



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية

رقم المطبوعة:...../2021

مطبوعة بيداغوجية بعنوان :

محاضرات وتطبيقات في مادة التقييم المالي للمشاريع

موجهة لطلبة السنة أولى، طور ماستر، شعبة: العلوم الاقتصادية، تخصص: إقتصاد نقدي
وبنكي

من إعداد الدكتور: ريغي هشام

الرتبة: أستاذ محاضر قسم -أ-

السنة الجامعية 2021/2020



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية



رقم المطبوعة:...../2021

مطبوعة بيداغوجية بعنوان :

محاضرات وتطبيقات في مادة التقييم المالي للمشاريع

موجهة لطلبة السنة أولى، طور ماستر، شعبة: العلوم الاقتصادية، تخصص: إقتصاد نقدي
وبنكي

من إعداد الدكتور: ريغي هشام

الرتبة: أستاذ محاضر قسم -أ-

السنة الجامعية 2021/2020

فهرس المحتويات

5.....	مقدمة.....
الفصل الأول: أساسيات حول المشاريع الإستثمارية	
7.....	تمهيد.....
7.....	1- مفاهيم حول الإستثمار.....
7.....	1-1- تعريف وأهداف الإستثمار.....
7.....	1-2- المبادئ التي يقوم عليها قرار الإستثمار.....
8.....	1-3- أنواع الإستثمار.....
9.....	1-4- الإنفاق الرأسمالي (الإستثمائي) ومخاطر الإستثمار.....
11.....	1-5- مناخ الإستثمار وعوامل جذب وطرء الإستثمار.....
13.....	2- مفاهيم حول المشاريع الإستثمارية.....
13.....	2-1- تعريف المشروع الإستثمائي (الإقتصادي).....
14.....	2-2- خصائص المشاريع الإستثمارية وخصائص الإستثمار فيها.....
14.....	2-2-1- خصائص المشاريع الإستثمارية.....
14.....	2-2-2- خصائص الإستثمار في المشاريع الإستثمارية.....
15.....	2-3- بيئة المشروع الإستثمائي.....
15.....	2-4- أنواع المشاريع الإستثمارية.....
15.....	2-4-1- حسب طبيعة الإستثمار المقترح.....
16.....	2-4-2- حسب الملكية.....
16.....	أ- المشاريع الخاصة.....
17.....	ب- المشاريع العامة.....
17.....	ج- المشاريع المختلطة.....
17.....	2-4-3- حسب الشكل القانوني.....
17.....	أ- المشاريع الفردية.....
18.....	ب- مشاريع الأشخاص.....
18.....	ب-1- شركة التضامن.....
18.....	ب-2- شركة التوصية البسيطة.....
18.....	ج- مشاريع المساهمة.....
18.....	د- المشروعات المختلطة.....
18.....	د-1- الشركات ذات المسؤولية المحدودة.....

19.....	د-2- شركات التوصية بالأسهم.....
19.....	2-4-4- حسب الحجم.....
19.....	2-4-5- حسب النشاط الإقتصادي.....
19.....	2-5- مدخلات، عمليات ومخرجات المشاريع الإستثمارية.....
20.....	2-6- إدارة المشروع والمشاكل المتوقعة أثناء عملية الإدارة.....
21.....	2-7- مصادر تمويل المشاريع الإستثمارية.....
21.....	2-7-1- التمويل قصير الأجل.....
23.....	2-7-2- التمويل طويل الأجل.....
23.....	أ- التمويل بالملكية.....
23.....	أ-1- الأسهم العادية.....
24.....	أ-2- الأسهم الممتازة.....
26.....	أ-3- الأرباح المحتجزة.....
26.....	ب- التمويل بالدين.....
26.....	ب-1- السندات.....
28.....	ب-2- القروض البنكية.....
29.....	ج- الإستئجار.....
31.....	أسئلة مقترحة حول الفصل.....
32.....	مراجع الفصل.....

الفصل الثاني: دراسة الجدوى وإختيار المشروع الأمثل

35.....	تمهيد.....
35.....	1- تعريف دراسة الجدوى الإقتصادية والمجالات التطبيقية لها.....
35.....	1-1- تعريف دراسة الجدوى الإقتصادية.....
36.....	1-2- المجالات التطبيقية لدراسة الجدوى الإقتصادية.....
36.....	2- أهمية ومبررات دراسة الجدوى الإقتصادية للمشروعات.....
36.....	2-1- أهمية دراسة الجدوى الإقتصادية للمشروعات.....
37.....	2-2- مبررات دراسة الجدوى الإقتصادية للمشروعات.....
38.....	3- مراحل دراسة الجدوى الإقتصادية للمشروعات الإستثمارية.....
40.....	3-1- المرحلة الأولى: الفكرة أو مرحلة التعرف على الفرص الإستثمارية.....
41.....	3-2- المرحلة الثانية: دراسة الجدوى المبدئية (الأولية).....
42.....	3-3- المرحلة الثالثة: دراسة الجدوى التفصيلية.....
42.....	3-3-1- دراسة الجدوى البيئية.....

44.....	3-3-2- دراسة الجدوى القانونية.....
45.....	3-3-3- دراسة الجدوى التسويقية.....
48.....	3-3-4- دراسة الجدوى الفنية.....
49.....	3-3-5- دراسة الجدوى المالية.....
52.....	3-3-6- دراسة الجدوى الإجتماعية.....
54.....	4- الصعوبات التي تواجه القائمين على دراسة الجدوى الإقتصادية.....
55.....	أسئلة مقترحة حول الفصل.....
56.....	مراجع الفصل.....

الفصل الثالث: المعايير المستعملة لتقييم المشاريع الإستثمارية

58.....	تمهيد.....
58.....	1- مفهوم تقييم المشاريع الإستثمارية (إختيار المشروعات الإستثمارية).....
59.....	2- طرق تقييم المشاريع الإستثمارية.....
59.....	2-1- طرق تقييم المشاريع الإستثمارية في حالة التأكد.....
59.....	2-1-1- الطرق التي لا تأخذ بعين الإعتبار عامل القيمة الزمنية للنقود.....
59.....	أ- طريقة فترة الإسترداد البسيطة.....
62.....	ب- طريقة معدل العائد المحاسبي.....
65.....	2-1-2- الطرق التي تأخذ بعين الإعتبار القيمة الزمنية للنقود.....
65.....	أ- طريقة فترة الإسترداد بسعر الخصم.....
67.....	ب- طريقة صافي القيمة الحالية.....
70.....	ج- طريقة مؤشر الربحية.....
72.....	د- طريقة معدل العائد الداخلي.....
74.....	2-2- طرق تقييم المشاريع الإستثمارية في حالة عدم التأكد.....
74.....	2-2-1- تحليل نقطة التعادل.....
78.....	2-2-2- تحليل الحساسية.....
81.....	تمارين مقترحة.....
84.....	مراجع الفصل.....

الفصل الرابع: التحليل المالي

87.....	تمهيد.....
87.....	1- مفاهيم حول التحليل المالي.....
87.....	1-1- تعريف وأهداف التحليل المالي والجهات المستفيدة منه.....
88.....	1-2- شروط التحليل المالي.....

88.....	1-3- تقسيمات التحليل المالي.....
90.....	1-4- معايير التحليل المالي.....
91.....	1-5- القوائم المالية.....
91.....	أ- الميزانية العمومية.....
93.....	ب- قائمة الدخل.....
95.....	ج- قائمة التدفقات النقدية.....
96.....	2- التحليل المالي بواسطة التوازنات المالية.....
95.....	2-1- مفهوم التوازن المالي.....
96.....	2-2- مؤشرات التوازن المالي.....
96.....	أ- صافي رأس المال العامل.....
98.....	ب- الإحتياجات من رأس المال العامل.....
99.....	ج- الخزينة الصافية.....
99.....	3- التحليل المالي بواسطة النسب المالية.....
99.....	3-1- مفاهيم حول النسب المالية.....
99.....	3-1-1- تعريف النسب المالية وأهدافها.....
100.....	3-1-2- أصناف النسب المالية.....
100.....	3-1-3- محددات (Limitations) التحليل بالنسب المالية.....
101.....	3-2- أهم النسب المستخدمة في التحليل المالي.....
101.....	3-2-1- النسب الهيكلية (نسب الهيكل المالي).....
104.....	3-2-2- نسب السيولة.....
105.....	3-2-3- نسب النشاط.....
110.....	3-2-4- نسب الربحية.....
117.....	تمرين مقترح.....
119.....	مراجع الفصل.....
122.....	الجدول المالية.....
129.....	قائمة المراجع.....

مقدمة:

تتوقف قوة أي إقتصاد على قوة مشاريعه الإقتصادية (الزراعية، الصناعية وخدمية) حيث تسهم مثل هذه المشاريع في أداء مختلف المؤشرات الإقتصادية الكلية مثل الناتج المحلي الإجمالي، الميزان التجاري، ميزان المدفوعات، التشغيل... الخ، وتنشأ هذه المشاريع الإقتصادية من خلال الإستثمار.

والإستثمار ليس بالعملية البسيطة، فهو ينطوي على إنفاق أموال قد تكون ضخمة في حالة المشاريع الصناعية، خاصة الثقيلة منها، ما يشكل خطراً كبيراً على أصحاب هذه المشاريع في حالة عدم نجاحها، لهذا تلعب الدراسات المسبقة قبل تنفيذ المشروع الإستثماري دوراً جدياً هاماً في النجاح المستقبلي له، وتُدعى هذه الدراسات بدراسات الجدوى الإقتصادية.

ورغم أهمية دراسات الجدوى الإقتصادية في تقرير إلى حد بعيد نجاح المشروع، إلا أن متابعته خلال نشاطه لا تقل أهمية، وفي هذا الصدد يُعتبر أسلوب التحليل المالي أسلوباً ذو أهمية كبيرة في متابعة أداء المشروع الإستثماري، وبالتالي المساعدة على إتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة.

وفي هذا العمل العلمي الذي جاء تحت شكل مطبوعة بيداغوجية تناولنا مختلف المواضيع المذكورة أعلاه، وهي مواضيع متضمنة في البرنامج الرسمي لمادة التقييم المالي للمشاريع التي يتم تدريسها لطلبة السنة الأولى ماستر - تخصص إقتصاد نقدي وبنكي - حيث قسمنا هذه المطبوعة البيداغوجية إلى أربعة فصول، الأول تطرق إلى بعض الأساسيات حول المشاريع الإستثمارية، أما الثاني فعالج موضوع دراسة الجدوى الإقتصادية، والثالث عالج بشيء من التفصيل أحد مكونات دراسة الجدوى المالية (دراسة فرعية من دراسة الجدوى التفصيلية) وهي الطرق المستعملة لتقييم المشاريع الإستثمارية، والفصل الرابع والأخير تطرق إلى موضوع التحليل المالي. ولقد أثرينا الفصلين الأول والثاني بمجموعة من الأسئلة المقترحة في نهاية كل فصل، أما الفصلين الثالث والرابع فقد تم إثرائهما بمجموعة من التمرينات المقترحة في نهاية كل فصل (تمرين واحد مقترح للفصل الرابع). وينبغي التنبيه إلى أن المشاريع الإستثمارية المقصودة في هذه المطبوعة البيداغوجية هي الإستثمارات الحقيقية (مشاريع إنتاج السلع والخدمات) وليس الإستثمارات المالية (الأسهم والسندات).

ولا يُمكن القول أننا أَلَمْنَا بِمُخْتَلَفِ تَفَاصِيلِ الْمَوَاضِعِ الَّتِي تَمَّ التَّطَرُّقُ إِلَيْهَا فِي هَذِهِ الْمَطْبُوعَةِ الْبِيدَاغُوجِيَّةِ، لِهَذَا عَلَى الطَّالِبِ إِذَا أَرَادَ أَنْ يَتَعَمَّقَ أَكْثَرَ فِي مُخْتَلَفِ هَذِهِ الْمَوَاضِعِ الرَّجُوعُ إِلَى مُخْتَلَفِ الْمَرَاجِعِ الْمُسْتَعْمَلَةِ فِي إِعْدَادِ هَذَا الْعَمَلِ الْعِلْمِيِّ بِالإِضَافَةِ إِلَى مَرَاجِعِ أُخْرَى تَتَنَاوَلُ مِثْلَ هَذِهِ الْمَوَاضِعِ.

وبالرغم من أن هذه المطبوعة البيداغوجية موجهة أساساً إلى طلبة السنة أولى ماستر - تخصص إقتصاد نقدي وبنكي - إلا أنها يُمكن أن تُهم أي باحث مهتم بالمواضيع التي تتضمنها.

ويجب التنكير أن مرجعيتنا الإسلامية تقتضي منا التنبيه إلى أن إستخدامنا لمصطلحات مثل معدل الفائدة، الإقتراض، توظيف الأموال في البنوك في هذه المطبوعة البيداغوجية ليس دعوة منا لإستعمال الربا. وفي الأخير ندعو الله سبحانه وتعالى أن يكون قد وفقنا في إعداد هذا العمل العلمي المتواضع.

الفصل الأول:

أساسيات حول المشاريع

الإستثمارية

تمهيد

تلعب المشاريع الإستثمارية بمختلف مجالات أنشطتها (زراعية، صاعية وخدمية) دوراً هاماً في تطور إقتصاديات الدول، لهذا تعمل هذه الأخيرة لإيجاد البيئة الإستثمارية الملائمة لنشوء ونمو وإستمرار مثل تلك المشاريع. وقبل تناول بعض المفاهيم المتعلقة بالمشاريع الإستثمارية، سنتطرق أولاً إلى بعض المفاهيم المتعلقة بالإستثمار.

1- مفاهيم حول الإستثمار**1-1- تعريف وأهداف الإستثمار**

يُقصد بالإستثمار تلك الأموال المنفقة من طرف المنظمون، رجال الأعمال والمشروعات على شراء، تكوين أو إنشاء الأصول الإنتاجية والسلع الرأسمالية الجديدة بمختلف أنواعها (آلات، معدات، وتجهيزات فنية، عقارات،...)، وزيادة المخزون (مواد أولية، سلع وسيطة،...) خلال فترة زمنية محددة. وبهذا المعنى فهذا الإستثمار يُطلق عليه بالإستثمار الحقيقي تمييزاً له عن الإستثمار غير الحقيقي أو الإستثمار المالي والذي يتمثل في شراء وبيع الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات. لكن ينبغي ملاحظة أن عملية الشراء لأول مرة لأسهم مصنع جديد مثلاً تُعتبر إستثماراً حقيقياً وليس مالياً، وهذه العملية تتم في السوق الأولي، في حين أن عملية تداول الأسهم بعد الشراء الأول تتم في السوق الثانوي.

ويتضمن الإستثمار جانبين:

المستثمر: قد يكون المستثمر شخصاً طبيعياً أو شخصاً اعتبارياً، والشخص الاعتباري يمكن أن يكون مؤسسة خاصة وقد يكون مؤسسة عامة.

موضوع الإستثمار: يقصد به الميادين والمجالات التي ينصب عليها فعل الإستثمار وكذلك في الأشكال المختلفة للإستثمار.

ويهدف المستثمرون من الإستثمار إلى:

- تحقيق عائد مرضٍ، يساعد المستثمر على الإستمرار في مشروعه الإستثماري؛
- المحافظة على قيمة الأصول الحقيقية، أي المحافظة على قيمة رأس المال الأصلي للمستثمر في المشروع، وحتى تتم المحافظة على قيمة رأس المال لا بد من إختيار البديل الإستثماري من بين عدة بدائل مقترحة، بحيث يتم إختيار البديل الإستثماري الذي يحقق أكبر عائد وأقل درجة من المخاطر، كما يمكن للمستثمر أن يحافظ على أصوله الإستثمارية من خلال تنويع الإستثمارات (تكوين محفظة إستثمارية)؛
- العمل بإستمرار على زيادة العائد المتحقق من الإستثمار وتنميته؛
- توفير مستوى مناسب من السيولة لضمان تغطية متطلبات عمليات النشاط، وكذلك العملية الإنتاجية للمشروع الإستثماري.

1-2- المبادئ التي يقوم عليها قرار الاستثمار

هناك مجموعة من المبادئ العامة التي يجب على المستثمر أن يقوم بمراعاتها عندما يريد أن يتخذ قراراً إستثمارياً باختيار أحد البدائل المتاحة، ومن هذه المبادئ ما يلي:

- **مبدأ الإختيار:** إن المستثمر الرشيد يبحث دائماً عن فرص إستثمارية متعددة لما لديه من مدخرات ليقوم باختيار المناسب منها بدلاً من توظيفها في أول فرصة تتاح له، كما يفرض هذا المبدأ على المستثمر الذي ليست لديه خبرة في الإستثمار بأن يستخدم الوسطاء الحاليين ممن لديهم خبرة في هذا المجال؛
- **مبدأ المقارنة:** أي المفاضلة بين البدائل الإستثمارية المتاحة لإختيار المناسب منها، وتتم المقارنة بالإستعانة بالتحليل الفني أو الأساسي لكل بديل ومقارنة نتائج هذا التحليل لإختيار البديل الأفضل من وجهة نظر المستثمر حسب مبدأ الملائمة؛
- **مبدأ الملاءمة:** يطبق المستثمر هذا المبدأ عملياً عندما يختار من بين مجالات الإستثمار وأدواته ما يلائم رغباته وميوله التي يحددها دخله وعمره وعمله وكذلك حالته الإجتماعية، ويقوم هذا المبدأ على أساس أن لكل مستثمر نمط تفضيل يحدد درجة إهتمامه بالعناصر الأساسية لقرار الإستثمار والتي يكشفها التحليل الفني أو الأساسي وهي:
 - معدل العائد على الإستثمار؛
 - درجة المخاطرة التي يتصف بها ذلك الإستثمار؛
 - مستوى السيولة التي يتمتع بها كل من المستثمر وأداة الإستثمار.
- **مبدأ التنوع:** حيث يلجأ المستثمر لتوزيع إستثماراته وذلك للحد من المخاطر الإستثمارية وتجنب المخاطر غير النظامية.

1-3- أنواع الإستثمار

يُمكن تصنيف الإستثمارات إلى:

- **الإستثمار الحقيقي والإستثمار المالي:** الإستثمار الحقيقي هو الإستثمار في الأصول الحقيقية (المفهوم الإقتصادي)، أما الإستثمار المالي فهو الذي يتعلق بالإستثمار في الأوراق المالية كالأسهم والسندات وشهادات الإيداع وغيرها؛
- **الإستثمار طويل الأجل والإستثمار قصير الأجل:** الإستثمار طويل الأجل هو الذي يأخذ شكل الأسهم والسندات ويطلق عليه الإستثمار الرأسمالي، أما الإستثمار قصير الأجل فيتمثل بالإستثمار في الأوراق المالية التي تأخذ شكل أذونات الخزينة والقبولات البنكية أو بشكل شهادات الإيداع ويطلق عليه الإستثمار النقدي؛
- **الإستثمار المستقل والإستثمار المحفز:** الإستثمار المستقل هو الأساس في زيادة الدخل والنتاج القومي من قبل قطاع الأعمال أو الحكومة أو من الإستثمار الأجنبي، أما الإستثمار المحفز فهو الذي يأتي نتيجة لزيادة الدخل (العلاقة بينهما طردية)؛
- **الإستثمار المادي والإستثمار البشري:** الإستثمار المادي هو الذي يمثل الشكل التقليدي للإستثمار، أي الإستثمار الحقيقي، أما الإستثمار البشري فيتمثل بالاهتمام بالعنصر البشري من خلال التعليم والتدريب؛
- **الإستثمار في مجالات البحث والتطوير:** يحتل هذا النوع من الإستثمار أهمية خاصة في الدول المتقدمة حيث تخصص له هذه الدول مبالغ طائلة لأنه يساعد على زيادة القدرة التنافسية لمنتجاتها في السوق العالمية، وأيضاً إيجاد طرق جديدة في الإنتاج.

1-4- الإنفاق الرأسمالي (الإستثماري) ومخاطر الإستثمار

يُقسَم الإنفاق الذي تقوم به المنشآت إلى قسمين: الإنفاق الجاري والإنفاق الرأسمالي، فالأول هو إنفاق متكرر الحدوث ويختص بفترة زمنية واحدة، والمبالغ المنفقة هي مبالغ صغيرة نسبياً، ومن أمثلة الإنفاق الجاري نجد نفقات الكهرباء، الماء، رواتب الموظفين،... أما الثاني فهو إنفاق غير متكرر ويختص بفترات طويلة والمبالغ المنفقة هي كبيرة نسبياً، ومن أمثلة الإنفاق الرأسمالي شراء الأصول الثابتة كالمباني، الآلات والمصانع. ويُقصد بالإنفاق الرأسمالي "قرار المنشأة باستثمار الأموال بطريقة مثالية بنشاطات طويلة الأجل، يتوقع منها خط من العوائد النقدية لعدة سنين".

وتتميز قرارات الإنفاق الرأسمالي بـ:

- أن تلك القرارات ما هي إلا مبادلة للأموال في الوقت الحاضر بعوائد متوقعة بالمستقبل، بمعنى مبادلة للكلفة المبدئية بالتدفقات النقدية المتوقعة؛

- أن تلك المبالغ تنفق على إستثمارات طويلة الأجل؛

- العوائد تكون متوقعة في المستقبل وعلى عدد من السنين.

وتكمن أهمية الإنفاق الإستثماري (الرأسمالي) في:

- إن قرار الإنفاق الرأسمالي يتضمن نتائج طويلة المدى ويؤثر على مؤشرات المخاطر في الشركة، ومن المؤكد أن القرارات الإستثمارية تمتد نتائجها إلى المستقبل ولفترة تزيد عن تلك المتوقعة من الإستثمارات في الموجودات المتداولة أو النفقات التشغيلية المختلفة، كما أن القرارات الإستثمارية تحدد سرعة واتجاه نمو الشركة، وبالتالي فإن القرارات الإستثمارية الخاطئة قد تؤدي إلى كوارث تؤثر على وجود وحياة الشركة نفسها، فالتوسع في شراء الموجودات الثابتة غير المرغوب فيها أو غير الملائمة يؤدي إلى زيادة كبيرة في النفقات التشغيلية، ومن جهة أخرى فإن نقص الإستثمارات أو الإنفاق على الموجودات الضرورية واللازمة من شأنه أن يجعل القدرة التنافسية للشركة محدودة، مما يعرضها لاحتمال تحقيق الخسائر المالية، كما أن تخصيص الأموال للإنفاق الرأسمالي يغير من طبيعة المخاطر التي تتعرض لها الشركة، فإذا قبلت الشركة عرضاً جديداً للإستثمار يزيد من متوسط العوائد ولكن بسبب زيادة بفروق الأرباح من سنة إلى أخرى، فإن مثل هذا العرض الجديد يؤدي إلى زيادة مخاطر الشركة، وهكذا يمكن القول أن قرارات الإنفاق الرأسمالي تشكل أساساً مهماً لاتجاه الشركة ومدى تقبلها للمخاطر؛

- القرارات الإستثمارية تحتاج لمبالغ كبيرة، وكون المبالغ المستثمرة كبيرة فإنه يجب على الشركة أن تخطط جيداً لتلك الإستثمارات سواء في تدبيرها أو في إستخدامها؛

- القرارات الإستثمارية لا يمكن الرجوع عنها أو عكسها خاصة بعد أن يتم تنفيذ جزء منها، والسبب في ذلك يعود إلى صعوبة بيع الأجهزة والمعدات والتركيبات بعد أن يتم شراؤها؛

- إن طبيعة القرارات الإستثمارية تستوجب عملية تقييم لأحداث المستقبل وهي عملية غير دقيقة بطبيعتها، فمحاولة التنبؤ بالتدفقات النقدية المتأتية بالمستقبل تعتبر من أعقد العمليات، وذلك لأن هذه التنبؤات مرتبطة بأحداث عديدة منها ما هو إقتصادي، أو سياسي، أو إجتماعي، أو تكنولوجي.

ويترتب على الإنفاق الإستثماري إتخاذ مجموعة من القرارات، من أهمها:

- قرارات تنطوي على الحصول على أصول جديدة لزيادة الطاقة الإنتاجية للمنشأة؛
 - قرارات تنطوي على إستبدال الأصول الثابتة المستهلكة؛
 - قرارات تنطوي على إحلال آلات ومعدات حديثة تكنولوجياً محل أخرى متقادمة أقل كفاية.
- وتؤثر مثل هذه القرارات بطريقة مباشرة على ربحية المنشأة، حيث يؤدي النوع الأول من إتخاذ القرارات إلى زيادة الإيرادات، بينما النوع الثاني من إتخاذ القرارات وبالنظر لبقاء الطاقة الإنتاجية على حالها فإنه يؤدي إلى الإحتفاظ بمستوى الإيرادات الحالي، أما النوع الأخير من إتخاذ القرارات فهو يهدف إلى زيادة مستوى الأرباح من خلال تخفيض إلى أدنى حد ممكن مستوى التكاليف مع ثبات حجم الإنتاج والمبيعات.
- ويترافق مع أي قرار للإستثمار أو للتمويل شيء من عدم التأكد (Uncertainty) من النتائج التي ستتحقق. وبالرغم من أن مصطلحي عدم التأكد والمخاطرة (Risk) يُستخدمان في أغلب الأحيان للتعبير عن المعنى نفسه، إلا أن هناك فارق بين المصطلحين، فالأول يشير إلى عدم معرفة ماذا سيحدث بالضبط في المستقبل، في حين أن الثاني يشير إلى درجة عدم التأكد الموجود، وبهذا المعنى، فإن عدم تأكد عال معناه مخاطرة عالية.
- ويُمكن تعريف المخاطر الإستثمارية بأنها "عدم التأكد من المردود (العائد) سواء من حيث حجمه أو إنتظامه أو توقيت الحصول عليه أو من جميع هذه الأمور معاً".
- كما يُمكن تعريف المخاطر الإستثمارية أيضاً بأنها درجة التباين بين العوائد الفعلية والعوائد المتوقعة، حيث أنه كلما إرتفع التباين بين العائدين إرتفعت درجة المخاطر.
- وعنصراً العائد والمخاطرة يرتبطان معاً في علاقة طردية، فكلما كان العائد المطلوب على الإستثمار مرتفعاً، فإن المستثمر يجب أن يكون مهيء لتحمل مخاطر أعلى ناتجة عن عدم إحتمال تحقق العوائد المتوقعة، والعكس صحيح، فكلما كان العائد المتوقع منخفضاً، كلما تكون المخاطر التي يمكن أن يتحملها المستثمر قليلة.
- وتوجد علاقة إرتباط بين طبيعة المستثمر ودرجات المخاطرة التي هو مستعد لتحملها عند إتخاذ قراراته الإستثمارية كما يلي:
- **المستثمر المتحفظ:** وهذا النوع من المستثمرين يقبل أن تكون عوائد إستثماراته منخفضة مقابل أن تكون المخاطر منخفضة؛
 - **المستثمر المضارب:** يتوجه نحو إستثمارات تتميز بدرجة معينة من المخاطر من أجل الحصول على عائد مرتفع يتناسب مع هذه المخاطر.
 - **المستثمر المتوازن:** ويتميز هذا النوع من المستثمرين بأنه أكثر عقلانية حيث يوازن بين العائد والمخاطرة.
- وتوجد علاقة طردية بين طول الفترة الزمنية للإستثمار ودرجة المخاطرة، حيث أنه كلما تطول هذه الفترة ترتفع درجة المخاطرة بسبب تأثر إحتمال تحقق أو عدم تحقق العائد بطول هذه الفترة. فطول الفترة الزمنية للإستثمار يقلل من القدرة على التنبؤ بما سيحدث في المستقبل، وهو ما يزيد من درجة المخاطرة فيما يتعلق بالتدفقات النقدية المستقبلية.
- وهناك العديد من الأسباب لتكوين المخاطرة منها ما هو داخلي ومنها ما هو خارجي:

- **نوع السلع والمنتجات:** حيث يُقبل المستثمرون على الإستثمار في المشروعات المُجزية أو شراء الأسهم لشركات ذات عوائد جيدة، وإذا ما تعرضت منتجات هذه الشركات إلى المنافسة الحادة وبدأت تفقد تميزها، فإن حجم مبيعاتها وربحيتها سيتراجع، ويتبعه هبوط في قيمة هذه المنشآت وأسعارها السوقية؛
- **تقلبات سوقية عامة:** يتعرض سوق أي سلعة أو مشروع معين أو سعر الورقة المالية إلى مجموعة من التقلبات السريعة والمفاجئة تتسبب في حالة من الهبوط العام والسبب في ذلك قد يكون التقلبات الإقتصادية والسياسية؛
- **تغير أسعار الفائدة:** إذا إرتفعت أسعار الفائدة فإن تكلفة الإقتراض سوف ترتفع، وكذلك معدل الخصم الذي تخصم به التدفقات النقدية المستقبلية، وتصبح بعض المشروعات غير مجزية، مما ينعكس في التراجع في أرباحها، والعكس صحيح في حالة إنخفاض أسعار الفائدة؛

- **التضخم:** ويقصد به إنخفاض القيمة الشرائية للنقد المتداول، و ينعكس ذلك في إرتفاع التكاليف وإنخفاض هوامش الأرباح؛

- **التغير في القوانين والتشريعات:** إن إستقرار الإقتصاد وإستقرار القوانين يؤديان عموماً إلى إستقرار الأسعار وعدم تعرضها إلى مخاطر الإنخفاض، في حين يعتبر صدور عدد من القوانين لدعم الإستثمار عاملاً محفزاً مثل الإعفاءات الضريبية والجمركية وتشجيع الصادرات، وبالتالي إنخفاض مخاطر الإستثمار، في حين أن صدور عدد من القوانين التي تحمّل المنشأة مزيد من التكاليف يزيد من تقلب ومخاطر الإيرادات مثل رفع الدعم عن قطاع إقتصادي معين وتثبيت أسعار بعض السلع وغيرهما.

1-5- مناخ الإستثمار وعوامل جذب وطرد الإستثمار

يُقصد بمناخ الإستثمار "مجمّل الأوضاع والظروف الإقتصادية، الإجتماعية، السياسية، المؤسسية والقانونية التي يمكن أن تؤثر على قرار الإستثمار وعلى فرص نجاح المشروع الإستثماري في دولة ما أو قطاع معين. وتعد هذه الأوضاع والظروف عناصر متداخلة تؤثر وتتأثر ببعضها البعض، ومعظمها عناصر متغيرة يخلق تفاعلها أو تداعيتها أوضاعاً جديدة بمعطيات مختلفة وتترجم محصلتها كعوامل جاذبة أو طاردة لرأس المال."

وهناك العديد من العوامل التي تؤثر على مناخ الإستثمار في البلد، حيث يُمكن أن تشكل عوامل طرد أو عوامل جذب للإستثمارات. والمناخ الإستثماري الذي يؤثر سلباً على حجم الإستثمارات في البلد يدل على غلبة عوامل الطرد، في حين أن المناخ الإستثماري الذي يؤثر إيجاباً على حجم الإستثمارات في البلد يدل على غلبة عوامل الجذب. وتتعدد العوامل المؤثرة على المناخ الإستثماري:

- **العوامل السياسية والأمنية:** إن العوامل السياسية تؤثر سلباً أو إيجاباً في عملية جذب أو طرد المشروعات الإستثمارية، وهذه العوامل مرتبطة بالنظام السياسي القائم في البلد، فالأنظمة الحرة تشكّل عوامل جذب للإستثمارات، والأنظمة المتسلطة تشكّل عوامل طرد لها. كما أن الإستقرار الأمني يشكّل عامل جذب للإستثمارات، والإضطرابات الأمنية تشكّل عامل طرد لها؛

- **العوامل الإقتصادية:** حيث ترتبط العوامل الإقتصادية بنمط النظام الإقتصادي الموجود في البلد، فالنظام الإقتصادي الحر يمثل مناخاً ملائماً للإستثمارات (عامل جذب) نتيجة لحرية تدفق رأس المال من وإلى البلد الذي

ستقام فيه المشروعات الإستثمارية، أما نظام الإقتصاد الموجه فلا يوفر مناخاً ملائماً للإستثمارات (عامل طرد)، وذلك بسبب القيود أمام الإستثمار تحت مسميات مختلفة؛

- **العوامل الإجتماعية:** ويقصد بالعوامل الإجتماعية القيم والعادات والتقاليد السائدة في المجتمع، فإذا كان المشروع الإستثماري المقترح ينسجم مع هذه العوامل الإجتماعية فإن ذلك يعني أن المناخ الإستثماري مناسب، وهو عامل جذب، أما إذا كان المشروع الإستثماري يتعارض مع العوامل الإجتماعية فهذا يعني أن المناخ الإستثماري غير مناسب لإقامة المشروع؛

- **العوامل الإدارية:** ويقصد بها مجموعة الإجراءات الإدارية المتعلقة بتنفيذ المشروعات الإستثمارية، فإذا كانت الإجراءات الإدارية تتسم بالسهولة والوضوح عندها نستطيع القول أن العوامل الإدارية تشكل عامل جذب للإستثمارات، أما إذا كانت الإجراءات الإدارية معقدة وغير واضحة وتأخذ وقت طويل عندها نقول أن العوامل الإدارية تشكل عامل طرد للإستثمارات؛

- **السياسة النقدية:** ويقصد بها مجموعة الإجراءات والتدابير التي تتخذها السلطات النقدية ممثلة بالبنك المركزي للتأثير في عرض النقد وذلك من خلال التحكم بأدوات السياسة النقدية (عمليات السوق المفتوحة، سعر الخصم وإعادة الخصم، الإحتياطي الإلزامي، معدلات الفائدة)، فإذا كانت السياسة النقدية توسعية فهي تمثل عامل جذب للإستثمارات، أما إذا كانت السياسة النقدية إنكماشية فهي تمثل عامل طرد للإستثمارات؛

- **السياسة المالية:** إذا كانت السياسة المالية (السياسة الضريبية وسياسة الإنفاق العام) تتميز بالوضوح والعدالة في التطبيق، بالإضافة إلى منح إعفاءات وتسهيلات للمستثمرين، فإن ذلك يساعد على جذب الإستثمارات، والعكس صحيح؛

- **العلاقات التجارية والدولية:** ويقصد بها الإتفاقيات الثنائية (وحتى الإتفاقيات متعددة الأطراف) بين البلد المعني والدول الأخرى، فكلما زادت الإتفاقيات الموقعة بين البلد المعني والدول الأخرى، كان ذلك مؤشراً على الإنفتاح الإقتصادي لهذا البلد وتعززت عوامل الجذب للإستثمارات، والعكس صحيح؛

- **السياسات السعرية:** ويقصد بها مدى تدخل الدولة في تحديد أسعار السلع والخدمات في البلد، فكلما كان تدخل الدولة واسعاً في تحديد أسعار السلع والخدمات، كان ذلك عامل طرد للإستثمارات، وإذا كانت الأسعار تتحدد بقوة السوق، كان ذلك عامل جذب للإستثمارات؛

- **مؤشرات الإقتصاد القومي:** وأهم هذه المؤشرات: نسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي، معدل نمو الصادرات، معدل العائد على الإستثمارات، حجم الإحتياطيات من العملات الأجنبية، نسبة خدمة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي، مؤشر الفائض أو العجز في الموازنة العامة للدولة وميزان المدفوعات ومعدل البطالة والتضخم.¹

¹المزيد من التفاصيل حول هذه المؤشرات أنظر: د. شقيري نوري موسى وأسامة عزمي سلام: دراسة الجدوى الإقتصادية وتقييم المشروعات الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2009، ص ص 25-26.

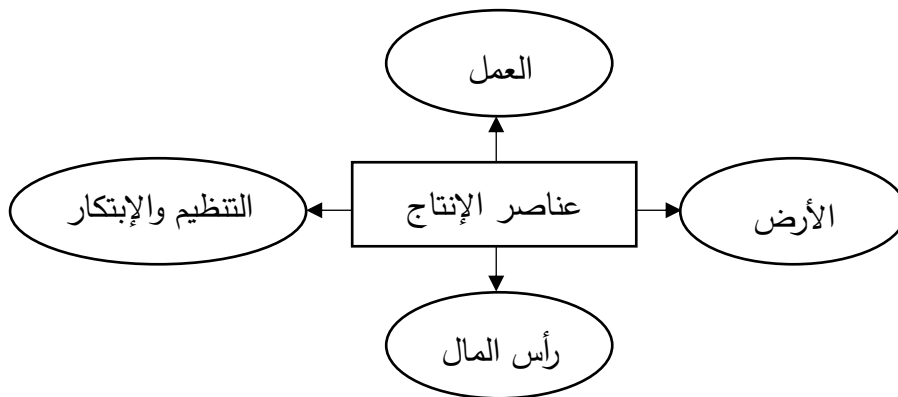
2- مفاهيم حول المشاريع الإستثمارية

تتعدد أدوات الإستثمار وأهمها حسب أهميتها في الإقتصاد الوطني ودرجة سيولتها وسهولة تداولها: الأوراق المالية، الإستثمار في العقارات، الإستثمار في السلع، المشروعات الإقتصادية والعملات الأجنبية. وتُعتبر المشروعات الإقتصادية أو الإستثمارية والمتمثلة في المشاريع الصناعية أو التجارية أو الزراعية من أكثر أدوات الإستثمار إنتشاراً.

2-1- تعريف المشروع الإستثماري (الإقتصادي)

يُعرّف المشروع الإستثماري أو الإقتصادي بأنه إستثمار حقيقي لزيادة الطاقة الإنتاجية أو للمساعدة على زيادة الطاقة الإنتاجية في المجتمع، ويُمكن أن تكون هذه الزيادة في الطاقة الإنتاجية بشكل سلع كالمشروعات الزراعية للإنتاج الزراعي، أو المشروعات الصناعية لإنتاج السلع المختلفة، أو أن تكون على شكل تقديم خدمات مثل مشروع إنشاء المستشفيات، الجامعات، الطرق والمطارات، وغيرها من المشروعات التي تقدم خدمات للمجتمع. كما يُمكن تعريف المشروع الإستثماري بأنه "كل تنظيم له كيان مستقل بذاته يملكه أو يديره فقط منظم يعمل على التآليف والمزج بين عناصر الإنتاج ويوجهها لإنتاج أو تقديم سلعة أو خدمة أو مجموعة من السلع أو الخدمات لتحقيق أهداف معينة خلال فترة زمنية معينة." وتتمثل عناصر مختلف عناصر الإنتاج التي تستخدمها المشاريع الإستثمارية في أربعة عناصر موضحة في الشكل رقم 1 أدناه.

الشكل رقم 1-1: عناصر الإنتاج



- **العمل:** ويشمل جميع الجهود الفكرية والجسدية التي يبذلها الأفراد في إنتاج السلع والخدمات.
- **رأس المال:** وتتمثل في جميع السلع الإنتاجية التي تم إنتاجها بعمليات إنتاجية سابقة والتي يتم إستخدامها في إنتاج السلع والخدمات مثل الأبنية، المكائن، المعدات والمواد غير تامة الصنع. كما يشمل رأس المال أيضاً جميع الكميات المخزنة من المواد التي تتطلبها العملية الإنتاجية.
- **الأرض:** ويُقصد بها إقتصادياً جميع الموارد الطبيعية الموجودة فوق وتحت سطح الأرض مثل الغابات، المعادن، المياه الجوفية،... الخ.
- **التنظيم والإبتكار:** وهذا العنصر قد إنبتق تاريخياً بإنبثاق الثورة الصناعية في أوروبا وثم إعتبره عنصراً منفصلاً عن عنصر العمل عندما ظهرت هناك حاجة لشخص أو مجموعة من الأشخاص أو مؤسسة تقوم بالمهام التالية:

- تنظيم العملية الإنتاجية: أي تنظيم استخدام عناصر الإنتاج من أرض وعمل ورأس المال بكفاءة في إنتاج السلع والخدمات؛
- إتخاذ القرارات الإدارية: إن كل عملية إنتاجية بحاجة إلى من يقرر ماهية السلع (أو الخدمات) التي تنتج، وكمياتها، وكيفية إنتاجها، ومعالجة المشاكل التي قد تنشأ عن ذلك؛
- تحمل المخاطر: في أية عملية إتخاذ القرارات هناك عنصر مخاطرة حيث لا توجد عادة ضمانات بأن القرارات المتخذة ستكون دائماً قرارات صائبة، وهناك دائماً نسبة احتمال للخطأ في صنع القرارات تتحمل نتائجه أو تبعاتها الجهة المنظمة للمشروع.
- الإبتكار والإبداع: وهذا يعني إدخال تقنيات جديدة في الإنتاج أو إنتاج سلع جديدة ومتطورة أو إعادة تنظيم العمليات الإنتاجية إلى ما هو أحسن.
- ويؤدي مزج عوامل الإنتاج هذه إلى خلق قيمة مضافة تعكس في شكل زيادة في الناتج المحلي الإجمالي للدولة، ولهذا فإن الإستثمار في المشروعات الإقتصادية له علاقة مباشرة بالتنمية الإقتصادية للمجتمع.

2-2- خصائص المشاريع الإستثمارية وخصائص الإستثمار فيها

2-2-1- خصائص المشاريع الإستثمارية

تتمتع المشاريع الإستثمارية بعدة خصائص منها:

- المشاريع فريدة بنوعيتها وعملياتها ونوعيتها مخرجاتها: فهي ليست عملاً روتينياً، حيث أنّ مخرجاتها من منتجات أو خدمات تختلف عن تلك الموجودة في السوق أو البيئة المحيطة؛
- المشاريع هادفة: تتميز طبيعة المشاريع باحتوائها نتائجاً محددة ومعروفة بطريقة واضحة، يتم الوصول إليها من خلال عملية منظمة تهدف للحصول على مخرجات معينة، ويمكن تجزئة العمل لمهام صغيرة يؤدي إنجازها إلى تحقيق الهدف الكلي من المشروع؛
- تتميز المشاريع بدورة حياتية: حيث تبدأ المشاريع بفكرة، وتستمر من خلال عمليات التخطيط والتنفيذ إلى نهايتها، وعليه فإنّ كل مشروع له طبيعة مؤقتة، وخاصة حياتية تبدأ من نقطة وتنتهي عند نقطة معينة؛
- تتميز المشاريع بتداخل معطياتها وتشابك عواملها: إنّ الأنشطة المتعلقة بالمشاريع تتم بتتابع محدد ودقيق، وكل ما يتعلق بها من عوامل داخلية أو خارجية يمكن أن تؤثر على المشروع بأسره؛

2-2-2- خصائص الإستثمار في المشاريع الإستثمارية

يتميز الإستثمار في المشروعات الإقتصادية بعدد من الخصائص، منها:

- يتصف العائد بالإستمرارية والمعقولية مقارنة بكلفة الإستثمار لأنه قائم على أساس دراسات الجدوى الإقتصادية والفنية للمشروع، ولكون فترة الإستثمار طويلة؛
- إرتفاع هامش الأمان وإنخفاض درجة المخاطر لاعتماد هذه المشاريع على الدراسات الإقتصادية والمالية التفصيلية لبيئة المشروع الخارجية والعوامل الداخلية وطبيعة الإنتاج وحجم الطلب.... الخ؛
- تتميز المشاريع المختارة بدرجة عالية من الملائمة مع طبيعة المستثمر وميوله وإمكانياته؛

- غالباً ما يقوم المستثمر بإدارة هذه المشاريع بنفسه وخاصة في المشاريع الفردية، أو يستعين بخبرات إدارية كفوءة في المشاريع المساهمة؛
- إرتفاع حجم الفائدة المتحققة للمجتمع من الإستثمار في هذه المشاريع لأنها تؤدي إلى إنتاج السلع والخدمات، أي تزيد من الناتج المحلي الإجمالي، وفي الوقت نفسه توظيف الأفراد القادرين على العمل، وتساهم في تنشيط القطاعات الإقتصادية المساندة، إضافة إلى الخدمات الأخرى التي تقدمها هذه المشاريع؛
- إنخفاض درجة السيولة لعدم وجود سوق ثانوي يتعامل بها.

2-3- بيئة المشروع الإستثماري

- يُمكن تقسيم بيئة المشروع الإستثماري وفق العديد من المداخل:
- حسب درجة الإستقرار: تُصنف البيئة وفقاً لهذا المدخل إلى:
 - البيئة المستقرة: وتكون فيها القوى الإقتصادية والقوانين والتكنولوجيا والعادات والتقاليد للعديد من السنوات المتتالية مستقرة نوعاً ما؛
 - البيئة بطيئة التطور: تتغير البيئة بشكل بطيء مما يتيح للمشروع أن يتنبأ بالتغيرات المحتملة في مستوى التكنولوجيا أو زيادة العرض أو نقص الطلب... الخ؛
 - البيئة المضطربة: وفيها يصعب التنبؤ بالتغيرات وقد يفوت على المشروع فرصاً لا يستفيد منها.
- حسب موقعها من المشروع: تُصنف البيئة وفقاً لهذا المدخل إلى:
 - البيئة الداخلية: وهذه البيئة تكون تحت سيطرة المشروع، ويمكن أن يستنتج منها نقاط القوة والضعف له، وفي الغالب تتكون من المناخ التنظيمي داخل المشروع، الأفراد والجماعات داخل المشروع، المزيج التسويقي الذي يعتمد عليه المشروع، يُضاف إليها المصادر المالية الداخلية المختلفة.
 - البيئة الخارجية: وهذه البيئة لا يُسيطر عليها المشروع، ويمكن أن تصنف البيئة الخارجية إلى بيئة خارجية عامة (البيئة الإقتصادية، الإجتماعية، السياسية والقانونية، الفنية والتكنولوجية، والطبيعية)، وبيئة خارجية خاصة (الموردين، المستهلكين، الوسطاء، المنافسين).

حسب درجة التأثير: تُصنف البيئة وفقاً لهذا المدخل إلى:

- البيئة الكلية: وتتكون من البيئة التكنولوجية، الإقتصادية، الديمغرافية، الإجتماعية، السياسية والقانونية، والطبيعية.
- البيئة الجزئية: وهي تعبر عن البيئة الأكثر إتصافاً بالمشروع وتتكون من المنافسة، جمعية حماية المستهلكين، الموردين والوسطاء... الخ.

2-4- أنواع المشاريع الإستثمارية

- يُمكن تقسيم المشاريع الإستثمارية حسب عدة أصناف: طبيعة الإستثمار المقترح، الملكية، الشكل القانوني، الحجم وقطاع النشاط الإقتصادي.

2-4-1- حسب طبيعة الإستثمار المقترح

يُمكن تقسيم المشاريع الإستثمارية إلى:

- مشروعات جديدة بالنسبة للمستثمر؛

- مشروعات إحلالية للحفاظ على مستوى النشاط باستبدال الأصول القديمة بأصول جديدة؛
- مشروعات إحلالية بهدف خفض التكلفة من خلال الإستغناء عن الأصول المتقادمة تكنولوجياً واستبدالها بأخرى أحدث وأكثر تطوراً؛
- مشروعات التوسع، وقد يكون التوسع من خلال إنتاج منتجات جديدة أو من خلال خدمة مناطق أو أسواق جديدة أو إنشاء خطوط إنتاج جديدة.
- ويتوقف إختيار المستثمر على شراء مشروع قائم أو إنشاء مشروع جديد على مزايا كل واحد منهما، فمزايا شراء مشروع قائم تشمل:
 - توفير في الوقت والتكلفة والجهد؛
 - سهولة تقييم الموقع الحالي للمشروع، في حين أن البحث عن موقع لمشروع جديد يعد مشكلة معقدة بحد ذاته؛
 - إن المشروع القائم يكون مجهزاً بالآلات والمعدات والعمالة من أصحاب الخبرة؛
 - في بعض الحالات يكون سعر شراء المشروع القائم أقل من تكلفة إنشاء مشروع مماثل له، إذ كثيراً ما يضطر صاحب المشروع للتخلي عنه بسبب رغبته في الراحة أو المرض أو وجود مشاكل عائلية أو خلاف مع الشركاء أو عدم الرضا عن الأداء الحالي أو الرغبة في الإنتقال إلى منطقة أخرى؛
 - يمكن الإستفادة من سمعة المشروع القائم وشهرته وحصته السوقية الجاهزة؛
 - سهولة القيام بدراسة الجدوى الإقتصادية للمشروع القائم وتقييمه بسبب توفر المعلومات؛
 - توفر المخزون وتوفر السمعة التجارية والتاريخ الإئتماني؛
 - يمكن الإستفادة من خبرات المالك السابق للمشروع ومن سجلات العمل.
- أما مزايا إقامة مشروع جديد فتشمل:
 - الحرية الكاملة لصاحب المشروع في تخطيط المشروع من حيث حجمه، موقعه وتنظيمه؛
 - يكون المشروع الجديد أقدر في بناء السمعة الجيدة لدى المستهلكين، إذ من الممكن أن يرتبط المشروع القائم في أذهان الجمهور بصورة غير مناسبة يصعب تغييرها؛
 - بالرغم من الحذر الذي يبديه مشتري المشروع القائم ومن المعلومات التي يجمعها عنه، إلا أن أسباب البيع الحقيقية قد تخفي عليه، مما قد يسبب فشل المشروع مستقبلاً؛
 - إن الأفكار الجديدة تستحق بداية جديدة حيث تعزز الروح الريادية وحب المبادرة.

2-4-2- حسب الملكية: وتتضمن ثلاثة أنواع:

أ- المشاريع الخاصة

- والمشاريع الإستثمارية الخاصة هي مشاريع يمتلكها القطاع الخاص وتعود الخسارة أو الربح الناتج عنها لمالكيها.
- وبالرغم من أهمية ضرورة تحقيق الربح لإستمرار المشروع الإستثماري ونموه، إلا أنه لا يُعتبر الهدف الوحيد، حيث هناك عدد آخر من الأهداف منها:
 - تحقيق أقصى قدر ممكن من المبيعات كوسيلة لحصول المشروع على شهرة واسعة وثقة كبيرة في الأسواق؛
 - الإحتفاظ بسيولة مناسبة كي لا يتعرض المشروع لمخاطر العسر المالي؛

- كسب أسواق خارجية وتعظيم الصادرات.

ب- المشاريع العامة

المشاريع الإستثمارية العامة هي مشاريع تعود ملكيتها للدولة، والنفع الذي يعود من ورائها إذا تحقق يعود لجميع أفراد المجتمع، أما في حالة مُنيت هذه المشروعات بالخسارة فجميع أفراد المجتمع يتحملونها.

ومن أهم الأهداف التي يتم إنشاء المشروعات من أجلها هي:

- قيام بعض المشروعات الوطنية المرتبطة بالأمن القومي للدولة مثل صناعة الأسلحة والذخائر، أو لإعتبرات إقتصادية وطنية كإنشاء الدولة المنتجة للنفط مصافي لتكريره أو أسطولاً بحرياً لنقله، أو إنشاء قاعدة من الصناعات الثقيلة كأساس للتنمية؛

- قد تقوم الدولة بإنشاء مشروعات وبيع منتجاتها بأقل من التكلفة لإعتبرات إجتماعية كما في حالة الخبز والمنسوجات والأدوية... الخ؛

- قد يكون الغرض من إنشاء الدولة لمشروعات إنتاجية هو الحصول على موارد مالية لتمويل نفقاتها بدلاً من لجوئها لفرض ضرائب جديدة، فصناعة السجائر والتبغ من المشروعات العامة في كثير من الدول والتي تدر على الدولة بالربح... الخ؛

- مشروعات المنافع العامة التي تنتج الخدمات الأساسية والبنية التحتية مثل النقل والمواصلات والطرق والجسور والمياه والكهرباء... الخ.

ج- المشاريع المختلطة

وهي المشاريع التي تكون ملكيتها مشتركة بين القطاع العام والقطاع الخاص. ففي كثير من الأحيان تكون الإستثمارات المطلوبة كبيرة الحجم، فتقوم الدولة، تشجيعاً للقطاع الخاص للدخول في مثل هذه الإستثمارات بتوفير حصة من جانبها مثل مشاريع إقامة خطوط السكك الحديدية، أو إستصلاح الأراضي الزراعية، وغير ذلك من المشاريع التي تتطلب مخاطر كبيرة وأموال طائلة. وبالنظر لبحث القطاع الخاص عن الربح، فإن المشاريع التي يدخل فيها كشريك مع القطاع العام ينبغي أن تكون مربحة وإلا فإنه لن يجد الحافز للإستثمار فيها.

2-4-3- حسب الشكل القانوني

أ- المشاريع الفردية

وهي أبسط الأشكال القانونية حيث يصعب التفرقة بين المشروع وصاحبه، فهو مديره غالباً، وهو الذي يرسم سياساته ويتحمل مسؤوليته، ويتميز هذا النوع من المشروعات بحرية صاحبه التامة في الإدارة والتصرف في الأموال، أما عيوبه فإنه -أي صاحبه- يكون مسؤولاً مسؤولية كاملة في تحمل مخاطر المشروع أو ضياع ماله.

وفترة حياة المشاريع الإستثمارية الفردية هي في الغالب قصيرة وترتبط بحياة مالكها، حيث أن معظمها ينتهي بوفاة مالكها.

ومن بين المزايا التي تتطوي عليها المشاريع الإستثمارية الفردية هي سهولة تأسيسها نظراً لقلّة الشروط والمتطلبات التي يجب الإيفاء بها من طرف مؤسسها، كما تتميز بحجمها الصغير في غالب الأحيان، وبالتالي عدم حاجتها لرأس مال كبير.

ومن بين أهم المشاكل التي تواجهها المشاريع الإستثمارية الفردية هي محدودية مصادر التمويل المتاحة أمامها، وهو الأمر الذي يُصعّب من عملية رفع رأس مالها، فمصادر تمويل هذه المشاريع محصورة في ثروة مالكيها، وهي في أغلب الأحيان محدودة.

ب- مشاريع الأشخاص: وتنقسم إلى نوعين هما:

ب-1- شركة التضامن

حيث يتضامن الشركاء في إدارة الشركة والوفاء بكل ديونها وتعهداتها، وبذلك فإن لإختيار الشركاء أثر كبير في نجاح المشروع، فمسؤوليتهم غير محدودة. وتعتمد تلك المشروعات على حسن سمعة الشركاء في السوق ومقدار ممتلكاتهم الشخصية لاكتساب ثقة الجمهور المتعاملين.

ومن أهم مزايا هذه النوع من المشروعات الإستثمارية المسؤولية التي تقع على عاتق الشركاء التي تعتبر أهم دافع لهم على مضاعفة جهودهم والقيام بواجباتهم.

ومن عيوبها أنه بمجرد إنحراف أي شريك من الشركاء عن الخطة الموضوعية يؤدي ذلك إلى وجود خطر على المشروع، بالإضافة إلى أن توسيع المشروع قد يحتاج لرؤوس أموال غالباً ما يعجز عنها الشركاء عن إمداد المشروع بها، بالإضافة إلى أن كيان المشروع مهدد دائماً بوفاة أحد الشركاء أو إفلاسه.

ب-2- شركة التوصية البسيطة

وهذا النوع من الشركات يجمع بين نوعين من الشركاء: الأول ضامن متضامن لديون المشروع وتعهداته، والثاني يشترك برأسماله ومسؤوليته محدودة بمقدار ما يدفعه فقط من حصة في أموال المشروع ولا يلتزم بالوفاء بتعهدات المشروع من أمواله الخاصة، ولذلك فإن الشريك المتضامن هو الذي يقوم بالإدارة.

ج- مشاريع المساهمة

ويقوم على إدارة هذه المشروعات مجلس إدارة ينتخبه المساهمون لمدة معينة وبالتالي لا يحق للمساهمين حق التدخل في الإدارة، وتُطرح أسهم هذه الشركات للإكتتاب العام، وتعتبر هذه الشركات أفضل أنواع الشركات في مجال إحداث المزيد من التنمية وتوزيع الدخل. وقد إتسعت هذه الشركات لتتكون في شكل شركات متعددة الجنسيات لضخامة رؤوس الأموال المتاحة لهذه الشركات وبالتالي ضخامة إمكاناتها الإنتاجية والتسويقية، ومزايا هذه الشركات أنها تستطيع تجميع أموال كبيرة للإستثمار عن طريق الإكتتاب، ومسؤولية كافة الشركاء تكون في حدود قيمة أسهم الإكتتاب فقط، دون أن تمتد إلى الأموال أو الممتلكات الخاصة بهم.

د- المشروعات المختلطة

وهي التي تجمع شركات الأشخاص وشركات الأموال (المساهمة) حيث يوجد نوعين منها هي:

د-1- الشركات ذات المسؤولية المحدودة

وهي تلك الشركات التي تضم عدد محدد من الشركاء، وتكون مسؤولية جميعهم محدودة بمقدار ما دفعوه كحصة في رأس المال، ولا يجوز تأسيس هذا النوع من الشركات عن طريق الإكتتاب العام.

د-2- شركات التوصية بالأسهم

وهي شركات تشبه شركات التوصية البسيطة، إلا أن رأس المال فيها يُقسم إلى أسهم قيمها صغيرة ومتساوية، وهذه الأسهم عادة لا تُطرح للاكتتاب العام، بل تُطرح للاكتتاب بواسطة الأشخاص المعروفين لدى القائمين بالمشروع.

2-4-4- حسب الحجم

ويُمكن تقسيم المشاريع الإستثمارية حسب الحجم إلى أربعة أصناف:

- المشاريع الكبيرة؛

- المشاريع المتوسطة؛

- المشاريع الصغيرة؛

- المشاريع الصغيرة جدا؛

وليس هناك معايير موحدة بين الدول لتصنيف هذه المشاريع، فمشروع متوسط حسب تصنيف دولة معينة ربما يُصنف كمشروع كبير حسب تصنيف دولة أخرى.¹

2-4-5- حسب النشاط الإقتصادي

ويتم تصنيف المشاريع الإستثمارية هنا حسب قطاع النشاط الإقتصادي الذي ينشطون فيه. ويُمكن التمييز بين ثلاثة قطاعات للنشاط الإقتصادي:

- **القطاع الأول:** ويتضمن مختلف الأنشطة التي لها علاقة مباشرة مع الطبيعة مثل الزراعة، الصيد البحري والصناعات الإستخراجية.

- **القطاع الثاني:** ويتضمن مختلف الأنشطة المنتجة للسلع الإستهلاكية أو الإنتاجية، وهذا يعني أن هذا القطاع يشمل مختلف أنشطة التصنيع (قطاع الصناع التحويلية)، ويدخل ضمن هذا القطاع أيضاً قطاع البناء.

- **القطاع الثالث:** ويتضمن مختلف الأنشطة الخدمية مثل الصيرفة، التأمين، النقل، التوزيع والتجارة.

2-5- مدخلات، عمليات ومخرجات المشاريع الإستثمارية:

يتضمن أي مشروع إستثماري على مدخلات، عمليات ومخرجات كما يلي:

أ- المدخلات Inputs

إن المدخلات تختلف من مشروع إلى آخر، وهذا الإختلاف يعتمد على طبيعة المشروع، فالمشروعات الصناعية تكون مدخلاتها عبارة عن المواد الخام، وفي الجامعة، كمشروع خدمي، تكون مدخلاتها هي الطلاب. وبشكل عام تتضمن المدخلات ما يلي:

- **العناصر المادية:** وهي التي تتكون من المدخلات الملموسة كالمواد الخام، رأس المال، الآلات، ويتوجب على الإدارة تجنب وجود رأس مال فائض عن الحاجة وغير مستغل لأنه يرفع من تكلفة المشروع، وكذلك التأكد من عدم وجود نقص في الأموال مما يعني ضياع فرص إستثمارية مربحة. وبالنسبة للآلات على الإدارة العمل على توفيرها بالموصفات المطلوبة، والتأكد من عدم وجود طاقات إنتاجية عاطلة أو إختناقات في بعض الأقسام. أما

¹ للإطلاع على التصنيف الجزائري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أنظر: القانون رقم 17-02 المؤرخ في 10 جانفي 2017 المتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد 02، 11 جانفي 2017.

بالنسبة للمواد الخام فعلى الإدارة أن تخطط لإحتياجاتها من هذه المواد الخام بشكل جيد، والتقليل من حجم الإستثمار في المخزون مع ضمان إستمرار تدفق الإنتاج؛

- **العناصر البشرية:** وهي القوى العاملة في المشروع والتي تبذل جهدها وتنسق أعمالها لكي تحقق أهداف المشروع؛
 - **العناصر المعنوية:** وتشمل ثقافة المنظمة بما فيها من فلسفة وقيم وإتجاهات سواء على مستوى الفرد أو الجماعة أو المشروع، والعناصر المعنوية يمكن تغييرها أو تعديلها من خلال العديد من الوسائل كالتوجيه وإقامة الدورات التدريبية في المجالات المطلوبة؛

- **العناصر القانونية:** وتشمل القوانين والأنظمة والتعليمات الصادرة عن الإدارة؛

- **العناصر التكنولوجية:** وتشمل طرق وأساليب العمل الحديثة، بالإضافة إلى الإختراعات الحديثة من الآلات والمعدات، وتوفير كادر قادر على التفاعل مع هذه التكنولوجيا.

ب- العمليات Operations

والتي تشمل عملية إتخاذ القرارات والإتصالات الرسمية وغير الرسمية والبحوث والتوجيه والحفز والرقابة والمفاضلة بين البدائل وغيرها.

ج- المخرجات Outputs

والتي تتضمن السلع والخدمات أو أي مخرجات أخرى للنظام (المشروع).

2-6- إدارة المشروع والمشاكل المتوقعة أثناء عملية الإدارة

تُعرّف إدارة المشاريع بأنها "مجموعة الفعاليات والأنشطة التي تعمل مع بعضها البعض من تخطيط وتنظيم وتوجيه ومراقبة لغرض الاستخدام الامثل لإمكانات المشروع بقصد تحقيق أهدافه بكفاءة وفاعلية وضمن معايير الزمن، والكلفة، والجودة، على أن تأخذ هذه الإدارة العوامل والمتغيرات البيئية المختلفة المحيطة بالمشروع".
 وأثناء إدارة المشروع لابد من تلافي مشاكل كثيرة، مثل:

- الاختيار الخاطئ لمدير المشروع: حيث يمكن أن يؤدي ذلك في النهاية إلى فشل المشروع، إذ يجب على المدير أن يكون قادرا على دفع العمل نحو الأمام، وأن يكون قادرا على تحفيز أعضاء الفريق أيضا، كما يجب عليه أن يمتلك القدرة الكافية على تحقيق التوازن بين كافة نواحي وظروف المشروع وعناصره؛

- سوء اختيار أعضاء الفريق: يجب أن يكون مدير المشروع قادرا على اختيار الأعضاء المناسبين، تبعا لمهاراتهم وقدراتهم واحتياجات المشروع لهم؛

- عدم تعريف المهام والأنشطة بشكل جيد: مما يؤدي إلى حدوث الفوضى والحصول على مخرجات سيئة، فقبل بداية المشروع لابد من وضع نظام للتخطيط والتحكم، وذلك من أجل السيطرة على كافة شؤون التكاليف والجداول ودرجة المخاطرة والجودة؛

- عدم وضوح تقدير أهداف المشروع ونتائجه المتوقعة: حيث يمكن أن ينتج عن ذلك مخرجات سيئة وغير كاملة، فالمعنيون بالمشروع عليهم تفهم كافة الأهداف، وتقدير المخرجات كما يجب؛

- عدم توفر الموارد: حيث يؤدي ذلك إلى عدم اكتمال المشروع، لعدم تحضير كافة الموارد قبل البدء بالمشروع؛

- قلة وضعف الدعم من قبل الهيئة الإدارية: حيث يمكن أن يؤدي ذلك إلى فشل العمل، إذ على الإدارة الناجحة اتخاذ الإجراءات اللازمة لدعم المشروع في كافة مراحله، وخصوصاً عند حاجته لهذا الدعم؛
- وتزداد احتمالية نجاح المشروع بحسن إدارته، وحمايته من المشاكل التي قد تعترض تقدمه، مثل:
- عدم ملائمة المنتج أو الخدمة لمعايير الجودة المطلوبة من عند المعنيين بالمشروع؛
- إنهاء المشروع في وقت متأخر، أو تجاوزه الميزانية المحددة؛
- عدم رضا فريق العمل عن طريقة إدارة المشروع، وبالتالي عزوفهم عن المشاركة في مشاريع مستقبلية.

2-7- مصادر تمويل المشاريع الإستثمارية

تُعتبر القرارات المتعلقة بالتمويل وإختيار مصادر التمويل من القرارات المعقدة التي تتطلب دراسة جيدة ومتأنية قبل إتخاذها. ويُقصد بمصادر التمويل تشكيلة المصادر التي تحصل منها الشركات على الأموال لتمويل إستثماراتها أو عملياتها الإستغلالية. ويُطلق على جميع مصادر التمويل في المؤسسة بـ "الهيكل المالي Financial Structure"، وهو مصطلح يختلف عن مصطلح "هيكل رأس المال Capital Structure" الذي يشير فقط إلى تشكيلة مصادر التمويل طويل الأجل.

ويترتب على إتخاذ قرار التمويل في المنشآت مجموعة من النتائج، من أهمها:

- تحديد المركز المالي للمنشأة؛

- تحديد المركز الإئتماني للمنشأة؛

- تحديد ربحية المنشأة؛

- تحديد إلتزامات المنشأة؛

- تحديد إنفاقها الإستثماري أو إنفاقها الرأسمالي.

ويُمكن تصنيف مصادر التمويل المتاحة للمنشآت كما يلي:

من حيث المصدر: وتتمثل بالمصادر الداخلية كالأرباح المحتجزة ومخصصات الإستهلاك وبيع الأصول الرأسمالية، والمصادر الخارجية كزيادة رأس المال والإقتراض وإصدار السندات وتسهيلات الموردين.

من حيث الملكية: وتتمثل بالمصادر المملوكة كزيادة رأس المال والأرباح المحتجزة والإحتياطيات، والمصادر المقترضة كالقروض والتسهيلات البنكية والتجارية والإستئجار التمويلي.

من حيث الزمن: وتتمثل بالمصادر طويلة ومتوسطة وقصيرة الأجل كالخصوم قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل.

وسنستعرض فيما يلي بنوع من التفصيل مصادر التمويل حسب الزمن، والتي سنقسمها إلى مصادر التمويل قصير

الأجل ومصادر التمويل طويل الأجل.

2-7-1- التمويل قصير الأجل

يُعرّف التمويل قصير الأجل بأنه "أحد أنواع مصادر التمويل الخارجي، ويمثل التمويل الذي يُستخدم لتمويل العمليات الجارية في الشركة، ويرتبط بتحقيق أهدافها في السيولة والربحية." ومدة إستحقاق الديون القصيرة الأجل لا تتعدى السنة.

وتلجأ الشركات إلى هذا النوع من التمويل للأسباب التالية:

- ضعف نسبة المخاطرة وهو مهم لدى المستثمرين، إضافة إلى قصر فترة تسديد الدين تجعل المستثمرين يفضلون إستثمار أموالهم لضعف المخاطرة ولقدرتهم على التنبؤ بما يمكن أن يحدث فيما يتعلق بوضع الشركة وبالتالي إحتمالية حصولهم على أموالهم وفق الشروط المتفق عليها؛
- أن تكلفة الحصول على تمويل قصير الأجل أقل من تكلفة الحصول على تمويل متوسط أو طويل الأجل لقصر فترة السداد ولضعف نسبة المخاطرة؛
- تكون الحاجة إلى الأموال في بعض الشركات موسمية، الأمر الذي يؤدي إلى وجود سيولة لدى الشركة في وقت ليس لها حاجة بها في حالة التمويل طويل الأجل، لذا تلجأ الشركة إلى البحث عن مصادر تمويل قصيرة الأجل لسد النقص الحاصل في سيولتها ولتمويل إحتياجاتها الموسمية؛
- بعض حالات تمويل قصير الأجل تكون بدون فوائد، أي لا تتحمل الشركة أية تكلفة وذلك في حالات الشراء بالأجل، على أن يتم التسديد خلال مدة معينة.
- ويتم التمويل القصير الأجل عادة بغرض الإستثمار في الموجودات المتداولة.
- والتمويل قصير الأجل يقع ضمن صنفين هما:
- **التمويل التلقائي (Spantaneous Financing):** ويشير هذا الصنف إلى الأموال التي يمكن الحصول عليها بشكل تلقائي، وهي لا تتطلب من المنشأة إتفاقات رسمية كثيرة، ومن أمثلة هذه الأموال المستحقات والحسابات الدائنة؛¹
- **التمويل غير التلقائي (Non Spantaneous Financing):** وهذا الصنف من التمويل قصير الأجل يشير إلى مصادر التمويل التي يمكن الحصول عليها عن طريق التفاوض مع الجهات المانحة للأموال، ومن أمثلة هذه المصادر القروض المصرفية قصيرة الأجل والقروض المضمونة.
- وتتعدد مصادر التمويل القصير الأجل:
- الإئتمان المصرفي: ويتمثل في القروض المصرفية التي لا تتجاوز تواريخ إستحقاقها سنة واحدة وتكون على شكل تسهيلات الجاري مدين والقروض الموسمية؛
- الإئتمان التجاري: ويتمثل بالتسهيلات التي يمنحها المورد للتاجر، وتنشأ بقيام المنشأة بالشراء الآجل وذلك إما بكمبيالات أو على شكل حساب جاري؛
- الأوراق التجارية: وهي عبارة عن أوراق دين تصدرها الشركات الكبيرة بهدف الإقتراض، وفي العادة تكون مدة إستحقاقها أقل من سنة؛
- خصم الأوراق التجارية: والمقصود به خصم الكمبيالات التجارية لدى البنك التجاري وذلك بفائدة معينة من أجل الحصول على التمويل قصير الأجل؛
- بيع الديون أو التمويل مقابلها: وهناك شركات متخصصة تقوم بشراء الديون من أصحابها مقابل خصم بنسبة معينة من قيمتها الإسمية، كما أنه يمكن الحصول على تمويل بضمانة هذه الديون؛

¹المزيد من التفاصيل حول معنى المستحقات والحسابات الدائنة أنظر: د. عدنان تايه النعيمي وآخرون: الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2008، ص 346 وما بعدها.

- القبولات المصرفية؛

- البيع التأجيري؛

- الضرائب المؤجلة الدفع.

2-7-2- التمويل طويل الأجل

يُعرّف التمويل طويل الأجل بأنه "تلك الأموال التي تحصل عليها الشركة من الغير وتلتزم بردها خلال فترة زمنية طويلة نسبياً (أكثر من سنة)، وتستخدم الشركة هذه الأموال لشراء الأصول الثابتة." وهناك العديد من مصادر التمويل الطويل الأجل:

- المصادر القائمة على الملكية؛

- المصادر القائمة على الديون؛

- الإستئجار.

أ- التمويل بالملكية Equity financing

تُعتبر أموال الملكية المصدر الأساسي لتمويل المشروعات الجديدة. ويتمتع التمويل بالملكية بعدة مزايا:

- تُستخدم أموال الملكية في تمويل الإستثمار الدائم للمشروع مثل إنشاء العقار الخاص بهذا المشروع؛
- تُستخدم أموال الملكية في تمويل جزءاً من الإستثمارات طويلة الأجل الخاصة بالمشروع؛
- تُمثل أموال الملكية صمام أمان بالنسبة للدائنين وذلك لوقايتهم في حالة تعرض المشروع للفشل؛
- تُعتبر أموال الملكية مصدراً للوفاء بالديون.

وسنتناول ثلاثة أدوات تمويل بالملكية: الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة.

أ-1- الأسهم العادية

يُعرّف السهم العادي بأنه "ورقة مالية تمثل حق ملكية كامل، فهو حصة في رأس مال شركة مساهمة ولحامله حق إدارة الشركة من خلال التصويت في الهيئة العامة، وله حق الحصول على أرباح الشركة وعليه خسائرها، وله حق في ما يتبقى عند التصفية بعد دفع إلتزامات الشركة." ويتمتع حاملوا الأسهم العادية بعدة حقوق أهمها:

- **الحق في التصويت:** يحق لكل حامل سهم عادي التصويت في مجلس الإدارة للشركة أو أية إجتماعات تعقدها الشركة بحضور حملة الأسهم، وبالتالي يستطيع حملة الأسهم التأثير على إدارة الشركة عن طريق التصويت والانتخابات وخاصة إنتخاب مجلس الإدارة، كما يقرر المساهمون سياسة توزيع الأرباح وتوسعات الشركة التي يقترحها مجلس الإدارة، وتعديل النظام الداخلي للشركة. ويكون لكل سهم صوت وبالتالي يعتمد تأثير المساهم على كمية الأسهم التي يمتلكها؛

- **الحق في المشاركة في أرباح الشركة:** لكل مساهم في الشركة الحق في الحصول على حصته من الأرباح إذا تم توزيعها، كما أن توزيع الأرباح على حملة الأسهم العادية يتم بعد أن تقوم الشركة بدفع إلتزاماتها تجاه الغير (حملة السندات والدائنين وحملة الأسهم الممتازة)، أي أن حملة الأسهم العادية يحصلون على حصتهم من الأرباح في المرحلة الأخيرة ويتقاسمون ما يتبقى من أرباح كل حسب مساهمته؛

- المشاركة في موجودات الشركة عند التصفية: في حالة إفلاس الشركة يتم تسديد الإلتزامات تجاه حملة السندات والدائنين وحملة الأسهم الممتازة وما تبقى بعد ذلك يوزع على حملة الأسهم العادية كل حسب عدد الأسهم التي يحملها، وفي حالة عدم كفاية المبلغ عند تصفية الشركة فإن حملة الأسهم يتعرضون لخسارة محققة وذلك لأن الأولوية في توزيع المبالغ تكون لأطراف أخرى مثل حملة السندات؛

- الحق في بيع وشراء الأسهم: يجوز لحملة الأسهم العادية بيع أو شراء المزيد من الأسهم في أي وقت، كما يجوز لهم المطالبة بحق الأولوية في حالة قيام الشركة بإصدار أسهم جديدة وذلك للمحافظة على النسبة المئوية لمساهمتهم.

وتتميز الأسهم العادية من وجهة نظر الشركة المُصدرة لها بالعديد من المميزات:

- لا تشكّل الأسهم العادية إلتزاماً مالياً على الشركة، فإذا حققت الشركة الأرباح تقوم بتوزيع نسبة معينة على المساهمين، إلا أن عدم تحقيق الأرباح لا يلزم الشركة بدفع أية عوائد على المساهمين، وذلك بعكس السندات التي تُشكّل إلتزاماً ثابتاً على الشركة سواء حققت الأرباح أو لم تحقق؛

- لا يوجد للأسهم تاريخ إستحقاق معين وبالتالي لا تلتزم الشركة بتخصيص مبالغ إطفاء كما تفعل في السندات التي لها تاريخ إستحقاق معين؛

- تعتبر الأسهم عامل أمان وضمن للدائنين وبالتالي تستطيع الشركة الإقتراض إذا لزم الأمر؛

- سهولة التعامل بالأسهم من حيث البيع والشراء، كما يمكن تداول الأسهم بأعداد قليلة؛

- تستطيع الشركة الناجحة بيع أسهم جديدة وتقاضي ما يسمى "بعلاوة الإصدار" أو "الضميمة" وهي القيمة الزائدة عن القيمة الإسمية.

أما مساوئ الأسهم العادية بالنسبة للشركة المُصدرة لها فهي:

- إحتمال فقدان السيطرة على إدارة الشركة وذلك بسبب التبادل السريع للأسهم حيث تستطيع أية جهة شراء الأسهم المتداولة وبالتالي ممارسة ضغوط على الإدارة الحالية، وهذا الأمر يعتبر خطير، خاصةً في الشركات صغيرة الحجم؛

- لا يجوز خصم الأرباح الموزعة على المساهمين من الضريبة لأنها لا تعتبر نفقات؛ وبالتالي فهي لا تؤدي إلى وفر ضريبي؛

- تكاليف إصدار الأسهم أكبر من تكاليف إصدار السندات.

أ-2- الأسهم الممتازة

تُعرّف الأسهم الممتازة بأنها أوراق مالية ذات طبيعة هجينة (Hybrid)، أي أنها تملك صفات من الأسهم العادية والسندات.

وتتميز الأسهم الممتازة بعدة خصائص:

- في العادة لا يوجد لحملة الأسهم الممتازة حق التصويت؛

- يتم وعد حاملي الأسهم الممتازة من قبل الشركات بتوزيعات أرباح ثابتة؛

- لا يوجد للأسهم الممتازة فترة إستحقاق، لكنها غالباً ما يتم إستدعاءها؛

- تستطيع إدارة الشركة أن توقف توزيع الأرباح على الأسهم الممتازة لكن بعد وقف توزيعات الأرباح على الأسهم العادية؛
- إذا تم وقف توزيعات أرباح الأسهم الممتازة، فعادة ما تصبح جميع هذه التوزيعات ديون متراكمة يجب على الشركة إعادة دفعها قبل أن يتم توزيع أية أرباح على أصحاب الأسهم العادية؛
- بعض إصدارات الأسهم الممتازة يمكن تحويلها إلى أسهم عادية؛
- وتتمثل أسباب إصدار الأسهم الممتازة فيما يلي:
- زيادة موارد الشركة المالية من خلال ملائمة هذا النوع من الإستثمار مع المستثمرين الذين لا يرغبون في تحمل المخاطر Risk Averse؛
- المتاجرة بالملكية (إستعمال أموال الآخرين بتكاليف ثابتة)؛
- إستعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في الإدارة.
- وتتمثل مزايا الأسهم الممتازة من وجهة نظر الشركة المُصدرة فيما يلي:
- نظراً لعدم إشتراك حملة الأسهم الممتازة في التصويت فإن إصدار تلك الأسهم يُبقي السيطرة في يد الإدارة دون أن تخشى تدخل الآخرين؛
- لا تحتاج الشركة إلى رهن عقاراتها أو موجوداتها عند إصدار الأسهم الممتازة لأنها لا تتطلب أية ضمانات كما هو الحال في السندات، وبالتالي فإن ذلك يتيح للشركة حرية إصدار السندات ورهن موجوداتها مقابل ذلك؛
- لا تتطلب الأسهم الممتازة تخصيص مبالغ لتسديدها لأنها لا تحمل موعد إستحقاق معيناً، وهي بذلك مثل الأسهم العادية؛
- عوائد الأسهم الممتازة محددة بنسبة معينة، لذلك ففي حالة تنامي (زيادة) أرباح الشركة لا تشارك في هذه الأرباح المتنامية وتقتصر أرباحها على النسبة المحددة والتي تكون نسبة من قيمتها الإسمية؛
- في حالة إنخفاض تكلفة التمويل على السندات والقروض طويلة الأجل يمكن إستدعاء هذه الأسهم وإستبدالها بأدوات تمويلية أخرى مثل الإقتراض طويل الأجل وإصدار السندات؛
- تحسين الصورة الإئتمانية للشركة المُصدرة في حالة رغبتها في الحصول على القروض؛
- أما عيوب الأسهم الممتازة من وجهة نظر الشركة المُصدرة فتتمثل فيما يلي:
- إرتفاع تكلفتها بالمقارنة مع السندات نظراً لعدم تمتع أرباحها الموزعة بالميزة الضريبية؛
- إذا نص عقد الشركة على أرباح متراكمة لها يؤدي ذلك إلى إرتفاع تكلفة هذا النوع من التمويل؛
- ربما تفرض قيوداً على الشركة.
- ومن وجهة نظر المستثمر، فإن مزايا الأسهم الممتازة تتمثل فيما يلي:
- تحقق عائداً ثابتاً؛
- لها الأولوية بالحصول على قيمتها عند التصفية؛
- أما عيوبها من وجهة نظر المستثمر فتتمثل فيما يلي:

- إن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون للمخاطر في الوقت الذي يتسلمون أرباحاً محدودة لا تتناسب مع مستوى المخاطر؛

- تميل أسعار الأسهم الممتازة إلى التذبذب أكثر بكثير من أسعار السندات؛

- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التدخل في شؤون الشركة أو الإنتخاب.

أ-3- الأرباح المحتجزة

وهي مصدر من مصادر التمويل الداخلي، ويُقصد بها تلك الأرباح التي لا توزعها الشركة على المساهمين بغرض تقوية مركزها المالي ومساعدتها على النمو والتطور، كما أن هذه الأرباح تُعتبر صمام أمان للمنشآت لأن هذه الأخيرة تستطيع الرجوع إليها في حالة تعرضها لأي طارئ. وتضم الأرباح المحتجزة: الإحتياطات الإجبارية، الإحتياطات الإختيارية، الإحتياطات الأخرى والأرباح المدورة (غير الموزعة).

وتتمثل مزايا التمويل بالأرباح المحتجزة فيما يلي:

- يعتبر التمويل بالأرباح المحتجزة مصدراً متاحاً لكل المنشآت التي تحقق أرباح؛

- سهولة الحصول عليه، فهو لا يحتاج إلى ضمانات كما في حالة التمويل بالسندات؛

- إنخفاض تكلفته بالمقارنة مع السندات والأسهم الممتازة؛

- إن التمويل بالأرباح المحتجزة لا يرتب على المنشأة أية إلتزامات كما في حالة التمويل بالسندات والأسهم الممتازة؛

- إن التمويل بالأرباح المحتجزة لا يضعف المركز التنافسي لكبار المساهمين نظراً لعدم دخول مساهمين جدد.

أما عيوب التمويل بالأرباح المحتجزة فتتمثل فيما يلي:

- عدم توفر هذا المصدر في بداية إنشاء المشروع؛

- محدودية هذا المصدر، وبالذات في السنوات الأولى من عمر المشروع؛

- إن استخدام الأرباح المحتجزة في تمويل المشروع يؤدي إلى إنخفاض القيمة الدفترية للسهم وإنخفاض قيمته السوقية.

ب- التمويل بالدين Debt financing

يأخذ التمويل بالدين عدة أشكال من أبرزها الإقتراض غير المباشر من خلال إصدار السندات، أو الإقتراض المباشر من المصارف أو غيرها.

ب-1- السندات

يُعرف السند بأنه "ورقة مالية تصدرها الشركات المساهمة أو المنظمات الحكومية وتعبّر عن قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محددة ويحمل سعر فائدة ثابت أو متغير، وتلتزم المنشأة التي أصدرت السند بدفع قيمة السند عند الإستحقاق، بالإضافة إلى دفع الفوائد سنوياً أو كل ستة شهور أو حسب ما يتفق عليه." وتُقسم السندات التي تصدرها الشركات المساهمة إلى عدة أنواع، منها:

- السندات لحاملها (Coupon Bonds): وهي السندات الإعتيادية التي تقوم على دفع فائدة دورية لحامل السند، مع إرجاع القيمة الإسمية في نهاية عمر السند. وهذه السندات يمكن تداولها في السوق المالي وبيعها من مستثمر لآخر.

- السندات المسجلة (Registered Bonds): وهي السندات التي يتم فيها دفع الفائدة دورياً والقيمة في نهاية عمر السند للشخص المسجل إسمه في السند. ولا يتم تداول هذه السندات في السوق المالي لأنها باسم شخص واحد فقط ، ولا يمكن تحويلها لشخص آخر.

- السندات القابلة للتحويل (Convertible Bonds): وهي عبارة عن السندات التي يمكن تحويلها إلى عدد محدد من الأسهم العادية بناءً على رغبة حاملها، حيث يكون خيار التحويل موجود على السند، بما في ذلك نسبة التحويل وتوقيت التحويل الممكن. وبموجب هذا الخيار يتحول حامل السند من مقرض إلى مساهم في الشركة عند تنفيذه للخيار وتحويل السند إلى أسهم.

- سندات الدخل (Income Bonds): هي السندات التي لا تُدفع فوائدها إلا إذا تحقق للشركة المقترضة دخل يكفي لتسديد الفوائد، أما فيما يتعلق بتسديد قيمة السند نفسه فيتم في تاريخ محدد، وعلى الشركة المصدرة للسند الإلتزام بهذا التاريخ بغض النظر عن أي اعتبار للدخل. ومعظم سندات الدخل لها طبيعة تراكمية حيث تتراكم فوائدها غير المدفوعة من سنة لأخرى حتى يتحقق الدخل الكافي لها.

- السندات ذات الفائدة الصفرية (Zero Coupon Bonds): وهي سندات لا تحمل فائدة ولكن يتم إصدارها بخصم عن قيمتها الإسمية، وفي تاريخ إستحقاقها تقوم الشركة بدفع كامل القيمة الإسمية لحامل السند، أي أن العائد الذي يحصل عليه المستثمر يتمثل في الفرق بين سعر شراء السند وبين القيمة الإسمية في تاريخ الإستحقاق.

- السندات الرديئة (Junk Bonds): وهي سندات تتميز بإرتفاع مخاطرتها وإرتفاع الفوائد عليها كتعويض عن إرتفاع المخاطرة.

- السندات ذات الفائدة المعومة (Floating Rate Bonds): وهي السندات التي يكون سعر فوائدها متغير وفقاً لتحركات الفائدة في السوق، وليس سعر فائدة ثابت كما في السندات الإعتيادية. وقد ظهرت هذه السندات كرد فعل على إرتفاع معدلات التضخم وتأثيرها على معدل الفائدة الفعلي.

ويُمكن تصنيف السندات من حيث الضمان إلى نوعين:

- سندات مضمونة برهن أصول الشركة أو أية أصول أخرى؛

- سندات غير مضمونة بأصول معينة: وتعتمد على المركز الإئتماني للشركة المصدرة.

وعادة تكون أسعار الفائدة على السندات غير المضمونة أعلى من أسعار الفائدة على السندات المضمونة.

وتتمثل مزايا السندات بالنسبة للشركة المصدرة لها فيما يلي:

- حرية الشركة بالحركة والتصرف دون قيود لأن حملة السندات لا يتدخلون في الإدارة؛

- الكلفة القليلة والثابتة على الشركة، فإذا كانت أرباح الشركة كبيرة فإن ذلك لا يعطي لحملة السندات الحق في الحصول على عوائد أعلى، ومن هنا فإن الشركات التي تحقق عوائد مرتفعة على الأموال المستثمرة تفضل إصدار السندات بدلاً من إصدار الأسهم؛

- الوفر الضريبي: تحقق السندات وفراً ضريبياً لأن الفوائد المدفوعة تنزل من الدخل الخاضع للضريبة، وبذلك فإن الشركات التي تدفع نسبة ضريبة مرتفعة تفضل إصدار السندات بدلاً من إصدار الأسهم.
- أما عيوب السندات بالنسبة للشركة المُصدرة لها فتتمثل فيما يلي:
- تمثل السندات إلتزاماً ثابتاً وبالتالي فهذا الإلتزام يشكل عبء على الشركة خصوصاً إذا لم تحقق الشركة الأرباح، كما أن هذا الإلتزام يشكل مخاطر خصوصاً إذا كانت هناك تقلبات كبيرة في إيرادات الشركة؛
- عند قيام الشركة برهن موجوداتها لحملة السندات فإن ذلك يعتبر تقييداً لحركة الشركة في التصرف بموجوداتها؛
- تخصيص مبالغ كبيرة سنوياً لدفع الفوائد لحملة السندات وتخصيص مبالغ كذلك لإطفاء هذه السندات؛
- مدة الإستحقاق عادةً تكون طويلة وبالتالي تزيد المخاطر على الشركة، فقد تمر الشركة بظروف سيئة لا يمكن التنبؤ بها للإحتياط لها.

وتتمثل مزايا السندات بالنسبة لحاملها فيما يلي:

- المخاطرة: يعتبر السند من أقل الإستثمارات مخاطرة وذلك لأن حامله يتمتع بحق الأولوية في إسترجاع أمواله المستثمرة في حالة تصفية الشركة؛
- الدخل: يحصل حامل السند على دخل ثابت ومستقر وفي أوقات محددة لأن الفوائد المدفوعة لحملة السندات لا تتأثر بتحقيق أو عدم تحقيق الشركة مصدرة هذه السندات للأرباح.
- أما عيوب السندات بالنسبة لحاملها فتتمثل فيما يلي:
- لا تعطي السندات مالكة الحق في التصويت أو التدخل في الشؤون الداخلية للمنشأة إلا في حالة الإفلاس؛
- قد يتأثر الدخل الثابت الذي يحصل عليه المستثمر بعوامل التضخم مما يقلل من القوة الشرائية لذلك الدخل.

ب-2- القروض البنكية

- يُعرّف الإقتراض بأنه "إتفاق بين الدائن والمدين يقدم بموجبه الدائن مبلغاً من المال على أن يقوم المدين بإعادته مع فوائده في أوقات محددة يتم الإتفاق عليها".
- ومن بين الشروط التي يتم الإتفاق عليها بين الدائن والمدين تنفيذاً لإتفاقية القرض:
- سعر الفائدة؛
 - طريقة السداد هل هي شهرية أم سنوية أم دفعة واحدة تستحق في أجل معين وهكذا؛
 - الضمانات الواجب تقديمها من قبل المقترض؛
 - شروط تحد من حرية المقترض في توزيع الأرباح والإستثمار الرأسمالي والحصول على قروض أخرى.
- وهناك العديد من المبررات التي تدفع الشركات للجوء للإقتراض طويل الأجل:
- عدم إمكانية التمويل بالأسهم العادية أو الأرباح المحتجزة؛
 - سرعة توفير هذا التمويل خاصة إذا كانت الشركة تتمتع بسمعة جيدة؛
 - ضعف السوق المالي وبالتالي إحتمال عدم قدرة الشركة على التمويل بالأسهم؛
 - عدم تأثير التمويل بالإقتراض على المركز التنافسي لكبار المساهمين في الشركة؛
 - يمكن إستخدام هذا المصدر لتمويل الأصول الثابتة؛

- يوفر للمؤسسة مرونة الإقتراض قصير الأجل؛
- قد يشكل مصدراً للوفاء بالقروض قصيرة الأجل؛
- قليل الكلفة بالمقارنة بالأسهم؛
- الميزة الضريبية لأموال الإقتراض.

ج- الإستئجار Lease

يُعتبر الإستئجار مصدراً من مصادر التمويل طويلة الأجل. ويُعرّف بأنه "عقد يتفق بموجبه طرفان هما المؤجر والمستأجر بأن يقوم الأول بتقديم أصل معين للطرف الثاني للإنتفاع به (إستخدامه) لمدة معينة على أن يقوم الطرف الثاني بدفع مبالغ محددة بتواريخ محددة للطرف الأول".

ويمكن التمييز بين نوعين من الإستئجار:

- **الإستئجار المالي:** وبمقتضى هذا النوع من الإستئجار يلتزم المستأجر بدفع سلسلة من الدفعات المالية لمالك الأصل لقاء إستعماله لهذا الأخير حيث يساوي مجموع هذه الدفعات قيمة الأصل وفوائده.

ويتميز الإستئجار المالي بالخصائص التالية:

- تقع الأعباء الخاصة بصيانة وخدمة الأصول المستأجرة على عاتق الشركة التي تقوم بالإستئجار؛
- لا يستطيع المستأجر إيقاف عملية الإستئجار وإنما عليه الإستمرار في سداد أقساط الإستئجار حتى نهاية العقد؛
- يستمر عقد الإستئجار المالي لفترة زمنية طويلة نسبياً تتفق عادة مع الحياة الإنتاجية للأصل وبالتالي يُستهلك الأصل بالكامل خلال هذه الفترة والمحصلة النهائية هي حصول مالك الأصل على قيمة الأموال المستثمرة في الأصل بالكامل مضافاً إليها عائد مناسب؛
- ينتهي عقد الإستئجار المالي بتملك المستأجر للأصل المؤجر.

ومن بين أهم الأشكال التي يتخذها الإستئجار المالي ما يلي:

- **البيع ثم الإستئجار:** حيث يقوم مالك الأصل ببيعه إلى طرف آخر وفي نفس الوقت يقوم بإبرام عقد مع المشتري لإستئجاره من عنده ومن ثم الإنتفاع به، والمدفوعات التي يدفعها المستأجر للمؤجر تكفي لتعويض الأخير لقيمة الأصل مضافاً إليها عائد مناسب، ومن بين أهم الأطراف التي تشترك في هذا النوع من الإستئجار هناك شركات التأمين والبنوك حيث تقوم بشراء الأصول من الشركات الصناعية وإعادة تأجيرها لها.
- **الإستئجار المباشر:** ويتمثل في قيام مشروع بإستئجار أصل من الشركة المنتجة له أو من بعض الوسطاء كالشركات المتخصصة في عملية تأجير الأصول حيث تقوم هذه الشركات المتخصصة بشراء الأصول من منتجها والقيام بعرضها للإستئجار بأقساط ميسرة.

- **الرفع الإستجاري:** ويتم هذا النوع من الإستئجار في حالة الأصول ذات القيمة الرأسمالية الكبيرة، ومن وجهة نظر المستأجر فهو لا يختلف عن أي شكل آخر من أشكال الإستئجار المالي، أما من وجهة نظر المؤجر، فإن عملية تمويله لعملية شراء الأصل الذي سيؤجره للغير تتم من مصدرين: الأموال الخاصة للمؤجر وقرض مصرفي طويل الأجل مرهون بضمان الأصل محل الإتفاق.

- **الإستئجار التشغيلي:** ويُطلق عليه أحياناً إستئجار الخدمات لأنه يقوم على الإنتقاع بخدمات الأصل المستأجر من دون الإنتهاء بتملكه ومن أبرز الأمثلة على الإستئجار التشغيلي إستئجار الطائرات والسيارات. ومن أهم شروط ومميزات الإستئجار التشغيلي ما يلي:
 - المؤجر هو الجهة المسؤولة عن صيانة وخدمة الأصل المؤجر؛
 - الدفعات المتوقعة من تأجير الأصل في المرة الواحدة لا تكون كافية لتغطية تكاليفه الأصلية، وبالتالي فإن المؤجر يأمل إسترداده لتكاليف هذا الأصل من خلال تكرار عملية تأجيره؛
 - مدة الإستئجار تكون أقل من الحياة الإنتاجية المتوقعة للأصل المؤجر؛
 - للمستأجر الحق في إلغاء عقد الإيجار التشغيلي؛
 - إذا كان الأصل المستأجر متقادماً فنياً فمن حق المستأجر أن يعيده للمؤجر؛
 - تكون تكلفة الإستئجار التشغيلي في العادة أعلى من تكلفة الإستئجار المالي.
- وهناك العديد من المبررات للجوء المنشآت للإستئجار:
 - يمكن من تعديل تركيبة موجودات المستأجر بتكلفة من شأنها أن تستجيب للمتغيرات الإقتصادية والسياسية المحيطة وحسب مقتضى الحال؛
 - يشكل الإستئجار بديلاً مناسباً للإستفادة من المعدات التي تخضع للتطور الفني السريع المستمر؛
 - إذا لم يكن الإستئجار إقتصادياً يمكن إعادة الأصول المستأجرة إستئجاراً تشغيلياً إلى المؤجر؛
 - من المحتمل أن يكون الإستئجار جذاباً نتيجة للخدمات الملحقة التي يمكن أن يوفرها المؤجر؛
 - الإنتقاع من المزايا الضريبية جراء السماح بتخفيض تكاليفه (الإستئجار) من الدخل الخاضع للضريبة؛
 - لا تتغير تكلفته بتغير الفائدة السائدة في السوق؛
 - يساعد على نقل مخاطر التقادم في الأصول إلى المؤجرين؛
 - تخفيض تكلفة الإقتراض نتيجة لإرتفاع وتيرة التنافس بين المقرضين والمؤجرين؛
 - يمكن إستئجار الأصول للمدة التي تحتاجها الشركة خصوصاً إذا كانت الحاجة لهذه الأصول محدودة؛
 - تقتصر الضمانة المقدمة للمؤجر فقط على الأصل المستأجر؛
 - التوفير في السيولة لكون التسديد يكون على عدة دفعات وليس على دفعة واحدة.
- إن خطورة أي خطأ قد ينجم حال الإنفاق الرأسمالي يمكن أن يؤثر بشكل كبير على إستمرار المنشآت، ولتجاوز مثل هذا المشكل تلجأ المنشآت إلى ما يُسمى بـ "دراسة الجدوى الإقتصادية".

أسئلة مقترحة حول الفصل

- 1- عرّف الإستثمار والمشروع الإستثماري؟
- 2- ما هي أهداف الإستثمار؟
- 3- ما هي المبادئ التي يقوم عليها قرار الإستثمار؟
- 4- ما هي أنواع الإستثمار؟
- 5- ما هي أنواع وأهمية الإنفاق الإستثماري أو الرأسمالي؟
- 6- توجد علاقة إرتباط بين طبيعة المستثمر ودرجات المخاطرة التي هم مستعدون لتحملها عند إتخاذ قرار الإستثمار، كيف ذلك؟
- 7- عرّف المخاطر الإستثمارية، وما هي الأسباب التي تؤدي إلى نشوؤها؟
- 8- ماهو الفرق بين عدم التأكد والمخاطرة؟
- 9- عرّف مناخ الإستثمار، وما هي عوامل جذب وطرد الإستثمار؟
- 10- ما هي خصائص المشاريع الإستثمارية وخصائص الإستثمار فيها؟
- 11- إشرح مختلف المداخل التي يُمكن على أساسها تقسيم بيئة المشروع الإستثماري؟
- 12- ما هي مختلف التصنيفات التي تُصنّف على أساسها المشاريع الإستثمارية؟
- 13- ماهي مختلف التصنيفات التي يُمكن على أساسها تصنيف مصادر تمويل المتاحة للمشاريع الإستثمارية؟
- 14- إشرح معنى مدخلات، عمليات ومخرجات المشروع الإستثماري؟
- 15- عرّف إدارة المشروع الإستثماري، وماهي المشاكل المتوقع حدوثها أثناء عملية الإدارة؟
- 16- ماهي مختلف مصادر التمويل على أساس العامل الزمني؟
- 17- ماهو الفرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال؟
- 18- ما هو الفرق بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة؟
- 19- عرف الإستتجار وأشرح مختلف أنواعه وأشكاله؟
- 20- ما هي مختلف المبررات التي تدفع المنشآت للجوء إلى الإستتجار؟

مراجع الفصل

- 1- عبد الحليم كراجة وآخرون: الإدارة والتحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات)، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
- 2- د. أسعد حميد العلي: الإدارة المالية: الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- 4- د. فايز سليم حداد: الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 5- شقيري نوري موسى وآخرون: إدارة الإستثمار، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2012.
- 6- د. قاسم نايف علوان: إدارة الإستثمار (بين النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، الإصدار الأول، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 7- أ.د. محمد مروان السمّان وآخرون: مبادئ التحليل الاقتصادي (الجزئي والكلي)، الطبعة الأولى، الإصدار الرابع، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 8- د. دريد كامل آل شبيب: الاستثمار والتحليل الاستثماري، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 9- د. عدنان تايه النعيمي وآخرون: الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2008.
- 10- د. عبد المعطي ارشيد ود. حسني علي خريوش: أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- 11- د. غالب جليل صويص وآخرون: أساسيات إدارة المشاريع، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 12- د. أحمد الكواز: تقييم المشروعات الصناعية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد 41، ماي 2005.
- 13- د. عاطف وليم أندراوس: دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات: الأطر والخطوات - الأسس والقواعد - المعايير، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 14- د. إيهاب مقابلة: خرائط فرص الاستثمار والمنشآت الصغيرة والمتوسطة، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد 125، سبتمبر 2015.
- 15- د. أحمد يوسف دودين: إدارة المشاريع المعاصرة (نظري وكمي)، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
- 16- د. شقيري نوري موسى وأسامة عزمي سلام: دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2009.

- 17- مناخ الإستثمار في الدول العربية 2011، المؤسسة العربية لضمان الإستثمار وائتمان الصادرات، الكويت. (<http://dhaman.net/ar/wp-content/uploads/sites/2/2016/04/Climate2011-Arabic.pdf>). (تاريخ التحميل: 2021/04/28).
- 18- د. إيهاب مقابلة وآخرون: منهاج محاسب عربي قانوني معتمد "ACPA"، الورقة الأولى - الإقتصاد والتمويل، المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، عمان، الأردن، 2013. (http://www.ascasociety.org/UploadFiles/ACPA_NM/Eco.%20and%20Finance.pdf). (تاريخ التحميل: 2021/04/19).
- 19- أ.د. أحمد بوراس: تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008.
- 20- القانون رقم 17-02 المؤرخ في 10 جانفي 2017 المتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد 02، 11 جانفي 2017.
- 21- د. فيصل محمود الشواربة: مبادئ الإدارة المالية: إطار نظري ومحتوى عملي (التمويل - الإستثمار - التخطيط - التحليل المالي)، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2013.
- 22- د. خلفان حمد عيسى: إدارة الإستثمار والمحافظ المالية، الطبعة الأولى، دار الجنادرية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
- 23- د. نزار سعد الدين العيسى: مبادئ الإقتصاد الكلي: كيف يعمل الإقتصاد في النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، الدار العلمية الدولية ودار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001.
- 24- د. عثمان أبو حرب: الإقتصاد الدولي، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 25- د. محمود حسين الوادي وآخرون: دراسات الجدوى الإقتصادية والمالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 26- د. خالد قاشي ود. حميد الطائي: التسويق ونظام المعلومات التسويقية في المؤسسة (مدخل إستراتيجي)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
- 27- د. محمد صالح الحناوي وآخرون: الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2009.
- 28- L'Institut national de la statistique et des études économiques: secteur secondaire, date de publication 13/05/2020, consulté 25 juin 2021, sur <https://www.insee.fr/fr/metadonnees/definition/c1428>.

الفصل الثاني:

دراسة الجدوى واختيار المشروع

الأمثل

تمهيد

تحتاج أية فكرة استثمارية قبل تجسيدها على أرض الواقع في شكل مشروع استثماري منتج لدراسات معمقة تتناول العديد من المجالات المتعلقة بالمشروع نفسه وبالمحيط الذي سينشط فيه، وهذا من أجل ضمان نجاح المشروع، حيث أن غياب مثل هذه الدراسات يُمكن أن تؤدي إلى فشل المشروع الاستثماري وتحمل أصحابه خسائر كبيرة، خاصة في حالة المشاريع التي تتطلب إستثمارات ضخمة مثل المشاريع الصناعية. وفي هذا الصدد يلجأ المستثمرون إلى ما يُسمى بدراسة الجدوى الإقتصادية.

1- تعريف دراسة الجدوى الإقتصادية والمجالات التطبيقية لها**1-1- تعريف دراسة الجدوى الإقتصادية**

يُمكن تعريف الجدوى الإقتصادية للمشروع بأنها "أسلوب أو منهج أو طريقة منظمة لتقرير مدى صلاحية المشروع موضع الدراسة من عدمه، أي مدى إمكانية تحقيق مشروع معين لأهدافه المرجوة". وتوصف دراسة الجدوى الإقتصادية بأنها دراسة جيدة يمكن الإعتماد عليها عند إتخاذ القرار الاستثماري إذا توفر فيها الخصائص والشروط التالية:

- أن تكون شاملة للجوانب الفنية والمالية والإدارية والتسويقية والبيئية والتمويلية والقانونية؛
- أن تعتمد على معلومات موثقة وواقعية ودقيقة؛
- أن تراعي الزمان والمكان؛
- أن تكون قادرة على تحديد الشروط التي يجب الإلتزام بها لتحقيق الهدف من الإستثمار؛
- أن تصلح كخطة لتنفيذ المشروع؛
- أن تأخذ بعين الإعتبار عنصر المخاطرة.

ويجب عدم الخلط بين مفهوم دراسة الجدوى وتقييم كفاءة الأداء كما يحدث حتى على مستوى المختصين حيث كثيراً ما يتم إستخدام مصطلح الجدوى للدلالة على عملية تقييم الأداء، وهو أمر غير صحيح، فالبرغم من أن دراسة الجدوى وتقييم كفاءة الأداء ينضويان تحت عنوان شامل وهو تقييم المشاريع، إلا أن هناك إختلافات جوهرية بينهما يُمكن توضيحها في النقاط التالية:

- فمن ناحية الوقت فإن دراسة الجدوى تسبق عملية إنشاء المشروع، بمعنى أنها سابقة على قيام المشروع، في حين أن تقييم الأداء ينسحب على مشروع قيد التشغيل، بمعنى مشروع موجود على أرض الواقع؛
- تتباين البيانات والمعطيات المعتمدة في كلتا الدراستين وخاصة لناحية طبيعة ونوعية البيانات. فدراسة الجدوى في الغالب تعتمد على بيانات تقديرية (إحتمالية) لأنها تتعامل مع المستقبل، بينما تعتمد عملية تقييم الأداء على بيانات فعلية (حقيقية) لأنها تتعامل مع الماضي؛
- عادةً ما توكل مهمة إعداد دراسة الجدوى إلى جهات خارجية لا علاقة لها بالمشروع (مكاتب إستشارية)، بينما تتولى مهمة تقييم الأداء في الغالب الإدارة نفسها؛
- إختلاف المنهجية المعتمدة في كلتا الدراستين، فدراسة الجدوى تفضي إما إلى تبني فكرة المشروع أو رفضها، بينما ينصرف تقييم الأداء إلى دراسة واقع وتقديم مقترحات للتعديل؛

- إختلاف نطاق الدراسة بشكل كبير، وفي البعد الذي تتضمنه. فعادة ما تهتم دراسة الجدوى بالمحيط الداخلي للمشروع المقترح وكذلك المحيط الخارجي، بينما يتم التركيز في تقييم الأداء على المحيط الداخلي فقط؛
- وأخيراً وليس آخراً، فإن المعايير المعتمدة تختلف بشكل كبير فيما بين الدراساتين، إذ لكل واحدة منهما معاييرها وأدواتها الخاصة ونادراً ما تتداخل هذه المعايير.

1-2- المجالات التطبيقية لدراسة الجدوى الاقتصادية

هناك عدة مجالات تطبيقية لدراسة الجدوى الاقتصادية أهمها:

- دراسة الجدوى للمشروعات الإستثمارية الجديدة: يحتاج المشروع الإستثماري الجديد إلى دراسات وتقديرات وتوقعات تقوم على منهجية وأساليب دقيقة في ظل ظروف عدم التأكد المصاحبة لأي مشروع جديد، وهذه الدراسات تتم قبل البدء بتنفيذ المشروع آخذةً بالإعتبار المتغيرات الداخلية والمتغيرات الخارجية المؤثرة في المشروع.
- دراسة الجدوى للتوسعات في المشروعات القائمة: تكون دراسة الجدوى هنا أمام حالة المشروع القائم بالفعل، ولكن لأسباب كثيرة يتم التوسع الإستثماري من خلال إقامة مصنع تابع أو إضافة خط إنتاج جديد أو فتح فرع جديد في منطقة جغرافية جديدة أو من خلال زيادة الطاقة الإنتاجية لمشروع قائم من خلال شراء آلات إضافية جديدة، وفي كل هذه الحالات يحتاج التوسع الإستثماري إلى إجراء دراسات جدوى إقتصادية لإتخاذ القرار الإستثماري الرشيد في كل حالة.

- دراسة الجدوى الاقتصادية للإحلال والتجديد: وتتم هذه الدراسة عندما يكون القرار الإستثماري يتعلق بإحلال أو إستبدال آلة جديدة محل آلة قديمة بعد إنتهاء العمر الإفتراضي للآلة القديمة، وتصبح المسألة تحتاج إلى الإختيار بين الأنواع المختلفة من الآلات وتقدير التدفقات النقدية الداخلة والخارجة المتوقعة والعائد من كل بديل وإختيار البديل الأفضل.

2- أهمية ومبررات دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات

1-2- أهمية دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات

إن دراسة جدوى المشاريع الإستثمارية لا تقتصر أهميتها على المستثمر فقط، بل تتعداها لتشمل جميع الجهات التي لها علاقة بالمشروع.

أ- أهمية دراسة الجدوى بالنسبة للمستثمر

إن هدف المستثمر من إقامة مشروع إستثماري هو تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح وتقادي تحقيق الخسائر، وعليه فإن دراسة الجدوى بالنسبة له تكتسب أهمية بالغة من النواحي التالية:

- الإطمئنان على فرص نجاح المشروع ومستوى ربحيته المتوقعة؛
- تعتبر دراسة الجدوى وسيلة للمفاضلة بين المشروعات لإختيار أفضلها من وجهة نظره؛
- تعتبر تكلفة دراسة الجدوى الإقتصادية قليلة جداً قياساً إلى تكلفة المشروع، وإذا ما ثبت أن المشروع غير مجد، تكون الدراسة قد جنبت المستثمر تحمل خسائر باهضة فيما لو أقام المشروع بدون دراسة؛
- كذلك تعتبر دراسة الجدوى مهمة للمستثمر من أجل الترويج للمشروع وتوفير إحتياجاته المالية من خلال:

- إقناع الجهات الرسمية بأهمية المشروع وجدواه الإقتصادية والإجتماعية من أجل الحصول على التراخيص اللازمة، ومنح المشروع الإعفاءات والحوافز التشجيعية المنصوص عليها بالأنظمة والتشريعات السارية؛
- إقناع المؤسسات الإستثمارية الأخرى للمشاركة في المشروع؛
- إقناع متعهدي تغطية إصدار الأسهم والجمهور والمدخرين بجدوى تملك أسهم المشروع المطروحة للإكتتاب في السوق المالية؛

- إقناع المؤسسات المالية بمنح القروض والتمويل اللازم للمشروع من خلال بيان مقدرة المشروع على تحقيق الربح ومن ثم بيان مقدرته على تسديد القرض، وعلى تقديم الضمانات الكافية للسداد.

ب- أهمية دراسة الجدوى بالنسبة للجهات الرسمية

- للتأكد من أن المشروع يتفق مع القوانين والأنظمة الرسمية السارية، فلا يمكن الترخيص للمشاريع المختلة بالأمن مثل صناعة المتفجرات أو المختلة بالصحة مثل إنتاج المواد المخدرة؛
- التأكد من أن المشروع يتفق مع القيم والأعراف والتقاليد الإجتماعية فلا يمكن الترخيص لمشروع مخل بالأداب والذوق العام؛

- التأكد من أن المشروع يتفق مع توجهات خطط وبرامج التنمية المعتمدة؛

- التأكد من أن المشروع مستوفٍ للشروط والمعايير المعتمدة للترخيص والإعفاءات والحوافز إن وجدت.

ج- أهمية دراسة الجدوى بالنسبة للمتعاملين في السوق المالية

- يحتاج المتعاملون بالأسهم في الأسواق المالية إلى معلومات حول أوضاع الشركات المدرجة في السوق المالي ليقرروا ما إذا كان شراء أسهم هذه الشركات والمضاربة فيها ذات جدوى، لهذا فإن قانون السوق المالي لا يجيز طرح الأسهم للإكتتاب العام إلا بموجب نشرة إصدار للأسهم تتضمن ملخصاً حول دراسة الجدوى الإقتصادية للمشروع، عقد تأسيس الشركة ونظامها الداخلي مبين فيه أسماء المؤسسين ومقدار مساهمة كل منهم، وأهداف وغايات الشركة.

د- أهمية دراسة الجدوى بالنسبة للممولين

- التأكد من قدرة المشروع على تحقيق دخل كافٍ للوفاء بالإلتزامات نحو الممولين؛
- التأكد من فرص نجاح المشروع، وتوقع إحتتمالات تعثره ومدى تأثير ذلك على قدرته على الوفاء بالإلتزامات نحو المقرضين؛
- التأكد من كفاية الضمانات المقدمة لسداد الدين في حال تعثر المشروع أو عجزه عن الوفاء بالإلتزاماته.

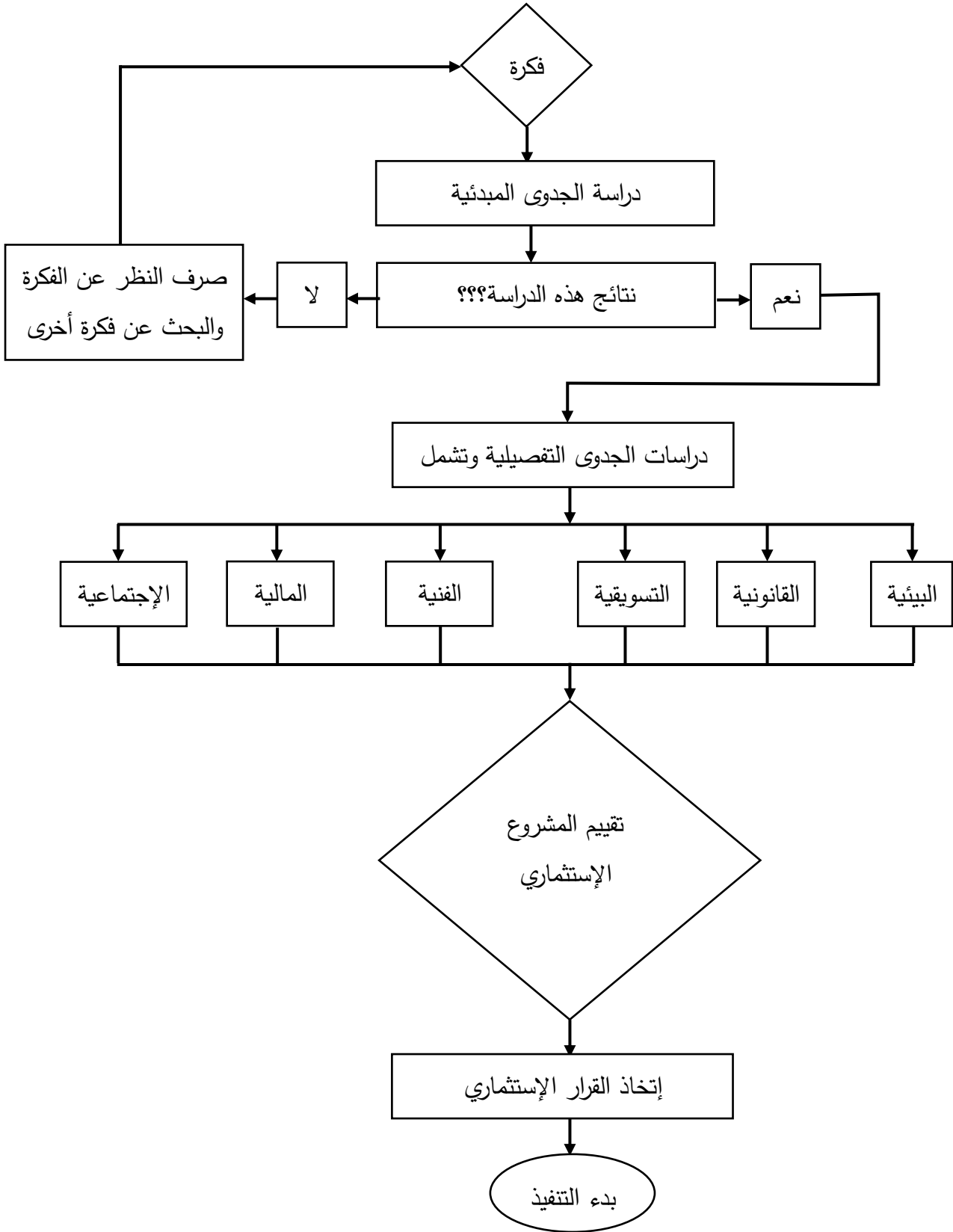
2-2- مبررات دراسة الجدوى الإقتصادية للمشروعات

- تبرر العديد من العوامل الموضوعية دراسة الجدوى الإقتصادية للمشروعات، سواء أكانت هذه العوامل شخصية (فردية) أو مؤسسية أو قومية وأهمها:

- كما هو معروف أن الموارد الاقتصادية الموجودة تحت تصرف المجتمع نادرة ومحدودة مما يفرض بالضرورة تحقيق أفضل استخدام ممكن لهذه الموارد والمحافظة عليها من سوء الاستخدام أو الضياع أو التلف، وهذا ما تضمنه دراسة الجدوى؛

- تعدّ دراسة جدوى المشروعات من أهم الأدوات التي تساعد في إنجاح مجهودات التنمية الاقتصادية والاجتماعية وتحقيق أهدافها لأنها تقضي إلى تقديم مشروعات سليمة؛
 - من المؤكد أن دراسة الجدوى تقضي إلى تقديم معطيات موثوقة ومفيدة تمكن كل من المستثمر أو المانح من اتخاذ القرار بخصوص اختيار البديل الأفضل من بين البدائل المتاحة، مما يؤدي إلى ترشيد القرار الاستثماري وخاصةً عندما تكون ميزانية الاستثمار محدودة بسبب ضيق مصادر التمويل وارتفاع تكاليفه، أو عندما تكون هناك مشروعات عدة تتنافس على مصادر تمويلية محدودة الحجم؛
 - تساعد في تجنيب المستثمرين للخسائر الضخمة التي قد يتعرضون لها في حالة غياب دراسة الجدوى. فكما هو معلوم تحتاج المشروعات إلى تكاليف ضخمة يكون جزءاً منها مغرقاً أي يصعب إستراده، ولذلك، فإن الدخول في مشاريع فاشلة معناه ضياع لهذه الأموال؛
 - تسهل لاحقاً عملية تقييم أداء المشروع من خلال مقارنة مدى ما تحقق من أهداف المشروع بعد التشغيل مع ما خطط من هذه الأهداف في دراسة الجدوى؛
 - التقليل من مخاطر عدم التأكد من خلال الأخذ بالحسبان التأثيرات المختلفة على أداء المشروع مثل تغيرات أسعار السلعة المنتجة وأسعار مستلزمات الإنتاج وتكاليف التمويل وتغيرات الطلب والتطورات التقنية، أي معالجة المخاطر والتضخم التي أصبحت تشكل جزءاً أساسياً من دراسات جدوى المشروعات.
- 3- مراحل دراسة الجدوى الإقتصادية للمشروعات الإستثمارية**
- تمر عملية دراسة الجدوى الإقتصادية للمشروعات الإستثمارية بعدة مراحل بدءاً من الفكرة وحتى تنفيذ المشروع كما هو موضح في الشكل رقم 2-1.

الشكل رقم 1-2: مراحل دراسة الجدوى الاقتصادية لإتخاذ القرار الإستثماري



3-1- المرحلة الأولى: الفكرة أو مرحلة التعرف على الفرص الإستثمارية

إن أي مشروع إستثماري يبدأ بفكرة، وفي هذا الصدد فإن السؤال الذي يُطرح هو من أين نحصل على أفكار المشروعات. والإجابة على هذا السؤال تتمثل في أن هناك العديد من المصادر التي يُمكن للمستثمرين الحصول منها على أفكار جديدة كما يلي:

- دراسة قوائم الواردات: قد توحى دراسة هذه القوائم بفكرة مشروع يتولى إنتاج سلعة تستورد من الخارج، أو بديل لها محلياً؛

- دراسة قوائم الموارد الطبيعية المحلية: إن التعرف على الموارد الطبيعية التي ينتجها المجتمع كالبتروكيمياويات أو المعادن الخام أو المطاط الخام أو القطن الخام، قد توحى بفكرة إقامة بعض المشروعات التي تقوم بتصنيع هذه الموارد محلياً بدلاً من تصديرها في صورتها الخام، على أن تتولى هذه المشروعات إشباع الإحتياجات من المنتجات المصنعة والتصدير إلى الخارج؛

- دراسة مهارات العمالة المحلية: قد توحى دراسة المهارات العمالية المختلفة المتاحة في مجتمع ما بفكرة إقامة مشروع أو بعض المشروعات التي تستغل هذه المهارات الموجودة في إنتاج سلعة أو خدمة ما بتكلفة منخفضة. فالصناعات اليدوية كصناعة السجاد اليدوي، ومشروعات الملابس الجاهزة، والصناعات الإلكترونية التجميعية يمكنها الإستفادة بدرجة كبيرة من العمالة اليدوية الرخيصة؛

- دراسة جداول المدخلات والمخرجات: توضح جداول المدخلات والمخرجات الإرتباطات الموجودة بين الصناعات المختلفة، وكثيراً ما تكشف هذه الدراسة عن حاجة المجتمع لإقامة مشروعات تمد صناعات قائمة بمدخلات هي في حاجة إليها، أو لإقامة مشروعات تستخدم مخرجات صناعات قائمة بمدخلات لها. فوجود مصانع لزيت الطعام قد يوحى بفكرة مشروع ينتج عبوات بلاستيكية لهذا الزيت، ووجود مصانع للغاز المسال قد يوحى بفكرة مشروع لصناعة البتروكيمياويات للإستفادة من هذا الغاز؛

- مطالعة التطورات التكنولوجية المستمرة: قد يوجد هناك بعض المشروعات التي كانت غير ممكنة في الماضي رغم الحاجة لخدماتها، وأصبحت ممكنة في الوقت الحاضر بفضل التطورات التكنولوجية الحديثة. مثال ذلك: مصانع تحلية مياه البحر، ومصانع الغاز المسال، ومشروعات إستخدام الطاقة الشمسية في بعض الأغراض المنزلية، وغيرها، ومن ثم الإطلاع على التطورات التكنولوجية يوحى دائماً بأفكار مشروعات جديدة؛

- دراسة خطة التنمية: عادة ما تحدد خطة التنمية التي تعدها الدولة المجالات التي تحتاج إلى إقامة مشروعات جديدة، وربما المناطق التي يفضل إقامة هذه المشروعات فيها؛

- زيارة المعارض الصناعية والزراعية: وذلك للإطلاع على التطورات الحديثة مما قد يوحى بأفكار مشروعات جديدة؛

- إستطلاع آراء الخبراء: يفضل في كثير من الحالات إستشارة الخبراء في مجالات الإدارة، والصناعة، والزراعة، والسياحة، والبنوك، والتصدير والإستيراد، للبحث عن أفكار جديدة لمشروعات إستثمارية. كما يمكن اللجوء إلى دور الخبرة في مجال دراسة المشروعات للحصول على بعض الأفكار الجديدة.

وهذه المرحلة تؤدي إلى الحصول على قائمة طويلة من الأفكار الإستثمارية الأولية والتي لا بد من غربلتها لتحديد قائمة قصيرة من هذه الأفكار المأمول نجاحها. وتتضمن عملية الغربلة ما يلي:

- حذف أفكار المشروعات غير المأمول نجاحها؛

- ترتيب البقية حسب فرص النجاح المقدر لها.

3-2- المرحلة الثانية: دراسة الجدوى المبدئية (الأولية)

تعرف دراسة الجدوى المبدئية بأنها عبارة عن "دراسة أو تقرير أولي يمثل الخطوط العامة عن كافة جوانب المشروع أو المشروعات المقترحة والتي يمكن من خلالها التوصل إلى اتخاذ قرار إما بالتخلي عن المشروع أو الانتقال إلى دراسة أكثر تفصيلاً".

وتهدف دراسات الجدوى المبدئية إلى تحقيق ما يلي:

- تقييم أولي لدراسات الجدوى التفصيلية وهذا ما قد يوفر جهوداً كبيرة وموارد كثيرة وفترات طويلة يمكن أن تنفق على هذه الدراسات التي قد تكون موجهة لمشروعات تزيد مخاطرها المستقبلية على عوائدها المتوقعة أو قد تبلغ صعوبات إنجازها حدوداً تجعل تنفيذها مستحيلاً أو بتكاليف عالية نسبياً تفوق الطموحات الخاصة بمعدلات عوائدها؛

- إعداد جداول أولية (تقريبية) بشأن كل من علاقة العوائد بالمخاطر وعلاقة العوائد بالتكاليف وهو ما يساعد على تدرج الفرص الإستثمارية المتاحة (الظاهرة والكامنة) ويمهد لاختزال هذه الفرص بغرض التركيز على عدد محدود منها وخاصة تلك التي تتميز بدرجات أعلى من الأمان والتأكد والشفافية وتحقق في نفس الوقت معدلات عالية نسبياً للربحية في ظل هذه الظروف؛

- بيان القنوات المتاحة لجمع المعلومات وتحليلها وكشف مصادر جديدة قد تسهم في توفير الجهود فيما بعد عند إعداد الدراسات التفصيلية.

ومن الجوانب الأساسية التي تعالجها دراسة الجدوى الأولية للاستثمار ما يلي:

- دراسة أولية عن الطلب المحلي والأجنبي المتوقع على منتجات المشروع، ومدى حاجة السوق لها؛

- دراسة أولية عن التكاليف الإجمالية للمشروع سواء أكانت تكاليف رأسمالية أم تشغيلية؛

- دراسة أولية عن مدى جدوى المشروع فنياً، بتحديد إحتياجات المشروع من العمال والمواد الأولية؛

- دراسة أولية عن المواقع البديلة للمشروع المقترح، وإختيار أفضلها؛

- مدى تأثير المشروع على المستوى القومي، وعلى عملية التنمية الاقتصادية؛

- دراسة أولية عن مصادر تمويل المشروع سواء أكان التمويل ذاتياً أم من مصادر أخرى؛

- دراسة أولية عن العوائد المتوقعة (الإيرادات) للمشروع المقترح؛

- بيان مدى توافق المشروع مع العادات والتقاليد والقوانين السائدة في المجتمع.

3-3- المرحلة الثالثة: دراسة الجدوى التفصيلية

تُعرف دراسة الجدوى التفصيلية بأنها دراسة لاحقة لدراسة الجدوى المبدئية وتتميز بكونها أكثر تفصيلاً ودقة وشمولية منها، وهي عبارة عن تقرير مفصل يشمل جميع جوانب المشروع الإستثماري المقترح والذي على أساسه يتم إتخاذ القرار إما بالتخلي عن المشروع نهائياً أو تأجيله أو الإنتقال إلى مرحلة التنفيذ.

وتتكون دراسات الجدوى التفصيلية للمشاريع الجديدة من مجموعة من الدراسات المتخصصة (البيئية، القانونية، التسويقية،...) المترابطة والمتداخلة فيما بينها الأمر الذي يتأكد من خلال ما يلي:

- في نهاية كل مرحلة يتم إتخاذ قرار بعدم الإستمرار في المراحل التالية أو الإنتقال والبدء في المرحلة التالية؛
 - أن نتائج كل مرحلة تمثل مدخلات للتالية لها؛
 - أن أي خطأ في إعداد أي مرحلة يعكس أثره المباشر في عدم سلامة المرحلة التالية لها.
- ومن غير المقبول أن يقوم خبير واحد بإعداد دراسة الجدوى التفصيلية بمختلف مكوناتها من الدراسات المتخصصة، فمن الضروري توزيع مختلف هذه الدراسات المتخصصة على عدد من الخبراء المتخصصين حيث يقوم خبير أو أكثر بإنجاز دراسة الجدوى البيئية، خبير أو أكثر بإنجاز دراسة الجدوى القانونية وهكذا.

3-3-1- دراسة الجدوى البيئية

إن التحليل الشامل لدراسة الجدوى البيئية للمشروع الإستثماري يتطلب الأخذ بعين الإعتبار تأثير المشروع على البيئة وتأثير البيئة على المشروع.

أ- أثر المشروع الإستثماري على البيئة

- ينطوي الإطار التحليلي لأثر المشروع الإستثماري على البيئة على بحث مدى تأثير المشروع على البيئة. وتكتسب دراسة الأثر البيئي للمشروع الإستثماري أهميتها من الآتي:
- ضمان قبول المشروع والموافقة عليه من قبل السلطات المختصة، ومنح التراخيص المطلوبة فيما لو جاءت الدراسة في صالح المشروع؛
 - تحقيق مصلحة المستثمر في الحالات التي يحتاج فيها إلى التمويل من جهات مالية محلية أو إقليمية أو دولية، والتي ترهن الموافقة على طلب المستثمر بتمويل المشروع بوجود دراسات جدوى تفصيلية بما فيها دراسات تقييم الأثر البيئي للمشروعات؛
 - تلافي المشاكل والمنازعات التي قد تنشأ بين ملاك المشروع وأطراف أخرى بشكل قد يعرض المشروع لمخاطر سداد تعويضات مالية ضخمة أو لمخاطر التوقف.
- وأهم أهداف دراسات تقييم الآثار البيئية للمشاريع الإستثمارية تتمثل فيما يلي:
- تحديد الآثار البيئية الضارة التي يتوقع حدوثها من المشروع ودرجة عمق واتساع هذه الآثار. وتجدر الإشارة أن هذه الآثار تختلف وتتباين فيما بين المشروعات، كما أنها قد تنشأ أثناء تنفيذ المشروع وأيضاً أثناء تشغيله، كما أن كل مرحلة إنتاجية للمشروع قد يكون لها آثارها البيئية المغايرة لآثار المراحل الأخرى؛
 - تحديد الإجراءات التي من شأنها أن تقي أو تحد من هذه الآثار، والعمل على إدماجها ضمن منظومة تخطيط وتنفيذ المشروع...؛

- تحديد المزايا والأضرار البيئية ومدى قبولها من المجتمع إقتصادياً وبيئياً؛
- تحديد المشاكل البيئية الحرجة التي قد تحتاج إلى مزيد من الدراسة أو إلى المتابعة بشكل خاص؛
- إختيار أفضل البدائل المتاحة لتنفيذ المشروع؛
- إشراك أفراد المجتمع في عملية صنع القرار فيما يتعلق بأحوال البيئة التي يعيشون فيها والتي يُتوقع أن تتأثر بالمشروع؛
- تقييم الآثار البيئية الكمية والنوعية المتوقعة بهدف تحديد الجدوى البيئية للمشروع.
- إن القيام بدراسة الآثار المحتملة للمشروع الإستثماري على البيئة قد يفضي إلى وجود آثار إيجابية، مما يعني أن المشروع له جدوى من الناحية البيئية، أو آثار سلبية من خلال تلوث الماء، الهواء، ...، وهنا يُمكن التمييز بين الحالات الثلاثة التالية:
- إحتمال وجود آثار ضارة بالبيئة يمكن معالجتها وحماية البيئة منها بتركيب معدات خاصة تضيف تكاليف كبيرة على المشروع، وبالتالي ستؤثر في التدفقات النقدية الخارجة؛
- إحتمال وجود آثار ضارة بالبيئة يمكن معالجتها وحماية البيئة منها دون إضافة تكاليف إستثمارية كبيرة للمشروع أو عن طريق نقل المشروع لموقع آخر لا يحدث هذا الضرر؛
- إحتمال وجود آثار ضارة بالبيئة لا يمكن معالجتها وحماية البيئة منها. وفي هذه الحالة، يفضل رفض المشروع وعدم إقامته لعدم جدواه من الناحية البيئية.
- وطبقاً للآثار السابقة (الحالات الثلاثة)، تُصنّف المشروعات الإستثمارية إلى ثلاثة مجموعات من حيث دراسة الجدوى البيئية وتقييم الآثار البيئية، طبقاً لما يُسمى بأسلوب القوائم، حيث يصنّف هذا الأسلوب المشروعات تبعاً لشدة الآثار البيئية المحتملة إلى ثلاثة قوائم هي:
- مشروعات القائمة البيضاء: وهي المشروعات ذات الآثار البيئية الضئيلة التي يمكن معالجتها بكلفة إستثمارية قليلة.
- مشروعات القائمة الرمادية: وهي المشروعات ذات الآثار السلبية على البيئة ولكن يمكن معالجتها بكلفة إستثمارية عالية.
- مشروعات القائمة السوداء: وهي المشروعات الضارة بالبيئة ولا يمكن تقادي الأضرار وغالباً ما يُرفض هذا المشروع المقترح.

ب- أثر البيئة على المشروع الإستثماري

- والمقصود بالبيئة هنا هو بيئة الإستثمار، أي البيئة التي سيعمل فيها المشروع الإستثماري، وهذه البيئة تشكل ما يُسمى بمناخ الإستثمار والذي يُمكن أن يكون إيجابياً أو سلبياً حسب غلبة عوامل الجذب أو الطرد حيث يتم دراسة هذه العوامل التي تحدد ما إذا يُمكن الإستمرار في دراسة الجدوى التفصيلية أم التوقف والتفكير في مشروع إستثماري آخر. وتم تناول مفهوم مناخ الإستثمار وعوامل الجذب والطردي في الفصل الأول أعلاه.

3-3-2- دراسة الجدوى القانونية

تهدف دراسة الجدوى القانونية للمشروع الإستثماري إلى بحث وتحليل مختلف التشريعات والقوانين بهدف تحديد مختلف الآثار الإيجابية والسلبية لها على المشروع، كما تهتم هذه الدراسة بتحديد الشكل القانوني المقترح والمناسب للمشروع.

ففيما يخص النقطة الأولى تتمثل أهم التشريعات التي يُمكن أن تؤثر على المشاريع الإستثمارية فيما يلي:

- التشريعات المتعلقة بالإستثمار؛
- التشريعات المتعلقة بالشركات؛
- التشريعات المتعلقة بالضرائب؛
- التشريعات المتعلقة بالبنوك والنقد والصراف الأجنبي؛
- التشريعات المتعلقة بالعمل والأجور والتأمينات الإجتماعية؛
- التشريعات التي تحكم التجارة الخارجية؛
- التشريعات التي تحكم الأسواق المالية.

أما فيما يخص النقطة الثانية المتعلقة بتحديد الشكل القانوني للمشروع الإستثماري ضمن دراسة الجدوى القانونية فتهدف إلى تحديد أفضل شكل قانوني يتناسب وحجم المشروع الإستثماري المقترح، ولهذا يتعين على الفريق المكلف بدراسة الجدوى القانونية أن يكون على دراية بمختلف الأشكال القانونية للمشروعات في الدولة ومزايا وعيوب كل شكل. وتتعدد الأشكال القانونية التي يُمكن أن يأخذ أحدها المشروع الإستثماري، وتم التطرق لمختلف هذه الأشكال في الفصل الأول.

وهناك العديد من العوامل والمحددات التي يجب أن تؤخذ بعين الإعتبار عند إختيار الشكل القانوني للمشروع الإستثماري أهمها:

- نوع وطبيعة نشاط المشروع المقترح؛
 - حجم النشاط؛
 - أحكام القوانين المتعلقة بنشاطات المشروعات؛
 - مدى مساهمة الحكومة في رأس المال؛
 - حجم المخاطرة التي ينطوي عليها المشروع؛
 - رغبة صاحب المشروع في إدارته.
- وفي حالة إنتهاء الدراسة إلى وجود المؤشرات التالية:

- مجموعة من التشريعات الواضحة والبسيطة الخالية من أي غموض أو تعقيدات مقرونة بوجود آلية فاعلة لفصل المنازعات وتنفيذ الأحكام؛

- مجموعة من حوافز الإستثمار التي تعمل على تخفيض تكاليف الإستثمار؛
- نظام ضريبي بسيط وواضح تتخفف فيه الأعباء الضريبية إلى أدنى حد ممكن؛

- برنامج لضمانات الإستثمار يحظر أساليب المصادرة والتأميم والإستيلاء وفرض الحراسة ونزع الملكية ويؤمن حقوق المستثمرين؛

- شكل قانوني مناسب للمشروع ويراعي الإعتبارات والمحددات التي سلف ذكرها.

فهذا يعني أن دراسة الجدوى القانونية جاءت في صالح المشروع الإستثماري ومن ثم يُمكن الإنتقال إلى المرحلة التالية وهي دراسة الجدوى التسويقية.

3-3-3- دراسة الجدوى التسويقية

تُعتبر دراسة الجدوى التسويقية أحد أهم الدراسات الفرعية التي تتكون منها دراسة الجدوى التفصيلية بالنظر لأهمية النتائج المترتبة عنها والتي تحدد إما التوقف عن الدراسة التفصيلية والبدء في البحث عن فكرة جديدة لمشروع، أو إستكمال الدراسة التفصيلية بالإنتقال إلى دراسة الجدوى الفنية التي ترتبط إرتباطاً وثيقاً بدراسة الجدوى التسويقية. فنجاح أي مشروع إستثماري يتوقف على وجود طلب على منتجاته أو خدماته، ومن هنا تأتي أهمية دراسة الجدوى التسويقية التي تهدف إلى:

- تقدير حجم الطلب المتوقع على منتجات المشروع ومعدل نموه وتحديد الحجم الكلي للسوق المرتقب والشريحة التسويقية بما يتضمنه ذلك من دراسة للعوامل المحددة للطلب على منتجات المشروع؛

- تحديد هيكل ونوع السوق ودرجات المنافسة التي يمكن أن يتعرض لها المشروع، وتحديد التقسيم الجغرافي والقطاعي للسوق حسب نوعيات المستهلكين ودخولهم وأعمارهم؛

- تحديد نمط الأسعار وإتجاهاتها في الماضي والحاضر والمستقبل وتخطيط الإستراتيجية السعرية؛

- تحديد الحملات الإعلانية والترويجية الخاصة بالسلع أو الخدمة محل الدراسة؛

- التوصية بحجم الإنتاج الملائم طوال عمر المشروع.

ويتم التركيز عادة في دراسة الجدوى التسويقية على ثلاثة عناصر هي:

- التنبؤ أو تقدير الطلب على السلعة؛

- تقدير حصة المشروع من السوق؛

- تقدير سعر السلعة.

أ- التنبؤ أو تقدير الطلب على السلعة أو الخدمة

تُعتبر دراسة الطلب على منتجات المشروع الإستثماري أولى مراحل دراسة الجدوى التسويقية، ومن المظاهر الإجمالية لتقدير الطلب:

- تحديد حجم الطلب المتوقع (المرتقب) على منتجات المشروع حالياً ومستقبلاً؛

- وصف نوعيات المشترين المتوقعين لمنتجات المشروع؛

- تحديد حجم المعروض حالياً ومستقبلاً من منتجات المشروع سواء من المنتجين المحليين أو حجم المستورد من هذه المنتجات؛

- تحديد الفجوة السوقية على هذه المنتجات أي الفرق بين الكميات المنتجة حالياً والمستوردة من ناحية، وحجم الطلب على هذه المنتجات من ناحية ثانية.

- وهناك العديد من العوامل التي تحدد الطلب المحلي على منتج معين:
- السعر: هناك علاقة عكسية بين الطلب والسعر؛
 - الدخل: هناك علاقة طردية بين الدخل والطلب؛
 - عدد المستهلكين: هناك علاقة طردية بين عدد المستهلكين والطلب؛
 - أسعار السلع البديلة والمكملة: فكلما ارتفع سعر السلع البديلة إرتفع الطلب على السلعة محل الدراسة، وكلما إرتفع سعر السلع المكملة إنخفض الطلب على السلعة محل الدراسة.
- والأدب التسويقي يزخر بالعديد من الطرق المتاحة لتقدير الطلب على سلعة أو خدمة ما، وإتباع طريقة ما تحكمه العديد من العوامل:
- حجم المشروع موضوع الدراسة: ففي حالة المشروعات صغيرة الحجم وذات الخبرات والكفاءات المحدودة يفضل توظيف طرق سهلة وبسيطة، بينما في حالة المشروعات كبيرة الحجم وذات الخبرات والكفاءات العالية فبالإمكان الإعتماد على طرق معقدة؛
 - توفر البيانات اللازمة لاستخدام الطريقة؛
 - قدرة الطريقة على إستيعاب أكبر قدر من المتغيرات المؤثرة في الطلب؛
 - كلفة الطريقة؛
 - النطاق الزمني للتقدير؛
 - ومن أهم الطرق المستخدمة في تقدير الطلب توجد:
 - طريقة متوسط الإستهلاك الحالي؛
 - طريقة الإستقراء الشخصي؛
 - طريقة الإستقصاء؛
 - طريقة تحليل السلاسل الزمنية؛
 - طريقة النماذج القياسية.
- ب- تقدير حصة المشروع من السلعة**

بعد تقدير حجم الطلب على المنتج الذي ينوي المشروع الإستثماري إنتاجه، تأتي الخطوة الثانية في دراسة الجدوى التسويقية وهي تقدير الحصة السوقية الحالية والمستقبلية للمشروع. وليس من المحتمل أن تكون الحصة السوقية للمشروع مناسبة في السنوات الأولى من عمره إلا إذا كان يتمتع بحماية جمركية جزئية أوكلية، أو كانت المنافسة ضعيفة في السوق أو غيرهما، أما إذا كان ما سينتجه المشروع هو منتج غير جديد على السوق ويقوم بإنتاجه منتجون آخريين، فإن عملية تقدير الحصة السوقية يتحكم فيها العديد من العوامل منها:

- حجم الإنتاج المتوقع من المشاريع المنافسة خلال سنوات التشغيل المتوقعة، وبهذا يتم تحديد فائض الطلب غير المشبع، والمسألة ستختصر في هل أن المشروع ينوي إشباع كل فائض الطلب غير المشبع أم جزء منه؟
- الخطط التسويقية للمشروع، فإذا كانت هذه الخطط تتضمن إختراق سوق السلعة أو الحصول على أكبر حصة منه، فإن ذلك قد يكون عبر الإستحواذ على قدر من حصص المنتجين المنافسين، فضلاً عن فائض الطلب غير

المشبع رغم أن ذلك ليس بالعملية السهلة وتتوقف إلى حد كبير على درجة المنافسة في السوق وردود أفعال المشاريع المنافسة تجاه سياسة الإخترق لحصصهم من قبل المشروع، وكذلك حجم المشروع ومدة إمكانية الإستفادة من مزايا وفورات الإنتاج الكبير في حالة زيادة الإنتاج، وأيضاً درجة الطلب السعرية على السلعة.

ج- تقدير سعر السلعة

تُعدّ عملية تقدير سعر المنتج الذي ينوي المشروع الإستثماري إنتاجه خطوة مكملة لعملية تقدير الطلب. ويشير واقع الحال أن وضع أو إقرار سعر المنتج يخضع لتأثير عدة عوامل خارجية وداخلية. وتشمل العوامل الخارجية:

- مرونة الطلب السعرية والتقاطعية؛
 - السياسات الحكومية المتعلقة بالأسعار؛
 - القوة الشرائية للمستهلك ومرونة الطلب الداخلية؛
 - حدة المنافسة؛
 - هيكل السوق الذي يعمل فيه المنتج؛
 - عوامل إقتصادية خارجية مثل التضخم والدورة الإقتصادية؛
 - أما العوامل الداخلية فمن بين ما تشمل:
 - أهداف المشروع الربحية وغير الربحية؛
 - تكاليف الإنتاج ومتوسط تكلفة الوحدة الواحدة؛
 - درجة تميز المنتج وجودته وقدرته على جذب المستهلك.
 - وتتعدد طرق تحديد الأسعار من طرف المشاريع الإستثمارية منها:
 - تحديد السعر اعتماداً على تكلفة الإنتاج الوحدوية؛
 - تحديد السعر على أساس حجم الطلب على المنتج، مع الأخذ بعين الإعتبار كثرة العوامل المؤثرة في الطلب؛
 - تحديد السعر إنطلاقاً من الحصة السوقية والرغبة في زيادتها؛
 - تحديد السعر بناءً على مقدار الربح المطلوب.
- وبصفة عامة، فإنه بناءً على دراسة الجدوى التسويقية يتم تحديد كل من:
- حجم الإنتاج المتوقع؛
 - الطاقة الإنتاجية للمشروع (بناءً على حجم الإنتاج المتوقع)؛
 - نوع التكنولوجيا وطريقة الإنتاج (بناءً على الطاقة الإنتاجية المقدرة)؛
 - موقع المشروع؛
 - حجم الأموال اللازمة للإستثمار (بناءً على التكنولوجيا المختارة وما يناسبها من إنشاءات)؛
 - نوع وكلفة مستلزمات الإنتاج المطلوبة؛
 - نوع وكلفة قوى العمل اللازمة.

ومع إنتهاء دراسة الجدوى التسويقية ستكون هناك إحدى النتيجتين التاليتين:

- أن تأتي نتائج الدراسة التسويقية في غير صالح تنفيذ فكرة المشروع لعدم وجود طلب كافي متوقع على منتجات المشروع يبرر إنشاء المشروع أو وجود فائض عرض منها، وفي هذه الحالة ترفض الفكرة ويتم البحث عن فكرة جديدة قد تصلح للتنفيذ؛

- أن تأتي نتائج الدراسة التسويقية في صالح فكرة المشروع حيث يتوقع وجود طلب كافي أو وجود قصور في العرض بما يبرر تنفيذ المشروع، وفي تلك الحالة، يستكمل فريق الدراسة دراسات الجدوى التفصيلية وينتقل إلى المرحلة التالية وهي مرحلة الدراسة الفنية.

3-3-4- دراسة الجدوى الفنية

تعرف دراسة الجدوى الفنية بأنها "الدراسة التي تشمل مجموعة من الخطوات الفنية التي تهدف إلى تحديد مدى إمكانية تنفيذ المشروع من الناحية الفنية."

ودراسة الجدوى الفنية تكمن أهميتها في درجة خطورتها حيث أن عدم دقة هذه الدراسة يترتب عنها آثار سلبية خطيرة قد تصعب عملية معالجتها عندما يدخل المشروع حيز التنفيذ، فمثلاً يؤدي إقامة مشروع استثماري بحجم لا يحقق إعتبرات الكفاءة الإقتصادية في الإنتاج، أو إقامة مشروع في موقع غير مناسب أو لا تتوفر له مستلزمات الإنتاج المناسبة إلى نشوء آثار سلبية خطيرة. وبالنظر إلى الخطورة التي تتطوي عليها دراسة الجدوى الفنية فقد يكون من المناسب أن يُعهد إلى مجموعة من المختصين بإنجاز الدراسة.

ومن بين المسائل التي تعالجها دراسات الجدوى الفنية ما يلي:

- **إختيار الحجم المناسب للمشروع:** ويعتمد تحديد الحجم المناسب للمشروع على عوامل عديدة أهمها الحصة السوقية (حجم المبيعات المتوقع خلال سنوات عمر المشروع) ورأس المال المتوفر والمخصص لإنشاء المشروع، مع الأخذ بعين الإعتبار الدور الرئيسي لموقع المشروع الذي يساهم بشكل كبير في تحديد حجم المشروع وطاقته الإنتاجية والتكاليف المترتبة عليه والعوائد المتوقعة منه.

- **تحديد موقع المشروع:** يُعتبر إختيار الموقع المناسب من أهم مقومات نجاح أي مشروع، وعليه، فإنه عند تحديد الموقع المناسب لأي مشروع لا بد من مراعاة العديد من القضايا أهمها:

* **كلفة النقل:** ويقصد بها تكلفة نقل المواد الأولية ومستلزمات الإنتاج من السوق إلى المشروع، وتكلفة نقل منتجات المشروع من المشروع إلى السوق.

* **مدى القرب والبعد من السوق والفئة المستهدفة؛**

* **طبيعة المواد الأولية المستخدمة في الإنتاج وأساليب نقلها إلى موقع المشروع، وتأثيرها على البيئة المحيطة.**

* **مدى القرب من مصادر الطاقة اللازمة للتشغيل والإنتاج.**

* **مدى توفر الأيدي العاملة المباشرة وغير المباشرة التي يحتاجها المشروع.**

* **مدى قوة الروابط الأمامية والخلفية Forward and Backward Linkages للمشروع مع المشاريع القائمة في الموقع أو المنطقة التي تقع ضمن سوق المشروع.**

* **توفر البنية التحتية في المنطقة التي سينفذ فيها المشروع مثل شبكات الماء والكهرباء والهاتف والصرف الصحي وغيرها.**

- تحديد كافة الإحتياجات الرأسمالية للمشروع من أجل تقدير التكلفة الرأسمالية الأولية أو ما يسمى حجم الإستثمار المبدئي أو الأولي. وتشمل الإحتياجات الرأسمالية للمشروع الأرض والمباني والإنشاءات والآلات والمعدات ووسائل النقل والأثاث والمعدات المكتبية وغيره، كما تشمل الإحتياجات الرأسمالية المخصصات المالية التي تتعلق بالطوارئ ومخصصات تغطية نفقات ما قبل التشغيل ورأس المال العامل.

- **تحديد نوع الإنتاج والعمليات الإنتاجية:** وهنا يكون المنتج أمام ثلاثة طرق للإنتاج:

* الإنتاج المستمر: وهو النمط الذي يتم إختياره في حالة وجود طلب مستمر على الإنتاج طيلة أيام السنة؛

* الإنتاج حسب الطلب: ويتم إختيار هذا النمط حسب حجم الطلب على كل صنف من منتجات المشروع؛

* الإنتاج المتغير: حيث يقوم المنتج هنا بإنتاج كمية معينة من منتج معين لفترة زمنية معينة، ثم يقوم بإجراء تغيير في المعدات والمكائن للقيام بإنتاج صنف آخر ولفترة زمنية معينة.

- **تحديد أسلوب الإنتاج:** ويتم التمييز بين أسلوبين أساسيين من الأساليب الإنتاجية:

الفن المكثف لرأس المال: وفي هذا الفن الإنتاجي يرتفع معامل رأس المال إلى العمل، أي أن نسبة الأموال الرأسمالية الثابتة للعامل الواحد تكون مرتفعة نسبياً.

الفن المكثف للعمل: وفي هذا الفن يرتفع معامل العمل إلى رأس المال، أي أن نسبة عامل إلى الأصول الرأسمالية الثابتة هي النسبة المرتفعة نسبياً.

- **وضع التخطيط والتصميم الداخلي للمشروع:** وهذا يعتمد على المساحة الكلية والمساحة اللازمة لكل خط من خطوط الإنتاج والمعدات المستخدمة في عملية الإنتاج، وكذلك مساحة الأقسام المختلفة التي يحتاجها المشروع.

- **تحديد الفترة اللازمة لإقامة المشروع بحيث يكون جاهز للتشغيل.**

- **تقدير إحتياجات المشروع التشغيلية:** مثل المواد الأولية والقوة العاملة.

وفي حالة توصلت دراسة الجدوى الفنية إلى نتائج مقبولة يُمكن الانتقال إلى دراسة الجدوى المالية.

3-3-5- دراسة الجدوى المالية

تتضمن دراسة الجدوى المالية التأكد من مدى توفر الموارد المالية الضرورية في الأوقات المناسبة وبتكلفة معقولة لإقامة المشروع الإستثماري وتشغيله، وكذلك تحديد مدى قدرة المشروع على الوفاء بالتزاماته. كما تتضمن الدراسة أيضاً تقدير التكاليف الإستثمارية وتكاليف التشغيل للمشروع الإستثماري من جهة، وإيراداته من جهة أخرى على مدى العمر الإنتاجي للمشروع، والتأكد، من خلال صافي التدفقات النقدية، من قدرة المشروع على إسترداد تكلفة الإستثمارات الرأسمالية خلال فترة إسترداد مقبولة، وقدرته على تحقيق عائد مناسب، وعلى تحقيق التوازن بين الإحتياجات المالية اللازمة ومصادر الحصول عليها.

وبصفة عامة فإن من أهم ما تتضمنه دراسة الجدوى المالية المواضيع التالية:

- تحديد وتحليل تكاليف المشروع؛

- تحديد الهيكل المالي للمشروع؛

- تقدير التدفقات النقدية للمشروع؛

- تقييم المشاريع الإستثمارية والمفاضلة بينها؛

أ- تحديد تكاليف المشروع

ويتم تحديد كل من التكاليف الإستثمارية وتكاليف التشغيل.

أ-1- التكاليف الإستثمارية

وتشمل التكاليف الإستثمارية جميع الأموال التي يتم إنفاقها على المشروع المقترح منذ بدايته كفكرة مروراً بمرحلة دراسته وإنشائه وتجربته حتى نهاية دورة تشغيله الأولى. ويُطلق على التكاليف الإستثمارية بالإستثمار الأولي أو المبدئي.

ويُمكن تقسيم التكلفة الإستثمارية الكلية إلى تكلفة الإستثمارات الثابتة وتكلفة صافي رأس المال العامل اللازم لدورة تشغيلية واحدة.

- **تكلفة الإستثمارات الثابتة (التكاليف الإستثمارية طويلة الأجل):** وهي عبارة عن تكاليف ثابتة يتحملها المشروع الإستثماري بغض النظر عن حجم الإنتاج، ويتم توزيعها على مدار العمر الإنتاجي للمشروع. وتتقسم التكاليف الإستثمارية طويلة الأجل إلى إستثمارات ثابتة ملموسة وأخرى غير ملموسة.

الإستثمارات الثابتة الملموسة: وتتمثل في تلك التكاليف المنفقة على الأصول والتجهيزات الرأسمالية طويلة الأجل وتشمل البنود التالية:

- تكاليف الأرض وتجهيزها؛

- تكاليف المباني والإنشاءات؛

- تكاليف الآلات والمعدات ونقلها وتركيبها والضرائب الجمركية؛

- تكاليف وسائل النقل والإتصالات؛

- تكاليف التأسيس وإعداد المكاتب وتجهيزها وتكاليف الأثاث والمفروشات؛

- ونظراً لأن أسعار بنود التكاليف الإستثمارية الثابتة التقديرية قد تتغير في مرحلة تنفيذ المشروع، فإنه يتم إحتساب نسبة معينة من التكاليف الثابتة كمبلغ إحتياطي لمواجهة إحتتمالات إرتفاع الأسعار يُطلق عليه إحتياطي تغير الأسعار.

الإستثمارات الثابتة غير الملموسة: وهي تمثل نوعاً من النفقات الرأسمالية يتم إنفاقها على بنود إستثمارية غير ملموسة، وتتضمن ما يلي:

- تكاليف دراسات الجدوى التمهيديّة والتفصيلية؛

- تكاليف الدعاية والإعلان؛

- تكاليف تدريب العمالة خلال فترة الإنشاء والتجهيز؛

- تكاليف دراسة عروض توريد الأصول ومستلزمات الإنتاج وتكاليف التعاقدات مع الموردين؛

- تكاليف حق المعرفة والحصول على الإسم التجاري.

ومحاسبياً يتم إدراج جميع بنود التكاليف الإستثمارية طويلة الأجل تحت إسم حسابات الأصول، وتهلك قيمتها خلال فترة تشغيل المشروع.

- تكلفة صافي رأس المال العامل اللازم لدورة تشغيلية واحدة

يحتاج المشروع الإستثماري عند الإنتهاء من تأسيسه وتركيب المرافق الإنتاجية إلى السيولة النقدية لمواجهة مختلف الأعباء مثل أجور العمال، شراء المواد الخام وغيرهما ريثما يتسنى له تحقيق عوائد مالية من المبيعات، وهذه السيولة تدعى بصافي رأس المال العامل، ويمثل هذا الأخير الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة، حيث تشتمل الأول على النقدية، المخزون السلعي، الذمم المدينة... الخ، أما الثانية فتشتمل على الذمم الدائنة، القروض قصيرة الأجل... الخ.

وبعد تحديد تكلفة الإستثمارات الثابتة (الملموسة وغير الملموسة) وتكلفة صافي رأس المال العامل، يُمكن حساب التكلفة الإستثمارية للمشروع الإستثماري المقترح، وقد تتم هذه المدفوعات في سنة واحدة أو على عدة مراحل تشمل فترة الإنشاء وفترة بدء التشغيل وفترات التشغيل.

أ-2- تكاليف التشغيل

وتتمثل تكاليف التشغيل السنوية في تلك النفقات التي يتم إنفاقها مع بداية المشروع الإستثماري، أي مع سنتة التشغيلية الأولى وطوال عمره الافتراضي. ويتم حساب تكاليف التشغيل بعد نهاية مرحلة التجارب، ومع بدء التشغيل الفعلي للمشروع.

ويُمكن تقسيم تكاليف التشغيل إلى:

- التكاليف المتغيرة: وهي التكاليف التي ترتبط بالإنتاج وتتغير مع تغير حجم الإنتاج مثل المواد الخام، الوقود، مواد التعبئة والتغليف، أجور العمال، المكافآت، تكاليف النقل والشحن والضرائب،...
- التكاليف الثابتة: وهي تكاليف تبقى ثابتة لا تتغير مهما تغير حجم الإنتاج مثل الإيجارات، رواتب الإداريين، تكاليف الترخيص والإهلاك.
- التكاليف شبه المتغيرة أو شبه الثابتة: وهي التكاليف التي يصعب الفصل فيها مثل تكاليف الصيانة وأجور المشرفين والدعاية والإعلان.

ب- تحديد الهيكل المالي للمشروع

بعد تحديد عناصر التكلفة الإستثمارية وتقدير قيمتها، تأتي الخطوة التالية وهي البحث عن التمويل المناسب لهذه التكلفة. وأمام المشاريع الإستثمارية العديد من مصادر التمويل، ويُطلق على مختلف مصادر التمويل التي تعتمد عليها المشاريع الإستثمارية بالهيكل المالي. ولقد تم إستعراض مختلف مصادر التمويل في الفصل الأول، إلا أن السؤال الذي يبقى مطروح هو كيف يتم إختيار المصدر المناسب من بين المصادر المتاحة. والجواب على هذا السؤال لا يمكن أن يكون موحداً لجميع المشاريع الإستثمارية وفي جميع الظروف. وهناك العديد من الإعتبارات التي تأخذها المشاريع الإستثمارية عند تقييم مختلف مصادر التمويل:

- حجم الأموال التي تحتاجها المنشأة والفترة الزمنية التي سيتم توظيف الأموال خلالها؛
- توافق مصادر الأموال لأوجه إستخدامات هذه الأموال؛
- تكلفة التمويل مقارنة مع معدل التكلفة السائد ومع عائد الإستثمار المتوقع؛
- آجال التسديد وتزامنها مع التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها من إستغلال المشاريع الممولة؛

- القيود التي يفرضها الممولون على المنشأة المقترضة ك شروط عدم الإقتراض الإضافي، عدم توزيع الأرباح والمحافظة على معدلات محددة من النسب المالية طوال فترة الإقتراض.

ج- تقدير التدفقات النقدية للمشروع

يُقصد بالتدفق النقدي Cash flow دخول الأموال إلى المشروع الإستثماري وخروجها منه. وتنقسم التدفقات النقدية إلى نوعان: التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة.

- **التدفقات النقدية الداخلة (المقبوضات):** وهي تلك الأموال التي تدخل إلى المشروع الإستثماري سواء في صندوقه أو حسابه البنكي أو غيرهما. ومن بين أهم مصادر التدفقات النقدية الداخلة بيع البضاعة نقداً، بيع الأصول الثابتة نقداً، تحصيل الذمم المدينة، تحصيل أوراق القبض... الخ.

- **التدفقات النقدية الخارجة (المدفوعات):** وهي تلك الأموال التي تخرج من المشروع الإستثماري سواء من صندوقه أو حسابه البنكي أو غيرهما. ومن بين أهم مصادر التدفقات النقدية الخارجة مشتريات البضاعة نقداً، سداد الذمم الدائنة، سداد أوراق الدفع، تسديد القروض وفوائدها، تسديد الأجور... الخ.

وينتج عن الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة "صافي التدفق النقدي" والذي يمكن أن يأخذ إحدى الحالات التالية:

- **صافي تدفق نقدي موجب:** عندما تكون التدفقات النقدية الداخلة أكبر من التدفقات النقدية الخارجة.

- **صافي تدفق نقدي سالب:** عندما تكون التدفقات النقدية الداخلة أقل من التدفقات النقدية الخارجة.

- **صافي تدفق نقدي معدوم:** عندما تتساوى التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة.

ومن أمثلة عملية التقدير نجد تقدير أحد أهم التدفقات النقدية الداخلة والمتمثلة في إيرادات المبيعات من خلال العلاقة التالية:

إيرادات المبيعات المتوقعة = سعر البيع الوحدوي المتوقع X الكمية المباعة المتوقعة

حيث يتم الحصول على سعر البيع الوحدوي المتوقع والكمية المباعة المتوقعة من نتائج دراسة الجدوى التسويقية. ولا يجب الخلط بين صافي التدفق النقدي للمشروع والربح الصافي الذي يحققه هذا الأخير لأنه ليس من الضروري أن يتطابقا بالنظر لإختلاف أسس حساب كل واحد منها.

د- تقييم المشاريع الإستثمارية والمفاضلة بينها

يتم هنا إستخدام عدة طرق لتقييم المشاريع الإستثمارية والمفاضلة بينها واختيار أنسبها وهو موضوع الفصل الثالث.

3-3-6- دراسة الجدوى الإجتماعية

يُقصد بدراسة الجدوى الإجتماعية (القومية) للمشروع الإستثماري تحديد أهميته لمجمل المجتمع والإقتصاد القومي على حد سواء. والمشروعات الإستثمارية المجدية إقتصادياً لا تعود بالنفع على المستثمر الفرد فقط، بل أيضاً على المجتمع ككل، لهذا تجتهد الحكومات لخلق بيئة إستثمارية ملائمة لجذب الإستثمارات وتقديم كافة التسهيلات الممكنة لتحقيق تلك الغاية، لأنها تحقق بذلك هدفين هما:

- إعطاء إشارة إيجابية للمستثمر المحلي والأجنبي مفادها أن المناخ الإستثماري لديها مناسب وهي بذلك تعزز من عوامل الجذب للإستثمارات الأجنبية وتخلق الظروف المناسبة لرأس المال الوطني لكي يبقى داخل البلد ولا يهرب للخارج؛
- إن تدفق الإستثمارات إلى داخل البلد سوف يترجم عملياً بمشروعات إستثمارية إنتاجية وخدمية يمكن أن تساهم في تحسين المؤشرات الكلية لأداء الإقتصاد القومي مثل زيادة الدخل ورفع معدل التشغيل وتحسين ميزان المدفوعات وزيادة حجم الإحتياجات من القطع الأجنبي... الخ.
- وعلى عكس الربحية التجارية التي تتجاهل قياس مدى مساهمة المشروع الإستثماري في تحقيق أهداف الإقتصاد القومي مثل المساهمة في رفع الدخل القومي ومكافحة البطالة، فإن الربحية الإجتماعية أو القومية تأخذ بعين الإعتبار هذه العملية. وهناك العديد من المعايير التي يتم من خلالها قياس الربحية القومية أو الإجتماعية:
- **مدى مساهمة المشروع في توفير فرص العمل:** وهذا المعيار يهتم بمعرفة عدد العمال المحليين الذين سيتم تشغيلهم في المشروع الإستثماري ونسبتهم إلى إجمالي العمالة في المشروع، كما يهتم كذلك بمعرفة متوسط أجر العامل المحلي مقارنة بمتوسط أجر العامل الأجنبي.
- **مدى مساهمة المشروع في تكوين القيمة المضافة (الناتج المحلي الإجمالي):** ويُقصد بهذا المعيار معرفة مدى مساهمة المشروع الإستثماري في زيادة الدخل القومي.
- **مدى مساهمة المشروع في تحسين ميزان المدفوعات:** ويُقصد بهذا المعيار معرفة مدى مساهمة المشروع الإستثماري في تحسين ميزان المدفوعات من خلال مدى التوفير في العملات الأجنبية من طرف المشروع، حيث أن إقتصاد المشروع في إستخدام العملات الصعبة سيساعد على تحسين ميزان المدفوعات. ومن أجل معرفة مدى مساهمة المشروع في دعم ميزان المدفوعات فإنه يلزم معرفة ما يلي:
- قيمة الصادرات من إنتاج المشروع؛
- قيمة الواردات التي سوف يستوردها المشروع من الخارج؛
- الإيرادات بالعملات الأجنبية من مصادر خارجية خلاف السلع المصدرة؛
- المدفوعات بالعملات الأجنبية خلاف المدفوعات على الواردات السلعية؛
- قيمة السلع التي ينتجها المشروع والتي يمكن أن تحل محل السلع التي كان البلد يعتمد على إستيرادها من الخارج (الإحلال محل الواردات)؛
- تحويلات رؤوس الأموال والأرباح إلى الخارج وتحويلات رؤوس الأموال من الخارج إلى داخل البلد.
- **مدى مساهمة المشروع في زيادة إنتاجية العمل على المستوى القومي:** تلعب إنتاجية العمل دوراً هاماً في زيادة الدخل القومي وتحسين مستوى المعيشة. وتتحقق الزيادة في إنتاجية العمل من خلال ما يلي:
- الحصول على المزيد من الإنتاج بنفس الكمية السابقة من المدخلات؛
- الحصول على نفس الإنتاج السابق بكمية أقل من المدخلات؛
- الحصول على زيادة في الإنتاج بزيادة أقل في المدخلات.

- الآثار السلبية للمشروع المقترح على البيئة: أصبح تلوث البيئة من المسائل الهامة على المستوى الدولي لهذا لا بد من معرفة الآثار السلبية التي يُمكن أن تخلفها المشاريع الإستثمارية.
- 4- الصعوبات التي تواجه القائمين على دراسة الجدوى الإقتصادية**
- يواجه القائمون على دراسة الجدوى الإقتصادية للمشروعات الإستثمارية العديد من الصعوبات والمشاكل، وتتمثل فيما يلي:
- غياب أو النقص أو القصور في البيانات والمعلومات عن المتغيرات الداخلة في دراسة الجدوى؛
 - صعوبة تقدير المتغيرات الداخلة في دراسة الجدوى كالتكاليف، وبخاصة عندما يكون حجم المشروع كبيراً وعمره المتوقع طويلاً، أو أن تكون بعض المتغيرات من النوع غير المباشر أو غير القابل للقياس الكمي كما في حالة المشروعات العامة التي تتولى تقديم خدمات كالتعليم والصحة؛
 - إرتفاع تكاليف دراسة الجدوى وبخاصة عندما يكون المشروع صغيراً وميزانيته ضئيلة. ومن الناحية المحاسبية تدخل تكاليف إعداد دراسة الجدوى ضمن عناصر تكاليف التأسيس والتي يتم إستهلاكها خلال فترة زمنية معينة.
 - صعوبات فنية تتمثل في تحديد وقت البدء والإنتهاء للمشروع والتصاميم الهندسية؛
 - مخاطر عدم التأكد في تقدير المتغيرات الداخلة في دراسة الجدوى خلال فترة المشروع وخاصةً ما يتعلق منها بالتغيرات المفاجئة في الأسعار والطلب ذات الطبيعة الإستثنائية؛
 - مشكلة إختيار المعيار أو المعايير الملائمة للتقييم، إذ ليس هناك معايير محددة يمكن تطبيقها في كل مكان وزمان، كما أنه لا يمكن تطبيق المعايير التي تستخدم في الدول المتقدمة على الدول النامية بسبب تباين الهيكل الإقتصادي في كل منها، فضلاً عن إختلاف الأهداف، فتعدد معايير التقييم جعلت القائمين على العملية يعانون من تحديد وتقييم النتائج والآثار المترتبة على تنفيذ المشروعات المقترحة وتحديد الأولويات.

أسئلة مقترحة حول الفصل

- 1- عرّف دراسة الجدوى الإقتصادية، وماهي خصائص وشروط دراسة الجدوى الإقتصادية الجيدة؟
- 2- ما هي المجالات التطبيقية لدراسة الجدوى الإقتصادية؟
- 3- ما أهمية ومبررات دراسة الجدوى الإقتصادية؟
- 4- ما هي مراحل دراسة الجدوى الإقتصادية؟
- 5- ما هي الصعوبات التي تواجه القائمين على دراسة الجدوى الإقتصادية؟

مراجع الفصل

- 1- د. طلال كداوي: تقييم القرارات الإستثمارية، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، 2008.
- 2- د. إيهاب مقابلة وآخرون: منهاج محاسب عربي قانوني معتمد "ACPA"، الورقة الأولى - الإقتصاد والتمويل، المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، عمان، الأردن، 2013. (http://www.ascasociety.org/UploadFiles/ACPA_NM/Eco.%20and%20Finance.pdf). (تاريخ التحميل: 2021/04/19).
- 3- د. شقيري نوري موسى وأسامة عزمي سلام: دراسة الجدوى الإقتصادية وتقييم المشروعات الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2009.
- 4- د. محمود حسين الوادي وآخرون: دراسات الجدوى الإقتصادية والمالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 5- نعيم نمر داوود: دراسة الجدوى الإقتصادية، الطبعة الأولى، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2011.
- 6- د. محمد محمود العجلوني و أ.د. سعيد سامي الحلاق: دراسة الجدوى الإقتصادية وتقييم المشروعات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، 2019.
- 7- أ. د. هوشيار معروف: دراسات الجدوى وتقييم المشاريع، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 8- د. جهاد همام: إدارة الإستثمار: الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الأولى، دار أمجد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
- 9- د. جهاد فراس الطيلوني: دراسة الجدوى الإقتصادية للمشاريع، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- 10- د. عاطف وليم أندراوس: دراسات الجدوى الإقتصادية للمشروعات: الأطر والخطوات - الأسس والقواعد- المعايير، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 11- د. أحمد بوراس: تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008، ص 26.
- 12- د. قاسم نايف علوان: إدارة الإستثمار (بين النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، الإصدار الأول، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.

الفصل الثالث:

المعايير المستعملة لتقييم

المشاريع الإستثمارية

تمهيد

إن عملية تقييم المشاريع الإستثمارية هي أحد أهم محاور دراسة الجدوى المالية، وهي ليست بالعملية السهلة بالنظر لعدد من الإعتبارات أهمها الطرف الذي تتم فيه هذه العملية هل يتميز بحالة التأكد أو بحالة عدم التأكد. ويتم إستخدام في كل حالة مجموعة من طرق التقييم وهو ما سوف نحاول التطرق إليه.

1- مفهوم تقييم المشاريع الإستثمارية (إختيار المشروعات الإستثمارية)

يُمكن تعريف تقييم المشاريع الإستثمارية بأنها عملية وضع المعايير اللازمة التي من خلالها يُمكن المفاضلة بين عدة مشاريع إستثمارية وإختيار واحد منها أو أكثر بحيث يضمن هذا الإختيار تحقيق الأهداف المحددة واستناداً إلى أسس علمية.

وتعود أهمية المفاضلة بين المشاريع إلى عاملين:

- ندرة الموارد الاقتصادية: وذلك من أجل تلافي الهدر في تلك الموارد واستخدامها بشكل عقلاني وسليم؛
- التقدم التكنولوجي: وهي التطورات التكنولوجية السريعة التي شملت كافة جوانب الإستثمار والإنتاج وأعطت فرصاً وخيارات عديدة، فما على المستثمر أو المنتج إلا أن يختار البديل الأفضل.
- وعملية المفاضلة بين المشروعات لا بد أن تستند على معايير علمية دقيقة وذلك من أجل ما يلي:
- تجاوز المخاطر؛
- إيجاد مستوى من الأمان للأموال المستثمرة؛
- أن المعايير المستخدمة لقياس هدف معين قد لا تتناسب لقياس هدف آخر؛
- المعايير التي تستخدم لتقييم المشروعات العامة قد تكون غير مناسبة لتقييم المشروعات الخاصة؛
- هناك معايير تستخدم لقياس الربحية التجارية تتعلق بالمشروعات الخاصة وهناك معايير تستخدم لقياس الربحية القومية تتعلق بالمشروعات العامة؛
- هناك معايير تستخدم في ظل ظروف التأكد وأخرى في ظل ظروف عدم التأكد.
- إن المعيار التي يتم إستخدامه لرفض أو قبول المشاريع الإستثمارية يُشترط أن يكون منسجماً مع أهداف الشركة المتعلقة بتعظيم قيمتها، كما يجب أن يكون موضوعياً ولا يتصف بالتحيز. وهناك مجموعة من الشروط يجب أن تتوافر في المعيار المناسب ومنها ما يلي:
- أن يحتوي المعيار على طريقة أو وسيلة للتمييز بين المشاريع المقبولة والمشاريع غير المقبولة؛
- أن يكون هذا المعيار قادراً على تدرج المشاريع حسب أفضليتها للشركة؛
- أن يكون هذا المعيار قادراً على حل مشكلة الإختيار بين المشاريع البديلة؛
- أن يكون هذا المعيار قابلاً للتطبيق والإستعمال في جميع حالات المشاريع الإستثمارية؛
- أن يعطي هذا المعيار ثقلأ أكبر للمشاريع التي تدر أرباحاً كبيرة مقارنة بالمشاريع التي تدر أرباحاً قليلة بحيث يزيد تفضيل المشروع الذي يعطي أرباح كبيرة على المشروع الذي يعطي أرباح قليلة.
- وعند تقييم المشاريع الإستثمارية يجب الأخذ بعين الإعتبار العلاقة التي تربط بينها، وفي هذا الصدد هناك ثلاثة علاقات ممكنة:

- المشاريع الإستثمارية المستقلة: وهي المشاريع التي لا يمنع قبول أحدها من قبول الأخرى، والتدفقات النقدية للمشاريع المستقلة لا تتأثر ببعضها.
- المشاريع الإستثمارية المتمانعة: وتُدعى أيضاً بالمشاريع البديلة أو المتعارضة، وهي تلك المشاريع المتنافسة فيما بينها والتي تؤدي إلى نفس النتائج، حيث أن قبول أحدها يمنع من قبول الأخرى.
- المشاريع الإستثمارية المعتمدة على بعضها: وهناك العديد من علاقات الاعتماد بين المشاريع الإستثمارية، فهناك مثلاً المشروع الضروري الذي يجب إنجازه لإنجاز المشروع الآخر، والمشروع المتكامل (Integral project) والذي يؤدي إلى زيادة إيرادات أو تقليل نفقات المشروع الآخر، وفي هذا الصدد هناك نوعان من العلاقات التكاملية بين المشاريع: التكامل العمودي والتكامل الأفقي، فالأول يعني أن المشروع يُمكن أن يكون إحدى حلقات سلسلة الإنتاج الخلفية (إنتاج إحدى أجزاء منتج معين لإستخدامه في حلقة الإنتاج التالية مثلاً)، أو إحدى حلقات سلسلة الإنتاج الأمامية (تركيب الأجزاء المصنّعة من طرف مشاريع إستثمارية في حلقات إنتاج سابقة مثلاً)، أما الثاني فيعني زيادة حجم النشاط الأولي للمنشأة من أجل مثلاً تلبية الطلب المتزايد أو تحقيق وفورات الحجم.

2- طرق تقييم المشاريع الإستثمارية

تتعدد الطرق التي يتم إستخدامها في إختيار المشاريع الإستثمارية وفي عملية المفاضلة بين مشروعين أو أكثر، ويُمكن تصنيف هذه الطرق إلى مجموعتين وفقاً لدرجة التأكد: طرق تقييم المشاريع الإستثمارية في حالة التأكد وطرق تقييم المشاريع الإستثمارية في حالة عدم التأكد.

2-1- طرق تقييم المشاريع الإستثمارية في حالة التأكد

ويُقصد بحالة التأكد الظرف التي تتوفر فيه البيانات اللازمة لتقييم المشاريع الإستثمارية. ويُمكن تقسيم طرق تقييم المشاريع الإستثمارية في حالة التأكد إلى تلك التي لا تأخذ بعين الإعتبار عامل القيمة الزمنية للنقود، وتلك التي تأخذ هذا العامل بعين الإعتبار. وينبغي الإشارة أولاً إلى أن معظم الطرق الذي سيتم تناولها تستخدم مفهوم التدفق النقدي الصافي المقدّر أو المتوقع وليس الربح المحاسبي المقدّر أو المتوقع (الذي تستخدمه طريقة معدل العائد المحاسبي) حيث يتم حسابه من خلال العلاقة التالية:

$$\text{التدفقات النقدية الصافية المقدّرة} = \text{التدفقات النقدية الداخلة (المقبوضة) المقدّرة} - \text{التدفقات النقدية الخارجة (المدفوعة) المقدّرة}$$

والتدفقات النقدية الصافية لا يدخل في حسابها الإيرادات المؤجلة، المصروفات المؤجلة والإهلاكات.

2-1-1- الطرق التي لا تأخذ بعين الإعتبار عامل القيمة الزمنية للنقود

أ- طريقة فترة الإسترداد البسيطة Simple payback period method

تُعتبر طريقة فترة الإسترداد البسيطة من الطرق الشائعة في تقييم الإستثمارات، وهي تعتمد على حساب المدة التي يُمكن فيها إسترداد الأموال المستثمرة.

ويتم حساب فترة الإسترداد البسيطة باستخدام العلاقة التالية:

$$\text{فترة الإسترداد البسيطة} = \frac{\text{قيمة الإستثمار الأصلي}}{\text{قيمة التدفق النقدي الصافي السنوي}}$$

ويتم إستخدام هذه العلاقة في حالة كانت التدفقات النقدية الصافية السنوية متساوية على طول فترة المشروع الإستثماري، أما في حالة عدم تساوي هذه التدفقات فيتم جمع هذه التدفقات إبتداء من نهاية السنة الأولى حتى تتساوى مع تكلفة المشروع الإستثماري. وسواء تعلق الأمر بالحالة الأولى أو بالحالة الثانية، يُمكن لفترة الإسترداد البسيطة أن تتكون من عدد من السنوات وأجزاء من السنة (شهور و/أو أيام) كما سنرى لاحقاً في المثال أدناه. وبمقارنة فترة الإسترداد البسيطة للمشروع الإستثماري بفترة الإسترداد التي تحددها المؤسسة مسبقاً يتم قبول أو رفض المشروع. وفي حالة المفاضلة بين أكثر من مشروع، يتم إختيار المشاريع التي تحقق فترة الإسترداد المحددة مسبقاً من طرف المؤسسة، وفي حالة تعدد المشاريع التي تحقق فترة الإسترداد المحددة مسبقاً من طرف المؤسسة، يُمكن للأخيرة أن تختار مشروع واحد، عدد محدود من المشاريع أو جميع المشاريع حسب عدد من المعطيات مثل عدم كفاية الأموال المُعدّة للإستثمار أو أن طبيعة المشاريع لا تسمح بإنجازها معاً، حيث تختار المؤسسة المشروع أو المشروعات ذات فترة الإسترداد البسيطة الأقصر.

وينطوي إستخدام طريقة فترة الإسترداد البسيطة، كمعيار للمفاضلة، على عدد من المزايا:

- سهولة حسابها، وهذه الطريقة مفضلة لدى جهات التمويل، لأن الممول يهمل إسترداد أمواله بأقصر وقت ممكن، وبالتالي فهي بمثابة مؤشر أولي؛
- تعطي مؤشراً مبدئياً وسريعاً عما إذا كان المشروع يستحق المزيد من البحث والدراسة؛
- تحدد مستوى السيولة المتدفق للمشروع في كل سنة من سنوات تشغيله؛
- تُستخدم في المفاضلة بين المشروعات التي تخضع لتغيرات تكنولوجية سريعة؛
- المؤسسة عند إختيارها للمشروع الإستثماري ذو فترة الإسترداد البسيطة الأقصر يُمكنها إستخدام الأموال المسترجعة لإعادة إستثمارها.

كما أن إستخدام هذه الطريقة تنطوي على عدد من العيوب:

- تتجاهل توقيت الحصول على التدفقات النقدية (القيمة الزمنية للنقود) وذلك عند المفاضلة بين المشروعات المختلفة؛
- تتجاهل القيمة البيعية للمشروع (الخردة) في نهاية عمره الإفتراضي؛
- تتجاهل التدفقات النقدية التي يمكن أن تتحقق بعد فترة الإسترداد؛
- تهتم بعنصر السيولة على حساب عنصر الربحية؛
- تتجاهل المخاطر المصاحبة للتدفقات النقدية.

المثال رقم 1:

تريد إحدى المؤسسات المفاضلة بين ثلاثة مشاريع إستثمارية تدفقاتها النقدية الصافية السنوية المتوقعة بالوحدات النقدية موضحة في الجدول التالي:

المشروع	الأول	الثاني	الثالث
نهاية السنة الأولى	2000	3000	3450
الثانية	1800	3000	3120
الثالثة	1200	3000	2716
الرابعة	1050	3000	-

تكلفة كل مشروع إستثماري هي 4500 وحدة نقدية، 12000 وحدة نقدية و 7000 وحدة نقدية على التوالي. **المطلوب:** باستخدام طريقة فترة الإسترداد البسيطة، ما هو المشروع الذي تختاره المؤسسة إذ علمت أن فترة الإسترداد التي تستهدفها هي ثلاثة سنوات وأن المشاريع متماثلة؟

الحل:

يتم حساب فترة الإسترداد البسيطة لكل مشروع إستثماري حسب العلاقة التالية:

$$\text{فترة الإسترداد البسيطة} = \frac{\text{قيمة الإستثمار الأصلي}}{\text{قيمة التدفق النقدي الصافي السنوي}}$$

المشروع الأول:

يُلاحظ أن مجموع التدفقات النقدية الصافية السنوية للسنة الأولى والسنة الثانية هو 3800 وحدة نقدية، وهو أقل من تكلفة المشروع وهي 4500 وحدة نقدية، لكن مجموع التدفقات النقدية الصافية السنوية للسنوات الثلاثة الأولى هو 5000 وحدة نقدية، وهو أكبر من تكلفة المشروع، وهذا يعني أن فترة الإسترداد البسيطة للمشروع ستكون محصورة بين السنة الثانية والسنة الثالثة.

المؤسسة ستكون في حاجة لتدفق نقدي صافي قدره $4500 - 3800 = 700$ وحدة نقدية في السنة الثالثة، وهو تدفق يعادل جزء من السنة لأن التدفق النقدي الصافي خلال هذه السنة أكبر مما تحتاجه المؤسسة. ويتم حساب الجزء من السنة الثالثة كما يلي:

$$\left(\frac{700}{1200}\right) \times 12 = 7 \text{ أشهر}$$

أي أن فترة الإسترداد البسيطة للمشروع الأول هي سنتان و 7 أشهر. وتجدر الملاحظة أن 12 في العلاقة السابقة تُعبّر عن عدد أشهر السنة.

المشروع الثاني:

$$\text{فترة الإسترداد البسيطة} = \frac{12000}{3000} = 4 \text{ سنوات}$$

المشروع الثالث:

يُلاحظ أن مجموع التدفقات النقدية السنوية الصافية للسنة الأولى والسنة الثانية هو 6570 وحدة نقدية، وهو أقل من تكلفة المشروع وهي 7000 وحدة نقدية، لكن مجموع التدفقات النقدية الصافية السنوية للسنوات الثلاثة الأولى هو 9470 وحدة نقدية، وهو أكبر من تكلفة المشروع، وهذا يعني أن فترة الإسترداد البسيطة للمشروع ستكون محصورة بين السنة الثانية والسنة الثالثة.

المؤسسة ستكون في حاجة لتدفق نقدي صافي قدره $430 = 6570 - 7000$ وحدة نقدية في السنة الثالثة، وهو تدفق يعادل جزء من السنة لأن التدفق النقدي الصافي خلال هذه السنة أكبر مما تحتاجه المؤسسة. ويتم حساب الجزء من السنة الثالثة كما يلي:

$$\left(\frac{430}{2716} \right) \times 360 = 57 \text{ يوماً}$$

أي أن فترة الإسترداد البسيطة للمشروع الثالث هي سنتان و 57 يوماً.

وتجدر الملاحظة أن 360 في العلاقة السابقة تُعبّر عن عدد أيام السنة التجارية.

بما أن فترة الإسترداد المستهدفة من طرف المؤسسة هي ثلاثة سنوات، فإن المشروع الثاني يُعتبر مرفوض لأن فترة إسترداده البسيطة هي 4 سنوات، في حين أن المشروعين الأول والثالث مقبولين لأن فترة إستردادهما البسيطة أقل من ثلاثة سنوات، وبما أن المشاريع متماثلة، فإن المؤسسة تختار المشروع الثالث لأن فترة إسترداده البسيطة وهي سنتان و 57 يوماً أقل من فترة الإسترداد البسيطة للمشروع الأول وهي سنتان و 7 أشهر.

ملاحظة: تم إستخدام الأشهر عند حساب فترة الإسترداد البسيطة للمشروع الأول والأيام عند حساب فترة الإسترداد البسيطة للمشروع الثالث لتوضيح طريقة إستخراج عدد الأشهر أو الأيام.

ب- طريقة معدل العائد المحاسبي Method of accounting rate of return

تعتمد هذه الطريقة على البيانات المحاسبية لقياس مردودية الأموال المستثمرة. ويُحسب معدل العائد المحاسبي من خلال العلاقة التالية:

ويُحسب معدل العائد المحاسبي من خلال العلاقة التالية:

$$\text{معدل العائد المحاسبي} = \frac{\text{متوسط صافي الربح السنوي}}{\text{متوسط الإستثمار}}$$

ويُحسب متوسط الإستثمار كما يلي:

$$\text{متوسط الإستثمار} = \frac{\text{قيمة الإستثمار الأولية} + \text{القيمة التخريدية}}{2}$$

أما متوسط صافي الربح السنوي فيُحسب كما يلي:

$$\text{متوسط صافي الربح السنوي} = \frac{\text{مجموع صافي الأرباح خلال سنوات عمر المشروع}}{\text{عدد سنوات عمر المشروع}}$$

وبمقارنة معدل العائد المحاسبي المحسوب مع معدل العائد المحاسبي المحدد من طرف المؤسسة يتم إختيار المشروع الذي له معدل عائد محاسبي يساوي أو أكبر من معدل العائد المحاسبي المحدد من طرف المؤسسة، وفي حالة المفاضلة بين مشروعين أو أكثر يتم إختيار المشروع أو المشاريع التي تتميز بأكبر المعدلات. ويُمكن مقارنة معدل العائد المحاسبي مع عائد الفرصة البديلة مثل سعر الفائدة مثلاً، وفي هذه الحالة يتم قبول المشروع الإستثماري فقط عندما يكون معدل العائد المحاسبي له أكبر من عائد الفرصة البديلة.

ومن بين المزايا التي تتطوي عليها طريقة معدل العائد المحاسبي هي سهولة حساب هذا المعدل، بالنظر لإعتماد عملية الحساب على قيم يُمكن إستخراجها من القوائم المالية المنشورة، سواء كانت البيانات تخص الشركة صاحبة المشروع، أو تلك المتعلقة بالمشروعات المختلفة.

كما تتطوي طريقة معدل العائد المحاسبي كميّار للمفاضلة على عدد من العيوب منها:

- تعتمد هذه الطريقة على صافي الربح وليس على صافي التدفق النقدي، والمدير المالي يهتم بالدرجة الأولى بالتدفق النقدي وليس بالربح، لأنه كي نحقق أرباحاً إضافية لا بد لنا من الحصول على النقدية لإعادة إستثمارها، لذلك يقترح البعض إستخدام التدفقات النقدية بدلاً من متوسط صافي الأرباح في حساب معدل العائد المحاسبي؛

- تتجاهل تماماً القيمة الزمنية للنقود.

المثال رقم 2:

تريد إحدى المؤسسات المفاضلة بين مشروعين إستثماريين تكلفة كل واحد منهما هي 3800 وحدة نقدية و5000 وحدة نقدية على التوالي، مع العلم أن القيمة التخريدية للمشروع الأول هي 200 وحدة نقدية، أما فيما يخص قيمة المبيعات والتكاليف المتوقعة للمشروعين فهي موضحة في الجدول التالي:

المشروع	نهاية السنة البيان	الأولى	الثانية	الثالثة	الرابعة
الأول	المبيعات	3000	2750	2300	2100
	التكاليف	1600	1420	1050	800
الثاني	المبيعات	4020	3950	3700	3400
	التكاليف	2050	1800	1650	1670

المؤسسة تطبق طريقة الإهلاك الثابت، ومعدل الضريبة على الأرباح هو 20%.

المطلوب: باستخدام طريقة معدل العائد المحاسبي، ما هو المشروع التي تختاره المؤسسة إذا علمت أن معدل العائد المحاسبي الذي حددته هو 18% وأن المشروعين مستقلين؟

الحل:

المشروع الأول:

البيان	نهاية السنة	الأولى	الثانية	الثالثة	الرابعة
المبيعات	3000	2750	2300	2100	
التكاليف	1600	1420	1050	800	
الربح قبل الإهلاك	1400	1330	1250	1300	
الإهلاك	900	900	900	900	
الربح قبل الضريبة	500	430	350	400	
الضريبة على الأرباح (20%)	100	86	70	80	
صافي الربح	400	344	280	320	

$$\text{معدل العائد المحاسبي} = \frac{\text{متوسط صافي الربح السنوي}}{\text{متوسط الإستثمار}}$$

$$\text{معدل العائد المحاسبي} = \frac{336}{2000} = \frac{4/(320 + 280 + 344 + 400)}{2/(200 + 3800)} = 0.168 = 16.8\%$$

مع العلم أن قسط الإهلاك الثابت تم حسابه حسب العلاقة التالية:

$$\text{قسط الإهلاك الثابت} = \frac{\text{تكلفة الإستثمار} - \text{القيمة التخريدية}}{\text{عمر المشروع الإفتراضي}}$$

المشروع الثاني:

البيان	نهاية السنة	الأولى	الثانية	الثالثة	الرابعة
المبيعات	4020	3950	3700	3400	
التكاليف	2050	1800	1650	1670	
الربح قبل الإهلاك	1970	2150	2050	1730	
الإهلاك	1250	1250	1250	1250	
الربح قبل الضريبة	720	900	800	480	
الضريبة على الأرباح (20%)	144	180	160	96	
صافي الربح	576	720	640	384	

$$\text{معدل العائد المحاسبي} = \frac{\text{متوسط صافي الربح السنوي}}{\text{متوسط الإستثمار}}$$

$$\text{معدل العائد المحاسبي} = \frac{580}{2500} = \frac{4/(384 + 640 + 720 + 576)}{2/(0 + 5000)} = 0.232 = 23.2\%$$

تم حساب قيمة الإهلاك للمشروعين بقسمة تكلفة الإستثمار لكل منهما على عمر المشروع لأن المؤسسة تتبع طريق الإهلاك الثابت.

بما أن معدل العائد المحاسبي الذي حددته المؤسسة هو 18%، فإنه يتم رفض المشروع الأول لأن معدل العائد المحاسبي له أقل من 18% (16.8%)، ويتم قبول المشروع الثاني لأن معدل العائد المحاسبي له أكبر من 18% (23.2%).

2-1-2- الطرق التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود

تتميز الطرق التي تنطوي تحت هذه المجموعة بأنها تُخضع التدفقات النقدية لعامل الزمن.

أ- طريقة فترة الإسترداد بسعر الخصم **Discounted payback period method**

تعالج هذه الطريقة أحد أهم عيوب طريقة فترة الإسترداد البسيطة وهي عدم أخذ القيمة الزمنية للنقود بعين الاعتبار، حيث تأخذ هذه الطريقة هذا العامل بعين الاعتبار عن طريق حساب القيم الحالية للتدفقات النقدية الصافية باستخدام سعر الخصم.

ويتم حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية الصافية حسب العلاقة التالية:

$$R_s(1 + i)^{-s}$$

حيث:

R: قيمة التدفق النقدي الصافي المتوقع.

s: السنة.

i: سعر الخصم: وهو يمثل معدل عائد الإستثمار المطلوب (تكلفة رأس المال).

ويتم استخدام الجدول المالي رقم 2 لإيجاد المقدار $(1 + i)^{-s}$

وبعد إيجاد جميع القيم الحالية للتدفقات النقدية الصافية لمختلف السنوات، يتم الجمع التدريجي لهذه القيم ابتداء من السنة الأولى حتى الوصول إلى قيمة تساوي قيمة الإستثمار الأولي، والسنة المقابلة هي فترة الإسترداد المخصصة. ويُمكن أن تتضمن فترة الإسترداد المخصصة جزء من السنة.

وتتم عملية إختيار المشروع الإستثماري على أساس فترة الإسترداد المخصصة المحددة مسبقاً من طرف المؤسسة، وفي حالة وجود أكثر من مشروع يتم المفاضلة بينهم من خلال إيجاد المشاريع التي تحقق فترة الإسترداد المخصصة المحددة مسبقاً من طرف المؤسسة، ثم إختيار واحد منهم أو عدد محدود منهم، أو جميعهم حسب ما تراه المؤسسة.

وتتمثل إيجابيات طريقة فترة الإسترداد المخصصة فيما يلي:

- تأخذ بعين الاعتبار مفهوم القيمة الزمنية للنقود؛

- تأخذ بعين الاعتبار التدفقات النقدية وليس الربح المحاسبي.

أما سلبيات هذه الطريقة فتمثل فيما يلي:

- عدم الموضوعية في تحديد فترة الإسترداد المثلى، فالأمر متروك لاجتهاد متخذ القرار (إدارة الشركة)؛

- عدم الإهتمام بالتدفقات النقدية الداخلة التي تتم بعد أن يسترد المشروع كامل تكاليفه.

المثال رقم 3:

من المثال رقم 1 أعلاه وباستخدام طريقة فترة الإسترداد المخصصة، ماهو المشروع الإستثماري الذي تختاره المؤسسة إذا علمت أن سعر الخصم هو 4% وأن المشاريع متماثلة؟

الحل:

يتم أولاً حساب القيم الحالية للتدفقات النقدية الصافية لمختلف السنوات للمشروعات الثلاثة بضرب كل تدفق نقدي صافي لسنة معينة في المقدار $(1 + i)^{-s}$ المقابل لها (العمود الأخير) كما يلي:

$(1 + i)^{-s}$	الثالث		الثاني		الأول		المشروع
	القيمة الحالية للتدفق النقدي الصافي	التدفق النقدي الصافي	القيمة الحالية للتدفق النقدي الصافي	التدفق النقدي الصافي	القيمة الحالية للتدفق النقدي الصافي	التدفق النقدي الصافي	نهاية السنة
$(1.04)^{-1} = 0.961538462$	3317.31	3450	2884.62	3000	1923.08	2000	الأولى
$(1.04)^{-2} = 0.924556213$	2884.62	3120	2773.67	3000	1664.20	1800	الثانية
$(1.04)^{-3} = 0.888996359$	2414.51	2716	2666.99	3000	1066.80	1200	الثالثة
$(1.04)^{-4} = 0.854804191$	-	-	2564.41	3000	897.54	1050	الرابعة

حيث إستخرجنا المقادير $(1 + i)^{-s}$ من الجدول المالي رقم 2.

نحسب فترة الإسترداد المخصومة لكل مشروع كما يلي:

المشروع الأول:

يُلاحظ أن مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية الصافية للسنتين الأولى والثانية هو 3587.28 وحدة نقدية، وهو أقل من تكلفة المشروع وهي 4500 وحدة نقدية، لكن مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية الصافية للسنوات الثلاثة الأولى هو 4654.07 وحدة نقدية، وهو أكبر من تكلفة المشروع، وهذا يعني أن فترة الإسترداد المخصومة للمشروع ستكون محصورة بين السنة الثانية والسنة الثالثة. ولمعرفة الفترة بالضبط نطرح مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية الصافية للسنتين الأولى والثانية من تكلفة المشروع كما يلي:

$$912.72 = 3587.28 - 4500 \text{ وحدة نقدية.}$$

ويتم حسب الجزء من السنة الثالثة كما يلي:

$$\left(\frac{912.72}{1066.80} \right) \times 360 = 308 \text{ يوماً}$$

أي أن فترة الإسترداد المخصومة للمشروع الأول هي سنتان و 308 يوماً.

المشروع الثاني:

يُلاحظ أن مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية الصافية لجميع سنوات عمر المشروع تساوي 10889.69 وحدة نقدية، وهي قيمة أقل من تكلفة المشروع وهي 12000 وحدة نقدية.

المشروع الثالث:

يُلاحظ أن مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية الصافية للسنتين الأولى والثانية هو 6201.92 وحدة نقدية، وهو أقل من تكلفة المشروع وهي 7000 وحدة نقدية، لكن مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية الصافية للسنوات الثلاثة، وهو العمر الافتراضي للمشروع، هو 8616.44 وحدة نقدية، وهو أكبر من تكلفة المشروع، وهذا يعني أن فترة الإسترداد المخصومة للمشروع ستكون محصورة بين السنة الثانية والسنة الثالثة. ولمعرفة الفترة بالضبط نطرح مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية الصافية للسنتين الأولى والثانية من تكلفة المشروع كما يلي:

$$7000 - 6201.92 = 798.08 \text{ وحدة نقدية.}$$

ويتم حسب الجزء من السنة الثالثة كما يلي:

$$\left(\frac{798.08}{2414.51} \right) \times 360 = 119 \text{ يوماً}$$

أي أن فترة الإسترداد المخصصة للمشروع الثالث هي سنتان و119 يوماً.

المشروع الثاني يُعتبر مرفوضاً تماماً لأن مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية الصافية لجميع سنوات عمر المشروع لا تغطي تكلفة المشروع، أما بالنسبة للمشروعين الأول والثاني فهما مقبولان لأن فترة الإسترداد المخصصة لكل منهما أقل من فترة الإسترداد المخصصة المستهدفة من طرف المؤسسة وهي ثلاثة سنوات، وبما أن المشاريع الإستثمارية متمانعة، فإن المؤسسة تختار المشروع الثالث لأن فترة الإسترداد المخصصة له وهي سنتان و119 يوماً أقل من فترة الإسترداد المخصصة للمشروع الأول وهي سنتين و308 يوماً.

ويُلاحظ أن إستخدام طريقة فترة الإسترداد المخصصة أطال من فترة إسترداد تكلفة الإستثمار مقارنة باستخدام طريقة فترة الإسترداد البسيطة.

ب- طريقة صافي القيمة الحالية Net present value method

تستخدم هذه الطريقة صافي القيمة الحالية في تقييم المشاريع الإستثمارية، ويُشترط لإستخدام هذه الطريقة تساوي التكلفة الأولية والعمر الإفتراضي لجميع المشاريع لكي تعطي ترتيباً سليماً لها. ويتم حساب صافي القيمة الحالية من خلال العلاقة التالية:

$$NPV = \left(\sum_{s=1}^n R_s (1+i)^{-s} + VR(1+i)^{-n} \right) - I$$

حيث:

NPV: صافي القيمة الحالية.

Rs: صافي التدفق النقدي (الإيرادات الصافية) المتوقع للسنة s.

I: مبلغ الإستثمار الأولي.

n: عدد سنوات الإستثمار الأولي أو مدة حياته.

i: معدل الخصم: وهو يمثل معدل عائد الإستثمار المطلوب (تكلفة رأس المال).

VR: القيمة الباقية للإستثمار في آخر سنة من إستعماله.

وفي حالة تساوي التدفقات النقدية الصافية السنوية فيمكن إستخدام معادلة الدفعات المتساوية كما يلي:

$$NPV = \left(R \times \left[\frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \right] + VR(1+i)^{-n} \right) - I$$

وتأخذ قيمة NPV ثلاثة حالات:

- القيمة الحالية الصافية سالبة: المشروع سيقع خساراً بنفس القيمة؛
- القيمة الحالية الصافية معدومة: المشروع لن يحقق لا ربح ولا خساراً؛

- القيمة الحالية الصافية موجبة: المشروع سيحقق ربحاً بنفس القيمة.
- ويتم إختيار المشروع كما يلي:
- في حالة مشروع واحد: يتم إختيار المشروع إذا كانت قيمته الحالية الصافية موجبة؛
- في حالة أكثر من مشروع: يتم إختيار المشروع الذي له أكبر قيمة حالية صافية موجبة.
- ومن مزايا طريقة صافي القيمة الحالية كأساس للمفاضلة:
- تراعي التغير في القيمة الزمنية للنقود وتأخذ بالحسبان التغيرات في الأسعار، وبالتالي توضّح مدى قدرة المشروع الإستثماري على تغطية التكاليف وتحقيق عائد إضافي؛
- تأخذ بالحسبان المكاسب النقدية للمشروع طوال عمره الإفتراضي؛
- تعكس قيمة البدائل الإستثمارية باستخدام سعر الخصم الذي يمثل تكلفة رأس المال أو تكلفة الأموال.
- أما من بين عيوب إستخدام طريقة صافي القيمة الحالية كأساس للمفاضلة فهي:
- لا تعطي ترتيباً سليماً للمشروعات في حالة إختلاف قيمة الإستثمار المبدئي أو إختلاف عمر المشروع؛
- تعتمد في عملية الحساب على سعر الخصم والذي يتم تحديده في ظل عدم التأكد، حيث يتم تقديره عادة؛
- قد يتغير معدل الخصم المستعمل اليوم بعد عدد من السنوات خاصة إذا طالت مدة الإستثمار عن متوسط معين.

المثال رقم 4:

تريد إحدى المؤسسات المفاضلة بين ثلاثة مشاريع إستثمارية معطياتها موضّحة في الجدول التالي:

المشروع		الأول		الثاني		الثالث	
التدفقات النقدية المتوقعة نهاية السنة		الداخلة	الخارجة	الداخلة	الخارجة	الداخلة	الخارجة
الأولى		1900	980	3900	2840	3120	1270
الثانية		1830	790	3850	1800	3030	1180
الثالثة		1710	710	3500	1310	2800	950
الرابعة		1025	700	3120	900	2850	1000
تكلفة الإستثمار الأولية		6800		6800		6800	
القيمة الباقية للإستثمار		1525		-		-	

معدل الخصم 2.5%.

المطلوب: باستخدام طريقة صافي القيمة الحالية، ما هو المشروع الذي تختاره المؤسسة مع العلم أن المشاريع الثلاثة مستقلة وأن الإمكانيات المالية للمؤسسة تسمح لها بإنجاز أكثر من مشروع؟

الحل:

نحسب التدفقات النقدية الصافية للمشاريع الثلاثة كما يلي:

المشروع			الأول			الثاني			الثالث		
التدفقات النقدية			الداخلة	الخارجة	الصافية	الداخلة	الخارجة	الصافية	الداخلة	الخارجة	الصافية
نهاية السنة			1900	980	920	3900	2840	1060	3120	1270	1850
الأولى			1830	790	1040	3850	1800	2050	3030	1180	1850
الثانية			1710	710	1000	3500	1310	2190	2800	950	1850
الثالثة			1025	700	325	3120	900	2220	2850	1000	1850
الرابعة											

نحسب القيمة الحالية الصافية لكل مشروع حسب العلاقة التالية:

$$NPV = \left(\sum_{s=1}^n R_s(1+i)^{-s} + VR(1+i)^{-n} \right) - I$$

المشروع الأول:

$$NPV_1 = [920(1.025)^{-1} + 1040(1.025)^{-2} + 1000(1.025)^{-3} + 325(1.025)^{-4} + 1525(1.025)^{-4}] - 6800$$

وباستخدام الجدول المالي رقم 2 نجد:

$$NPV_1 = [920(0.975609756) + 1040(0.951814396) + 1000(0.928599411) + 325(0.905950645) + 1525(0.905950645)] - 6800$$

$$NPV_1 = -2307.94 \text{ وحدة نقدية}$$

المشروع الثاني:

$$NPV_2 = [1060(1.025)^{-1} + 2050(1.025)^{-2} + 2190(1.025)^{-3} + 2220(1.025)^{-4}] - 6800$$

وباستخدام الجدول المالي رقم 2 نجد:

$$NPV_2 = [1060(0.975609756) + 2050(0.951814396) + 2190(0.928599411) + 2220(0.905950645)] - 6800$$

$$NPV_2 = 230.21 \text{ وحدة نقدية}$$

المشروع الثالث:

بما أن جميع التدفقات النقدية الصافية متساوية إذا:

$$NPV_3 = \left[1850 \times \left[\frac{1 - (1.025)^{-4}}{i} \right] \right] - 6800$$

وباستخدام الجدول المالي رقم 4 نجد:

$$NPV_3 = [1850(3.761974208)] - 6800$$

$$NPV_3 = 159.65 \text{ وحدة نقدية}$$

عند مقارنة القيم الحالية الصافية للمشروعات الثلاثة نلاحظ أن القيمة الحالية الصافية للمشروع الأول سالبة، وبالتالي فالمشروع مرفوض، أما القيمة الحالية الصافية لكل من المشروع الثاني والمشروع الثالث فهي موجبة، وبالتالي فالمشروعين مقبولين، وبما أنهما مستقلين فالمؤسسة تختارهما معاً لأن إمكانياتها المالية تسمح بذلك.

ج- طريقة مؤشر الربحية Profitability Index method

ويُطلق على هذه الطريقة أيضاً بنسبة المكاسب إلى التكاليف، ويتم إستخدامها غالباً عندما تختلف تكلفة الإستثمار الرأسمالي والعمر الإنتاجي الافتراضي للمشاريع* قيد الدراسة، وتشير قيمة المؤشر إلى ما يتم الحصول عليه نظير إستثمار وحدة نقدية واحدة. ويُحسب مؤشر الربحية حسب العلاقة التالية:

$$PI = \frac{\sum_{s=1}^n R_s(1+i)^{-s} + VR(1+i)^{-n}}{I}$$

أو

$$PI = \frac{R_1(1+i)^{-1} + R_2(1+i)^{-2} + \dots + R_n(1+i)^{-n} + VR(1+i)^{-n}}{I}$$

حيث:

PI: مؤشر الربحية.

Rs: صافي التدفق النقدي (الإيرادات الصافية) للسنة s.

I: مبلغ الإستثمار الأولي.

n: عدد سنوات الإستثمار الأولي أو مدة حياته.

i: معدل الخصم: وهو يمثل معدل عائد الإستثمار المطلوب (تكلفة رأس المال).

VR: القيمة الباقية للإستثمار في آخر سنة من إستعماله.

وفي حالة تساوي التدفقات النقدية الصافية السنوية فيمكن إستخدام معادلة الدفعات المتساوية كما يلي:

$$PI = \frac{R \times \left[\frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \right] + VR(1+i)^{-n}}{I}$$

ويتم إتخاذ القرار باستخدام مؤشر الربحية كما يلي:

- في حالة مشروع واحد: نكون أمام إحدى الحالات التالية:

1 > PI: المشروع مربح لأن المبلغ العائد أعلى من قيمة الإستثمار.

1 = PI: لا ربح ولا خسارة لأن المبلغ العائد يساوي قيمة الإستثمار.

1 < PI: المشروع خاسر لأن المبلغ العائد أقل من قيمة الإستثمار.

ويتم إختيار المشروع الذي يكون مؤشر ربحيته أكبر من الواحد الصحيح.

- في حالة أكثر من مشروع: يتم تحديد المشاريع التي لها مؤشر ربحية أكبر من الواحد الصحيح، ومن بين هذه

المشاريع يتم إختيار المشروع الذي له أكبر مؤشر ربحية.

*تبرز مشكلة إختلاف العمر الإنتاجي فقط عندما تكون المشاريع الإستثمارية بديلة ويكون الإختلاف كبير، أما إذا كانت المشاريع مستقلة أو مكملة لبعضها فليس فليس هناك أي إشكال ويمكن إستخدام أية طريقة للتقييم.

المثال رقم 5:

تريد إحدى المؤسسات المفاضلة بين مشروعين إستثمارين تكلفتها الأولى هي 8100 وحدة نقدية و 5800 وحدة نقدية على التوالي، وينتج عن المشروع الثاني قيمة باقية قدرها 310 وحدة نقدية، أما التدفقات النقدية الصافية المتوقعة من المشروعين فهي موضحة في الجدول التالي:

المشروع	الأول	الثاني
نهاية السنة الأولى	1200	1800
الثانية	1350	2400
الثالثة	-200	2340
الرابعة	1320	-
الخامسة	1210	-
السادسة	1100	-

معدل الخصم 4%.

المطلوب: ما هو المشروع الذي تختاره المؤسسة بطريقة مؤشر الربحية إذا علمت أن المشروعين بديلين؟

الحل:

المشروع الأول:

$$PI_1 = \frac{1200(1.04)^{-1} + 1350(1.04)^{-2} + (-200)(1.04)^{-3} + 1320(1.04)^{-4} + 1210(1.04)^{-5} + 1100(1.04)^{-6}}{8100}$$

وباستخدام الجدول المالي رقم 2 نجد:

$$PI_1 = \frac{1200(0.961538462) + 1350(0.924556213) + (-200)(0.888996359) + 1320(0.854804191) + 1210(0.821927107) + 1100(0.790314526)}{8100}$$

$$PI_1 = 0.64$$

المشروع الثاني:

$$PI_2 = \frac{1800(1.4)^{-1} + 2400(1.4)^{-2} + 2340(1.4)^{-3} + 310(1.4)^{-3}}{5800}$$

وباستخدام الجدول المالي رقم 2 نجد:

$$PI_2 = \frac{1800(0.961538462) + 2400(0.924556213) + 2340(0.854804191) + 310(0.854804191)}{5800}$$

$$PI_2 = 1.087$$

عند مقارنة مؤشري الربحية للمشروعين نلاحظ أن مؤشر الربحية للمشروع الأول قيمته أقل من الواحد، وبالتالي فهو مرفوض، أما مؤشر الربحية للمشروع الثاني فهو أكبر من الواحد، وبالتالي فهو المشروع الذي يتم إختياره.

د- طريقة معدل العائد الداخلي Internal rate return method

ويُطلق على هذا المعدل أيضاً بالمعدل الحقيقي للفائدة الإقتصادية، ويُعرّف بأنه معدل العائد أو الخصم الذي إذا خصمت به التدفقات النقدية الصافية فإن مجموعها سيساوي التكلفة الأولية للإستثمار، وبمعنى آخر فإن القيمة الحالية الصافية للمشروع الإستثماري ستساوي الصفر.

ويتم تحديد معدل العائد الداخلي من خلال العلاقة التالية:

$$I = \sum_{s=1}^n R_s (1 + IRR)^{-s}$$

حيث:

Rs: صافي التدفق النقدي (الإيرادات الصافية) للسنة s.

I: مبلغ الإستثمار الأولي.

n: عدد سنوات الإستثمار الأولي أو مدة حياته.

IRR: معدل العائد الداخلي.

وفي حالة تساوي التدفقات النقدية الصافية يتم إستخدام العلاقة التالية:

$$I = R \times \left[\frac{1 - (1 + IRR)^{-n}}{IRR} \right]$$

ويتم في هذه الحالة إستخدام الجدول المالي رقم 4 لإيجاد معدل العائد الداخلي IRR.

ويُمكن إتباع الخطوات التالية لإيجاد معدل العائد الداخلي:

- نقسم مبلغ الإستثمار الأولي على متوسط التدفقات النقدية الصافية ونرمز لحاصل القسمة بـ Z كما يلي:

$$\frac{\text{مبلغ الإستثمار الأولي}}{\text{متوسط التدفقات النقدية الصافية}} = Z$$

- نبحث عن القيمة Z في الجدول المالي رقم 4 عند n المعلومة التي تمثل مدة حياة المشروع، ونكون أمام حالتين:

الحالة الأولى: وجود القيمة Z: المعدل i المقابل للقيمة يُمثل معدل العائد الداخلي؛

الحالة الثانية: عدم وجود القيمة Z: في هذه الحالة نتبع الخطوات التالية:

- نحدد القيمتين اللتين تحصران القيمة Z. نرمز للقيمة الكبيرة بـ X_1 والمعدل المقابل بـ i_1 ، وللقيمة الصغيرة بـ X_2

والمعدل المقابل بـ i_2 ، وهذا يعني أن معدل العائد الداخلي سيكون محصوراً بين i_1 و i_2 .

- يتم إيجاد معدل العائد الداخلي من خلال العلاقة التالية:

$$IRR = i_2 - \frac{(i_2 - i_1) \times (Z - X_2)}{X_1 - X_2}$$

ويتم إستخدام معدل العائد الداخلي في إتخاذ قرار قبول أو رفض المشاريع كما يلي:

- في حالة مشروع وحيد: إذا كان معدل العائد الداخلي أكبر من تكلفة رأس المال فهو مشروع مجدي إقتصادياً

(مقبول)؛

- في حالة أكثر من مشروع: يتم إختيار المشروع الذي له أكبر معدل عائد داخلي من بين المشاريع التي لها معدل عائد داخلي أكبر من تكلفة رأس المال (عائد الإستثمار المطلوب).

وبالرغم من أن أحد مزايا طريقة معدل العائد الداخلي هي أخذها للقيمة الزمنية للنقود بعين الإعتبار، إلا أنه من بين ما يُعاب عليها أنها لا تأخذ بعين الإعتبار الإيرادات التي تتحقق بعد نهاية فترة المشروع.

المثال رقم 6:

تريد إحدى المؤسسات المفاضلة بين مشروعين إستثماريين تكلفتها 6780 وحدة نقدية و 9191 وحدة نقدية على التوالي، أما الإيرادات الصافية السنوية المتوقعة للمشروعين فهي موضحة في الجدول التالي:

المشروع نهاية السنة	الأول	الثاني
الأولى	2000	3760
الثانية	2000	3190
الثالثة	2000	2000
الرابعة	2000	1450

المطلوب: باستخدام طريقة معدل العائد الداخلي، ماهو المشروع الذي تختاره المؤسسة إذا علمت أن معدل العائد على الإستثمار المطلوب (تكلفة رأس المال) هو 6% وأن الإمكانات المالية للمؤسسة لا تسمح لها إلا بتجسيد مشروع واحد فقط؟

الحل:

حساب معدل العائد الداخلي للمشروع الأول:

$$3.39 = \frac{6780}{2000} = \frac{6780}{4/(2000 + 2000 + 2000 + 2000)} = \frac{\text{مبلغ الإستثمار الأولي}}{\text{متوسط التدفقات النقدية الصافية}} = Z$$

من الجدول المالي رقم 4 نبحث عن القيمة 3.39 عند n=4، ونجد هذه القيمة محصورة بين:

$$X_1 = 3.406416065 \Rightarrow i_1 = 6.75\%$$

$$X_2 = 3.387211256 \Rightarrow i_2 = 7\%$$

$$IRR = i_2 - \frac{(i_2 - i_1) \times (Z - X_2)}{X_1 - X_2}$$

$$IRR = 0.07 - \frac{(0.07 - 0.0675) \times (3.39 - 3.387211256)}{3.406416065 - 3.387211256} = 6.96\%$$

حساب معدل العائد الداخلي للمشروع الثاني:

$$3.535 = \frac{9191}{2600} = \frac{9191}{4/(1450 + 2000 + 3190 + 3760)} = \frac{\text{مبلغ الإستثمار الأولي}}{\text{متوسط التدفقات النقدية الصافية}} = Z$$

من الجدول المالي رقم 4 نبحث عن القيمة 3.535 عند n=4، ونجد هذه القيمة محصورة بين:

$$X_1 = 3.545950504 \Rightarrow i_1 = 5\%$$

$$X_2 = 3.525454659 \Rightarrow i_2 = 5.25\%$$

$$IRR = i_2 - \frac{(i_2 - i_1) \times (Z - X_2)}{X_1 - X_2}$$

$$IRR = 0.07 - \frac{(0.0525 - 0.05) \times (3.535 - 3.525454659)}{3.545950504 - 3.525454659} = 5.13\%$$

بما أن معدل الفائدة السائد في السوق هو 6%، فيتم قبول المشروع الأول لأن معدل العائد الداخلي له هو 6.96%، ويتم رفض المشروع الثاني لأن معدل العائد الداخلي له هو 5.13%.

2-2- طرق تقييم المشاريع الإستثمارية في حالة عدم التأكد

يُقصد بظروف عدم التأكد الظروف التي تتميز بعدم توفر المعلومات الضرورية لعملية تقييم المشاريع الإستثمارية. وتتعدد الأساليب التي يُمكن إستخدامها لتقييم المشاريع الإستثمارية والمفاضلة بينها في ظل ظروف عدم التأكد ومنها تحليل نقطة التعادل وتحليل الحساسية.

2-2-1- تحليل نقطة التعادل Break-Even Point Analysis

يُعتبر تحليل نقطة التعادل أحد الأساليب المُستخدمة في تقييم المشاريع الإستثمارية في ظل ظروف عدم التأكد حيث يتم إستخدامها لتحديد أقل مستوى من الإنتاج الذي يُمكن لأي مشروع إستثماري أن يعمل عنده دون تعريض بقائه للخطر.

وتُعرّف نقطة التعادل بأنها النقطة التي يتساوى عندها إجمالي إيرادات المشروع الإستثماري مع إجمالي تكاليفه، بمعنى النقطة التي لا يحقق فيها المشروع عندها أرباحاً أو خسائر.

وتحليل نقطة التعادل يخدم إدارة المنشأة في عدة مجالات من أهمها:

- تخطيط النشاطين الإنتاجي والبيعي؛

- تخطيط الأرباح؛

- تخطيط ورسم السياسات السعرية وسياسات التوسع والإغلاق؛

- تقييم الجدوى الإقتصادية للمشروعات الرأسمالية.

ويقوم تحليل نقطة التعادل على العديد من الإفتراضات أهمها:

- حجم الإنتاج يساوي حجم المبيعات؛

- سعر بيع الوحدة الواحدة من المنتج معلوم، وهو نفسه مهما كان حجم الإنتاج والمبيعات، وهو ما يعني أن قيمة

المبيعات هي دالة خطية لسعر البيع الوحدوي والكمية المنتجة والمباعة؛

- تكون تكاليف الإنتاج دالة خطية لحجم الإنتاج والمبيعات؛

- التكاليف الكلية يُمكن تقسيمها إلى قسمين: التكاليف الثابتة والتكاليف المتغيرة؛

- التكاليف الثابتة معلومة ولا تتغير بتغير حجم الإنتاج والمبيعات، أما التكاليف المتغيرة فهي تتغير بتغير حجم

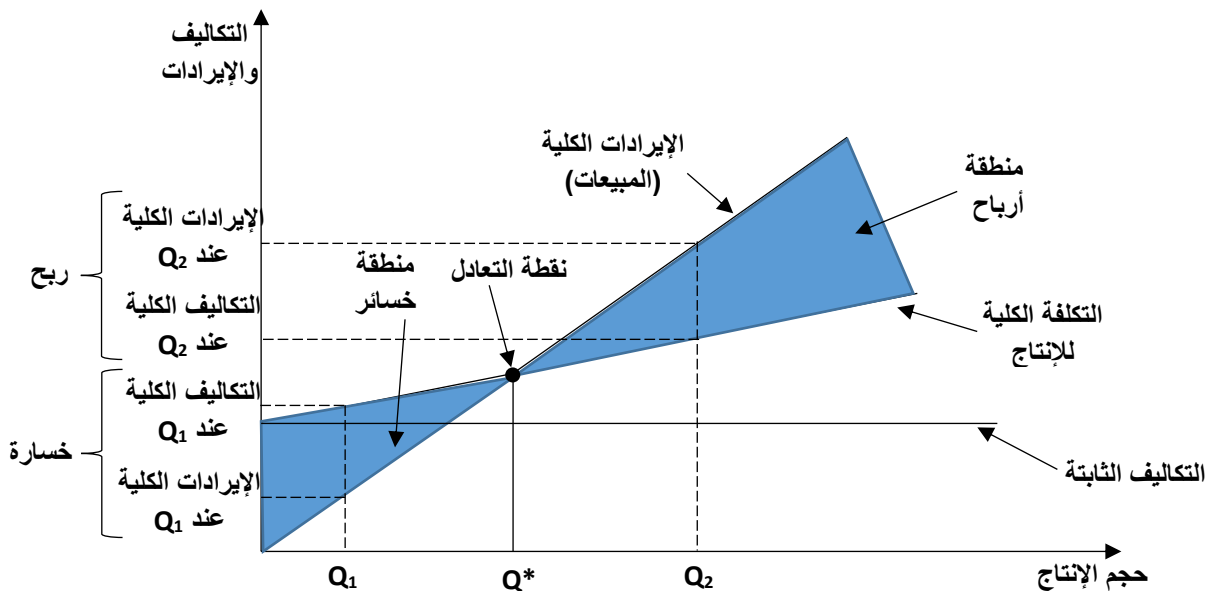
الإنتاج والمبيعات؛

- التكلفة المتغيرة للوحدة الواحدة معلومة وثابتة؛

- التحليل يجب أن يتم على أساس بيانات سنة طبيعية.

وبالنظر لعدم توفر معظم الإفتراضات السابقة في الواقع العملي بالإضافة إلى عيوب أخرى لأسلوب تحليل نقطة التعادل مثل إهمال القيمة الزمنية للنقود، فإن هذا يؤثر بشكل سلبي على نتائج تحليل نقطة التعادل، لهذا يجب النظر إلى هذا الأسلوب كأسلوب تكميلي للأساليب الأخرى المستخدمة في تقييم المشاريع الإستثمارية. ويوضح الشكل رقم 1-3 مفهوم نقطة التعادل حيث تتحقق هذه النقطة عند حجم إنتاج ومبيعات قدره Q^* ، وهو الحجم الذي تتساوى عنده قيمة الإيرادات الكلية (قيمة المبيعات) مع قيمة التكاليف الكلية (الثابتة والمتغيرة). وتشير المساحة قبل نقطة التعادل، أي إلى يسار النقطة، إلى خسارة، بمعنى أن المشروع قبل نقطة التعادل يحقق خسارة لأن قيمة الإيرادات الكلية أقل من قيمة التكاليف الكلية (مثلاً عند الكمية المنتجة والمباعة Q_1)، أما المساحة بعد نقطة التعادل، أي إلى يمين النقطة، فتشير إلى ربح، بمعنى أن المشروع بعد نقطة التعادل يحقق ربحاً لأن قيمة الإيرادات الكلية أكبر من قيمة التكاليف الكلية (مثلاً عند الكمية المنتجة والمباعة Q_2).

الشكل رقم 1-3: نقطة التعادل



لنفترض أن:

Q : الكمية المنتجة والمباعة من البضاعة.

P : سعر الوحدة الواحدة من البضاعة.

TR : الإيرادات الكلية (قيمة المبيعات).

FC : التكاليف الثابتة.

VC : التكاليف المتغيرة.

TC : تكاليف الإنتاج الكلية.

AVC : متوسط التكلفة المتغيرة (للوحدة الواحدة).

تتحقق نقطة التعادل عندما:

$$\text{قيمة المبيعات (الإيرادات الكلية)} = \text{تكاليف الإنتاج الكلية}$$

أي:

$$TR = TC$$

قيمة المبيعات = حجم المبيعات \times سعر الوحدة، أي: $TR = Q \times P$

تكاليف الإنتاج الكلية = التكاليف الثابتة + التكاليف المتغيرة، أي: $TC = FC + VC$

التكاليف المتغيرة = متوسط التكلفة المتغيرة \times حجم المبيعات، أي: $VC = AVC \times Q$

ومنه:

$$TR = TC \Rightarrow Q \times P = (AVC \times Q) + FC \Rightarrow Q = \frac{FC}{P - AVC}$$

ووفقاً للمعادلة المتوصل إليها، فإن نقطة التعادل تتحدد بالعلاقة بين التكاليف الثابتة والفرق بين سعر البيع الوحدوي والتكلفة المتغيرة الوحدوية.

والمعادلة السابقة تعطينا ما يُسمى بحجم مبيعات التعادل، ويُمكن الحصول على ما يُسمى بقيمة مبيعات التعادل من خلال العلاقة التالية:

$$\left[\frac{\text{التكاليف الثابتة}}{\text{سعر البيع الوحدوي} - \text{متوسط التكلفة المتغيرة}} \right] \times \text{سعر البيع الوحدوي} = \text{قيمة مبيعات التعادل}$$

ومن خلال تحليل نقطة التعادل يُمكن الوصول إلى مجموعة من الإستنتاجات العملية أهمها:

- أن نقطة التعادل المرتفعة تكون غير ملائمة للمشروع لأنها تجعله أكثر عرضة للتقلبات في حجم الإنتاج والمبيعات؛
- كلما إرتفعت التكاليف الثابتة إرتفعت قيمة حجم التعادل (نقطة التعادل) وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها؛
- كلما إرتفع الفرق بين سعر بيع الوحدة ومتوسط التكلفة المتغيرة للوحدة إنخفضت قيمة نقطة التعادل، وفي هذه الحالة يتم تغطية قيمة التكاليف الثابتة بشكل أسرع من خلال هذا الفرق بين سعر الوحدة ومتوسط التكلفة المتغيرة.

ويُمكن إستخدام تحليل نقطة التعادل في المفاضلة بين المشاريع الإستثمارية من خلال قبول المشاريع التي تحقق التعادل عند حجم من المبيعات أقل من الحجم المتوقع المحدد في دراسة الجدوى التسويقية، ثم يتم المفاضلة بين المشاريع المقبولة على أساس العديد من العناصر مثل سهولة الحصول على الموارد، الأرباح،... الخ.

المثال رقم 7:

يريد أحد المستثمرين المفاضلة بين ثلاثة مشاريع إستثمارية بياناتها موضحة في الجدول التالي:

المشروع	الأول	الثاني	الثالث
البيان			
عدد الوحدات المتوقع بيعها	4450	6210	6400
سعر البيع الوحدوي	11	8	10
التكلفة المتغيرة الوحدوية	7	5	8
التكلفة الثابتة	18400	18000	12600

المطلوب: باستخدام أسلوب تحليل نقطة التعادل، ما هو المشروع الإستثماري الذي يختاره المستثمر إذا كان عليه أن يختار مشروع واحد فقط؟

الحل:

نحسب نقطة التعادل للمشاريع الإستثمارية الثلاثة:

المشروع الأول:

$$Q = \frac{FC}{P - AVC} = \frac{18400}{11 - 7} = \frac{18400}{4} = 4600 \text{ وحدة}$$

المشروع الثاني:

$$Q = \frac{FC}{P - AVC} = \frac{18000}{8 - 5} = \frac{18000}{3} = 6000 \text{ وحدة}$$

المشروع الثالث:

$$Q = \frac{FC}{P - AVC} = \frac{12600}{10 - 8} = \frac{12600}{2} = 6300 \text{ وحدة}$$

بالنسبة للمشروع الإستثماري الأول يُلاحظ أن عدد الوحدات من المنتج التي تحقق التعادل هو 4600 وحدة، وهو أكبر من عدد الوحدات المتوقع بيعها وهو 4450 وحدة، وهذا يعني أن المستثمر سوف لن يستطيع تغطية تكاليفه بهذا المستوى من المبيعات وبالتالي فالمشروع مرفوض نهائياً. أما بالنسبة للمشروعين الثاني والثالث فإن عدد الوحدات من المنتج التي تحقق التعادل أكبر من عدد الوحدات من المنتج المتوقع بيعها لكليهما وبالتالي فالمشروعين مقبولين. ويتم المفاضلة بينهما على أساس الربح حيث يتم إختيار المشروع الذي يُمكن أن يحقق أكبر ربح كما يلي:

المشروع الثاني:

$$\pi = (6210 \times 8) - [(6120 \times 5) + 18000] = 630 \text{ وحدة نقدية}$$

المشروع الثالث:

$$\pi = (6400 \times 10) - [(6120 \times 8) + 12600] = 200 \text{ وحدة نقدية}$$

وعلى أساس النتيجة فإن المؤسسة تختار المشروع الثاني لأنه يحقق ربحاً أكبر من المشروع الثالث.

2-2-2- تحليل الحساسية Sensitivity Analysis

يُستخدم تحليل الحساسية في دراسة أثر التغيرات المحتملة التي يُمكن أن تحدث في العناصر المستخدمة في تقييم المشاريع الإستثمارية. وهناك عدد من المتغيرات المؤثرة في المشاريع الإستثمارية والتي يُمكن إستخدامها في تحليل الحساسية:

- بنود التدفقات النقدية الخارجة (التكاليف المختلفة) مثل تغير أسعار شراء المواد الخام، التغيرات في أجور العمال، التغيرات في معدل الضريبة... الخ.
 - بنود التدفقات النقدية الداخلة ومن أهمها التغيرات في أسعار بيع المنتجات، التغير في حجم الإنتاج وحجم المبيعات... الخ.
 - تغيرات مؤثرة في كل من التدفقات النقدية الداخلة (الإيرادات) والتدفقات النقدية الخارجية (التكاليف) مثل التغيرات السياسية، البيئية، التغيرات في السياسة الإقتصادية، التغيرات العالمية... الخ.
- ويتم إستخدام ما يُسمى بمعامل أو دليل الحساسية من طرف متخذ القرار الإستثماري لمعرفة درجة تأثير العنصر المتغير على معيار التقييم المستخدم (مثلاً المعايير التي تم تناولها سابقاً). وتُكتب صيغة معامل الحساسية كما يلي:

$$\text{معامل الحساسية} = \frac{\text{مقدار التغير في قيمة معيار التقييم}}{\text{مقدار التغير في قيمة العامل المؤثر}} \div \frac{\text{قيمة معيار التقييم قبل التغير}}{\text{قيمة العامل المؤثر قبل التغير}}$$

أي أنه يتم أخذ قيمة معيار التقييم قبل التغير بالقيمة المطلقة.

وكما إرتفعت قيمة معامل الحساسية، كلما دل ذلك على أن معيار التقييم المستخدم حساس للتغير في العنصر وبالتالي إرتفاع درجة المخاطرة في المشروع.

وفائدة معامل الحساسية هو أنه بعد إيجاد قيمة المعامل يُمكن حساب قيمة معيار التقييم الجديدة بدون إعادة إجراء العمليات الحسابية من البداية.

المثال رقم 8:

لنفترض من المثال رقم 4 أعلاه أنه من المتوقع أن تنخفض قيمة التدفق النقدي الداخل للسنة الثالثة للمشروع الأول إلى 1650 وحدة نقدية، وتنخفض قيمة التدفق النقدي الخارج للسنة الأولى للمشروع الثاني إلى 2570 وحدة نقدية.

المطلوب:

- أدرس تأثير هذه التغيرات على قرار إختيار المشروع الإستثماري؟
- ماهو تأثير الإنخفاض المحتمل في قيمة التدفق النقدي الخارج للسنة الأولى للمشروع الثاني بـ 12% على قرار المؤسسة؟

الحل:**المطلوب الأول:****المشروع الأول:**

نعيد حساب قيمة التدفق النقدي الصافي للسنة الثالثة، ثم نعيد حساب صافي القيمة الحالية كما يلي:

قيمة التدفق النقدي الصافي الجديدة للسنة الثالثة = $1650 - 710 = 940$ وحدة نقدية.

القيمة الجديدة لصافي القيمة الحالية هي:

$$NPV_1 = [920(1.025)^{-1} + 1040(1.025)^{-2} + 940(1.025)^{-3} + 325(1.025)^{-4} + 1525(1.025)^{-4}] - 6800$$

وباستخدام الجدول المالي رقم 2 نجد:

$$NPV_1 = [920(0.975609756) + 1040(0.951814396) + 940(0.928599411) + 325(0.905950645) + 1525(0.905950645)] - 6800$$

$$NPV_1 = -2363.66 \text{ وحدة نقدية}$$

$$\%0.69 = \frac{1710 - 1650}{1710} \div \frac{(2307.94) - (-2363.66)}{|-2307.94|} = \text{معامل الحساسية}$$

وتشير قيمة مؤشر الحساسية إلى أن إنخفاض قيمة التدفق النقدي الداخل للسنة الثالثة بـ 1% سيؤدي إلى إنخفاض

صافي القيمة الحالية بحوالي 0.69%، والعكس حيث أن إرتفاع قيمة التدفق النقدي الداخل للسنة الثالثة بـ 1%

سيؤدي إلى إرتفاع صافي القية الحالية بحوالي 0.69%.

المشروع الثاني:

نعيد حساب قيمة التدفق النقدي الصافي للسنة الأولى، ثم نعيد حساب صافي القيمة الحالية كما يلي:

قيمة التدفق النقدي الصافي الجديدة للسنة الأولى = $3900 - 2570 = 1330$ وحدة نقدية.

القيمة الجديدة لصافي القيمة الحالية هي:

$$NPV_1 = [1330(1.025)^{-1} + 2050(1.025)^{-2} + 3190(1.025)^{-3} + 2220(1.025)^{-4}] - 6800$$

وباستخدام الجدول المالي رقم 2 نجد:

$$NPV_2 = [1330(0.975609756) + 2050(0.951814396) + 3190(0.928599411) + 2220(0.905950645)] - 6800$$

$$NPV_2 = 493.62 \text{ وحدة نقدية}$$

$$\%12.04 = \frac{2840 - 2570}{2840} \div \frac{230.21 - 493.62}{|230.21|} = \text{معامل الحساسية}$$

وتشير قيمة مؤشر الحساسية إلى أن إنخفاض قيمة التدفق النقدي الخارج للسنة الأولى بـ 1% سيؤدي إلى إرتفاع

صافي القية الحالية بـ 12.04%، والعكس حيث أن إرتفاع قيمة التدفق النقدي الخارج للسنة الأولى بـ 1% سيؤدي

إلى إنخفاض صافي القية الحالية بـ 12.04%.

ويلاحظ بعد إعادة حساب صافي القيم الحالية للمشروعين الأول والثاني أن المشروع الأول بقيت قيمته الحالية

الصافية سالبة، وبالتالي يبقى قرار الرفض سارياً، وأيضاً بقيت القيمة الحالية الصافية للمشروع الثاني موجبة،

وبالتالي يبقى قرار القبول سارياً.

المطلوب الثاني:

بما أن قيمة التدفق النقدي الخارج للسنة الأولى للمشروع الثاني ستتناقص بـ 12% ومعامل حساسية صافي القيمة الحالية للتغير في التدفق النقدي الخارج للسنة الأولى للمشروع هو -12.04%، فهذا يعني أن صافي القيمة الحالية للمشروع سترتفع إلى:

$$NPV_2 = (230.21) + (230.21) \times \left[(-12) \times \left(-\frac{12.04}{100} \right) \right] = 562.82 \text{ وحدة نقدية}$$

وهذا يعني أن المشروع الثاني سيبقى مقبول.

تمارين مقترحة:**التمرين رقم 1:**

تريد إحدى المؤسسات الإستثمار في مشروع إستثماري وأمامها ثلاثة مشاريع مقترحة تكلفة كل مشروع هي 6700 وحدة نقدية، 8000 وحدة نقدية و 9500 وحدة نقدية على التوالي، والتدفقات النقدية الصافية السنوية المتوقعة بالوحدات النقدية موضحة في الجدول التالي:

المشروع	الأول	الثاني	الثالث
الأولى	1900	2510	3020
الثانية	1750	2290	2740
الثالثة	1630	2000	2410
الرابعة	1420	1840	2100
الخامسة	1260	-	1890

المشاريع الإستثمارية الثلاثة مستقلة، والمؤسسة مستعدة لإستثمار 10000 وحدة نقدية فقط.

المطلوب:

- 1- باستخدام طريقة فترة الإسترداد البسيطة، ما هو المشروع الإستثماري الذي تختاره المؤسسة إذ علمت أن فترة الإسترداد البسيطة المُستهدفة هي أربعة سنوات،
- 2- باستخدام طريقة فترة الإسترداد المخصصة، ما هو المشروع الإستثماري الذي تختاره المؤسسة إذا علمت أن فترة الإسترداد المخصصة المُستهدفة هي أربعة سنوات وأن سعر الخصم هو 5.5%؟

التمرين رقم 2:

أمام إحدى المؤسسات ثلاثة مشاريع مقترحة تكلفة كل واحد منهم هي 4500 وحدة نقدية، 5625 وحدة نقدية و 6375 وحدة نقدية على التوالي، مع العلم أن القيمة التخريدية للمشروع الثالث هي 531 وحدة نقدية، أما فيما يخص قيمة المبيعات والتكاليف المتوقعة للمشاريع الثلاثة فهي موضحة في الجدول التالي:

المشروع	نهاية السنة	الأولى	الثانية	الثالثة
الأول	المبيعات	4010	4320	3900
	التكاليف	2315	2150	2050
الثاني	المبيعات	4700	4530	4160
	التكاليف	2310	2020	1940
الثالث	المبيعات	5100	4900	4650
	التكاليف	2700	2540	2210

المؤسسة تطبق طريقة الإهلاك الثابت، ومعدل الضريبة على الأرباح هو 30%.

المطلوب: باستخدام طريقة معدل العائد المحاسبي، ما هي المشاريع التي يُمكن أن تختارها المؤسسة إذا علمت أن معدل العائد المحاسبي الذي حدده هو 10% وأن المشاريع الإستثمارية متمانعة؟

التمرين رقم 3:

تريد إحدى المؤسسات المفاضلة بين ثلاثة مشاريع إستثمارية معطياتها موضحة في الجدول التالي:

الثالث		الثاني		الأول		المشروع
الخارجة	الداخلة	الخارجة	الداخلة	الخارجة	الداخلة	التدفقات النقدية المتوقعة نهاية السنة
1210	3950	3000	4100	1400	3600	الأولى
1040	3710	2820	4020	1320	3420	الثانية
910	3430	2700	3950	1100	3000	الثالثة
-	-	2310	3400	1010	2800	الرابعة
7000		7000		7000		تكلفة الإستثمار الأولية
-		1300		2100		القيمة الباقية للإستثمار

معدل الخصم 4%.

المطلوب: إذا علمت أن إمكانيات المؤسسة لا تسمح لها إلا بتجسيد مشروع واحد فقط:

- 1- ما هو المشروع الذي تختاره المؤسسة بطريقة صافي القيمة الحالية؟
- 2- ما هو تأثير الإرتفاع المتوقع للتدفق النقدي الخارج للسنة الأولى للمشروع الأول ب 700 وحدة نقدية، والإخفاض المتوقع للتدفق النقدي الخارج للسنة الرابعة للمشروع الثاني إلى 1200 وحدة نقدية، والإرتفاع المتوقع للتدفق النقدي الداخل للسنة الأولى للمشروع الثالث إلى 5080 وحدة نقدية على عملية المفاضلة بين المشاريع الإستثمارية؟

التمرين رقم 4:

تريد إحدى المؤسسات المفاضلة بين ثلاثة مشاريع إستثمارية معطياتها موضحة في الجدول التالي:

الثالث		الثاني		الأول		المشروع
الخارجة	الداخلة	الخارجة	الداخلة	الخارجة	الداخلة	التدفقات النقدية المتوقعة نهاية السنة
3120	3900	2100	3050	810	2150	الأولى
3010	4200	1700	2810	720	2060	الثانية
2800	3700	1750	2890	690	2030	الثالثة
2740	2990	1510	2710	-	-	الرابعة
2350	2710	1390	2690	-	-	الخامسة
-	-	1300	2530	-	-	السادسة
-	-	1220	2200	-	-	السابعة
5200		5600		4500		تكلفة الإستثمار الأولية
120		20		980		القيمة الباقية للإستثمار

معدل الخصم 2.5%.

المطلوب: إذا علمت أن المشاريع بديلة لبعضها:

- 1- ما هو المشروع الذي تختاره المؤسسة بطريقة مؤشر الربحية؟
- 2- ما هو تأثير الإنخفاض المتوقع في تكلفة الإستثمار الأولية للمشروع الإستثماري الأول بنسبة 15% والإرتفاع المتوقع في تكلفة الإستثمار الأولية للمشروع الإستثماري الثاني بنسبة 10% على عملية التقييم؟
- التمرين رقم 5:**

تملك إحدى المؤسسات قطعتين أرضيتين في مكانين متباعدين تريد أن تتجز على كل واحدة منهما مشروعاً إستثمارياً، ولقد أقرح على إدارة المؤسسة ثلاثة مشاريع تكلفة كل واحد منهم هي 8149 وحدة نقدية، و10766 وحدة نقدية و11693 وحدة نقدية على التوالي، وعمر كل مشروع هو ثلاثة سنوات. وبعد دراسات معمقة تبين أن المشروعين الأول والثاني يُمكن تجسيدهما على القطعة الأرضية الأولى فقط، مع العلم أن هذه القطعة الأرضية مساحتها تكفي لتجسيد مشروع واحد فقط، أما المشروع الثالث فيُمكن إنجازه على القطعة الأرضية الثانية.

الإيرادات الصافية السنوية للمشروعات الإستثمارية الثلاثة موضحة في الجدول التالي:

المشروع	الأول	الثاني	الثالث
نهاية السنة الأولى	3420	4000	5140
الثانية	2880	4000	4450
الثالثة	2400	4000	3610

المطلوب: إذا علمت أن المؤسسة مستعدة لإنفاق 25000 وحدة نقدية على المشاريع الإستثمارية:

- 1- باستخدام طريقة معدل العائد الداخلي، ما هو القرار الذي تتخذه المؤسسة إذا علمت أن معدل العائد على الإستثمار المطلوب (تكلفة رأس المال) هو 3%؟
- 2- ما هو تأثير الإنخفاض المتوقع في قيمة الإيراد الصافي للسنة الثالثة للمشروع الإستثماري الثالث بنسبة 15% ثم 25% على قرار المؤسسة؟

التمرين رقم 6:

تريد إحدى المؤسسات المفاضلة بين أربعة مشاريع إستثمارية بياناتها موضحة في الجدول التالي:

المشروع	الأول	الثاني	الثالث	الرابع
البيان				
عدد الوحدات المتوقع بيعها	2050	2400	2600	7000
سعر البيع الوحدوي	14	11	9	10
التكلفة المتغيرة الوحدوية	9	7	6	9
التكلفة الثابتة	10200	9500	8100	6800

المطلوب: باستخدام أسلوب تحليل نقطة التعادل، ما هو المشروع الإستثماري الذي تختاره المؤسسة مع العلم أنها مستعدة لإنجاز مشروعين؟

مراجع الفصل:

- 1- د. إيهاب مقابلة وآخرون: منهاج محاسب عربي قانوني معتمد "ACPA"، الورقة الأولى - الإقتصاد والتمويل، المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، عمان، الأردن، 2013.
(http://www.ascasociety.org/UploadFiles/ACPA_NM/Eco.%20and%20Finance.pdf). (تاريخ التحميل: 2021/04/19).
- 2- عبد الحليم كراجه وآخرون: الإدارة والتحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات)، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
- 3- د. مليكة زغيب ود. ميلود بوشنقى: التسيير المالي (حسب البرنامج الرسمي الجديد)، ديوان المطبوعات الجامعية، 2010.
- 4- د. أسعد حميد العلي: الإدارة المالية: الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- 5- د. موسى أحمد خير الدين: إدارة المشاريع المعاصرة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- 6- د. فايز سليم حداد: الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 7- شقيري نوري موسى وآخرون: إدارة الإستثمار، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2012.
- 8- ناصر دادي عدون: الرياضيات المالية، الجزء الأول، دار المحمدية العامة، الجزائر، بدون سنة نشر.
- 9- د. عاطف وليم أندراوس: دراسات الجدوى الإقتصادية للمشروعات: الأطر والخطوات - الأسس والقواعد - المعايير، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 10- د. جهاد فراس الطيلوني: دراسة الجدوى الإقتصادية للمشاريع، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- 11- د. قاسم نايف علوان: إدارة الإستثمار (بين النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، الإصدار الأول، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 46.
- 12- نعيم نمر داوود: دراسة الجدوى الإقتصادية، الطبعة الأولى، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2011.
- 13- د. شقيري نوري موسى وأسامة عزمي سلام: دراسة الجدوى الإقتصادية وتقييم المشروعات الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2009.
- 14- رائد محمد عبد ربه: دراسة الجدوى الاقتصادية للمشاريع، الطبعة الأولى، دار الجنادرية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
- 15- د. محمود حسين الوادي وآخرون: دراسات الجدوى الإقتصادية والمالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.

- 16- د. مدحت القرشي: دراسات الجدوى الإقتصادية وتقييم المشروعات الصناعية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 17- أ. د. محمد مطر: الإتجاهات الحديثة في التحليل المالي والإئتماني: الأساليب والأدوات والإستخدامات العملية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 18- د. منير شاكر محمد وآخرون: التحليل المالي: مدخل صناعة القرار، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 19- د. عدنان تايه النعيمي ود. أرشد فؤاد التميمي: الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، 2009.
- 20- د. عدنان تايه النعيمي وآخرون: الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، الطبعة الرابعة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2011.
- 21- د. عبد الستار مصطفى الصياح وسعود جايد مشكور العامري: الإدارة المالية: أطر نظرية وحالات عملية، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 22- د. عبد المعطي ارشيد ود. حسني علي خريوش: أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.

23- Jean-Pierre Angelier: Economie industrielle: Eléments de méthode, office des publications universitaires, Alger, 1993, (La version originale de cet ouvrage a paru en 1991, France).

24- Microsoft Exel 2013.

الفصل الرابع:

التحليل المالي

تمهيد

إن إيجابية نتائج دراسة الجدوى وبداية المشروع الإستثماري في ممارسة نشاطه الذي قام لأجله لا يعني على الإطلاق أنه لن يواجه أية أخطار بل على العكس فقد يواجه العديد من الأخطار غير المتوقعة (ركود غير متوقع في الطلب على منتجات المشروع، إفلاس المدينين، ... الخ)، وهو ما يستوجب من إدارة المشروع متابعة وضعيته لمعرفة مختلف مكامن القوة والضعف التي يُمكن أن تكون لها آثار حالية ومستقبلية كبيرة على أدائه، وفي هذا الصدد يُعتبر أسلوب التحليل المالي أسلوباً جدياً هاماً تستخدمه إدارة المشروعات في دراسة وضعيات المشاريع التي تديرها.

وهناك العديد من مداخل التحليل المالي منها التحليل المالي التقليدي، أي التحليل المالي حسب منظور السيولة/إستحقاق، حيث يرى هذا التحليل أن المؤسسة هي عبارة عن كيان قانوني يملك ذمة مالية قبل أن يكون وحدة إنتاجية، ويهتم هذا التحليل قبل كل شيء بخطر العسر المالي والتوقف عن الدفع.

وبالرغم من العديد من أوجه القصور التي يعاني منها التحليل المالي التقليدي مثل عدم إعطائه تصوراً واضحاً حول المستوى الأمثل لرأس المال العامل والتي دفعت لظهور التحليل المالي الوظيفي لمعالجتها، إلا أن أدواته لا تزال إلى يومنا هذا واسعة الإنتشار مثلاً في البنوك حيث تستخدم هذه الأخيرة المؤشرات والنسب للحكم على ما إذا كان المقترض ميسوراً مالياً أم لا.

1- مفاهيم حول التحليل المالي**1-1- تعريف وأهداف التحليل المالي والجهات المستفيدة منه**

يُعرّف التحليل المالي بأنه عملية تشخيص للوضع المالية للمنشأة من مختلف جوانبها بتاريخ معين والذي هو عادة تاريخ إقفال القوائم المالية من أجل تحديد نقاط الضعف فيها ثم البحث عن أسبابها ومعالجتها، وأيضاً تحديد نقاط القوة للحفاظ عليها وتدعيمها مستقبلاً.

ويهدف التحليل المالي إلى تحقيق الغايات التالية:

- التعرف على الوضع المالي الحقيقي للمؤسسة؛
 - معرفة قدرة المؤسسة على خدمة ديونها وقدرتها على الإقتراض؛
 - تقييم السياسات المالية والتشغيلية المتبعة؛
 - الحكم على كفاءة الإدارة؛
 - تقييم جدوى الإستثمار في المؤسسة؛
 - الإستفادة من المعلومات المتاحة لاتخاذ القرارات الخاصة بالرقابة والتقويم.
- وهناك العديد من الفئات التي تستخدم المعلومات الناتجة عن التحليل المالي وهي:
- المستثمرون الحاليون والمحتملون؛
 - المقرضون؛
 - العملاء والموردون؛
 - الجهات والمؤسسات الحكومية؛

- آخرون.

1-2- شروط التحليل المالي

ينبغي أن تتوفر في التحليل المالي شروط معينة لضمان دقة ومصداقية التحليل في التعبير الحقيقي عن الوضع المالي للمنشأة:

- مدى مرونة التحليل المالي في قياس التغييرات الحاصلة في الفترة المالية (حساسية التحليل)؛
- مدى شمولية التحليل المالي لأنشطة المنشأة، حيث يُظهر المؤشرات المختلفة عن نشاطات المنشأة، وقد يتم توجيه التحليل جزئياً لخدمة نشاط معين أو إتخاذ قرار معين في نشاط محدد؛
- مدى كون التحليل المالي إقتصادياً في الكلفة والجهد والوقت لقياس المتغيرات ضمن فترة مالية محددة؛
- يجب أن يرتكز التحليل المالي على أساس التنبؤ في المستقبل وليس على أساس دراسة الظروف التاريخية للشركة، ويكون التنبؤ إما قصير الأجل أو طويل الأجل مثل إعداد خطة تمويل للسنوات القادمة ودراستها أو التوقعات للتدفقات النقدية خلال الفترات القادمة وهكذا بالنسبة للأرباح المتوقعة أيضاً؛
- يجب أن يمتاز التحليل المالي بالسرعة من ناحية الإنجاز لكي لا يجعل من البيانات أو المعلومات متقدمة من ناحية الوقت؛
- يجب أن تكون الأداة المستخدمة في التحليل فعالة وموضوعية وحديثة لكي يتم التوصل إلى نتائج واقعية ودقيقة.

1-3- تقسيمات التحليل المالي

يُقسم التحليل المالي حسب ديناميكية أو سكون التحليل إلى التحليل الأفقي (الديناميكي) والتحليل العمودي (الساكن) كما يلي:

- **التحليل العمودي (الرأسي) Vertical Analysis:** ويعني مقارنة مقدار معين في سنة معينة بمقدار آخر داخل نفس السنة، وبصورة أكثر وضوحاً إذا ما أُريد معرفة ربحية المنشأة لإحدى السنوات ولتكن 2020، فإنه يتم أخذ الربحية لهذه السنة وتنسب إلى مبيعات نفس السنة وبالتالي يمكن الحصول على معدل الربحية التجارية لهذه السنة دون السنوات الأخرى.
- والتحليل العمودي يتميز بأنه ضعيف الدلالة لأنه يُعتبر تحليلاً ساكناً، ولا يصبح هذا التحليل مفيداً إلا عند مقارنته مع مقادير أخرى ذات نفس الدلالة.

- **التحليل الأفقي Horizontal Analysis:** يقصد بالتحليل الأفقي دراسة أي عنصر من عناصر القوائم المالية على مدى عدة فترات زمنية (لهذا يُدعى بالتحليل المتحرك)، بمعنى آخر، إذا ما أُريد دراسة ربحية الشركة على مدى خمسة سنوات ماضية، فإنه يتم أخذ قوائم الدخل لهذه السنوات وملاحظة ربحية الشركة ومقارنتها سنة بعد أخرى لإستخراج المؤشرات التي توضح مدى تطور الربحية أو تدهورها خلال السنوات الماضية، وهذا يعني أن التحليل الأفقي يعتمد على الفترة التاريخية التي مضت على المنشأة ومقارنة السنة التي يراد فيها إستخراج المؤشرات بالسنوات الماضية، وهو بهذا يُعتبر أفضل من التحليل العمودي.

وتقتضي المقارنة بين فترة وأخرى إختيار سنة الأساس (Base year) حيث تكتسي هذه العملية أهمية كبيرة على صحة ودقة دراسة إتجاهات التطور. وعند إختيار سنة الأساس لا بد من مراعاة الإعتبارات التالية:

- الإبتعاد عن التحيز الشخصي: أي أن لا تخضع عملية إختيار سنة الأساس للإختيار الشخصي؛
 - إختيار سنة أساس تتصف بأنها طبيعية أي لم يمر عليها ظروف إستثنائية سواء إيجابية أو سلبية؛
 - أن لا تكون سنة الأساس متقدمة أو بعيدة، خاصة وأن عالمنا يتميز بسرعة التغير والتطور في الظروف الإقتصادية أو طرق الإنتاج أو الأذواق.
- وفي حال وجود مثل هذه المشكلة الأخيرة، فإنه يُمكن تجاوزها بجعل سنة الأساس مكونة من متوسط بيانات عدة سنوات.
- ويشوب التحليل المالي الأفقي للقوائم المالية عيوب أساسية من أهمها:
- إن إظهار التغير على شكل نسبة مئوية وإتجاه هذه النسب على مدى عدة فترات زمنية لا يظهر الأهمية النسبية لمختلف العناصر، مما يترتب عليه إهتمام المحلل المالي بدراسة عناصر قد لا تكون هامة ولكن لمجرد كبر التغير الخاص بها وإهمال دراسة عناصر قد تكون على قدر كبير من الأهمية ولكن حجم تغيرها صغير؛
 - قد لا يتغير مجموع إحدى المجموعات في الميزانية (أو قائمة مالية أخرى) بين سنتي المقارنة وتظهر نسبة التغير صفر بالمائة وهذا يؤدي إلى إهمال المحلل لدراسة تغير هذه المجموعة على الرغم من أن مكونات المجموعة قد تتغير تغيراً جوهرياً بشكل يؤثر على الهيكل المالي للمشروع وعلى النتائج التي يخرج بها المحلل كأن تزداد عناصر النقدية على حساب بقية العناصر ضمن مجموعة الأصول المتداولة؛
- كما يُقسم التحليل المالي حسب الطرف الذي يقوم بعملية التحليل إلى التحليل المالي الداخلي والتحليل المالي الخارجي كما يلي:
- **التحليل المالي الداخلي:** ويقوم بهذا النوع من التحليل طرف من داخل المشروع قد يكون موظف، قسم أو إدارة المشروع، أو قد يكون طرف من خارج المشروع لكن بناء على تكليف من إدارة المشروع. ويهدف التحليل المالي الداخلي في الغالب إلى الحصول على معلومات تساعد في إتخاذ القرارات المتعلقة بـ:
 - تقييم أداء الوحدات الإقتصادية التابعة للشركة موضع التحليل؛
 - متابعة تنفيذ الخطط؛
 - تحديد التوقعات المستقبلية بالنسبة للوحدة؛
 - تحديد المركز الإئتماني للوحدة على سبيل المثال لغرض حصول الوحدة على قروض من مؤسسات أخرى أو لمعرفة قدرة الشركة على الوفاء بالإلتزامات القائمة عليها في مواعيدها.
 - وهناك العديد من المزايا التي يتمتع بها المحلل المالي الداخلي سواء كمكلف من طرف إدارة الشركة أو كموظف فيها قد لا تتوافر للمحلل الخارجي منها:
 - معرفته المسبقة بالسياسات والطرق المحاسبية والإدارية التي تتبعها الشركة مثل النظام المحاسبي المتبع، طرق الإستهلاك والتقييم، سياسة البيع والإئتمان وغيرها؛
 - حرية وسهولة حصوله على البيانات والمعلومات الضرورية للتحليل؛
 - القبول الذي يتمتع به من مختلف إدارات وأقسام الشركة على أساس أنه عامل فيها، وهو ما يسهل عليه أدائه مهمته؛

- قد تتوفر له معلومات مهمة ليست منشورة في القوائم المالية لكنها مهمة في عملية التحليل مثل معلومات عن الإدارة وعلاقة الشركة بالبيئة المحيطة بها وغيرها من المعلومات غير النقدية، وهو ما قد يصعب الحصول عليه من طرف المحلل المالي الخارجي؛

ومثل هذه المزايا لا بد أن تنعكس على دقة نتائج عملية التحليل المالي الداخلي مقارنة بالتحليل المالي الخارجي.

- **التحليل المالي الخارجي:** ويقوم بهذا النوع من التحليل أطراف من خارج المشروع يمكن أن يكونوا عبارة عن أفراد أو مؤسسات، وتتعدد هذه الأطراف بتعدد الأطراف التي لها علاقة مصلحة حالية أو مستقبلية مع المشروع، وترتبط أغراض هذا التحليل في الغالب بنوعية وأغراض الأطراف القائمة به سواء كانوا مستثمرين، مقرضين، حملة أسهم أو غيرهم. وتتم عملية التحليل حسب ما يتحصل عليه المحلل من بيانات ومعلومات عن الشركة موضوع التحليل.

1-4- معايير التحليل المالي

إن عملية حساب النسب المالية أو أي مقياس آخر للأداء سُنْعَتِبر عملية ذات قيمة محدودة ما لم يكن هناك معايير يتم على أساسها مقارنة تلك النسب المالية أو المقاييس والحكم عليها. وحتى يكون للمعيار معنى ويكون مقبولاً، فإنه لا بد من أن يتصف بالخصائص التالية:

- أن يتصف بالواقعية، أي إمكانية تنفيذه على أرض الواقع، وليس بالمثالية التي يتعذر تحقيقها، ولا يتصف بالتواضع فيمكن الوصول إليه بسهولة؛
- أن يتصف بالإستقرار النسبي، وإن كان هذا لا يمنع من إدخال تعديلات عليه إذا دعت الظروف لذلك بعد إجراء الدراسات اللازمة؛
- أن يتصف بالبساطة والوضوح وسهولة التركيب وأن لا يحتمل أكثر من معنى.

وهناك مجموعة من المعايير يستخدمها المحلل المالي في عملية التحليل نذكر منها ما يأتي:

- **المعايير المطلقة Absolute Standards:** وهي المعايير التي تأخذ مقداراً ثابتاً يتم إختياره بناءً على تجارب ودراسات ميدانية. ويتم إستخدام هذه المعايير لمقارنة ما هو فعلي أو متحقق معها، فمثلاً إذا كانت نسبة التداول المستخرجة من الكشوفات الخاصة بمنشأة معينة هي 3، فإن المحلل سوف يقارن هذه النسبة مع النسبة المعيارية المتفق عليها والبالغة 2. ويؤخذ على المعايير المطلقة أنها مؤشرات مالية ضعيفة المدلول لصعوبة تطبيقها على جميع الشركات.

- **المعايير التاريخية Historical Standards:** وهذه المعايير تستند إلى المؤشرات التاريخية التي تُستخرج من الكشوفات المالية للمنشأة، وعادة ما يتم حساب قيمة المعيار من خلال حساب المتوسط الحسابي لفترات سابقة محددة. ومن بين ما يؤخذ على المعايير التاريخية هو صعوبة إنطباق الماضي على المستقبل إذا تغيرت الظروف الداخلية والخارجية للمنشأة بالإضافة إلى صعوبة تقرير الفترات السابقة التي يجب إستخدامها.

- **المعايير المستهدفة Targeted Standards:** تُستوحى هذه المعايير من البيانات التي توضع في الخطة، والمحلل المالي يُمكنه أن يقارن ما هو متحقق فعلياً مع ما هو مخطط له أن يحصل أو يتحقق، فعلى سبيل المثال يُمكن مقارنة نسبة الربحية التجارية مع نسبة الربحية التجارية المخططة؛

- **المعايير الصناعية Industrial Standards**: وهي المعايير التي يُتفق عليها من قبل الشركات التي تعمل داخل الصناعة الواحدة والمتماثلة عادة في النشاط حيث تحكم الشركات مثلاً على نسبة مالية معينة محسوبة على أساس أرقام متحققة فعلاً بعد مقارنتها بنسبة الصناعة، وهذه المعايير هي أكثر المعايير استخداماً. وقد واجهت المعايير الصناعية بعض الصعوبات منها:

- صعوبة تحديد وتصنيف الصناعات لتنوع أنشطتها؛
- إختلاف الظروف التاريخية والحجم والمستوى التكنولوجي ونمط الإنتاج لأن هذه العوامل تؤثر في تركيبة المنشأة المالية وتجعل المقارنة مع متوسط الصناعة لا معنى له؛
- صعوبة تحديد المقصود بالصناعة الواحدة؛
- إختلاف الأساليب المحاسبية المستخدمة بين المنشآت المختلفة يؤدي إلى إختلاف في النتائج المالية والمؤشرات.

1-5- القوائم المالية Financial Statements

تتضمن القوائم المالية للشركات في حدها الأدنى كل من الميزانية العمومية (Balance Sheet)، قائمة أو كشف الدخل (Income Statement) وقائمة التدفق النقدي (Statement of cash flows). وسنركز فيما يلي على الميزانية العمومية وقائمة الدخل بشيء من التفصيل، في حين سنقدم لمحة فقط على قائمة التدفقات النقدية.

أ- الميزانية العمومية

تُعرّف الميزانية العمومية بأنها صورة للمنشأة في لحظة معينة من حياتها تبين مختلف الموارد المتاحة لها، ومختلف الإستخدامات التي وُجّهت إليها هذه الموارد.

وتُقسم الميزانية العمومية إلى مجموعتين: مجموعة الأصول ومجموعة الخصوم (الإلتزامات وحقوق الملكية). **الأصول**: وهي تعبر عن مختلف الإستخدامات التي توجه إليها الموارد المتاحة للمنشأة. وتتأثر الأصول بالعديد من العوامل:

- طبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة هل هو تجاري أم صناعي أم زراعي؛
 - أهداف المؤسسة هل تتركز على السيولة أم الربحية؛
 - الشكل القانوني للمؤسسة (مشروع فردي، شركة مساهمة عامة، شركة أشخاص)؛
- ويتكون جانب الأصول من الأصول الثابتة والأصول المتداولة.

الأصول الثابتة: "وهي الأصول التي يقطنها المشروع للإستعانة بها على أداء خدماته، أو تسهيل القيام بعملياته التجارية وليس لإعادة بيعها."

ويُمكن التمييز بين نوعين من الأصول الثابتة:

الأصول الثابتة الملموسة: وتتمثل في الآلات، العدد، الماكينات، المباني، الأراضي وغيرهم. وبعض الشركات تمتلك إستثمارات ثابتة من الأوراق المالية؛

الأصول الثابتة غير الملموسة: مثل شهرة المحل، براءات الإختراع والعلامة التجارية.

وهناك العديد من الأسباب التي تدعو للإهتمام بالأصول الثابتة:

- أن هذا النوع من الأصول يمثل الجزء الأكبر من قيمة موجودات عدد كبير من المشاريع؛
 - أنها أقل الأصول سيولة، فالأخطاء المتعلقة بإدارتها لا يمكن معالجتها بسرعة، وسوء الإدارة يؤدي إلى تصفية المشروع؛
 - أن التغيرات في مستوياتها لها أثارها الإقتصادية الهامة؛
 - عدم التأكد من العائد المتوقع لها؛
 - قد تتبع المنشأة بعض موجوداتها الثابتة جبراً وهذا يؤدي إلى خسارة كبيرة.
- الأصول المتداولة:** وهي تلك الأصول التي يُمكن تحويلها إلى نقد خلال الدورة التجارية أو خلال سنة أيهما أسرع، وهي تشمل العديد من العناصر مثل النقد، المدينون، أوراق القبض، البضاعة، المصروفات المدفوعة مقدماً وغيرهم. ويُقصد بالدورة التجارية الفترة بين شراء المنشأة للبضاعة المعدّة للبيع أو المواد الأولية اللازمة لإنتاج البضاعة وبين تحويلها إلى نقدية.
- الخصوم:** وهي تعبر عن مصادر أموال المنشأة. ويُمكن تقسيم الخصوم إلى:
- **الأموال الدائمة:** وتتمثل في جميع الموارد التي تتعدى فترة إستحقاقها السنة، وهي تضم:
 - **الإلتزامات طويلة الأجل:** تتمثل في جميع إلتزامات المنشأة طويلة المدى (مثل القروض طويلة الأجل).
 - **حقوق الملكية:** وهي تشير إلى الحق المتبقي للملاك بعد إستيفاء جميع حقوق الدائنين (الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل). وتتمثل حقوق الملكية في رأس مال الأسهم العادية والممتازة، فائض علاوة إصدار الأسهم، الأرباح المحتجزة والإحتياطات.
 - **الخصوم المتداولة:** وتتمثل في الإلتزامات الواجب سدادها من طرف المنشأة للغير في فترة زمنية قصيرة غالباً ما تكون خلال الفترة التشغيلية الواحدة، أي خلال السنة المالية للمنشأة. ومن أمثلة الخصوم المتداولة هناك الموردون، أوراق الدفع، قروض قصيرة الأجل.
- وهناك العديد من العوامل المؤثرة على مجموعة الخصوم، فبالإضافة إلى العوامل السابقة، تتأثر مجموعة الخصوم بالعوامل التالية:
- طبيعة أسواق المشروع ومنها سياسة البيع والتوزيع المتبعة؛
 - المرحلة التي وصلتها المؤسسة من مراحل النمو (النمو، البلوغ،...)
 - سياسة الإدارة في التمويل؛
 - توافر مصادر التمويل المختلفة.
- ويتم ترتيب عناصر الميزانية العمومية كما يلي:
- عناصر جانب الأصول حسب درجة السيولة من الأقل سيولة إلى الأكثر سيولة.
 - عناصر جانب الخصوم حسب درجة الإستحقاق من الأطول إستحقاقاً إلى الأقصر إستحقاقاً.
- وجميع العناصر يتم حسابها بقيمتها الصافية، وبقيمها السوقية لا التاريخية.
- والجدول التالي يوضح ميزانية عمومية مختصرة:

المبلغ الصافي	الخصوم	المبلغ الصافي	الأصول
	<u>الأموال الدائمة</u> حقوق الملكية إلتزامات طويلة الأجل		<u>الأصول الثابتة</u>
	<u>الخصوم المتداولة</u>		<u>الأصول المتداولة</u>
	مجموع الخصوم		مجموع الأصول

ب- قائمة الدخل

تُعرّف قائمة الدخل بأنها "ملخص لإيرادات ومصروفات المنشأة الإقتصادية خلال فترة مالية واحدة، وتسمى أيضا قائمة الربح لأنها تبين ربح الفترة من خلال مقابلة إيرادات الفترة مع مصروفاتها." وتكمن أهمية قائمة الدخل فيما يلي:

- تمكين المالكين من التعرف على نتائج إستثماراتهم؛
- تسهيل مهمة الدائنين في الرقابة على سلامة أوضاع الشركة وضمان أموالهم؛
- تسهيل مهمة الإدارة في التخطيط والرقابة وتوزيع الأرباح؛
- تمكين المحللين من تقييم بدائل الإستثمار في مختلف المشروعات.

وتتضمن قائمة الدخل العديد من البنود كما يلي:

- إجمالي المبيعات: ويتمثل في مجموع مبيعات المنشأة خلال الفترة التشغيلية الواحدة، ويتم حسابه من خلال مجموع فواتير البيع.

- صافي المبيعات: ويتم حسابه من خلال طرح مردودات المبيعات ومسموحاتها من قيمة إجمالي المبيعات.

- تكلفة المبيعات: تمثل تكلفة ما تم بيعه فعلاً خلال الدورة التشغيلية. وتختلف العناصر التي تكوّن تكلفة المبيعات حسب طبيعة نشاط المنشأة، فحساب تكلفة المبيعات في المنشأة التجارية يُمكن أن يتم باستخدام عدد قليل من العناصر مثل مخزون أول المدة، المشتريات ومخزون آخر المدة، أما حساب تكلفة المبيعات في المنشأة الصناعية فيتم باستخدام الكثير من العناصر لأن المبيعات هي عبارة عن مخرجات تمت بواسطة العديد من المدخلات (المواد الأولية، مواد نصف مصنعة، اليد العاملة، ...).

- الربح الإجمالي: ويتمثل في الفرق بين صافي المبيعات وتكلفتها.

- المصاريف التشغيلية: وهي تشمل مجموعتين:

- المجموعة الأولى: مصاريف إدارية وعامة تتكون من مخصصات الإستهلاك للأصول الثابتة والمصاريف التي لها علاقة بالإدارة العامة إضافة إلى التكاليف الأخرى...

- المجموعة الثانية: عبارة عن مصاريف البيع والتوزيع تشمل رواتب وأجور موظفي البيع والتوزيع والعمولات المرتبطة بها ومخصصات إستهلاك الأجهزة والمعدات المستخدمة في إدارة المبيعات، إضافة إلى تخصيصات الديون المشكوك في تحصيلها باعتبارها تكاليف إدارة المبيعات.
 - صافي الدخل التشغيلي: وهو يمثل ربح العمليات، ويتمثل في صافي الدخل المتحقق من النشاط الرئيسي للمنشأة خلال الدورة المحاسبية الواحدة، ويتم الحصول عليه بطرح المصاريف التشغيلية من الربح الإجمالي.
 - الإيرادات والمصروفات الأخرى: وهي عبارة عن الإيرادات والتكاليف التي تحققها المنشأة من أنشطة أخرى مثل إيرادات الأوراق المالية أو الفوائد على القروض طويلة الأجل.
 - صافي الدخل قبل الضريبة: ويتم الحصول عليه بطرح الإيرادات والمصروفات الأخرى من صافي الدخل التشغيلي.
 - مخصص الضريبة: وهو المبلغ المقتطع (حسب النسبة المفروضة من طرف الدولة) من صافي الدخل قبل الضريبة.
 - صافي الدخل بعد الضريبة: وهو الفرق بين صافي الدخل قبل الضريبة ومخصص الضريبة.
 - أرباح وخسائر غير عادية: ويُصنّف ضمن هذا البند العنصر الذي يحقق المعايير التالية معاً:
 - أن يكون غير عادي في طبيعته؛
 - غير متكرر في حدوثه؛
 - له أهمية نسبية.
 - والخسائر غير العادية يُمكن أن تكون عبارة عن كوارث طبيعية، حرائق، غرامات، تعويضات قضائية وغيرها، أما الأرباح غير العادية فيُمكن أن تكون عبارة عن بيع أصول ثابتة أو تعويضات قضائية أو غيرها.
 - صافي الربح: ويتمثل في صافي الدخل بعد الضريبة مضاف إليه الأرباح غير العادية ومطروح منه الخسائر غير العادية. وفي حالة عدم تسجيل أرباح وخسائر غير عادية فإن صافي الربح هو نفسه صافي الدخل بعد الضريبة.
- وفيما يلي شكل مبسط عن قائمة الدخل:

المبلغ	البيان
	إجمالي المبيعات مردودات المبيعات مسموحات المبيعات
	صافي المبيعات
	تكلفة المبيعات
	الربح الإجمالي
	المصاريف التشغيلية
	صافي الدخل التشغيلي
	الإيرادات الأخرى المصاريف الأخرى
	صافي الدخل قبل الضريبة
	مخصص الضريبة
	صافي الربح

ج- قائمة التدفقات النقدية

تُعرّف قائمة التدفقات المالية بأنها "كشف بالمقبوضات والمدفوعات الخاصة بشركة ما خلال فترة زمنية معينة." وتشمل قائمة التدفقات النقدية على ثلاثة أجزاء رئيسية هي:

- التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية: وهي تُعتبر أهم مصادر التدفقات النقدية وتبيّن مصادر وإستخدامات النقدية المرتبطة بالأنشطة التشغيلية خلال الفترة المالية مثل المشتريات والمبيعات النقدية، تحصيل الديون من عند المدينين، تسديد الديون إلى الدائنين، تسديد الأجور،...الخ.
- التدفقات النقدية من الأنشطة الإستثمارية: وهي تبيّن مختلف التدفقات النقدية الداخلة والخارجة التي تتجم عن الأنشطة الإستثمارية للشركة مثل الإقراض بضمانات أو بدون ضمانات، التحصيلات من القروض، شراء وبيع الأصول الثابتة.
- التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية: ويبين هذا النوع من التدفقات النقدية الآثار النقدية للأنشطة التمويلية للشركات مثل إصدار أسهم عادية أو سندات نقداً، الإقتراض مقابل أوراق الدفع، وتوزيع حصص الأرباح النقدية على المساهمين.

2- التحليل المالي بواسطة التوازنات المالية

2-1- مفهوم التوازن المالي

إن فلسفة التوازن المالي تعني أن الأصول الثابتة يجب أن يتم تمويلها باستخدام الأموال الدائمة وليس الأموال قصيرة الأجل (الخصوم المتداولة) وهذا إستناداً إلى هدف الإستخدام الطويل الأجل للأصول الثابتة لأن إستخدام

الأموال القصيرة الأجل في تمويل الأصول الثابتة سوف يسبب إشكالاً مالياً للمنشأة عندما يحين موعد إستحقاق هذه الديون، أما الأصول المتداولة فينبغي تمويلها باستخدام الديون قصيرة الأجل، وتُعتبر الأصول الثابتة المصدر الأخير لتسديد الديون طويلة الأجل أما الأصول المتداولة فهي المعنية بتسديد الديون قصيرة الأجل. ويُطلق على قاعدة تساوي الأصول الثابتة مع الأموال الدائمة والأصول المتداولة مع الخصوم المتداولة بقاعدة التوازن المالي الأدنى.

2-2- مؤشرات التوازن المالي

يستخدم المحلل المالي ثلاثة أنواع من مؤشرات التوازن المالي: صافي رأس المال العامل، الإحتياج من رأس المال العامل والخزينة.

أ- صافي رأس المال العامل

بالرغم من الفائدة الكبيرة التي حققتها قاعدة التوازن المالي الأدنى المذكورة سابقاً، إلا أنها أثبتت عدم صحتها في كل الأحوال وهذا لما يشوبها من نقائص:

- إهمال عامل الزمن خاصة بالنسبة للجزء السفلي من الميزانية المالية حيث أنّ مهل دوران الأصول المتداولة بطيئة بالنسبة لمهل دوران الديون قصيرة الأجل، وحتى أنّ تساوي كليهما ليس مبرراً لتحويل الأصول المتداولة إلى سيولة جاهزة في فترة إستحقاق الديون قصيرة الأجل؛

- إهمال بعض الأخطار والتي يمكن ذكرها كما يلي:

- إمكانية تباطؤ دوران الأصول المتداولة كإنخفاض مؤقت في المبيعات، أو تأخير معين في تسديد الزبائن، أو طلبهم لتمديد مهل التسديد؛

- الخسائر التي يمكن أن تتعرض لها الأصول المتداولة، أي إنخفاض قيم عناصرها، فقد يظهر جزء من المخزون قديماً وغير صالح، كما أنّه يمكن أن يصبح جزء من ديون الزبائن معدوماً.... وهذا كله سيمنع المؤسسة من تسديد ديونها في الآجال المحددة،

- قد تزيد سرعة دوران الديون قصيرة الأجل وهذا عندما يصبح الموردون أكثر إلحاحاً ويطلبون بتسديد ما على المؤسسة من ديون في أسرع وقت ممكن.

ولتفادي هذه النقائص لا بد من تخصيص هامش ضمان يتم تحديده تبعاً لطبيعة نشاط المنشأة وطريقة تسيير أصولها المتداولة، وهذا الهامش يُدعى بصافي رأس المال العامل.

وصافي رأس المال العامل يُعتبر أحد الأدوات المستخدمة في التحليل المالي في تقييم البنية المالية للمنشأة والحكم على مدى توازنها المالي خاصة على المدى القصير، وذلك بتاريخ معين.

ويُعرف صافي رأس المال العامل بأنه ذلك الجزء من الأموال الدائمة الذي يُستخدم في تمويل جزء من الأصول المتداولة بعد تمويل جميع الأصول الثابتة.

ويُمكن حساب قيمة صافي رأس المال العامل بطريقتين:

من الجزء العلوي من الميزانية المالية: صافي رأس المال العامل = الأموال الدائمة - صافي الأصول الثابتة

من الجزء السفلي من الميزانية المالية: صافي رأس المال العامل = الأصول المتداولة - الخصوم المتداولة

ويعتبر صافي رأس مال عامل موجب مؤشراً جيداً على سيولة المنشأة على المدى القصير، وكلما زادت قيمته كلما دل ذلك على الوضع المالي المريح للمنشأة، أي وجود توازن مالي (توفر السيولة) ، والعكس صحيح. ويمكن لصافي رأس المال العامل أن يتغير بين فترة وأخرى سواء بالزيادة أو بالنقصان، وينبغي لإدارة المنشأة دراسة هذه التغيرات ومعرفة أسبابها من أجل رسم خططها وسياساتها المستقبلية. ويمكن تلخيص أسباب النقصان أو الزيادة في صافي رأس المال العامل كما يلي:

- أسباب نقصان صافي رأس المال العامل

- النقص في الأموال الدائمة (تخفيض رأس المال، تسديد الديون طويلة الأجل، توزيع جزء من الإحتياطيات)؛
- الإستثمار في أصول ثابتة جديدة غير ممول من أموال دائمة جديدة؛
- الخسائر المتحققة لأنها تؤدي إلى نقص الأموال الخاصة وبالتالي الأموال الدائمة؛
- أسباب زيادة صافي رأس المال العامل
- الزيادة في الأموال الدائمة (زيادة رأس المال، الحصول على ديون طويلة الأجل، تكوين الإحتياطيات)؛
- التخلي عن بعض الأصول الثابتة بالبيع؛
- الأرباح المتحققة وغير الموزعة؛
- مخصصات إستهلاك الأصول الثابتة.

وهناك العديد من العوامل المؤثرة في حجم صافي رأس المال العامل أهمها:

- **طبيعة الإنتاج:** فكلما كانت دورة الإنتاج طويلة كانت الحاجة الى رأس مال عامل أكبر وبالتالي فإن الوحدات الصناعية تحتاج إلى رأس مال عامل أكبر من الوحدات التجارية ...؛
- **طبيعة المواد الأولية المستخدمة:** هل أن المواد الضرورية للإنتاج متوفرة في الأسواق بشكل دائم وبالتالي لا يوجد ضرورة لشراء كميات كبيرة منها وتخزينها أم أنها موسمية يجب شرائها عند موسمها وتخزينها كالأقطان مثلاً؛
- **طبيعة العملية التسويقية:** هل تسوق المنتجات بسرعة بمعنى إرتفاع معدل دوران المبيعات وهذا يعني إنخفاض حجم رأس المال العامل والعكس صحيح؛
- **طبيعة الإئتمان والتحويل:** هل تحصل الوحدة على فترة إئتمان من الدائنين كما تعطي هي لمدينها فترة إئتمان للسداد؟ ذلك أنه كلما كانت فترة الإئتمان الممنوحة للمدينين أقل من الفترة التي تحصل عليها الوحدة كلما كانت الحاجة إلى حجم رأس المال العامل أقل والعكس صحيح.
- ويمكن قياس كفاءة المنشآت في إستخدام رأس المال العامل عن طريق إيجاد معدل دوران رأس المال العامل. ويوجد معدلان لدوران رأس المال العامل:

$$\text{معدل دوران رأس المال العامل} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{إجمالي رأس المال العامل}}$$

$$\text{معدل دوران صافي رأس المال العامل} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي رأس المال العامل}}$$

والمعدل الثاني يُعتبر الأكثر إستعمالاً من طرف المحللين الماليين حيث يبيّن قدرة صافي رأس المال العامل على تحقيق المبيعات خلال فترة زمنية معينة.

وبالإضافة إلى صافي رأس المال العامل، هناك مفاهيم أخرى لرأس المال العامل:

- **إجمالي رأس المال العامل Gross Working Capital**: وهي تعني مجموع الأصول المتداولة أي:

إجمالي رأس المال العامل = الأصول المتداولة

- **رأس المال العامل الدائم**: وهو يمثل الحد الأدنى من الأصول المتداولة الذي ينبغي وجوده في المشروع طالما أنه ماضٍ في تنفيذ أعماله، ومن ثم يعتبر هذا النوع دائماً لأنه لا يمكن الإستغناء عنه طالما أن المنشأة قائمة ومستمرة في نشاطها.؛

- **رأس المال العامل المتغير**: وهذا النوع من رأس المال العامل ليس دائماً بل هو متغير، فهو يلزم لتمويل ذلك الجزء من الأصول المتداولة اللازم لمواجهة توسع معين قد يكون مرده لعوامل دورية، موسمية أو طارئة، كما أنه يمكن أن ينكمش نتيجة لزوال هذه العوامل.

ب- الإحتياجات من رأس المال العامل

تُعرّف الإحتياجات من رأس المال العامل بأنها صافي رأس المال العامل الأمثل، بمعنى ذلك الجزء من الأموال الدائمة الذي يُستخدم في تمويل جزء من الأصول المتداولة والذي يضمن التوازن المالي الضروري قصير الأجل للمنشأة، وتظهر هذه الإحتياجات عند مقارنة الأصول المتداولة مع الموارد المالية القصيرة الأجل. ويتم حساب الإحتياجات من رأس المال العامل كما يلي:

الإحتياجات من رأس المال العامل = (الأصول المتداولة - النقدية) - (ديون قصيرة الأجل - السلفات المصرفية)
ويتم إستبعاد النقدية لأنها لا تُعتبر من إحتياجات دورة الإستغلال*، ويتم أيضاً إستبعاد السلفات المصرفية لأنها تُعتبر ديون سائلة قصيرة جداً ولا تدخل ضمن موارد دورة الإستغلال لأنه يتم إقتراضها غالباً في نهاية الدورة للتسوية. إن تحديد خطر اللاسيولة على المدى القصير لا تكفي معه دراسة صافي رأس المال العامل لوحده، بل يجب أن تتم هذه الدراسة بمقارنة صافي رأس المال العامل مع الإحتياجات من رأس المال العامل للتأكد ما إذا كان إرتفاع هذه الإحتياجات يتناسب مع الإرتفاع في صافي رأس المال العامل.

ويرتبط حجم الإحتياجات من رأس المال العامل بنشاط المؤسسة كما يلي:

- في حالة كانت المنشأة صناعية تكون دورة الإستغلال طويلة وتتميز بضخامة المخزون وإرتفاع القيمة المضافة وإنخفاض الديون إتجاه الموردين، وفي هذه الحالة تكون الإحتياجات من رأس المال العامل كبيرة وبالتالي تحتاج المنشأة إلى صافي رأس مال عامل كبير بهدف تغطيتها.

- في حالة كانت المنشأة خدمية تكون دورة الإستغلال قصيرة وتتميز بمخزون ضعيف وقيمة مضافة ضعيفة وديون مرتفعة إتجاه الموردين، وفي هذه الحالة تكون الإحتياجات من رأس المال العامل منخفضة وبالتالي تحتاج المنشأة إلى صافي رأس مال عامل منخفض لتغطيتها.

* تُعرّف الدورة الإستغلالية بأنها المدة الزمنية التي تستغرقها المنشأة من وقت شراء البضاعة وحتى تحصيل ثمن المبيعات، وهذا التعريف ينطبق على المنشأة التجارية، أما المنشأة الصناعية فدورتها الإستغلالية تبدأ من وقت شراء المواد الخام.

وتبيّن الدراسة المقارنة لصافي رأس المال العامل مع الإحتياجات من رأس المال العامل خمسة حالات لتمويل دورة الإستغلال:

في هذه الحالة تستطيع المؤسسة تمويل دورة الإستغلال بواسطة موارد الإستغلال (ديون الموردين).	ص. ر. م. ع. > 0، إ. ر. م. ع. > 0
في هذه الحالة تستطيع المؤسسة تمويل دورة الإستغلال بواسطة صافي رأس المال العامل وموارد الإستغلال (ديون الموردين).	ص. ر. م. ع. < 0، إ. ر. م. ع. > 0
في هذه الحالة تستطيع المؤسسة تمويل دورة الإستغلال بواسطة صافي رأس المال العامل وحده لأنه كاف (إرتفاع صافي رأس المال العامل يغطي إرتفاع الإحتياجات من رأس المال العامل).	ص. ر. م. ع. < 0، إ. ر. م. ع. < 0 (تغير متناسب)
في هذه الحالة يوجد صافي رأس مال عامل سالب مع إحتياجات مرتفعة من رأس المال العامل وهنا تضطر المؤسسة للجوء إلى الأموال الخارجية (قروض بنكية).	ص. ر. م. ع. > 0، إ. ر. م. ع. < 0
في هذه الحالة يوجد صافي رأس مال عامل موجب ولكن غير كاف لتمويل دورة الإستغلال لأن الإرتفاع فيه لا يغطي الإرتفاع في الإحتياجات من رأس المال العامل وهنا تضطر المؤسسة للجوء إلى الأموال الخارجية (قروض بنكية).	ص. ر. م. ع. < 0، إ. ر. م. ع. < 0 (تغير غير متناسب)

ص. ر. م. ع. = صافي رأس المال العامل، إ. ر. م. ع. = الإحتياجات من رأس المال العامل

وتعيّر الحالات الثلاثة الأولى عن وجود توازن مالي، أما الحالتين الأخيرتين فتشيران إلى وجود إختلال في التوازن المالي وهذا على المدى القصير.

ج- الخزينة الصافية

تشير الخزينة الصافية إلى مجموع الأموال الجاهزة التي هي متوفرة للمنشأة لمدة دورة إستغلالية، بمعنى مجموع الأموال السائلة التي يُمكن للمنشأة إستخدامها فوراً. وتُعتبر الخزينة الصافية ذات أهمية كبيرة لأنها تبيّن وجود توازن مالي بالمنشأة من عدمه.

وتُحسب الخزينة الصافية كما يلي:

الخزينة الصافية = القيم الجاهزة - السلفات المصرفية

أو

الخزينة الصافية = صافي رأس المال العامل - الإحتياجات من رأس المال العامل

وبالعودة إلى الحالات الخمسة السابقة لتمويل دورة الإستغلال فإن الحالات الثلاثة الأولى تشير إلى وجود خزينة موجبة، أما الحالتين الأخيرتين فتشيران إلى خزينة صافية سالبة.

3- التحليل المالي بواسطة النسب المالية

3-1- مفاهيم حول النسب المالية

3-1-1- تعريف النسب المالية وأهدافها

يُعتبر أسلوب تحليل النسب المالية من أساليب التحليل المالي الأكثر شيوعاً في عالم الأعمال بالنظر لما يوفره من عدد كبير من المؤشرات المالية التي يُمكن أن تقيد في تقييم أداء المنشأة في عدة مجالات مثل الربحية والسيولة.

وتُعزّف النسب المالية بأنّها بيان للعلاقة بين مختلف البنود التي تتكون منها الميزانية العمومية أو قائمة الدخل للمنشأة، أو العلاقة بين بعض بنود الميزانية العمومية وبعض بنود قائمة الدخل بغرض الكشف عن نواحي القوة أو الضعف في المنشأة ومن ثمّ إتخاذ القرارات التصحيحية اللازمة. وتهدف عملية تحليل النسب المالية إلى:

- تزويد المقرضين والمستثمرين بمعلومات تفيدهم في تقييم المنشأة وقياس قدرتها على مواجهة أهدافهم عند التعامل معها؛

- مساعدة المدير المالي في إتخاذ القرارات المتعلقة بنشاط المنشأة ومعرفة مواطن القوة والضعف فيها.

3-1-2- أصناف النسب المالية

يُمكن تصنيف النسب المالية كما يلي:

- على أساس مصدر العناصر:

- النسب المالية لقائمة المركز المالي؛

- النسب المالية لقائمة الدخل؛

- النسب المالية المختلطة وتتضمن نسباً مالية لعناصر من القائمتين كنسبة صافي المبيعات الى رأس المال المستثمر.

- على أساس نوع العلاقة المنسوبة:

- نسب مالية فعلية: أي دراسة النسب من واقع القوائم المالية الفعلية للفترة الحالية أو الفترات السابقة؛

- نسب مالية معيارية: أي دراسة النسب المعيارية (دراسة ما يجب أن تكون عليه العلاقات بين عناصر القوائم

المالية) بهدف إجراء المقارنات مع النسب الفعلية، والنسب المعيارية يمكن أن تكون:

✓ النسب المعيارية الموضوعة من قبل المنشأة والمبنية على أساس الموازنات التخطيطية للمنشأة والمأخوذة

من واقع الخبرة السابقة؛

✓ النسب المعيارية المستنبطة من منشآت مماثلة ومتنافسة؛

✓ النسب المعيارية الموضوعة للقطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه المنشأة.

- النسب البسيطة والنسب المركبة:

- النسب البسيطة: وهي النسب التي تدرس العلاقة بين عنصرين من عناصر القوائم المالية؛

- النسب المركبة: وهي النسب التي تدرس العلاقة بين أكثر من نسبة من النسب المالية البسيطة مثل صافي

الربح إلى المبيعات مضروبة بنسبة المبيعات إلى حقوق المساهمين، وأهمية مثل هذه النسب تبدو في إظهار

العلاقة الشمولية بين عناصر القوائم المالية.

3-1-3- محددات (Limitations) التحليل بالنسب المالية

بالرغم من كون النسب المالية أساساً في التحليل المالي، إلا أن هناك كثيراً من نقاط الضعف فيها، وأهمها:

- النسب المالية عبارة عن علاقات بين بنود الميزانية وبنود قائمة الدخل، أي يوم إقفال القوائم المالية، ولذلك فلا تظهر التغيرات التي تحدث أو التي حدثت خلال السنة أو على مر السنين، بل الأرصدة في يوم تنظيم الميزانية فقط؛
- بعض النسب تعالج في شكل إجماليات، وغالباً ما تكون مضللة، لأن هذه الإجماليات تختلف في نوعيتها وتاريخ إستحقاقها كنسبة التداول مثلاً فهي تشمل إجماليات الأصول المتداولة والخصوم المتداولة؛
- تؤثر المعالجة المحاسبية لأي بند من بنود الميزانية على نتيجة التحليل، فما قد يُعتبر أصلاً متداولاً يعتبره البعض الآخر أصلاً شبه ثابت، وبالتالي قد نصل إلى نتيجتين مختلفتين تماماً من ميزانية واحدة مثل الأصول المتداولة والإستثمارات والأصول الأخرى التي تظهر في الميزانية؛
- المعالجة المحاسبية لأي بند يؤثر على الأرباح والخسائر من الممكن أن تغير النتائج، كما يحدث في تغير معدلات الإهلاك أو تقويم المخزون وما يترتب على ذلك من تأثير على مستوى الأرباح؛
- لا تكون النسب المالية ذات فائدة إلا إذا قورنت بنسب معيارية حيث تساعد الأخيرة في تقييم الأداء المالي للمنشأة وتحديد مركزها المالي؛
- يتم التحليل على أساس البيانات الدفترية، ولكن الأهم هو التحليل على أساس الفرصة البديلة، باعتبارها جوهر القرار الإقتصادي الرشيد؛
- تعد القوائم المالية على أساس ثبات قيمة النقود، والتحليل على أساس هذه الفرضية يعتبر مضللاً، خاصة في ظروف عدم الإستقرار السياسي والإقتصادي في المجتمع وتدهور قيمة النقود.

3-2- أهم النسب المالية المستخدمة في التحليل المالي

بالنظر لوجود العديد من النسب المالية المستخدمة في تحليل المركز المالي والائتماني للمنشآت، فإنه يُمكن تقسيمها إلى مجموعات، حيث يتوقف إختيار مجموعة من هذه المجموعات دون غيرها على الأهداف المتوخاة من هذه النسب.

وبالرغم من أننا سنركز فقط على النسب المالية التي يُمكن إستقاقها من قائمتي الميزانية العمومية والدخل، إلا أنه ينبغي الإشارة إلى أن قائمة التدفقات النقدية يُمكن إستخدامها أيضاً لإشتقاق النسب المالية. ويُمكن تقسيم أهم النسب المستخدمة في التحليل المالي إلى أربعة مجموعات أساسية:

- نسب الهيكل المالي؛

- نسب السيولة؛

- نسب الربحية؛

- نسب معدل الدوران.

3-2-1- النسب الهيكلية (نسب الهيكل المالي)

تساعد النسب الهيكلية في دراسة الهيكل المالي للمنشأة من طرف إدارة المنشأة وذلك من خلال تسليط الضوء على النقطتين التاليتين:

- التوازن بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية؛

- كفاءة استثمار الأموال الموضوعة تحت تصرف المنشأة بشكل سليم. وأهم النسب المالية التي تساعد على دراسة الهيكل التمويلي للمنشأة هي:

- **نسبة التمويل الخارجي للأصول:** هذه النسبة تظهر مدى إعتتماد المنشآت على التمويل الخارجي، وتزايد قيمتها يعني تزايد الإعتتماد على التمويل الخارجي، وبالتالي تزايد عبء الفوائد، وتجاوز النسبة حد 0.5 يعتبر مؤشراً سلبياً لأنه يُفقد المنشآت إستقلالها المالي. ويتم حساب هذه النسبة من خلال العلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الخارجي للأصول} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الأصول}}$$

- **نسبة التمويل الداخلي للأصول:** تعبر هذه النسبة على مدى إعتتماد المنشآت على تمويل أصولها من مصادر داخلية، وبالرغم من أن إرتفاع هذه النسبة يُعد مؤشراً إيجابياً على الوضع المالي للمنشأة، إلا أن هذه الحالة قد لا تكون دائماً في مصلحتها. ويتم حساب هذه النسبة من خلال العلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الداخلي للأصول} = \frac{\text{مجموع حقوق الملكية}}{\text{مجموع الأصول}}$$

- نسبة تغطية الديون الطويلة الأجل

كما أشرنا سابقاً، فإن الأصول الثابتة تُعتبر المصدر الأخير لتسديد الديون طويلة الأجل لهذا فهذه النسبة تقيس نسبة تغطية الأصول الثابتة للديون الطويلة الأجل، وإرتفاع النسبة عن الواحد يعد مؤشراً إيجابياً لأن هذا يعني إعتتماد جزء من الأصول الثابتة في تمويلها على مصادر داخلية، أما إنخفاضها عن الواحد فيعد مؤشراً سلبياً في عمليات التمويل في المنشأة، وفي حالة كانت النسبة تساوي الواحد فهذا يعني أن جميع الأصول الثابتة ممولة بديون طويلة الأجل وهي حالة لا تعتبر إيجابية. ويتم حساب هذه النسبة من خلال العلاقة التالية:

$$\text{نسبة تغطية الديون الطويلة الأجل} = \frac{\text{صافي الأصول الثابتة}}{\text{الديون الطويلة الأجل}}$$

- **نسبة المديونية الكاملة:** تقيس هذه النسبة إجمالي الديون إلى مجموع حقوق الملكية، وكلما كانت قيمة هذه النسبة منخفضة كلما أُعتبر وضع المنشأة إيجابياً. ولا يجب أن تتجاوز قيمة النسبة الواحد، حيث أن تجاوزها هذا الحد يعد مؤشراً سلبياً ويفقد المنشأة استقلالها المالي، وفي حالة كانت النسبة تساوي الواحد فهذا يعني التساوي بين إجمالي الديون وإجمالي حقوق الملكية وهي حالة قد لا تكون من حيث المبدأ إيجابية. ويتم حساب هذه النسبة من خلال العلاقة التالية:

$$\text{نسبة المديونية الكاملة} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع حقوق الملكية}}$$

- **نسبة المديونية قصيرة الأجل:** توضّح هذه النسبة العلاقة بين الخصوم المتداولة ومجموع حقوق الملكية، وكلما كانت النسبة منخفضة كلما كانت أفضل للدائنين نظراً لزيادة ضمان ديونهم. ولا ينبغي للنسبة أن تتجاوز الواحد في أي حال من الأحوال لأن الدائنين لا يجوز أن يتحملوا مخاطر أكثر من التي يجب أن يتحملها أصحاب المنشأة.

ويتم حساب هذه النسبة من خلال العلاقة التالية:

$$\text{نسبة المديونية قصيرة الأجل} = \frac{\text{الخصوم المتداولة}}{\text{مجموع حقوق الملكية}}$$

- **نسبة المديونية طويلة الأجل:** توضّح هذه النسبة العلاقة بين الديون الطويلة الأجل ومجموع حقوق الملكية، وكلما كانت قيمة النسبة منخفضة كلما كان الوضع المالي للمنشأة أفضل. وتجاوز النسبة الواحد يعني أن قيمة الديون طويلة الأجل أكبر من قيمة حقوق الملكية وهي حالة تشكل خطراً على المنشأة، ومن الأفضل ألا تتجاوز قيمة النسبة 0.5.

ويتم حساب هذه النسبة من خلال العلاقة التالية:

$$\text{نسبة المديونية طويلة الأجل} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{مجموع حقوق الملكية}}$$

- **نسبة تمويل الأصول الثابتة:** كما تم الإشارة إليه سابقاً، فإن فلسفة التوازن المالي تقوم على ضرورة تمويل الأصول الثابتة بالأموال الدائمة، أي ذات الإستحقاق الطويل الأجل. ونسبة تمويل الأصول الثابتة تقيس مدى إعتقاد الأصول الثابتة في تمويلها على الأموال الدائمة، فإذا قلت النسبة عن الواحد فهذا يعني أن الأصول الثابتة ممولة جزئياً من خلال الديون قصيرة الأجل، وهو مؤشر سلبي وخطير على المنشأة، وفي حالة ما إذا كانت النسبة تساوي الواحد فهذا يعني أن الأصول الثابتة ممولة بشكل كامل من خلال الأموال الدائمة وبالتالي إنعدام رأس المال العامل الصافي في المنشأة وهو مؤشر سلبي أيضاً.

ويتم حساب هذه النسبة من خلال العلاقة التالية:

$$\text{نسبة تمويل الأصول الثابتة} = \frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{صافي الأصول الثابتة}}$$

- **نسبة تمويل الأصول المتداولة:** حسب قاعدة التوازن المالي فإن مصدر تمويل الأصول المتداولة هو الخصوم المتداولة، أي الديون قصيرة الأجل، ورأس المال العامل الصافي. ونسبة تمويل الأصول المتداولة تقيس ما يتم تغطيته من الأصول المتداولة بواسطة الخصوم المتداولة، وإرتفاع النسبة عن الواحد يُعتبر مؤشراً سلبياً لأن هذا يعني أن جزءاً من الأصول الثابتة ممول بواسطة ديون قصيرة الأجل، أما إنخفاض النسبة عن الواحد فهذا دليل على وجود رأس مال عامل صافي موجب وهو مؤشر جيد.

ويتم حساب هذه النسبة من خلال العلاقة التالية:

$$\text{نسبة تمويل الأصول المتداولة} = \frac{\text{الخصوم المتداولة}}{\text{الأصول المتداولة}}$$

3-2-2- Liquidity ratios - نسب السيولة

وهذه النسب تقيس قدرة المنشآت على الوفاء بالتزاماتها قصيرة المدى، وهي تعبر عن قدرة هذه المنشآت على تحويل موجوداتها المتداولة إلى سيولة نقدية للوفاء بتلك الإلتزامات خلال الفترة المالية (سنة واحدة). ومن بين المؤشرات المستخدمة لقياس السيولة في المنشآت:

- **نسبة التداول:** وتهدف النسبة لقياس قدرة المنشآت على مواجهة إلتزاماتها التي تُستحق في موعدها. ومن وجهة نظر المقرضين تؤدي زيادة نسبة التداول إلى خفض درجة المخاطرة المرتبطة بديونهم، أما من وجهة نظر الإدارة، فإرتفاع النسبة عن حد معين أمر غير مفضل لأنه سيؤثر سلباً على الربحية، كما أن إنخفاضها عن الحد اللازم قد يؤدي إلى مواجهة المنشآت صعوبة في الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، وأيضاً صعوبة في الحصول على قروض قصيرة الأجل. والإدارة الجيدة هي تلك التي يُمكنها في الأجل القصير وفي نفس الوقت إيجاد التوازن بين حاجات المنشأة إلى النقدية والمحافظة على بقاء الإستثمارات في الأصول المتداولة ضمن حاجات المنشأة. وبالرغم من أن القيمة النمطية لهذه النسبة وهي 2 تُعتبر كافية، إلا أن هذا يتوقف في واقع الأمر على طبيعة نشاط الشركة حيث تختلف مثلاً النسب النمطية في الشركات الصناعية عنها في الشركات المالية أو التجارية، كما أن نسبة التداول في حد ذاتها قد لا تعني شيئاً ما لم يتم دراستها في إطار عوامل أخرى مثل النشاط الموسمي للشركة ونوعية المطلوبات المتداولة.

وتُحسب نسبة التداول من خلال العلاقة التالية:

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

نسبة السيولة السريعة: وهي عبارة عن نسبة الأصول سريعة التداول على الخصوم المتداولة، وتضم الأصول سريعة التداول جميع الأصول التي يمكن تحويلها بكل سهولة وبدون عقبات إلى نقدية، ويتم في هذه الحالة إستبعاد المخزون السلعي لأنه قد يحتاج لفترة من الزمن حتى يمكن تحويله إلى نقدية بالإضافة إلى أن هناك إحتمال عدم إمكانية بيعه. وتبين النسبة مدى قدرة المنشأة على الوفاء بإلتزاماتها قصيرة الأجل باستخدام أصولها سريعة التداول. والقيمة النمطية للنسبة هي 1 حيث أن إنخفاضها عن هذه القيمة غير مقبول، كما أن إرتفاعها يجب أن يكون عند حد ملائم وإلا أصبحت غير مقبولة أيضاً. وينبغي أيضاً الأخذ بعين الإعتبار مقارنة النسبة مع نسبة الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة.

وتُحسب النسبة من خلال العلاقة التالية:

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{الأصول المتداولة} - (\text{المخزون} + \text{مصاريف مدفوعة مقدماً})}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

ويجب التنبيه أنه في بعض الحالات يُمكن للمخزون أن يكون سريع التحول إلى نقدية (مثلاً سلعة أو مادة أولية تشهد طلباً متزايداً في ظل نقص حاد في الطلب)، وعناصر أخرى كانت تُعتبر سريعة التحول إلى نقدية تتحول إلى عناصر عكس ذلك (مثلاً أوراق القبض غير القابلة للخصم لدى البنوك) وبالتالي يجب أن تخضع جميع عناصر الأصول المتداولة من غير النقدية لدراسة مفصلة من أجل تحديد مدى صعوبة أو سهولة تحويلها إلى نقدية. وبصفة عامة، فإن العلاقة العامة التي تُحسب على أساسها نسبة السيولة السريعة يُمكن صياغتها كما يلي:

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{الأصول المتداولة} - \text{أصعب الأصول المتداولة تحوّلًا إلى نقدية}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

الخصوم المتداولة

نسبة النقدية: وتُبين هذه النسبة المقدرة النقدية للمنشأة في لحظة معينة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل. وما يُميز هذه النسبة عن النسبتين السابقتين هو أنها تهتم بالعناصر النقدية وشبه النقدية فقط، وهو ما يُعتبر إمعاناً في سياسة الحيطة والحذر. ويُعتبر إرتفاع قيمة النسبة مؤشراً إيجابياً على سيولة المنشأة، وهو دليل على سبيل المثال على إنخفاض مخزونها السلعي أو اعتمادها على سياسة البيع النقدي حيث تؤدي هذه السياسة إلى إنخفاض عنصر المدينين، كذلك يُمكن للنسبة أن ترتفع عندما تنخفض قيمة الخصوم المتداولة بسبب اعتماد سياسة الشراء النقدي للسلع والخدمات مثلاً. وقد أُنقح على أن النسبة المقبولة هي في حدود 0.75 إلى 1. ويجب التنبيه إلى أن حالة تدني قيمة نسبة النقدية لا تعني دائماً سوء وضع السيولة لدى المنشأة، إلا أنها تفرّض أخذ الحذر.

وتُحسب النسبة من خلال العلاقة التالية:

$$\text{نسبة النقدية} = \frac{\text{الموجودات النقدية وشبه النقدية}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

ويُقصد بالأصول شبه النقدية جميع الأصول التي يُمكن للمنشأة تحويلها إلى نقدية بسرعة عالية مثل أوراق القبض القابلة للخصم لدى البنك.

3-2-3- نسب النشاط Activity ratios

تُستخدم نسب النشاط لتقييم مدى نجاح إدارة المنشأة في إدارة أصولها وخصومها، وهي تقيس مدى كفاءة المنشأة في استخدام الموارد المتاحة لها في إقتناء الأصول وقدرتها في الإستخدم الأمثل لهذه الأصول وتحقيق أكبر حجم ممكن من المبيعات وأعلى ربح ممكن.

- **معدل دوران مجموع الأصول:** ويقاس هذا المعدل مدى إستغلال المنشأة لمختلف أنواع موجوداتها في توليد المبيعات. وبما أنه ليس هناك معدل نمطي لجميع المنشآت فيمكن مقارنة معدل المنشأة مع معدل الصناعة التي تنتمي إليها، فكلما كان معدل المنشأة أكبر من معدل الصناعة كلما دل هذا على أن المنشأة تستغل أصولها بشكل جيد، أما إذا كان المعدل أقل من معدل الصناعة فهذا يدل على أن المنشأة لا تستغل أصولها بشكل جيد، كما يُمكن مقارنة المعدل مع معدلات السنوات السابقة. وإرتفاع معدل دوران مجموع الأصول يعود إلى أحد أو أكثر من الأسباب التالية: إرتفاع كفاءة المبيعات، نقص الإستثمار في الأصول وشراء بعض المبيعات من الخارج، أما

إنخفاض المعدل فيعود إلى أحد أو أكثر من الأسباب التالية: إنخفاض كفاءة الأصول، إنخفاض كفاءة المبيعات والمبالغة في حجم الأصول. ويُحسب معدل دوران مجموع الأصول حسب العلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران مجموع الأصول} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{مجموع الأصول}}$$

- **معدل دوران الأصول المتداولة:** ويقيس مدى إستخدام الأصول المتداولة في توليد المبيعات. ونظراً لعدم وجود معدل نمطي، فإنه يتم مقارنة هذا المعدل بمعدل الصناعة التي تنتمي إليه المنشأة، فإذا كان المعدل متقارب مع معدل الصناعة فهو يُعتبر مقبول، أما إذا كان أكبر فهذا يُعتبر مؤشراً جيداً، أما إذا كان أقل فهذا مؤشر غير مقبول، كما يُمكن مقارنة المعدل مع معدلات السنوات السابقة. وإرتفاع المعدل هو مؤشر على الكفاءة أو غيرها. ويُحسب معدل دوران الأصول المتداولة حسب الصيغة التالية:

$$\text{معدل دوران الأصول المتداولة} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{مجموع الأصول المتداولة}}$$

- **معدل دوران صافي رأس المال العامل:** وهذا المعدل هو مؤشر لقياس كفاءة الإدارة في إستخدام رأس المال العامل. وإرتفاع المعدل يدل على كفاءة إدارة صافي رأس المال العامل، والعكس صحيح، مع مراعاة مقارنته مع معدل الصناعة ومعدلات السنوات السابقة. ويُحسب معدل دوران صافي رأس المال العامل حسب العلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران صافي رأس المال العامل} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي رأس المال العامل}}$$

- **معدل دوران الموجودات الثابتة:** وهذه النسبة تُستخدم كمقياس لمدى كفاءة المنشأة في إستخدامها لأصولها الثابتة لتحقيق المبيعات. وإرتفاع معدل الدوران قد يعني:

- إرتفاع كفاءة إستخدام الموجودات الثابتة؛
- إنخفاض قيمة الموجودات الثابتة نتيجة الإستهلاك المتراكم على مدى السنوات؛
- إحتمال إستئجار الشركة لجانب كبير من أصولها الثابتة؛
- إحتمال عدم إنتاج الشركة لجميع مبيعاتها في مصانعها؛
- العمل بنظام الورديات وزيادة إستغلال الأصول الثابتة؛

أما إنخفاض معدل الدوران قد يعني:

- عدم إستغلال الطاقة القصوى المتاحة؛
- المبالغة في الإستثمار في جانب الأصول الثابتة.

ولا يتم الحكم على المعدل حتى يتم مقارنته بمعدل الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، كما يُمكن أيضاً الحكم على المعدل بمقارنته مع معدلات المنشآت المماثلة أو بمعدلات السنوات السابقة.

ويُحسب معدل دوران الموجودات الثابتة حسب العلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران الموجودات الثابتة} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي الموجودات الثابتة}}$$

والرقم الظاهر للموجودات الثابتة في ميزانية المنشأة يتأثر بمجموعة من العوامل منها:

- تكلفة الأصول الثابتة؛

- طول فترة حياة الأصول الثابتة؛

- سياسات الإستهلاك المتبعة.

وهذه العوامل يُمكن أن تؤدي إلى إختلاف معدلات الدوران بين شركات موجوداتها الثابتة لها نفس القيمة، وهو ما يستدعي أخذها في الحسبان، كما أن المعدل ذو دلالة جيدة خاصة إذا ما تم تطبيقه على الشركات الكبيرة التي تشكل موجوداتها الثابتة الجزء الأساسي من إجمالي الإستثمارات فيها.

- **معدل دوران البضاعة:** يوضّح هذا المعدل عدد المرات التي تدور فيها البضاعة خلال الفترة المالية موضع التحليل، والمقصود بعدد مرات دوران البضاعة هو عدد المرات التي تقوم فيها المنشأة بشراء كمية من البضاعة وبيعها، على إفتراض أن كل عملية شراء وبيع تتم بشكل مستقل، وتشكّل كل مرة دورة واحدة، وبالتالي فهذا المعدل يُظهر سرعة حركة المخزون في المنشأة. ويُعتبر هذا المعدل مؤشراً على الكفاءة في إدارة المخزون من البضاعة، ويتم إستخدامه أيضاً كمؤشر لتقييم جودة المخزون. وإرتفاع معدل دوران البضاعة يدل على مدى قدرة المنشأة على إبقاء المخزون في أدنى مستوياته، إضافة إلى قدرتها على تصريف بضاعتها بشكل سريع، وهو ما يُمكن أن يعني وجود واحدة من هذه العناصر أو أكثر أو غيرها: كفاءة عالية في إدارة المخزون، بضاعة ذات جودة عالية وإستثمار أقل للأموال في هذا البند من الموجودات. وإنخفاض معدل دوران البضاعة عن المعدلات التاريخية أو المعدلات السائدة في الصناعة، إضافة لكونها مؤشراً سلبياً على السيولة، فقد تعني واحداً أو أكثر من الإحتمالات التالية:

- عدم الكفاءة في إدارة المخزون؛

- زيادة غير مبررة في حجم المخزون؛

- إحتمال وجود بضائع تالفة وغير قابلة للتسويق؛

- تراجع في قدرة جهاز المبيعات.

ويدفع معدل دوران البضاعة المنخفض إلى ضرورة البحث عن الأسباب التي أدت إلى هذا الإنخفاض، إلا أنه يجب الأخذ بعين الإعتبار كون أن معدل دوران البضاعة يرتبط بالنشاط الإقتصادي للمنشأة، فمعدلات الدوران في المنشآت التي تنشط في القطاع الصناعي تكون دائماً أقل في تلك التي تنشط في النشاط التجاري، وحتى على مستوى القطاع الصناعي نفسه فإن معدلات الدوران في الصناعات الإستخراجية والثقيلة تكون دائماً أقل من معدلات الدوران في الصناعات التحويلية مثل الصناعات الغذائية.

ويُحسب معدل دوران البضاعة حسب العلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران البضاعة} = \frac{\text{تكلفة البضاعة المباعة}}{\text{رصيد أو متوسط رصيد البضاعة}}$$

ويُحسب متوسط رصيد البضاعة كما يلي:

$$\text{متوسط رصيد البضاعة} = \frac{\text{بضاعة أول مدة} + \text{بضاعة آخر مدة}}{2}$$

وفي حالة عدم توفر قيمة بضاعة أول مدة يتم استخدام فقط بضاعة آخر مدة. وفي حالة عدم توفر تكلفة البضاعة المباعة يُمكن استخدام المبيعات بالرغم من زيادتها عن التكلفة بمقدار الأرباح المحققة. ويجب إتمام نسبة معدل دوران البضائع بمتوسط فترة التخزين (وتسمى أيضاً بمتوسط فترة الإحتفاظ بالمخزون) والتي تُحسب حسب العلاقة التالية:

$$\text{متوسط فترة التخزين} = \frac{360 \text{ أو } 365}{\text{معدل دوران البضائع}}$$

وكلما قل متوسط فترة التخزين كلما كان أفضل للمنشأة، فتكاليف التخزين تقل، وسيولة المنشأة تتحسن، وتقل حاجة المنشأة إلى الأموال.

وهذه النسبة تقيد في التعرف على عدد الأيام التي تحتاجها المنشأة لبيع بضاعتها وأيضاً عدد الأيام التي تبقى فيها البضاعة في المخازن.

- **معدل دوران المدينين:** ويهدف هذا المعدل إلى قياس سيولة الحسابات المدينة قبل طرح الإحتياجات المخصصة للديون المشكوك في تحصيلها، كما أن أوراق القبض المخصومة يجب أن تُؤخذ بعين الإعتبار. ويتم اللجوء إلى حساب مثل هذا المعدل عندما تقل نسبة التداول والسيولة السريعة في المنشأة عن معدل الصناعة للتأكد من مدى القدرة على تسييل الذمم المدينة.

ويُحسب معدل دوران الحسابات المدينة حسب العلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران الحسابات المدينة} = \frac{\text{صافي المبيعات الآجلة}}{\text{رصيد أو متوسط رصيد الحسابات المدينة}}$$

ويُحسب متوسط رصيد الحسابات المدينة كما يلي:

$$\text{متوسط رصيد الحسابات المدينة} = \frac{\text{رصيد الحسابات المدينة أول المدة} + \text{رصيد الحسابات المدينة آخر مدة}}{2}$$

إذا فهذا المعدل يعكس معدل السرعة التي تتمكن بها المنشأة من تحصيل حساباتها المدينة ومدى ملائمة حجم الإستثمار في هذه الحسابات، وهو بهذا يلقي الضوء على مدى ملائمة سياسة الإئتمان وسياسة التحصيل. وإنخفاض معدل الدوران يشير إلى مدى التساهل في منح الإئتمان، أما ارتفاعه فيشير إلى عدم التساهل في منح الإئتمان. وارتفاع معدل دوران الحسابات المدينة عن معدل الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة يُعتبر مؤشراً جيداً لأنه يعني أن المنشأة على كفاءة عالية في تحصيل ديونها، ويُمكن أيضاً مقارنة المعدل مع معدلات السنوات السابقة.

وهناك من يرى أنه في حالة عدم توفر معلومات عن صافي المبيعات الآجلة فيمكن إستخدام صافي المبيعات في حساب معدل دوران الحسابات المدينة.

إضافة لمعدل دوران الحسابات المدينة هناك متوسط فترة التحصيل والذي يعبر عن عدد الأيام اللازمة لتحصيل رصيد الحسابات المدينة، على إفتراض توقف البيع الآجل، وكلما قصر متوسط فترة التحصيل كلما دل ذلك على درجة عالية من السيولة.

ويُحسب متوسط فترة التحصيل حسب العلاقة التالية:

$$\text{متوسط فترة التحصيل} = \frac{360 \text{ أو } 365}{\text{معدل دوران المدينين}}$$

وطول فترة تحصيل ديون المنشأة موضع التحليل يجب أن تكون مطابقة تقريباً لطول فترة الإئتمان المتفق عليها مع إمكانية تجاوزها لفترة أيام قليلة لأغراض تحصيل الشيكات، وفي حالة كانت هذه الفترة ضمن هذه الحدود فذلك يُعتبر مؤشراً إيجابياً على نوعية المدينين وكفاية جهاز التحصيل في المنشأة، أما إذا كانت الحالة عكس ذلك فهذا يُعتبر مؤشراً على رداءة المدينين وضعف جهاز التحصيل في المنشأة.

وفي الأخير يجب التنبيه أن إستخدام رصيد الحسابات المدينة في اليوم الأخير من السنة المالية في حساب معدل دوران المدينين لا يأخذ بعين الإعتبار التذبذبات الموسمية وهو ما يُعتبر عيب.

- **معدل دوران الدائنين:** يُعتبر معدل دوران الدائنين مؤشراً من مؤشرات السيولة بالنظر لقدرته على تفسير كفاءة المنشأة في التسديد، حيث أن إرتفاع المعدل عن معيار المقارنة (مثلاً معدل الصناعة أو معدلات السنوات السابقة) هو علامة على تحسن السيولة نتيجة قدرة المنشأة على تسديد ما عليها من إلتزامات مستحقة ناتجة عن عملية الشراء الآجل، أما إنخفاض المعدل عن معيار المقارنة فهو علامة عن ضعف السيولة وربما يشير عن إبتعاد المنشأة عن سياسة الشراء الآجل وعدم الإستفادة من المزايا التي تتيحها العملية.

ويُحسب معدل دوران الدائنين حسب العلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران الدائنين} = \frac{\text{صافي المشتريات الآجلة}}{\text{رصيد أو متوسط الدائنين}}$$

ويُحسب متوسط رصيد الدائنين كما يلي:

$$\text{متوسط رصيد الدائنين} = \frac{\text{رصيد الدائنين أول المدة} + \text{رصيد الدائنين آخر مدة}}{2}$$

وفي حالة تعذر الحصول على قيمة صافي المشتريات الآجلة يلجأ المحلل المالي إلى كلفة البضاعة المباعة. ونسبة معدل دوران الدائنين تصبح ذات دلالة أكبر عند قياس متوسط فترة التسديد والتي يُقصد بها الفترة الممتدة من تاريخ تكوين الحسابات الدائنة، أي التاريخ الذي تتم فيه عملية الشراء الآجل، إلى تاريخ تسديد قيمة تلك الحسابات. وترتبط فترة التسديد بقدرة المنشأة على تسديد إلتزاماتها، فازدياد فترة التسديد ربما تعني ضعف في السيولة، أما الإنخفاض فهو علامة على التحسن في السيولة.

ويُحسب متوسط فترة التسديد حسب العلاقة التالية:

$$\text{متوسط فترة التسديد} = \frac{360 \text{ أو } 365}{\text{معدل دوران الدائنين}}$$

ويُفضل عند دراسة وضع المنشأة إجراء مقارنة بين الفترة التي تمنحها المنشأة للمدينين والفترة التي تتحصل عليها من الدائنين، ففي حالة كانت الفترة الأولى أقصر فوضع المنشأة سيكون جيد وخاصة من زاوية السيولة المالية، والعكس صحيح.

3-2-4- نسب الربحية Profitability ratios

تُعبر نسب الربحية عن مدى كفاءة إتخاذ المنشأة لقرارات المتعلقة بالإستثمار والتمويل، حيث تقيس هذه النسب مدى كفاءة إدارة المنشأة في تحقيق الربح على المبيعات، الأصول وحقوق المالكين، لهذا فنسب الربحية تهم العديد من الأطراف من المستثمرين، إدارة المنشأة والمقرضين. وتُقسم نسب الربحية إلى مجموعتين:

- **مجموعة النسب الناتجة عن نسبة الربح إلى المبيعات:** وهذه المجموعة من النسب تقيس قدرة المنشأة على ضبط مختلف عناصر المصروفات المرتبطة بالمبيعات المتحققة، كما أنها تقيس أيضاً مدى قدرة المنشأة على توليد الأرباح من المبيعات. ومن أهم نسب هذه المجموعة:

- **نسبة الربح الإجمالي:** وهذه النسبة تهدف إلى إلقاء الضوء على العلاقة بين سعر المنتج وتكاليفه. وأهم ما تعبر عنه هذه النسبة هو مدى كفاءة المنشأة في التعامل مع العناصر المكونة لتكلفة المبيعات، ومدى قدرتها على السيطرة عليها، ويُمكن ملاحظة ذلك من خلال قراءة تطور هذه النسبة على مدى عدة سنوات. وفي الكثير من الحالات تحافظ هذه النسبة على معدل ثبات معقول في حالة إستقرار أسعار البيع وتكاليف الإنتاج، وفي حالة حدث تغير في هذه المكونات فإن النسبة بالتالي ستتغير. وكلما إرتفعت قيمة النسبة كلما كان ذلك مؤشراً جيداً. وبما أنه لا يوجد معيار نمطي يُمكن على أساسه الحكم على صلاحية هذه النسبة فيمكن مقارنتها بمثيلتها في الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، ويُمكن أيضاً مقارنتها بنسب السنوات السابقة.

وتُحسب نسبة الربح الإجمالي حسب العلاقة التالية:

$$\text{نسبة الربح الإجمالي} = \frac{\text{الربح الإجمالي}}{\text{صافي المبيعات}}$$

- **نسبة صافي الربح التشغيلي:** إن ما يُميز هذه النسبة عن سابقتها هو أن حساب تكلفة المبيعات تأخذ بعين الإعتبار في حسابها أيضاً عناصر التكاليف والمصروفات المتعلقة بقيام الشركة بعملياتها مثل المصروفات الإدارية والعمومية ومصروفات البيع والتوزيع. وهذه النسبة تبيّن مدى الإنخفاض الممكن في سعر بيع الوحدة من المنتج قبل بدء المنشأة بتحمل الخسائر لهذا فإن هذه النسبة يُنظر إليها على أنها مقياس عام للكفاءة في التشغيل. وكلما إرتفعت قيمة النسبة كلما كان ذلك مؤشراً جيداً. وبما أنه لا يوجد معيار نمطي يُمكن على أساسه الحكم على صلاحية هذه النسبة فيمكن مقارنتها بمثيلتها في الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، ويُمكن أيضاً مقارنتها بنسب السنوات السابقة.

وتُحسب نسبة صافي الربح التشغيلي حسب العلاقة التالية:

$$\text{نسبة صافي الربح التشغيلي} = \frac{\text{صافي الربح التشغيلي}}{\text{صافي المبيعات}}$$

- **نسبة صافي الربح:** وهذه النسبة تعتبر مقياساً أشمل للربحية من النسبتين السابقتين، إلا أنه يجب قراءة النسب الثلاثة في آن واحد للوصول إلى نتيجة أدق في الحكم على ربحية المنشأة. وتختلف هذه النسبة عن سابقتها باشمالها على الأرباح الأخرى المتحققة من عمليات خارج نشاط الشركة، وأيضاً بعد الأخذ بعين الاعتبار المصروفات الأخرى والضرائب المدفوعة. وكلما ارتفعت قيمة النسبة كلما كان ذلك مؤشراً جيداً. ولا يتم الحكم على النسبة حتى يتم مقارنتها بنسبة الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، كما يُمكن أيضاً الحكم على النسبة بمقارنتها بالسنوات السابقة أو مع نسب المنشآت المماثلة.

وتُحسب نسبة صافي الربح حسب العلاقة التالية:

$$\text{نسبة صافي ربح} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{صافي المبيعات}}$$

- **مجموعة النسب الناتجة عن نسبة الربح إلى الإستثمارات:** تهدف النسب التي تنتمي إلى هذه المجموعة إلى قياس قدرة المنشأة على توليد الأرباح من الأموال المستثمرة. وهذه المجموعة من النسب تُعتبر مهمة للغاية في تقييم مدى كفاءة إدارة المنشأة، وتُعبّر عن مدى كفاءة الإدارة في استخدام المصادر المتاحة، وارتفاع العائد يعبر عن كفاءة الإدارة في المنشأة. ومن أهم نسب هذه المجموعة:

- **معدل العائد على مجموع الأصول:** ويُطلق عليه أيضاً بمعدل العائد على الإستثمار، وهو يُظهر ربحية الأموال المستثمرة، وكلما ارتفعت قيمة المعدل كلما كان مؤشراً إيجابياً، ولا يجب أن ينخفض المعدل إلى معدل الفائدة في السوق أو أقل منه لأن حدوث هذا سيجعل من الأفضل إستثمار الأموال في البنوك مثلاً. ومن أجل دقة النتائج يُفضل استخدام متوسط الأموال المستثمرة (متوسط الأصول) لأن الأموال المستثمرة في بداية الفترة تختلف عن الأموال المستثمرة في نهاية الفترة، والأرباح هي نتيجة نشاط المنشأة من بداية الفترة المالية حتى نهايتها.

ويُحسب معدل العائد على الإستثمار حسب العلاقة التالية:

$$\text{معدل العائد على الإستثمار} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{مجموع الأصول أو متوسط الأموال المستثمرة (متوسط مجموع الأصول)}} \times 100$$

حيث:

$$\text{متوسط رأس المال المستثمر} = \frac{\text{رأس المال المستثمر أول المدة} + \text{رأس المال المستثمر آخر المدة}}{2}$$

ولا يتم الحكم على معدل العائد على الإستثمار إلا بعد مقارنته مع معدل الفائدة في السوق ومعدل الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، كما يُمكن مقارنته أيضاً مع معدلات المنشآت المماثلة أو مع معدلات السنوات السابقة.

- **معدل العائد على حقوق الملكية:** وهذا المعدل يقيس مدى نجاح إدارة المنشأة في تعظيم عائد المستثمرين، والمعدل يُعتبر مقياساً شاملاً للربحية لكونه يقيس العائد المالي الذي يتحقق على إستثمارات المساهمين في الشركة، لذا فهو يُعتبر مؤشراً على المدى الذي إستطاعت فيه إدارة المنشأة إستخدام هذه الإستثمارات بشكل مربح. ويُهم هذا المعدل مالكي المنشأة (المساهمين) لأنهم المستفيدين من صافي الربح. وكلما إرتفعت قيمة هذا المعدل كلما كان ذلك إيجابياً. وفي حالة كان معدل العائد على حقوق الملكية يساوي معدل العائد على الإستثمار فهذا يعني أن معدل العائد على حقوق الملكية يساوي معدل الفائدة المدفوع للديون، أما إذا كان متساويين فهذا يعني أن معدل العائد على حقوق الملكية يساوي معدل الفائدة المدفوع للديون وبالتالي فإن الحالة الجيدة هي التي يكون فيها معدل العائد على حقوق الملكية أكبر من معدل العائد على الإستثمار. ويُحسب معدل العائد على حقوق الملكية حسب العلاقة التالية:

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة (بعد طرح حقوق حملة الأسهم الممتازة إن وجدت)}}{\text{حقوق الملكية (أو متوسط حقوق الملكية)}} \times 100$$

ومن أجل دقة النتائج يُفضل إستخدام متوسط حقوق الملكية والذي يُحسب كما يلي:

$$\text{متوسط حقوق الملكية} = \frac{\text{رصيد حقوق الملكية أول المدة} + \text{رصيد حقوق الملكية آخر المدة}}{2}$$

مثال:

ليكن لديك الميزانية العمومية وقائمة الدخل للشركة "X" بتاريخ 2020/12/31 كما يلي:

الميزانية العمومية

المبالغ (وحدة نقدية)	الخصوم	المبالغ (وحدة نقدية)	الأصول
90000	رأس المال (أسهم عادية)	7500	قيم معنوية
7400	أرباح محتجزة	28000	الأراضي
97400	مجموع حقوق الملكية	34000	المباني
29220	قروض بنكية	28000	السيارات
29220	مجموع الديون طويلة الأجل	12000	الأثاث
		(6000)	مخصص الإهلاك
126620	مجموع الأموال الدائمة	103500	مجموع صافي الأصول الثابتة
16400	موردين	18600	البضاعة
8500	أرباح موزعة	9200	زبائن
3180	ضرائب واجبة الدفع	4900	أوراق القبض
1300	سلفات مصرفية	9000	البنك
		7000	الحساب البريدي الجاري
		3800	الصندوق
29380	مجموع الخصوم المتداولة	52500	مجموع الأصول المتداولة
156000	مجموع الخصوم	156000	مجموع الأصول

قائمة الدخل

المبلغ (وحدة نقدية)	البيان
91000	- إجمالي المبيعات
(2945)	- مردودات المبيعات
(1300)	- مسموحات المبيعات
86755	- صافي المبيعات (منها 60% آجلة)
(29200)	- تكلفة المبيعات
57555	- الربح الإجمالي
(29400)	- المصاريف التشغيلية
28155	- صافي الدخل التشغيلي
1720	- الإيرادات الأخرى
(10000)	- المصاريف الأخرى
19875	- صافي الدخل قبل الضريبة
(3975)	- مخصص الضريبة (20%)
15900	- صافي الربح
(8500)	- الربح الموزع
7400	- صافي الربح المحتجز

المطلوب:

1- أوجد صافي رأس المال العامل، الإحتياجات من رأس المال العامل وقيمة الخزينة الصافية؟

4- أوجد مختلف النسب المالية التي تم تناولها وحللها؟

الحل:

1- إيجاد صافي رأس المال العامل، الإحتياجات من رأس المال العامل وقيمة الخزينة الصافية:

التفسير	القيمة	المؤشر
تُعتبر النتيجة مؤشراً جيداً على الوضعية المالية للمنشأة حيث تُمول جميع أصولها الثابتة الصافية بأموالها الدائمة، والقيمة الباقية يتم بها تمويل جزء من الأصول المتداولة.	الأموال الدائمة - صافي الأصول الثابتة $103500 - 126620 = 23120$ وحدة نقدية أو الأصول المتداولة - الخصوم المتداولة $29380 - 52500 = 23120$ وحدة نقدية	صافي رأس المال العامل
عند الأخذ بهذه النتيجة ونتيجة صافي رأس المال العامل فهذا يعني أن المنشأة يُمكنها تمويل دورة الإستغلال بواسطة صافي رأس المال العامل وموارد الإستغلال (ديون الموردين). وتشير هذه الوضعية إلى أن المنشأة متوازنة مالياً على المدى القصير .	(الأصول المتداولة - النقدية) - (ديون قصيرة الأجل - السلفات المصرفية) $(52500 - (9000 + 7000 + 3800)) - 29380 = 1300 = 4620$ وحدة نقدية	الإحتياجات من رأس المال العامل
وهي نتيجة تشير إلى التوازن المالي الذي تتمتع به المنشأة على المدى القصير .	صافي رأس المال العامل - الإحتياجات من رأس المال العامل $23120 - 4620 = 18500$ وحدة نقدية أو القيم الجاهزة - السلفات المصرفية $(9000 + 7000 + 3800) - (1300) = 18500 =$ وحدة نقدية	الخزينة الصافية

2- إيجاد النسب المالية:

التفسير	القيمة	النسبة
النسب الهيكلية		
النسبة جيدة لأنها لا تتجاوز 0.5 حيث تشير إلى أن 38% فقط من مجموع الأصول يتم تمويله بواسطة الديون (القصيرة والطويلة الأجل).	$0.38 = \frac{29380 + 29220}{156000} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الأصول}}$	نسبة التمويل الخارجي للأصول
النسبة جيدة لأنها تشير إلى أن 62% من مجموع الأصول يتم تمويله بواسطة حقوق الملكية.	$0.62 = \frac{97400}{156000} = \frac{\text{مجموع حقوق الملكية}}{\text{مجموع الأصول}}$	نسبة التمويل الداخلي للأصول
بما أن النسبة أكبر من الواحد فهي تُعتبر جيدة، وهي تشير إلى أن صافي الأصول الثابتة تغطي الديون طويلة الأجل للمنشأة بـ 3.54 مرة وهي وضعية مالية مريحة جداً.	$3.54 = \frac{103500}{29220} = \frac{\text{صافي الأصول الثابتة}}{\text{الديون طويلة الأجل}}$	نسبة تغطية الديون طويلة الأجل
النسبة جيدة لأنها لا تتجاوز الواحد، وتشير إلى أن مجموع الديون أقل من مجموع حقوق الملكية حيث أن قيمة مجموع الديون تساوي 60% من مجموع حقوق الملكية، وهذه الوضعية تعبر عن تمتع المنشأة بالاستقلالية المالية.	$0.60 = \frac{29380+29220}{97400} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع حقوق الملكية}}$	نسبة المديونية الكاملة
النسبة جيدة جداً لأنها لا تتجاوز الواحد وأقل بكثير من هذا الحد، وهي تشير إلى أن الديون قصيرة الأجل لا تمثل سوى 30% من مجموع حقوق الملكية.	$0.30 = \frac{29380}{97400} = \frac{\text{الخصوم المتداولة}}{\text{مجموع حقوق الملكية}}$	نسبة المديونية قصيرة الأجل
النسبة جيدة جداً لأنها لا تتجاوز الواحد وأقل بكثير من هذا الحد، كما أنها أقل من النسبة التي يُفضل ألا تتجاوزها وهي 0.5، وتشير قيمة النسبة إلى أن الديون طويلة الأجل لا تمثل سوى 30% من مجموع حقوق الملكية.	$0.3 = \frac{29220}{97400} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{مجموع حقوق الملكية}}$	نسبة المديونية طويلة الأجل
هذه النسبة أكبر من الواحد وهي وضعية جيدة لأنها تشير إلى وجود صافي رأس مال عامل موجب أي أن الأصول الثابتة الصافية في المنشأة يتم تمويلها بالكامل بواسطة الأموال الدائمة.	$1.22 = \frac{126620}{103500} = \frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{صافي الأصول الثابتة}}$	نسبة تمويل الأصول الثابتة
قيمة النسبة جيدة لأنها أقل من الواحد حيث تشير إلى وجود صافي رأس عامل موجب.	$0.56 = \frac{29380}{52500} = \frac{\text{الخصوم المتداولة}}{\text{الأصول المتداولة}}$	نسبة تمويل الأصول المتداولة
نسب السيولة		
بما أن القيمة النمطية للنسبة هي 2، فإن قيمة النسبة غير كافية للمنشأة.	$1.79 = \frac{52500}{29380} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$	نسبة التداول
بما أن القيمة النمطية للنسبة هي 1، فإن قيمة النسبة غير كافية للمنشأة.	$0.91 = \frac{(9200 + 12300 + 4200) - 52500}{29380} = \frac{\text{الأصول المتداولة} - (\text{المخزون} + \text{مصاريف مدفوعة مقدماً})}{\text{الخصوم المتداولة}}$	نسبة السيولة السريعة
قيمة النسبة منخفضة جداً عن الحدود المقبولة وهي 0.75 إلى 1، وهو مؤشر غير جيد للمنشأة.	$0.47 = \frac{4900+9000+7000+3800}{52500} = \frac{\text{الموجودات النقدية وشبه النقدية}}{\text{الخصوم المتداولة}}$	نسبة النقدية

نسب النشاط		
والحكم على هذا المعدل يكون عن طريق مقارنته مع معدل الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، أو أيضاً مع معدلات السنوات السابقة، وكلما ارتفع المعدل كان ذلك مؤشراً إيجابياً.	$0.56 = \frac{86755}{156000} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{مجموع الأصول}}$	معدل دوران مجموع الأصول
والحكم على هذا المعدل يكون عن طريق مقارنته مع معدل الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، أو أيضاً مع معدلات السنوات السابقة، وكلما ارتفع المعدل كان ذلك مؤشراً إيجابياً.	$1.65 = \frac{86755}{52500} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{مجموع الأصول المتداولة}}$	معدل دوران الأصول المتداولة
والحكم على هذا المعدل يكون عن طريق مقارنته مع معدل الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، أو أيضاً مع معدلات السنوات السابقة، وكلما ارتفع المعدل كان ذلك مؤشراً إيجابياً.	$3.75 = \frac{86755}{23120} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي رأس المال العامل}}$	معدل دوران صافي رأس المال العامل
والحكم على هذا المعدل يكون عن طريق مقارنته مع معدل الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، أو أيضاً مع معدلات السنوات السابقة، وارتفاع المعدل يُعتبر مؤشراً إيجابياً.	$0.84 = \frac{86755}{103500} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي الموجودات الثابتة}}$	معدل دوران الموجودات الثابتة
وينبغي مقارنة المعدل مع معيار مقارنة مثل معدل الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة أو معدلات السنوات السابقة، وكلما كان المعدل منخفضاً كان ذلك مؤشراً سلبياً على العديد من الأصعدة منها السيولة. أما فيما يخص متوسط فترة التخزين فهي تبدو فترة طويلة لأنها تعني أن المنشأة تحتاج في المتوسط إلى 229.3 يوماً ليبيع بضاعتها.	$1.57 = \frac{29200}{18600} = \frac{\text{تكلفة البضاعة المباعة}}{\text{رصيد أو متوسط رصيد البضاعة}}$ $229.3 = \frac{360}{1.57} = \frac{360}{\text{معدل دوران البضائع}}$	معدل دوران البضاعة
وينبغي مقارنة المعدل مع معيار مقارنة مثل معدل الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة أو معدلات السنوات السابقة، وكلما كان المعدل مرتفعاً عن معدل المقارنة كان ذلك مؤشراً إيجابياً لأن المنشأة على كفاءة عالية في تحصيل ديونها. ويشير معدل فترة التحصيل إلى أن عدد الأيام اللازمة لتحصيل رصيد الحسابات المدينة، على إفتراض توقف البيع الآجل، هو حوالي 98 يوماً، وهي فترة يجب مقارنتها مع فترة الإئتمان المتفق عليها، وينبغي أيضاً مقارنتها مع متوسط فترة التسديد (أنظر أدناه).	$3.69 = \frac{0.6 \times 86755}{4900+9200}$ رصيد الحسابات المدينة هنا يساوي مجموع المدينين وأوراق القبض $97.56 = \frac{360}{3.69} = \frac{360}{\text{معدل دوران المدينين}}$	معدل دوران المدينين
وينبغي مقارنة المعدل مع معيار مقارنة مثل معدل الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة أو معدلات السنوات السابقة، وكلما كان المعدل مرتفعاً عن معدل المقارنة كان ذلك مؤشراً إيجابياً. ويُلاحظ أن متوسط فترة التحصيل أقل من متوسط فترة التسديد وهي وضعية جيدة للمنشأة خاصة من ناحية السيولة.	$1.78 = \frac{29200}{16400} = \frac{\text{تكلفة البضاعة المباعة}}{\text{رصيد أو متوسط الدائنين}}$ $202.25 = \frac{360}{1.78} = \frac{360}{\text{معدل دوران الدائنين}}$	معدل دوران الدائنين

نسب الربحية		
يُمكن الحكم على هذه النسبة بمقارنتها مع معيار مقارنة مثل نسبة الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة ونسب السنوات السابقة، وإرتفاع النسبة يُعتبر مؤشراً جيداً.	$0.66 = \frac{57555}{86755} = \frac{\text{الربح الإجمالي}}{\text{صافي المبيعات}}$	نسبة الربح الإجمالي
يُمكن الحكم على هذه النسبة بمقارنتها مع معيار مقارنة مثل نسبة الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة ونسب السنوات السابقة، وإرتفاع النسبة يُعتبر مؤشراً جيداً.	$0.32 = \frac{28155}{86755} = \frac{\text{صافي الربح التشغيلي}}{\text{صافي المبيعات}}$	نسبة صافي الربح التشغيلي
يُمكن الحكم على هذه النسبة بمقارنتها مع معيار مقارنة مثل نسبة الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة ونسب السنوات السابقة، وإرتفاع النسبة يُعتبر مؤشراً جيداً.	$0.18 = \frac{15900}{86755} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{صافي المبيعات}}$	نسبة صافي الربح
يُمكن الحكم على هذا المعدل بمقارنته بسعر الفائدة السائد في السوق لمعرفة ما إذا كانت هناك جدوى من الإستمرار في إستثمار الأموال في المنشأة أو إستثمارها في مكان آخر مثل إيداعها في البنوك، كما يُمكن الحكم على المعدل أيضاً بمقارنته مع نسبة الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة أو مع أي معيار مقارنة آخر.	$100 \times \frac{\text{صافي الربح}}{\text{مجموع الأصول أو متوسط الأموال المستثمرة (متوسط مجموع الأصول)}} = \frac{15900}{156000} = 10.19$	معدل العائد على الإستثمار
المعدل أعلى من معدل العائد على الإستثمار وهذا يُعتبر مؤشراً جيداً.	$16.32 = 100 \times \frac{15900}{97400}$	معدل العائد على حقوق الملكية

تمرين مقترح

ليكن لديك الميزانية العمومية وقائمة الدخل للشركة "Y" بتاريخ 2020/12/31 كما يلي:

الميزانية العمومية

المبالغ (وحدة نقدية)	الخصوم	المبالغ (وحدة نقدية)	الأصول
100000	رأس المال (أسهم عادية)	9200	قيم معنوية
6400	أرباح محتجزة	32000	الأراضي
106400	مجموع حقوق الملكية	37400	المباني
34800	قروض بنكية	19400	السيارات
34800	مجموع الديون طويلة الأجل	13300	الأثاث
		(4900)	مخصص الإهلاك
141200	مجموع الأموال الدائمة	106400	مجموع صافي الأصول الثابتة
8650	موردين	19000	البضاعة
9200	أرباح موزعة	8100	زبائن
3900	ضرائب واجبة الدفع	3700	أوراق القبض
2050	سلفات مصرفية	18600	البنك
		9200	الصندوق
23800	مجموع الخصوم المتداولة	58600	مجموع الأصول المتداولة
165000	مجموع الخصوم	165000	مجموع الأصول

قائمة الدخل

المبلغ (وحدة نقدية)	البيان
78000	إجمالي المبيعات
(2900)	مردودات المبيعات
(1100)	مسموحات المبيعات
74000	صافي المبيعات (منها 40% آجلة)
(22060)	تكلفة المبيعات
51940	الربح الإجمالي
(26640)	المصاريف التشغيلية
25300	صافي الدخل التشغيلي
2600	الإيرادات الأخرى
(8400)	المصاريف الأخرى
19500	صافي الدخل قبل الضريبة
(3900)	مخصص الضريبة (20%)
15600	صافي الربح
(9200)	الربح الموزع
6400	صافي الربح المحتجز

المطلوب:

- 1- أوجد صافي رأس المال العامل، الإحتياجات من رأس المال العامل وقيمة الخزينة الصافية؟
- 2- أوجد النسب المالية التي درستها وحللها.

مراجع الفصل:

- 1- د. إيهاب مقابلة وآخرون: منهاج محاسب عربي قانوني معتمد "ACPA"، الورقة الأولى - الإقتصاد والتمويل، المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، عمان، الأردن، 2013.
(http://www.ascasociety.org/UploadFiles/ACPA_NM/Eco.%20and%20Finance.pdf). (تاريخ التحميل: 2021/04/19).
- 2- عبد الحليم كراجه وآخرون: الإدارة والتحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات)، الطبعة الثانية، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
- 3- د. مليكة زغيب ود. ميلود بوشنقير: التسيير المالي (حسب البرنامج الرسمي الجديد)، ديوان المطبوعات الجامعية، 2010.
- 4- د. عبد الستار مصطفى الصياح وسعود جايد مشكور العامري: الإدارة المالية: أطر نظرية وحالات عملية، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 5- أ. د. محمد مطر: الإتجاهات الحديثة في التحليل المالي والإئتماني: الأساليب والأدوات والإستخدامات العملية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 6- د. منير شاكر محمد وآخرون: التحليل المالي: مدخل صناعة القرار، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 7- د. أسعد حميد العلي: الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- 8- أ. د. محمد المبروك أبو زيد: التحليل المالي: شركات وأسواق مالية، الطبعة الثانية، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2009.
- 9- د. فيصل محمود الشواورة: مبادئ الإدارة المالية: إطار نظري ومحتوى عملي (التمويل - الاستثمار - التخطيط - التحليل المالي)، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2013.
- 10- د. عدنان تايه النعيمي وآخرون: الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، الطبعة الرابعة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2011.
- 11- د. إلياس بن ساسي ود. يوسف قريشي: التسيير المالي (الإدارة المالية): الجزء الأول: دروس وتطبيقات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- 12- د. إلياس بن ساسي ود. يوسف قريشي: التسيير المالي (الإدارة المالية): الجزء الثاني: أجوبة، تمارين وحلول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- 13- د. فايز سليم حداد: الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 14- د. عبد المعطي ارشيد ود. حسني علي خريوش: أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- 15- نعيم نمر داوود: التحليل المالي: دراسة نظرية تطبيقية، الطبعة الأولى، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2012.

16- أ. د. حمزة محمود الزبيدي: التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.

الجداول المالية

الجدول المالي رقم $\frac{12}{(1+i)^n}$

العدد	1	1.25	1.5	1.75	2	2.25	2.5	2.75	3	3.25	3.5	3.75	4	4.25	4.5	4.75
1	1.000829538	1.001035746	1.001241488	1.001446765	1.001651581	1.001855938	1.002059836	1.00226328	1.00246627	1.002668809	1.002870899	1.003072542	1.00327374	1.003474495	1.003674809	1.003874685
2	1.001659764	1.002072565	1.002484517	1.002895624	1.00330589	1.00371532	1.004123915	1.004531682	1.004938622	1.00534474	1.005750039	1.006154524	1.006558197	1.006961062	1.007363123	1.007763383
3	1.002490679	1.003110457	1.003729089	1.004346579	1.004962932	1.005578153	1.006192246	1.006805218	1.007417072	1.008027813	1.008637446	1.009245976	1.009853407	1.010459743	1.01106499	1.011669153
4	1.003322284	1.004149425	1.004975206	1.005799633	1.00662271	1.007444443	1.008264838	1.0090839	1.009901634	1.010718046	1.011533142	1.012346926	1.013159404	1.013970581	1.014780462	1.015589052
5	1.004154578	1.005189469	1.00622871	1.007254789	1.008285229	1.009314197	1.010341698	1.011367739	1.012392324	1.01341546	1.014437151	1.015457404	1.016476224	1.017493616	1.018509586	1.01952414
6	1.004987562	1.00623059	1.007472084	1.00871205	1.009950494	1.011187421	1.012422837	1.013656747	1.014889157	1.016120072	1.017349497	1.018577439	1.019803903	1.021028893	1.022252415	1.023474475
7	1.005821238	1.007272789	1.008722848	1.01017142	1.011618509	1.013064121	1.014508262	1.015950935	1.017392147	1.018831902	1.020270205	1.021707061	1.023142475	1.024576453	1.026008998	1.027440116
8	1.006655605	1.008316068	1.009975165	1.011632901	1.013289279	1.014944305	1.016597983	1.018250316	1.01990131	1.021550969	1.023199297	1.024846299	1.026491978	1.028136338	1.029779385	1.031421123
9	1.007490664	1.009360427	1.011229037	1.013096496	1.014962809	1.016827978	1.018692008	1.020554902	1.022416662	1.024277233	1.026136799	1.027995182	1.029852445	1.031708593	1.033563628	1.035417554
10	1.008326416	1.010405868	1.012484465	1.014562209	1.016639103	1.018715148	1.020790347	1.022864703	1.024938218	1.027010894	1.029082734	1.03115374	1.033223914	1.035293259	1.037361778	1.039429471
11	1.009162861	1.011452392	1.013741452	1.016030043	1.018318165	1.020605819	1.022893008	1.025179732	1.027465992	1.029751789	1.032037126	1.034322003	1.036606442	1.038880381	1.041173884	1.043456933
12	1.01	1.0125	1.015	1.0175	1.02	1.0225	1.025	1.0275	1.03	1.0325	1.035	1.0375	1.04	1.0425	1.045	1.0475

العدد	5	5.25	5.5	5.75	6	6.25	6.5	6.75	7	7.25	7.5	7.75	8	8.25	8.5	8.75
1	1.004074124	1.004273128	1.004471699	1.004669839	1.004867551	1.005064835	1.005261694	1.00545813	1.005654145	1.005849741	1.006044919	1.006239681	1.00643403	1.006627967	1.006821493	1.007014612
2	1.008164846	1.008564515	1.008963394	1.009361486	1.009758794	1.010155322	1.010551074	1.010946052	1.01134026	1.011733701	1.012126379	1.012518297	1.012909457	1.013299864	1.01368952	1.014078428
3	1.012272234	1.01287424	1.013475174	1.014075042	1.014673846	1.015271592	1.015868285	1.016463928	1.017058525	1.017652081	1.018244601	1.018836088	1.019426547	1.020015981	1.020604396	1.021191794
4	1.016396357	1.017202381	1.01800713	1.018810609	1.019612822	1.020413775	1.021213473	1.02201192	1.022809122	1.023605082	1.024399807	1.025193301	1.025985568	1.026776613	1.027566442	1.028355058
5	1.020537281	1.021549017	1.022559352	1.023568291	1.024575839	1.025582003	1.026586786	1.027590195	1.028592233	1.029592907	1.030592221	1.03159018	1.03258679	1.033582055	1.03457598	1.035568569
6	1.024695077	1.025914226	1.027131929	1.02834819	1.029563014	1.030776406	1.031988372	1.033198916	1.034408043	1.035615759	1.036822068	1.038026975	1.039230485	1.040432602	1.041633333	1.042832681
7	1.028869811	1.030298089	1.0317274954	1.033150411	1.034574464	1.035997119	1.037418379	1.03883825	1.040256737	1.041673843	1.043089573	1.044503932	1.045916925	1.047328555	1.048738828	1.050147747
8	1.033061554	1.034700684	1.036335817	1.037975057	1.039610308	1.041244773	1.042876938	1.044508565	1.0461385	1.047767365	1.049394965	1.051021304	1.052646386	1.054270214	1.055892793	1.057514126
9	1.037270375	1.0391222093	1.040972711	1.042822234	1.044670663	1.046518004	1.048364257	1.050209428	1.052053519	1.053896533	1.055738473	1.057579342	1.059419144	1.061257882	1.063095558	1.064932176
10	1.041496343	1.0435562394	1.045627628	1.047692046	1.049755651	1.051818445	1.05388043	1.055941608	1.058001982	1.060061554	1.062120326	1.0641783	1.066235479	1.068291864	1.070347458	1.072402262
11	1.045739528	1.04802167	1.05030336	1.052584599	1.054865389	1.057145731	1.059425636	1.061705075	1.063984079	1.06626264	1.068540758	1.070818434	1.07309567	1.075372467	1.077648826	1.079924747
12	1.05	1.0525	1.055	1.0575	1.06	1.0625	1.065	1.0675	1.07	1.0725	1.075	1.0775	1.08	1.0825	1.085	1.0875

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

- 1- عبد الحليم كراجه وآخرون: الإدارة والتحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات)، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
- 2- د. أسعد حميد العلي: الإدارة المالية: الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- 3- د. فايز سليم حداد: الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 4- شقيري نوري موسى وآخرون: إدارة الإستثمار، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2012.
- 5- د. قاسم نايف علوان: إدارة الإستثمار (بين النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، الإصدار الأول، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 6- أ.د. محمد مروان السمّان وآخرون: مبادئ التحليل الاقتصادي (الجزئي والكلي)، الطبعة الأولى، الإصدار الرابع، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 7- د. دريد كامل آل شبيب: الاستثمار والتحليل الاستثماري، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 8- د. عدنان تايه النعيمي وآخرون: الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2008.
- 9- د. عدنان تايه النعيمي ود. أرشد فؤاد التميمي: الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، 2009.
- 10- د. عدنان تايه النعيمي وآخرون: الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، الطبعة الرابعة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2011.
- 11- د. عبد المعطي ارشيد ود. حسني علي خريوش: أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- 12- د. غالب جليل صويص وآخرون: أساسيات إدارة المشاريع، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 13- د. أحمد الكواز: تقييم المشروعات الصناعية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد 41، ماي 2005.
- 14- د. عاطف وليم أندراوس: دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات: الأطر والخطوات- الأسس والقواعد- المعايير، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 15- د. إيهاب مقابلة: خرائط فرص الاستثمار والمنشآت الصغيرة والمتوسطة، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد 125، سبتمبر 2015.
- 16- د. إيهاب مقابلة وآخرون: منهاج محاسب عربي قانوني معتمد "ACPA"، الورقة الأولى - الإقتصاد والتمويل، المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، عمان، الأردن، 2013.

- (http://www.ascasociety.org/UploadFiles/ACPA_NM/Eco.%20and%20Finance.pdf) . (تاريخ التحميل: 2021/04/19).
- 17- د. أحمد يوسف دودين: إدارة المشاريع المعاصرة (نظري وكمي)، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
- 18- د. شقيري نوري موسى وأسامة عزمي سلام: دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2009.
- 19- مناخ الإستثمار في الدول العربية 2011، المؤسسة العربية لضمان الإستثمار وائتمان الصادرات، الكويت. (<http://dhaman.net/ar/wp-content/uploads/sites/2/2016/04/Climate2011-Arabic.pdf>) . (تاريخ التحميل: 2021/04/28).
- 20- أ.د. أحمد بوراس: تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008.
- 21- القانون رقم 17-02 المؤرخ في 10 جانفي 2017 المتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد 02، 11 جانفي 2017.
- 22- د. فيصل محمود الشاورة: مبادئ الإدارة المالية: إطار نظري ومحتوى عملي (التمويل - الإستثمار - التخطيط - التحليل المالي)، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2013.
- 23- د. خلفان حمد عيسى: إدارة الإستثمار والمحافظ المالية، الطبعة الأولى، دار الجنادرية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
- 24- د. نزار سعد الدين العيسى: مبادئ الاقتصاد الكلي: كيف يعمل الاقتصاد في النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، الدار العلمية الدولية ودار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001.
- 25- د. عثمان أبو حرب: الإقتصاد الدولي، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 26- د. محمود حسين الوادي وآخرون: دراسات الجدوى الاقتصادية والمالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 27- د. خالد قاشي ود. حميد الطائي: التسويق ونظام المعلومات التسويقية في المؤسسة (مدخل إستراتيجي)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
- 28- د. طلال كداوي: تقييم القرارات الإستثمارية، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، 2008.
- 29- نعيم نمر داوود: دراسة الجدوى الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2011.
- 30- نعيم نمر داوود: التحليل المالي: دراسة نظرية تطبيقية، الطبعة الأولى، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2012.
- 31- د. محمد محمود العجلوني و أ.د. سعيد سامي الحلاق: دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، 2019.

- 32- أ. د. هوشيار معروف: دراسات الجدوى وتقييم المشاريع، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 33- د. جهاد هماد: إدارة الإستثمار: الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الأولى، دار أمجد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
- 34- د. جهاد فراس الطيلوني: دراسة الجدوى الإقتصادية للمشاريع، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- 35- أ. د. محمد المبروك أبو زيد: التحليل المالي: شركات وأسواق مالية، الطبعة الثانية، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2009.
- 36- د. موسى أحمد خير الدين: إدارة المشاريع المعاصرة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- 37- ناصر دادي عدون: الرياضيات المالية، الجزء الأول، دار المحمدية العامة، الجزائر، بدون سنة نشر.
- 38- رائد محمد عبد ربه: دراسة الجدوى الاقتصادية للمشاريع، الطبعة الأولى، دار الجنادرية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
- 39- د. مدحت القرشي: دراسات الجدوى الإقتصادية وتقييم المشروعات الصناعية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 40- د. مليكة زغيب ود. ميلود بوشنقىر: التسيير المالي (حسب البرنامج الرسمي الجديد)، ديوان المطبوعات الجامعية، 2010.
- 41- د. عبد الستار مصطفى الصياح وسعود جايد مشكور العامري: الإدارة المالية: أطر نظرية وحالات عملية، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 42- أ. د. محمد مطر: الإتجاهات الحديثة في التحليل المالي والإئتماني: الأساليب والأدوات والإستخدامات العملية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 43- د. منير شاكر محمد وآخرون: التحليل المالي: مدخل صناعة القرار، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 44- د. إلياس بن ساسي ود. يوسف قريشي: التسيير المالي (الإدارة المالية): دروس وتطبيقات -الجزء الأول-، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- 45- د. إلياس بن ساسي ود. يوسف قريشي: التسيير المالي (الإدارة المالية): الجزء الثاني: أجوبة، تمارين وحلول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- 46- أ. د. حمزة محمود الزبيدي: التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- 47- د. محمد صالح الحناوي وآخرون: الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2009.

-
- 48 – Jean-Pierre Angelier: Economie industrielle: Eléments de méthode, office des publications universitaires, Alger, 1993, (La version originale de cet ouvrage a paru en 1991, France).
- 49- L’Institut national de la statistique et des études économiques: secteur secondaire, date de publication 13/05/2020, consulté 25 juin 2021, sur <https://www.insee.fr/fr/metadonnees/definition/c1428>.
- 50- Microsoft Exel 2013.