts et autres actifs financiers non courants				
Impôts différés actif				
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>34 074 387,00</b>	<b>27 871 837,00</b>	<b>6 202 550,00</b>
<b>ACTIF COURANT</b>				
Stocks et encours		3 855 252,00		3 855 252,00
Créances et emplois assimilés				
Clients		11 376 920,00		11 376 920,00
Autres débiteurs		2 964 788,00		2 964 788,00
Impôts et assimilés				
Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants				
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>18 196 960,00</b>		<b>18 196 960,00</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>52 271 347,00</b>	<b>27 871 837,00</b>	<b>24 399 490,00</b>

UNV XX

EDITION DU: 27/05/2013 10:29  
EXERCICE:01/01/2011 AU 31/12/2011

N° D'IDENTIFICATION:125478944578545

## BILAN (PASSIF) &lt;copie provisoire&gt;

	NOTE	N	N-1
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis		16 954 838,20	
Capital non appelé			
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)			
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net du groupe (1)		3 136 219,00	
Autres capitaux propres - Report à nouveau		2 230 408,80	
<b>Part de la société consolidante (1)</b>			
<b>Part des minoritaires (1)</b>			
<b>TOTAL I</b>		<b>22 330 556,00</b>	
<b>PASSIFS NON-COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières		1 757 392,00	
<b>Impôts (différés et provisionnés)</b>			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance			
<b>TOTAL II</b>		<b>1 757 392,00</b>	
<b>PASSIFS COURANTS:</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés		311 542,00	
Impôts			
Autres dettes			
Trésorerie passif			
<b>TOTAL III</b>		<b>311 542,00</b>	
<b>TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)</b>		<b>24 399 490,00</b>	

(1) A utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

N° D'IDENTIFICATION:125478944578545

**COMPTE DE RESULTAT /NATURE <copie provisoire>**

	NOTE	N	N-1
Ventes et produits annexes		13 812 896,80	
Variation stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
<b>I-PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>13 812 896,80</b>	
Achats consommés		-351 845,00	
Services extérieurs et autres consommations		-4 752 476,00	
<b>II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>		<b>-5 104 321,00</b>	
<b>III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)</b>		<b>8 708 575,80</b>	
Charges de personnel		-594 885,00	
Impôts, taxes et versements assimilés		-725 110,00	
<b>IV-EXECDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>		<b>7 388 580,80</b>	
Autres produits opérationnels			
Autres charges opérationnelles			
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs		-4 938 398,00	
Reprise sur pertes de valeur et provisions			
<b>V- RESULTAT OPERATIONNEL</b>		<b>2 450 182,80</b>	
Produits financiers			
Charges financiers		-210 684,00	
<b>IV-RESULTAT FINANCIER</b>		<b>-210 684,00</b>	
<b>IV-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS ( V+VI)</b>		<b>2 239 498,80</b>	
Impôts exigibles sur résultats ordinaires			
Impôts différés ( Variations ) sur résultats ordinaires			
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>13 812 896,80</b>	
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>-11 573 398,00</b>	
<b>VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>2 239 498,80</b>	
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
<b>IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>			
<b>X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>2 239 498,80</b>	

