

## التمويل والمخاطر المالية للاستثمارات في المؤسسة

- دراسة حالة المؤسسة الوطنية للعصير والمصبرات - فرع نقاوس -

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية

فرع: إدارة الأعمال

إعداد الطالب:

جمال بعيطيش

أعضاء جنة المناقشة

الصفة	الجامعة الأصلية	الرتبة	الاسم ولقب
رئيسا	جامعة باتنة	أستاذ التعليم العالي	أ.د. علي رحال
مقررا	جامعة باتنة	أستاذ محاضر	د. مصطفى عقاري
عضوا	جامعة باتنة	أستاذ محاضر	د. زهوي عمار
عضوا	جامعة مسيلة	أستاذ محاضر	د. رانح بوقرة

السنة الجامعية: 2009/2008

## فهرس الموضوعات

### الصفحة

فهرس الموضوعات .....	فهرس الموضوعات .....
فهرس الجداول .....	فهرس الجداول .....
فهرس الأشكال .....	فهرس الأشكال .....
فهرس الملاحق .....	فهرس الملاحق .....
المقدمة العامة .....	1
<b>الفصل الأول: مدخل إلى تمويل الاستثمار.....</b>	<b>1</b>
<b>المبحث الأول: مفهوم الاستثمار في المؤسسة.....</b>	<b>2</b>
المطلب الأول: تعريف الاستثمار في المؤسسة.....	2
المطلب الثاني: التصنيفات المختلفة للاستثمار في المؤسسة.....	5
<b>المبحث الثاني: سيرورة القرار الاستثماري في المؤسسة.....</b>	<b>11</b>
المطلب الأول: تحديد الأهداف الإستراتيجية للاستثمار.....	11
المطلب الثاني: صياغة المشاريع الاستثمارية.....	12
المطلب الثالث: دراسات الجدوى للمشاريع الاستثمارية.....	12
<b>المبحث الثالث: تقييم المردودية الاقتصادية للاستثمار.....</b>	<b>15</b>
المطلب الأول: الطرق التي تتجاهل القيمة الزمنية للنقد.....	15
المطلب الثاني: الطرق التي تقوم على مفهوم القيمة الزمنية للنقد.....	16
<b>المبحث الرابع: مفهوم تمويل الاستثمار في المؤسسة.....</b>	<b>20</b>
المطلب الأول: تعريف تمويل الاستثمار.....	20
المطلب الثاني: السوق المالية ودورها في تمويل المؤسسات.....	21
المطلب الثالث: مصادر التمويل للاستثمار في المؤسسة.....	27
<b>خلاصة الفصل الأول.....</b>	<b>39</b>
<b>الفصل الثاني: اختيار الهيكل التمويلي وتحقيق التوازن المالي.....</b>	<b>40</b>
<b>المبحث الأول: الهيكل المالي ولاقته بتكلفة رأس المال.....</b>	<b>42</b>
المطلب الأول: تعريف الهيكل المالي.....	.....
المطلب الثاني: مفهوم تكلفة رأس المال.....	45
المطلب الثالث: تحليل تكلفة رأس المال.....	45
<b>المطلب الرابع: الدوافع والاتجاهات المؤثرة في الهيكل المالي.....</b>	<b>47</b>

49	المبحث الثاني: كيفية اختيار نمط التمويل.....
49	المطلب الأول: تكلفة مصادر التمويل.....
54	المطلب الثاني: طرق حساب تكلفة رأس المال.....
55	المطلب الثالث: سيرورة المفاضلة بين بدائل التمويل.....
63	المبحث الثالث: تحليل شروط التوازن المالي.....
63	المطلب الأول: الميزانية الوظيفية.....
64	المطلب الثاني: الميزانية المالية.....
64	المطلب الثالث: قائمة التدفقات النقدية.....
69	المبحث الرابع: الهيكل المالي من خلال النظريات المالية.....
70	المطلب الأول: الدخل التقليدي.....
71	المطلب الثاني: نظرية موبيغلياني وميلر.....
72	المطلب الثالث: نظرية الوكالة.....
74	المطلب الرابع: نظرية العلاقة التعويضية.....
75	المطلب الخامس: نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل.....
76	<b>خلاصة الفصل الثاني.....</b>
80	<b>الفصل الثالث: المخاطر المالية للاستثمار في المؤسسة.....</b>
81	المبحث الأول: ماهية المخاطر للاستثمار في المؤسسة.....
81	المطلب الأول: تعريف المخاطر المالية للاستثمار في المؤسسة.....
82	المطلب الثاني: أسباب المخاطر المالية في المؤسسة.....
89	المطلب الثالث: تصنيف المخاطر المالية في المؤسسة.....
92	المطلب الرابع: تأثيرات المخاطر المالية على المؤسسة.....
93	المبحث الثاني: طرق قياس المخاطر المالية للإستثمارات في المؤسسة.....
93	المطلب الأول: الطرق الإحصائية المستعملة في قياس المخاطر المالية.....
95	المطلب الثاني: طرق أخرى في قياس المخاطر.....
93	المبحث الثالث: إدارة المخاطر المالية للاستثمارات.....
96	المطلب الأول: إدارة المخاطر في المؤسسة.....
98	المطلب الثاني: نشأة وتطور إدارة المخاطر.....
99	المطلب الثالث: عملية إدارة مخاطر الاستثمار في المؤسسة.....

102	المبحث الرابع: منهجية تسيير المخاطر في البنوك.....
102	المطلب الأول: مخاطر القروض ومستوياتها.....
102	المطلب الثاني: الاحتياط من المخاطر.....
104	المطلب الثالث: تسيير المخاطر في البنوك.....
106	خلاصة الفصل الثالث.....
108	الفصل الرابع : دراسة حالة المؤسسة الوطنية للعصير والمصبرات - فرع نقاوس.....
110	المبحث الأول: نظرة عامة عن المؤسسة الوطنية للعصير والمصبرات.....
110	المطلب الأول: نشأة وتطور المؤسسة.....
113	المطلب الثاني تطور الإطار القانوني للمؤسسة.....
113	المطلب الثالث: فرع المشروبات في الجزائر.....
116	المطلب الرابع: المحيط المالي والإداري للمؤسسة الجزائرية.....
118	المبحث الثاني: دراسة التمويل وتحليل التوازن المالي لمؤسسة نقاوس.....
118	المطلب الأول: تقديم مؤسسة نقاوس.....
	المطلب الثاني: عرض القوائم المحاسبية لمؤسسة نقاوس.....
123	المطلب الثالث: دراسة هيكل التمويل وظروف التوازن المالي.....
133	المبحث الثالث: دراسة المخاطر التي تواجه مؤسسة نقاوس.....
133	المطلب الأول: المخاطر المالية لمؤسسة نقاوس.....
135	المطلب الثاني: إدارة المخاطر في المؤسسة- نموذج مقترن.....
137	خلاصة الفصل الرابع.....
139	الخاتمة.....
144	قائمة المراجع.....

## فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
10	عناصر التدفقات النقدية الداخلة والخارجية	1
22	شروط الدخول إلى السوق المالية	2
62	ربحية السهم العادي والمخاطر	3
114	التوزيع الجغرافي للمؤسسات في فرع المشروبات	4
115	توزيع الإنتاج حسب المنتجات	5
116	مقارنة بين أداء المؤسسات الجزائرية والمؤسسات الفرنسية	6
118	توزيع الإنتاج لمؤسسة نقاوس في سنة 2005	7
125	قائمة التدفقات النقدية لمؤسسة نقاوس	8
127	تطورات نسب عناصر الهيكل المالي	9
128	هيكل الديون في المؤسسة	10
130	رأس المال العامل في مؤسسة نقاوس	11
131	تحليل مستوى الخزينة في المؤسسة	12
132	نسب السيولة في المؤسسة	13

## فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان	الرقم
7	التوزيع الزمني للتدفقات النقدية للصنف الأول	1
8	التوزيع الزمني للتدفقات النقدية للصنف الثاني	2
8	التوزيع الزمني للتدفقات النقدية للصنف الثالث	3
9	التوزيع الزمني للتدفقات النقدية للصنف الرابع	4
14	تمثيل سيرورة القرار الاستثماري	5
25	نموذج الاقتصاديات المعتمدة على الأسواق المالية	6
26	نموذج الاقتصاديات المعتمدة على المديونية	7
70	العلاقة بين نسبة المديونية وتكلفة الأموال	8
83	عناصر المحيط الاقتصادي	9
85	قوى المنافسة حسب مايكل بورتر	10
88	سلسلة القيمة حسب مايكل بورتر	11
112	الهيكل التنظيمي لمؤسسة ENAJUC	12

**فهرس الملاحق**

الصفحة	العنوان	الرقم
149	القانون التوجيسي للمؤسسات العمومية الاقتصادية	1
156	تنظيم مؤسسات القرض الاجاري	2
158	تنظيم بنك الجزائر حول قواعد الحذر في تسهيل المصادر	3
160	قانون تأسيس المؤسسة الوطنية للعصير والمصبرات ENAJUC	4
163	قائمة المؤسسات الجزائرية المنتجة للمشروبات	5

## شکر و عرفان

أتقدم بالشکر والعرفان إلى الدكتور مصطفى عقاري على ما بذله من جهد  
كبير في الإشراف على هذا البحث حيث قدم نصائح وإرشادات قيمة  
استفدت منها كثيرا .  
كما لا يفوتي أن أنمّه بالجهودات المشمرة التي بذلها الأستاذ الدكتور  
صالح عمر فلاحي بصفته مشرفا على هذه الدفعة .

## إهداء

أهدي هذا الجهد المتواضع إلى الوالدين الكريمين الذين لم يدخر جهدا ولم يبخلا بنصيحة ولن نستطيع أن نرد لهم الجميل مهما فعلنا إزاء ما قدمواه من تضحية وتحمله من صبر في مسيرة التعليم.  
كما أهدي هذا العمل إلى جميع الأهل والأصدقاء.

# المقدمة العامة

المقدمة

يستمد قرار الاستثمار أهميته من جسامة الدور الذي يقوم به في تعزيز فرص البقاء وفتح آفاق النمو والتوسيع أمام المؤسسة، وينحها المرونة اللازمة للتكيف مع محطيها المتقلب، لاسيما وأن محيط المؤسسة أصبح أكثر امتداداً وأشد تعقيداً من الفترات السابقة، نتيجة للتأثيرات المترتبة عن ظاهرة العولمة التي أدت إلى افتتاح الأسواق وحرية انتقال عوامل الإنتاج، واحتدام المنافسة العالمية.

لا ريب أن قرار التمويل مرتبط بقرار الاستثمار أشد الارتباط، حتى أنه لا يمكن الحديث عن أحدهما دون التعرض للأخر، ورغم أن التمويل متغير تابع لقرار الاستثمار فإن التأثير المتبادل بينهما يجعل من علاقة التبعية هذه أكثر تداخلاً خاصة وأن تطور أنماط التمويل وتعدد مصادره أصبحت تؤثر على الاستثمار في المؤسسة بشكل متزايد.

لقد ساهم تطور الأنظمة المالية والمصرفية على توفير الموارد المالية الضخمة، وابتكار أدوات مالية جديدة تراعي متطلبات التمويل المتغيرة مع مرور الزمن وال مختلفة من مؤسسة إلى أخرى. وقد عرفت الأسواق المالية نهضة غير مسبوقة لما انطوت عليه من ميزات كثيرة مقارنة بالبنوك، والتي على رأسها: القرة على تقسيم المخاطر على عدد أكبر من المتعاملين وتوفير التمويل بأدوات مالية غير تضخمية أي دون خلق النقود. مما جعل السلطات العمومية في مختلف البلدان تسعى لتنمية هذه الأسواق وتطويرها. وقد أدى تزايد الترابط بين الأنظمة المالية إلى تمكين المؤسسات المحلية من الاستفادة من رؤوس الأموال الأجنبية، رغم أن ذلك ترافق مع تفاقم المخاطر المالية مثل التقلبات في أسعار الصرف، أسعار الفائدة، وأسعار الأدوات المالية.

ورغم أهمية الدور الذي تقوم به السوق المالية في تمويل الاستثمارات، فإن البنوك لا تزال تشكل رافداً مهماً في التمويل خاصة بالنسبة للمؤسسات المتوسطة والصغيرة، التي بحكم حجمها لا تستطيع اللجوء إلى السوق المالية. الواقع أن البنوك شهدت نمواً كبيراً في السنوات الأخيرة تمثلت مظاهره في اعتمادها على الابتكار المستمر للمنتجات المصرافية وذلك من أجل التكيف مع الاحتياجات المالية المتغيرة

## المقدمة

للمؤسسات، واتجاهها نحو المزيد من تنويع أنشطتها، والدخول في مجالات جديدة على العالم المصرفي مثل تقديم خدمات التأمين والتمويل التأجيري لوسائل الإنتاج.

إن المؤسسة الاقتصادية الجزائرية تتوارد في محيط يتيح لها الكثير من الفرص الاستثمارية، لاسيما وأن المناخ الاستثماري الجزائري يتميز بعدة مزايا مقارنة مثل انخفاض تكالفة اليد العاملة وانخفاض تكاليف الطاقة، التي يمكن الاستفادة منها لتعظيم العائد على الاستثمار. إلا أن المؤسسة الجزائرية تواجه بالمقابل عرائض ومخاطر جمة مثل تفاقم ظاهرة الاقتصاد الموازي، وارتفاع المنافسة المحلية والأجنبية، فضلا عن صعوبات الحصول على التمويل البنكي وغياب السوق المالية التي لا تزال في طور النشأة. مما يجعل رغبة المؤسسات الجزائرية في زيادة تنافسيتها واستغلال الفرص المتاحة سواء عن طريق الاستثمار في مشاريع جديدة أو تطوير قدراتها الإنتاجية الحالية يتوقف إلى حد بعيد على مدى حجم امكاناتها الذاتية.

### **1- إشكالية البحث:**

من بين أهم التحديات التي تواجهها المؤسسة هو كيفية تمويل الاستثمار والتحكم في المخاطر المرتبطة به وذلك نتيجة لكثرة الأنماط التمويلية وتعقد المحيط المالي من جهة، وأهمية الآثار المالية التي يمكن أن تترتب عن المخاطر في حالة تتحققها. وسعيا للإحاطة بهذه التحديات وتوضيح أساليب القرار المالي للمؤسسة، سنحاول من خلال هذا البحث الإجابة عن التساؤل الرئيسي التالي: ما هي كيفية اختيار نمط التمويل وما هي طرق التحكم في المخاطر المالية لاستثمارات المؤسسة.

بغرض الإلمام بجوانب التمويل والمخاطر المرتبطة به سنسترشد بالمعالم التالية:

أ- ما هي العوامل المؤثرة في اختيار نمط تمويل الاستثمار في المؤسسة ؟

ب- كيف يتم تشكيل هيكل رأس المال ؟ وعلى أي أساس ؟

ج- ما هي شروط التوازن المالي في ظل اختيار هيكل رأس المال ؟

المقدمة

- د- ما المقصود بالمخاطر المالية لاستثمارات المؤسسة؟ وكيف يتم قياسها؟

- هـ- كيف يمكن التحكم في المخاطر المالية لاستثمارات المؤسسة؟

## ٢- فرضيات البحث:

للإجابة عن إشكالية البحث نستند على، الفرضيات التالية:

- أ- اختيار نمط التمويل في المؤسسة يعتمد على مدى توافر التمويل الذاتي ودرجة تطور المحيط المالي.
  - ب- تؤدي المديونية إلى زيادة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة.
  - ج- يتم التحكم في المخاطر المالية من خلال تطبيق تقنيات متعددة.

### 3- أهمية موضوع البحث:

يكتسي موضوع البحث أهمية كبيرة، ذلك أنه يدرس أكثر المثيره لاهتمام المؤسسات والباحثين  
والمهتمين بالإدارة المالية.

وتجلي أهمية البحث فيما يلى :

- تسلط الضوء على التطورات الجديدة التي عرفتها مصادر التمويل.
  - التعرف على الآليات المستعملة في التحكم في المخاطر المالية للمؤسسات.

4-أهداف البحث:

نسعي من خلال بحثنا هذا إلى تحقيق الأهداف التالية:

- أ- تحديد أهداف الإدارة المالية فيما يتعلق بالاستثمار والتمويل.
  - ب- محاولة التعرف على الطرق المساعدة على اختيار الهيكل المالي الأمثل لاستثمارات المؤسسة.
  - ج- تسلیط الضوء على واقع تمويل الاستثمارات والتحكم في المخاطر المالية لدى المؤسسات الجزائرية وذلك بدراسة حالة المؤسسة الوطنية للعصير والمصبرات - فرع نقاوس، حيث نتعرف على المزايا التي يوفرها تطبيق الأسس والقواعد المالية في قرارات التمويل والاستثمار في المؤسسة كما سنحاول تفهم

العراقيـلـ الـتـيـ تـحـولـ دونـ الـاـلتـزـامـ بـهـذـهـ القـوـادـ وـمـنـ ثـمـ مـحاـوـلـةـ طـرـحـ بـعـضـ الـاقـرـاحـاتـ الـتـيـ نـراـهـاـ صـرـورـيـةـ وـمـكـنـةـ.

#### 5- منهج البحث:

للإجابة عن إشكالية البحث والتحقق من الفرضيات المقترحة، سوف تتبع منهاجاً وصفياً تحليلياً معتمدين في ذلك على بعض المراجع باللغة العربية وباللغة الأجنبية وبعض موقع الإنترنيت، كما اعتمدنا في القيام بالدراسة الميدانية على أسلوب دراسة الحالة، وذلك من خلال جمع الوثائق المتعلقة بالمؤسسة ومقابلة الشخصية للقائمين على المصلحة المالية فيها.

#### 7- خطوات البحث:

سوف نقسم هذا البحث إلى أربعة فصول، ينطوي في الفصل الأول إلى عرض مدخل عام حول تمويل الاستثمارات في المؤسسة، نناقش فيه مختلف المفاهيم العامة المتعلقة بالتمويل والاستثمار. وفي الفصل الثاني سوف نتناول بالدراسة كيفية اختيار الهيكل التمويلي وطرق تحقيق التوازن المالي، حيث نحاول التعرف على أهم محددات الهيكل المالي وكذلك الأدوات المستعملة في تحليل شروط التوازن المالي للمؤسسة. أما الفصل الثالث فإنه يتعلق بالمخاطر المالية وطرق إدارتها، كما ينطوي إلى توضيح المقصود من المخاطر المالية وسببياتها ثم طرق التحكم فيها. أما الفصل الرابع سوف يخصص لدراسة حالة المؤسسة الوطنية للعصير والمصبرات - فرع نقاوس، نقدم نظرة عامة عن المؤسسة ومجال نشاطها ثم نقوم بتحليل الوضعية المالية لها وتحديد هيكلها المالي، ثم بعد ذلك نحاول تحليل المخاطر المالية التي تواجه المؤسسة.

# **الفصل الأول**

**مدخل إلى تمويل الاستثمارات**

## **الفصل الأول: مدخل إلى تمويل الاستثمارات**

### **تمهيد:**

يعتبر التمويل عنصرا هاما في نجاح العملية الاستثمارية في المؤسسة، إذ يوفر الموارد المالية الكفيلة بإشباع الحاجات الاستثمارية المتعددة. ويساهم التوازن بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية بما يحفظ الاستقلال المالي ويحمي المؤسسة من مخاطر التوقف عن السداد ومخاطر عدم السيولة.

نستعرض في هذا الفصل ماهية الاستثمار والتصنيفات المختلفة له في البحث الأول، ثم نتطرق إلى سيرورة القرار الاستثماري في المؤسسة في البحث الثاني، ثم نعرج على الطرق المستعملة في تقدير المردودية الاقتصادية للاستثمارات في البحث الثالث، وفي البحث الرابع نتناول بالدراسة مفهوم التمويل لاستثمارات المؤسسة.

## **الفصل الأول:**

يعتبر قرار الاستثمار من أهم وأصعب القرارات في المؤسسة، لأنه يعتمد بشكل أساسي على التنبؤ بسلوك متغيرات كثيرة في البيئة الخارجية للمؤسسة، بالإضافة إلى جسامه النتائج التي يمكن أن تترتب عنه، والتي سوف تساهم إما في نجاح المؤسسة أو فشلها على المدى الطويل، لذلك فإن الاستثمار في المؤسسة يتميز بطابع المخاطرة المتأصلة فيه.

إن المؤسسة التي لا تستثمر سوف يكون مصيرها الزوال حتماً، لأن وسائل الإنتاج تصبح بعد فترة زمنية معينة غير فعالة ولا تتلاءم مع متطلبات المنافسة، كما أن نشاط المؤسسة مهدد بتغيير أذواق المستهلكين واتجاهاتهم، فظهور المنتجات البديلة وتراجع الحكومات عن سياسات الحماية للمنتجات الوطنية يفرض على المؤسسة أن تستثمر للتكيف مع هذه المتغيرات، حتى تستطيع البقاء وأن تطمح بعد ذلك للنمو والتوسيع، لأن "التحدي الكبير الذي تواجهه المؤسسات اليوم هو التكيف مع العولمة وانعكاساتها الواسعة على مختلف الجوانب المؤثرة فيها خاصة أنماط الإنتاج، العلاقات المالية وتسخير الموارد البشرية" ١

### **المبحث الأول: مفهوم الاستثمار في المؤسسة**

يكثر الحديث عن الاستثمار وتتعدد المقاصد من هذه الكلمة بسبب استعمالها في الكثير من المجالات المختلفة، سواء في المجال الاقتصادي أو المالي أو المحاسبي. لذلك لا بد من محاولة وضع تعريف لمعنى الاستثمار في المؤسسة.

### **المطلب الأول: تعريف الاستثمار في المؤسسة**

توجد تعاريف كثيرة ومتنوعة للاستثمار في المؤسسة بشكل قد يوحي بوجود نوع من الاختلاف فيما بينها، سوف نستعرض العديد من التعريفات لعلها تساعداً على تعريف عملية الاستثمار في المؤسسة.

١-David Burton, *Vent de changement en Asie*, revue de finance et développement,( USA: IMF, 2006) p.9.

- يعرف الاستثمار بأنه ذلك " القرار المتعلق بكافية استخدام المؤسسة للموارد المتاحة لها في الحصول على وسائل الإنتاج. ويظهر قرار الاستثمار من خلال التوزيع الأمثل للموارد المتاحة للمؤسسة على مختلف أنواع الأصول بطريقة توازن بين المبلغ المخصص لكل عنصر من عناصر الأصول دون زيادة تؤدي إلى تبذيد الأموال دون نقص يؤدي إلى توقف الإنتاج".<sup>1</sup>

يركز هذا التعريف للاستثمار على الطريقة التي تتبعها المؤسسة في تخصيص مواردها في الحصول على مختلف الأصول، بحيث يكون هذا التخصيص يتصرف بالأمثلية التي تتجلى في تحديد الحجم الأمثل لكل عنصر من عناصر الأصول، والتي تتولد عنها عائداً جيداً في ظل الحفاظ على السيولة، التي تمكن المؤسسة من مواجهة التزاماتها عند حلول آجال استحقاقها.

لكن الملاحظ أن هذا التعريف يعتبر كل أصول المؤسسة استثمارات دون التفريق بين الأصول الثابتة طويلة الأجل والأصول المتداولة قصيرة الأجل، كما يتجاهل عنصر عدم التأكيد والمخاطر المرتبطة بالاستثمار، إذ أن الآثار التي تتولد عن الاستثمار سوف تحدث في المستقبل الأمر الذي يضفي عليها طابع عدم التأكيد "حسب التوجهات الحديثة في مجال الاستثمار فإن المخاطر تعتبر عنصراً رئيسياً، إذ أن

الدرجة المرتفعة للمخاطر تثبط المؤسسات الإنتاجية"<sup>2</sup>

- يراد بالاستثمار" ذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين على الأقل والبني على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسقى عملية الاختيار وتتم بعدة مراحل تنتهي باختيار قابلية هذا البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين وفقاً لأهداف

وطبيعة المشروع الاستثماري"<sup>3</sup>

1- محمد عقل مفلح، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل العالمي، (الأردن: مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، 2006) ص. 30.

2 - Charles Kramer, revue de finance et développement, **Le Casse tête de L'investissement en Asie**, ( USA : IMF, 2006) p. 377.

3- محمد عقل مفلح، مرجع سبق ص. 38.

## الفصل الأول: مدخل إلى تمويل الاستثمارات في المؤسسة

- الاستثمار عبارة عن " تخصيص الأموال في الحصول على أصول صناعية أو مالية، بمعنى القيام بنفقات حالية بهدف الحصول على أرباح على مدى عدة مراحل زمنية متتابعة، فهو لا يتعلق فقط ببنفقات إنشاء الأصول المادية والمالية وإنما كل النفقات التي لا تسهم آنبا و مباشرة في تشغيل المؤسسة مثل:

تكوين اليد العاملة<sup>١</sup>

لقد لوحظ تزايد إنفاق المؤسسات الإنتاجية على " تحسين نوعية التكوين للموارد البشرية لأنه يؤدي إلى رفع معدلات الابتكار، التي بدورها تزيد مستوى الإنتاجية، وتساعد المؤسسة أيضا على اعتماد طرق إنتاجية لها فعالية أكبر "<sup>٢</sup>

يلاحظ من هذا التعريف توسيعه لمفهوم الاستثمار ليضم كل النفقات التي تتعلق بفترة زمنية مستقبلية طويلة إلا أن النظرة المالية التي تركز على الوجود الفعلي للأصول وقيمتها السوقية تهمل تلك النفقات غير الملموسة مثل المصارييف التمهيدية حتى لا تبالغ المؤسسة في تقييم أصولها.

- يقصد بالاستثمارات الرأسمالية تلك " الاستثمارات التي يتوقع أن يتوزع العائد منها على عدد من السنوات تزيد عن العام الواحد ومثال ذلك الاستثمارات في الأصول الثابتة بمختلف أنواعها والتي تعتبر بمثابة الأصول الإنتاجية للشركة مثل المعدات والأجهزة والأدوات ووسائل النقل "<sup>٣</sup>

يركز هذا التعريف على الوسائل الإنتاجية للمؤسسة التي تسهم في الاستغلال على مدى فترات زمنية طويلة حيث تسمح بتوسيع عائد متوقع يتوزع على عدة سنوات.

من خلال استعراضنا لهذه التعاريف يلاحظ أنها تركز في تعريف الاستثمار على بعض العناصر المشتركة، حيث أن الاستثمار يعني:

- الحصول على أصول تشارك في عدة دورات إنتاجية أو عدة سنوات.

<sup>١</sup> - Pierre Conso, Farouk Hemici, **Gestion Financière de L'entreprise**, (France: dunod, 1999) p. 377.

<sup>2</sup> Eric.A Hassushek, Finance et Développement, **L'importance de La Qualité de L'enseignement**, ( Usa : IMF publication, juin 2005) p. 16.

<sup>3</sup> - حنفي عبد الغفار، أساسيات التمويل والإدارة المالية، (مصر: الدار الجامعية، 2001) ص. 257.

## **الفصل الأول: مدخل إلى تمويل الاستثمارات في المؤسسة**

- تدفق للسيولة إلى خارج المؤسسة يترتب عنه تدفقات للسيولة إلى داخل المؤسسة على مدار عدة سنوات. حيث تكون التدفقات الداخلة أكبر من التدفقات الخارجة بحجم يكفي لتدريب العملية الاستثمارية.
- تتضمن الاستثمارات مخاطرة لأنها تقيد المؤسسة بنمط إنتاجي معين لفترة زمنية طويلة.

اعتماداً على هذه العناصر يمكن القول بأن الاستثمار في المؤسسة يتمثل في تلك المبالغ المالية الضخمة التي توجهها المؤسسة نحو إنجاز أو اقتداء وسائل الإنتاج حيث تستخدمها لفترات زمنية طويلة، يتولد عنها عوائد مستقبلية متوقعة تؤدي إلى تحقيق الأهداف التي أنشئت المؤسسة من أجلها.

تجدر الإشارة إلى أن "الابتكار التكنولوجي لوسائل إنتاجية أكثر فعالية يمكن أن تؤدي إلى تخفيض حجم الاستثمار في المؤسسة، كما أن طبيعة هذه الوسائل المتغيرة بسرعة القاسم التكنولوجي تبعث على الاعتقاد بأن التحديد الدقيق للحجم الأمثل للاستثمار في المؤسسة ليس أمراً سهلاً المنال"<sup>1</sup>

## **الطلب الثاني: التصنيفات المختلفة للاستثمار في المؤسسة**

يمكن تصنيف الاستثمارات إلى عدة أصناف مختلفة، وذلك بالاعتماد على بعض المعايير المساعدة على التصنيف، والتي من أهمها: التصنيف على أساس الغرض من الاستثمار، التصنيف على أساس طبيعة الاستثمار، والتصنيف حسب شكل التدفق النقدي.

### **1- التصنيف حسب معيار الغرض من الاستثمار**

تصنف الاستثمارات في المؤسسة حسب معيار الغرض من الاستثمار إلى ما يلي:

#### **أ- الاستثمارات الإحلالية**

الغرض من الاستثمارات الإحلالية تعويض الأصول المهدمة بأصول جديدة، على أن تكون الأصول الجديدة لها نفس الخصائص التقنية للأصول القديمة، سواء من ناحية الطاقة الإنتاجية وكذلك نوعية الإنتاج

<sup>1</sup> - Charles Kramer, Op.cit, p. 36.

**الفصل الأول:** **مدخل إلى تمويل الاستثمارات في المؤسسة**  
يلاحظ على هذا النوع من الاستثمارات أنها لا تؤدي إلى الزيادة في احتياجات رأس المال العامل بسبب

عدم زيادة الطاقة الإنتاجية للمؤسسة<sup>1</sup>

#### ب- الاستثمارات التوسعية

الهدف منها توسيع الطاقة الإنتاجية أو التسويقية للمؤسسة لاستيعاب ارتفاع الطلب المتوقع، وذلك باقتناء وسائل إنتاجية إضافية، مثل قيام المؤسسة بفتح مصنع في مدينة أخرى، أو إدخال منتج جديد إلى شكلة منتجاتها ... الخ وتتجدر الإشارة أن هذا الاستثمار يرفع الاحتياجات التمويلية للمؤسسة نظراً لارتفاع حجم رأس المال العامل.

#### ج- الاستثمارات التحديدية

تتمثل الاستثمارات التحديدية في تحديث عملية الإنتاج بإدخال الآلية والتقليل من العمالة أي جعل العملية الإنتاجية رأسمالية أكثر وذلك بهدف التقليل من تكاليف الإنتاج حيث تدفع المنافسة القوية إلى استغلال التطورات التكنولوجية في مجال وسائل الإنتاج لرفع مستوى الإنتاجية أو تحسين نوعية المنتجات في ظل استخدام نفس الحجم من الموارد<sup>2</sup>

#### د- الاستثمارات الاجتماعية

الاستثمارات الاجتماعية هي عبارة عن اقتناء وأنجاز أصول غير إنتاجية تهدف إلى توفير الظروف الملائمة لعمل المؤسسة بما يسمح بزيادة الإنتاجية وتحسين جودة المنتجات كبناء سكناً للعاملين أو مراكز خاصة لاستجمام لعائلات العاملين،... الخ إن هذه الاستثمارات ليس لها تأثير على مستوى احتياجات التمويل في المؤسسة فهي لا تؤدي إلى تغيير حجم الطاقة الإنتاجية في المؤسسة.

### 2- التصنيف حسب معيار طبيعة الاستثمار

تصنف الاستثمارات حسب طبيعتها إلى الأصناف التالية:

<sup>1</sup>- لسلوس مبارك، التسيير المالي، (الجزء: ديوان المطبوعات الجامعية، 2004 ) ص. 119.  
<sup>2</sup>- المرجع نفسه، ص. 120.

### **الفصل الأول:**

**أ- الاستثمارات الصناعية والتجارية :** تتمثل في الحصول على عوامل الإنتاج مثل العقارات ومختلف التجهيزات الإنتاجية.

**ب- الاستثمارات المالية:** هي عبارة عن اقتناص الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات الأخرى.

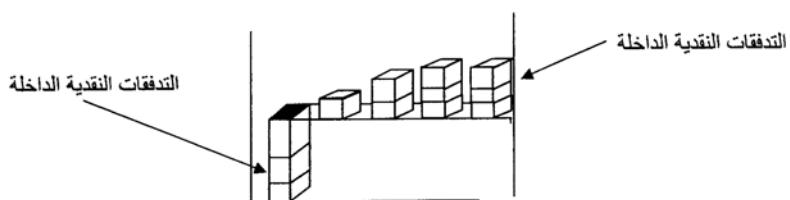
**ج- الاستثمارات المعنية:** تتمثل في تلك الأصول التي ليس لها وجود مادي ملموس " مثل براءات الاختراع وكذلك تكاليف البحث والتطوير ومصاريف تكوين اليد العاملة"<sup>1</sup> وشهرة المحل.

### **3- التصنيف حسب شكل التدفق النقدي**

يتمثل التصنيف حسب شكل التدفق النقدي في التمييز بين الاستثمارات على أساس شكل التوزيع الزمني للتدفقات النقدية الداخلة إلى المؤسسة والخارجية منها، حيث تصنف إلى الأصناف التالية:

**أ- الصنف الأول:** تتم التدفقات النقدية الخارجية على دفعة واحدة بينما التدفقات النقدية الداخلة يكون على عدة دفعات. ويمكن توضيح ملامح Profil التدفق النقدي في هذا الصنف حسب الشكل التالي:

**الشكل 1: التوزيع الزمني للتدفقات النقدية للصنف الأول**

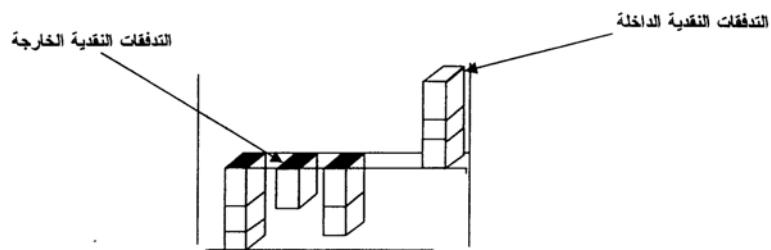


المصدر: Abdellah Boughaba, **Analyse et Evaluation de Projets**, (Algérie: édition Berti, 2005) p.3

**ب- الصنف الثاني:** تتم التدفقات النقدية الخارجية على عدة دفعات بينما التدفقات النقدية الداخلة تكون دفعة واحدة. والشكل التالي يوضح هذا الصنف.

<sup>1</sup>- رفاع توفيق، محددات اختيار الهيكل المالي للمؤسسة (جامعة الجزائر: رسالة ماجستير غير منشورة، 2002) ص. 57.

الشكل رقم 2: التوزيع الزمني للتدفقات النقدية في الصنف الثاني

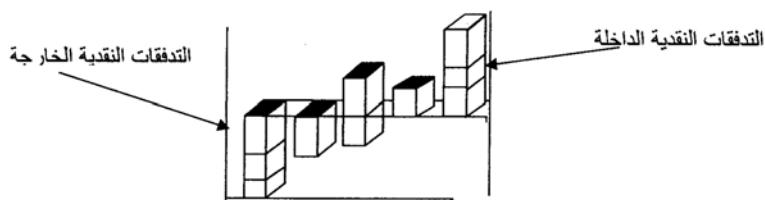


المصدر: Idem

جـ- الصنف الثالث: تكون التدفقات النقدية الخارجية والتدفقات النقدية الداخلة على عدة دفعات.

ويمكن توضيح الصنف الثالث من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم 3: التوزيع الزمني للتدفقات النقدية للصنف الثالث



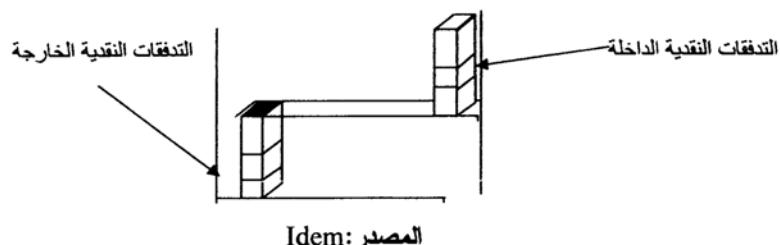
المصدر: Idem

دـ- الصنف الرابع: التدفقات النقدية الخارجية تتم على دفعـة واحدة وكذلك نفس الشيء بالنسبة للتدفقات

النقدية الداخلة. والشكل التالي يوضح ملـامح هذا الصنف.

## **الفصل الأول: مدخل إلى تمويل الاستثمارات**

**الشكل رقم 4: التوزيعات النقدية للتدفقات النقدية للصنف الرابع**



يعتبر التصنيف حسب معيار التدفق النقدي أكثر التصنيفات أهمية لأنه يساعد على معرفة تأثير الاستثمار على حجم احتياجات التمويل في المؤسسة وتوقيت هذه الاحتياجات حتى تتلافي المؤسسة المشاكل المتعلقة بالسيولة.

### **الطلب الثالث: خصائص الاستثمار في المؤسسة**

كل مشروع استثماري يمكن تمييزه بالخصائص التالية: الإنفاق الاستثماري الأولي، التدفق النقدي الصافي، العمر الافتراضي للاستثمار والقيمة المتبقية له في نهاية عمره الافتراضي.

#### **1- الإنفاق الأولي:**

ينتثل الإنفاق الأولي في كل المبالغ المنفقة من أجل الحصول على الاستثمار بما فيها مصاريف الدراسات واختبارات التشغيل.

#### **2- التدفق النقدي الصافي**

يقصد بالتدفق النقدي الصافي الرصيد المتبقى من طرح التدفقات النقدية الخارجة من التدفقات النقدية الداخلة التي تتولد من الاستثمار، بصرف النظر عن تسديد رأس المال والمصاريف المالية والتوزيعات النقدية وكذلك الوفورات الضريبية المحمولة لهذه العناصر لأنها ترتبط بالدورة التمويلية.

**الفصل الأول :** مدخل إلى تمويل الإستثمارات في المؤسسة  
 تجدر الإشارة إلى أن تقييم التدفقات النقدية للإستثمارات في المؤسسة تتميز بالصعوبة البالغة بسبب اعتماده على النسب و الصعوبة عزل المداخل المتعلقة بمشروع معين عن باقي المشاريع الاستثمارية الأخرى في المؤسسة<sup>1</sup> والجدول التالي يساعد على كيفية الحصول على التدفق النقدي الصافي .

**الجدول رقم 1: عناصر التدفقات النقدية الداخلة والخارجية**

بيان						
سنوات العمر الافتراضي للمشروع						
0	من 1	من 2	من 3	—	—	من 5
التدفقات النقدية الداخلة						
إيرادات المبيعات						
القيمة ال碧عة المتبقية للمشروع						
الإعاقات						
إيرادات نقدية أخرى						
إجمالي التدفقات النقدية الداخلة						
التدفقات النقدية الخارجة						
الاستثمارات العينية						
نفاذ التأمين السنوية						
ثانية						
متغيرة						
أخرى						
الفوائد والأقساط المالية						
إجمالي التدفقات النقدية الخارجة						
صافي التدفقات النقدية قبل الضرائب						
الضرائب						
صافي التدفقات النقدية بعد الضرائب						

المصدر: عبد المجيد عبد المطلب ، دراسات الجنوبي الاقتصادية (مصر : الدار الجامعية ، 2003) ص56

1-pierre conso .parouk hemici.op .cit.p383

## **الفصل الأول: مدخل إلى تمويل الاستثمارات في المؤسسة**

### **3- العمر الافتراضي للاستثمار**

يعتبر العمر الافتراضي للاستثمار خاصية هامة تساعد على تحديد التدفقات النقدية، حيث يمكن تقديره<sup>1</sup>

وفقاً لفترة الحياة التقنية للاستثمار التي تختلف من استثمار إلى آخر بناء على مدى تأثيرها بعامل التقادم

التكنولوجي L'obsolescence<sup>1</sup>

"ولعل الملاحظة الهامة في هذا المجال أنه يجب التفريق بين العمر الافتراضي وال عمر الاقتصادي وهو

العمر الفعلي، فالأخير عادة ما يزيد عن العمر الافتراضي إلا أن دراسات الجدوى لا تأخذ إلا بالعمر

الافتراضي<sup>2</sup>.

### **4- القيمة المتبقية للاستثمار**

تتمثل "القيمة المتبقية للاستثمار في القيمة المحتملة للتنازل عنه أو قيمته في نهاية مدة حياته الإنتاجية،

هذه القيمة تزيد من حجم التدفق النقدي الأخير<sup>3</sup>. بصفة عامة فإن الأراضي لا تتناقص مع مرور الزمن

ولها دائماً قيمة موجبة خاصة في ظروف التضخم.

## **المبحث الثاني: سيرورة القرار الاستثماري في المؤسسة**

يتبع القرار الاستثماري في المؤسسة سيرورة معينة تتكون من مجموعة من الخطوات والمراحل، وذلك من

أجل التقليل من حجم المخاطر التي يمكن أن تتوارد عن العملية الاستثمارية.

### **المطلب الأول: تحديد الأهداف الاستثمارية للاستثمار**

إن تبرير عملية الاستثمار في المؤسسة يعتمد على مدى مساهمته في تحقيق الأهداف المتوسطة والبعيدة

المدى للمؤسسة، لذا يجب أن تحدد المؤسسة بطريقة واضحة توجهاتها الإستراتيجية، "فكل مؤسسة موجهة

بسياسة عامة، تكون معبرة عن دوافع أعضاء الإدارة ومستوى تكوينهم، وكذلك تفاصيلهم. هذه السياسة العامة

يمكن تعريفها بأنها مجموعة من المبادئ والقواعد والمعايير التي توجه مختلف النشاطات في المؤسسة، حيث

<sup>1</sup> - Idem, p. 385.

<sup>2</sup> - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص. 223.

<sup>3</sup> - Patrick Piget, *Gestion Financière de L'entreprise*, ( Paris : édition économique, 1998) p. 217.

**الفصل الأول:** مدخل إلى تمويل الاستثمارات في المؤسسة  
تشكل بصورة إجمالية وجهة نظرها تجاه أسلوب الإدارة المتبع في المؤسسة وتقيمها للمحيط الذي تتوارد فيه، وبذلك توسيس إطاراً مرجعياً لمختلف القرارات التي تتخذها<sup>١</sup>.

تعبر الأهداف عن إرادة المديرين والمستوى الذي يرغب هو لاء إعطاءه لمؤسساتهم وهذا لمدة زمنية طويلة. حيث أن تحقيق هذه الأهداف يتطلب صياغة ثلاثة أنواع من السياسات.

- **سياسات النمو:** يتعلق النوع الأول بسياسات النمو والتي تهدف إلى زيادة الطاقة الإنتاجية، وتتوسيع تشكيلة المنتجات المؤسسة بشكل يسمح بتقليل المخاطر المرتبطة بتقلب الطلب.

- **سياسات التحديث:** يتمثل النوع الثاني في تلك السياسات التي ترمي إلى تحديث وسائل الإنتاج من خلال استعمال التكنولوجيا الحديثة حتى تستطيع مواجهة المنافسة.

- **سياسات التغيير:** يرتبط النوع الثالث من السياسات بالتغيير الاستراتيجي من قطاع النشاط المتميز باتجاهه نحو التدهور En déclin إلى قطاعات تنمو بشكل قوي.

**المطلب الثاني: صياغة المشتريات الأربع الاستثمارية**

في إطار الأهداف العامة للمؤسسة يتم تشكيل تصور عن حجم ونوعية الاستثمارات الواجب القيام بها وذلك بإشراف مختلف المستويات التنظيمية التي لها علاقة بالاستثمار، لأن كل مشروع استثماري يتطلب إجراء سلسلة من البحوث المفصلة لأنها "من أجل جمع المعلومات الضرورية يجب دراسة كل الجوانب المؤثرة في الاستثمار مثل: الجانب التجاري، جانب الموارد البشرية، الوسائل التقنية، الموارد المالية، ... الخ ومن الضروري أن تتم هذه الدراسة من طرف إطار مؤهلة ومتخصصة سواء داخل المؤسسة أو من خارجها<sup>2</sup>"

**المطلب الثالث: دراسات الجدوى للمشتريات الأربع الاستثمارية**

تتمثل دراسات الجدوى في منهجية علمية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، تعتمد على مجموعة من الأساليب والأدوات والاختبارات والأسس العلمية، التي تعمل على المعرفة الدقيقة لاحتمالات نجاح أو فشل

<sup>1</sup> -Norbert Guedj, *Finance D'entreprise*, ( France: édition d'organisation, 2000) p. 273.  
<sup>2</sup> - Norbert Guedj, *Op.cit*, p. 275.

**الفصل الأول:** مدخل إلى تمويل الاستثمارات في المؤسسة  
مشروع استثماري معين، واختبار مدى قدرة هذا المشروع على تحقيق أهداف محددة تتمحور حول الوصول  
إلى أعلى عائد ومنفعة للمؤسسة.

تتبّلور دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروع من خلال تقدير التدفقات النقدية الداخلية المتوقعة  
والمนาفع المباشرة وغير المباشرة وكذلك التدفقات النقدية الخارجية المتوقعة المباشرة وغير المباشرة طوال  
العمر الافتراضي للمشروع، للوصول إلى صافي العائد على الاستثمار ومقارنته بالبدائل الأخرى ذات  
العوائد الصافية الموجبة واختيار أفضل بديل.

تمر عملية اتخاذ القرار الاستثماري بعدد من المراحل، تحديد كل مرحلة طبقاً لتلك المنهجية ما إذا كان  
سيتم الذهاب إلى المرحلة التي تليها.

تبدأ المرحلة الأولى بوجود فرصة استثمارية تظهر للمستثمر في مجال استثمار معين، ويمكن التقاط هذه  
الفرصية الاستثمارية من مصادر عديدة فقد تكون من مصادر خارجية سواء من خلال متابعة المتغيرات  
الاقتصادية والاجتماعية وتجميع رغبات العملاء... الخ وقد تكون من مصادر داخلية مثل الاقتراحات الآتية  
من إدارات البحث والتطوير والإدارة الهندسية وإدارة التسويق والمبيعات ...

عندما يجد المستثمر أن هناك جدوى من هذه الفرصة فإنه يتحول إلى المرحلة الثانية حيث يخضع  
هذه الفرصة للتفكير فتحوّل إلى فكرة جديرة بالبحث والدراسة ومن خلال تحليل المعلومات التي تم تجميعها  
من المصادر الخارجية والداخلية، يحدث نوع من الاقتناع بجدوى تلك الفكرة الاستثمارية وفي هذه المرحلة  
يتحدد الهدف من المشروع بأبعاده المختلفة ويتحول المستثمر إلى المرحلة الثالثة ليبدأ في إجراء دراسة  
الجدوى المبدئية للمشروع والتي سوف يخلص منها إلى ما إذا كان سيدخل في دراسات الجدوى التفصيلية أم  
لا، فإذا كانت النتيجة أنه لا توجد مشاكل أو موانع فإنه ينتقل إلى المرحلة الرابعة وهي الدخول في إجراء  
دراسات الجدوى التفصيلية التي تنقسم إلى دراسات جدوى بيئية ، ودراسات قانونية ودراسات جدوى تسويقية  
ودراسات جدوى فنية ودراسات جدوى مالية ودراسات جدوى اجتماعية.

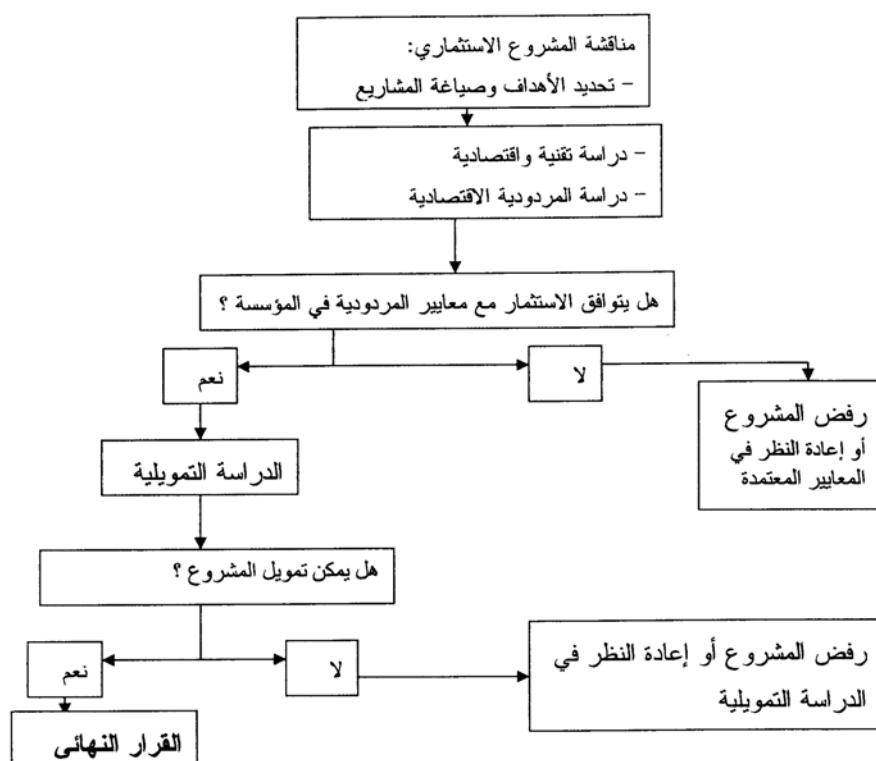
**الفصل الأول: مدخل إلى تمويل الاستثمارات في المؤسسة**  
إذا ثبت جدوى المشروع خلال المرحلة الخاصة بدراسات الجدوى التفصيلية فيتم الانتقال إلى

المرحلة الخامسة التي تنتهي على تطبيق مجموعة من المعايير للحكم على مدى ربحية وجدوى المشروع ويطلق عليها معايير تقييم مردودية المشروعات الاستثمارية، ومع انتهاء هذه المرحلة فإنه يتم اتخاذ القرار الاستثماري بإقامة المشروع ثم تبدأ المرحلة السابعة وهي البدء في التنفيذ واتخاذ إجراءات الإنشاء والتأسيس وإجراء تجارب بدء التشغيل وتوفير جانب من رأس المال العامل للبدء في التشغيل لدوره واحدة من دورة

النشاط للمشروع.<sup>1</sup>

وفي ختام هذا البحث يمكن توضيح سيرورة القرار الاستثماري من خلال الشكل التالي:

**الشكل رقم 5: تمثيل سيرورة القرار الاستثماري**



المصدر: Norbert Guedj, Op.cit, p. 278.

<sup>1</sup>- عبد الحميد عبد المطلب، مرجع سابق، ص. 43-39

## **الفصل الأول: مدخل إلى تمويل الاستثمارات في المؤسسة**

حسب الشكل رقم 5 فإن سيرورة القرار الاستثماري تبدأ بصياغة المشاريع التي تحقق أهداف المؤسسة في مرحلة أولى، ثم تقوم بإجراء دراسات الجدوى التي تهدف إلى جمع المعلومات المتعلقة بالاستثمار، من أجل التحديد الدقيق للفرص التي يوفرها والعرافيل والمخاطر التي قد تمنع نجاح المشروع، وذلك بالاستناد على معايير تحدها المؤسسة، سواء فيما يتعلق بمستوى العائد المقبول أو درجة المخاطر التي يمكن تحملها.

هنا تجد المؤسسة نفسها أمام حالتين: حالة عدم انسجام نتائج دراسات الجدوى مع المعايير المحددة في المؤسسة، وبالتالي فإنه يتم رفض المشروع أو إعادة النظر في المعايير. أما في حالة التوافق بين الدراسات والمعايير فإنه يتم الانتقال إلى المرحلة التالية والتي تتمثل في الدراسة التمويلية حيث يتم اختيار نمط التمويل وإعداد مخطط التمويل، بعد هذه الدراسة تستطيع المؤسسة أن تعرف مدى قدرتها على تمويل المشروع. إذا كانت إمكانيات التمويل متاحة فgone يتم تنفيذ المشروع وإنما فإنه يرفض أو يعاد النظر في الدراسة التمويلية.

## **البحث الثالث: تقييم المرويـة الاقتصادية للاستثـمار**

تتعدد الطرق التي يمكن استخدامها لتقييم مقترحات الإنفاق الاستثماري والوصول إلى قرار بشأن قبول أو رفض المقترن الاستثماري.

### **المطلب الأول: الطـرق التي تتجـاهـل الـقيـمة الـزـمنـية لـلـقـوـد**

تعتمد هذه الطرق على البيانات التاريخية وتجاهل إمكانية تغير القيمة الزمنية لوحدة النقد وأهم هذه الطرق: طريقة متوسط العائد المحاسبى و طريقة فترة الاسترداد.

#### **1- طريقة متوسط العائد المحاسبى:**

## **الفصل الأول: مدخل إلى تمويل الاستثمارات**

### **1- طريقة متوسط العائد المحاسبي:**

تتمثل طريقة متوسط العائد المحاسبي في "إيجاد النسبة المئوية لمتوسط صافي الربح المحاسبي بعد خصم الإهلاك والضررية إلى متوسط التكلفة الاستثمارية للمشروع".<sup>1</sup>

يحسب متوسط العائد المحاسبي بالعلاقة التالية:

$$\text{متوسط العائد المحاسبي} = \frac{\text{متوسط الربح السنوي}}{\text{ الإنفاق الأولي}}$$

### **2- طريقة فترة الاسترداد**

تعرف فترة الاسترداد بأنها عدد السنوات التي يتوقع خلالها استعادة تكلفة الاستثمار من صافي التدفقات النقدية السنوية الناتجة عن هذا الاستثمار، حيث "تساوي فترة الاسترداد قيمة الاستثمار مقسومة على التدفق النقدي الصافي السنوي"<sup>2</sup> وتحسب فترة الاسترداد وفق العلاقة التالية:

$$\text{فترة الاسترداد} = \frac{\text{ الإنفاق الأولي}}{\text{ التدفق النقدي السنوي}}$$

المطلب الثاني: الطرق التي تقوم على مفهوم القيمة الزمنية للنقد

تعتمد هذه الطرق على مفهوم القيمة الزمنية للنقد و من أهمها:

### **1- طريقة فترة الاسترداد المخصومة Discounted Payback Period**

تعرف طريقة فترة الاسترداد المخصومة بأنها عدد السنوات اللازمة ل recuperation investment من صافي التدفقات النقدية المخصومة. ويشار إلى أن هذه الطريقة لا تختلف عن طريقة فترة الاسترداد العادي إلا من ناحية استخدام التدفقات النقدية المخصومة بتكلفة رأس المال كأساس لحساب فترة الاسترداد.<sup>3</sup>

ثمة مزايا لطريقة فترة الاسترداد المخصومة تتمثل في:

<sup>1</sup> - Higgins, Robert C, *Analysis For Financial Management*, ( Irwin McGraw-Hill, 2001) p. 16.

<sup>2</sup> - Idem.

<sup>3</sup> - ولم اندراوس عاطف، *تمويل والإدارة المالية للمؤسسات* (مصر: دار الفكر الجامعي، 2006) ص. 270.

☒

X

X

X



☒

☒

X

X

☒



x

☒

x

☒

X

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

X

X

X

X

X

X

X

X

☒

☒

X

X

☒

☒

X

X

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

X

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

X

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

X

X

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

X

☒

X

☒

X

X

X



X

X

X

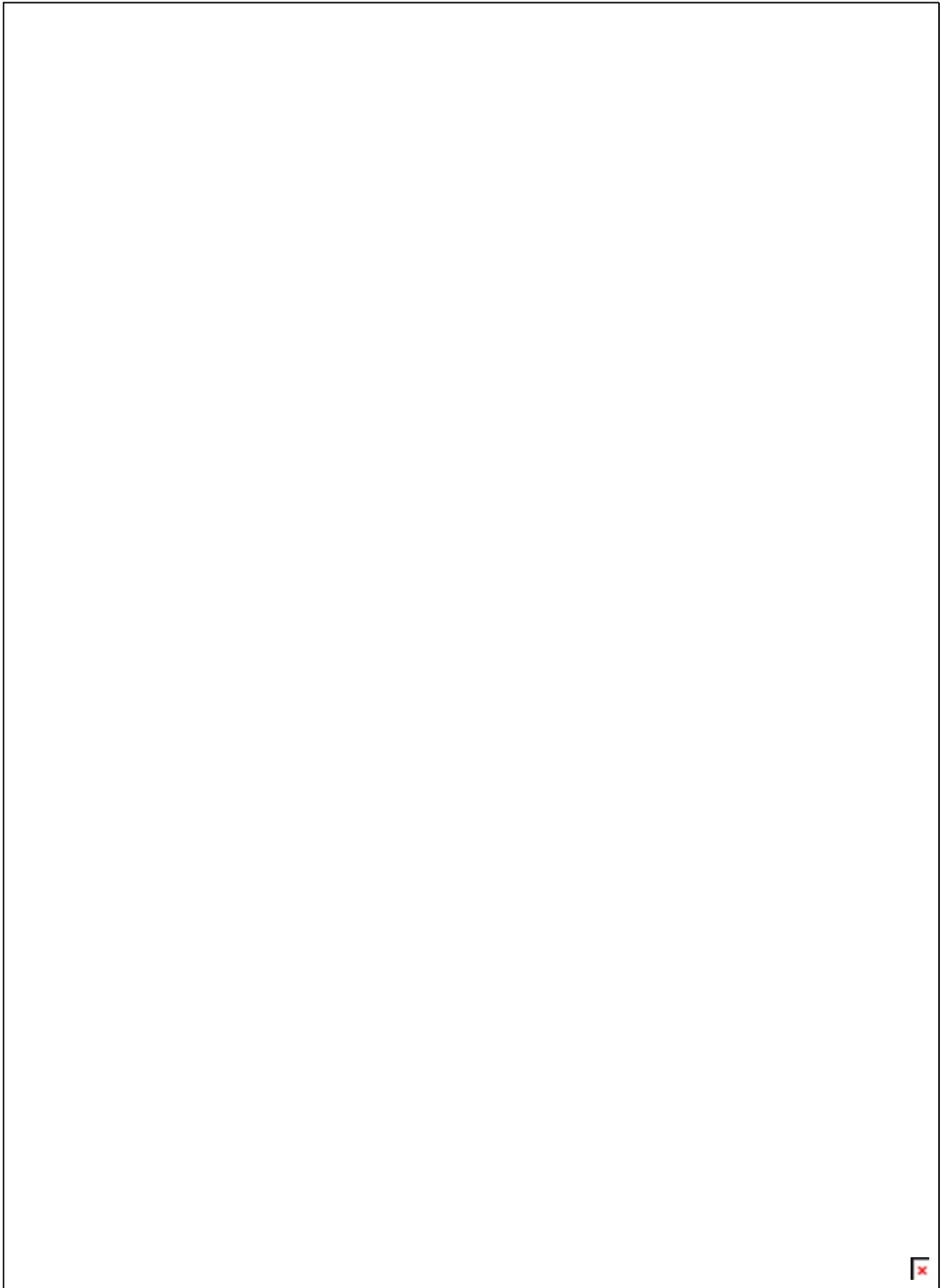
X

☒

☒

☒

☒



☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

X

X

X

☒

☒

☒

X

X

X

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒

☒













