

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي  
جامعة 08 ماي 45 قالمة  
كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير  
قسم علوم التسيير



ماجستير

مدة

فرع علوم التسيير  
تخصص : ملية المؤسسات

الموضوع :

# خصوصيات اتخاذ قرار الاستثمار على المستوى الدولي دراسة حالة شركة CEMEX المكسيكية

تحت إشراف الأستاذ .

إعداد الطالبتان :

\* الواعر هشام

• مهيرة فايزة

• مقلاتي سارة

السنة الجامعية: 2012-2013

## فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	فهرس الجداول
	فهرس الأشكال
أ-ب	المقدمة العامة
<b>الفصل الأول: الإطار النظري التقليدي لمفاهيم الإستثمار والقرار الإستثماري</b>	
03	تمهيد
04	المبحث الأول: ماهية الإستثمار والقرار الإستثماري
04	المطلب الأول: ماهية الإستثمار
07	المطلب الثاني: مفهوم القرار الإستثماري وخصائصه
10	المطلب الثالث: أنواع القرار الإستثماري
13	المبحث الثاني: دراسات الجدوى
13	المطلب الأول: مفهوم دراسة الجدوى، أهدافها وأهميتها
16	المطلب الثاني: دراسة الجدوى التسويقية والفنية
19	المطلب الثالث: دراسة الجدوى المالية
30	المبحث الثالث: تقييم المشاريع في ظل ظروف التأكد وظروف عدم التأكد
30	المطلب الأول: التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية في ظروف التأكد
37	المطلب الثاني: التقييم المالي للمشاريع في ظل ظروف عدم التأكد
43	المطلب الثالث: صعوبات اتخاذ القرار الإستثماري
46	خلاصة الفصل
<b>الفصل الثاني: إتخاذ قرار الإستثمار في الخارج بالنسبة للمؤسسة</b>	
47	تمهيد
48	المبحث الأول: طبيعة التدويل والإستثمار الدولي
48	المطلب الأول: تدويل الشركات
53	المطلب الثاني: أشكال المؤسسات الدولية
60	المطلب الثالث: مزايا و خاطر التدويل
64	المبحث الثاني: آليات اتخاذ القرار الإستثماري الدولي
65	المطلب الأول: المركزية واللامركزية في اتخاذ القرار
69	المطلب الثاني: تقييم التدفقات النقدية للقرار الإستثماري الدولي
75	المطلب الثالث: تحديد معدل الخصم
78	المبحث الثالث: معايير دراسة الجدوى المالية للمشاريع الإستثمارية الدولية
78	المطلب الأول: معيار فترة الاسترداد

81	المطلب الثاني:معدل الربحية المحاسبية ومعدل العائد الداخلي
85	المطلب الثالث:صافي القيمة الحالية
91	خلاصة الفصل
الفصل الثالث:دراسة حالة شركة cemex المكسيكية	
92	تمهيد
93	I. نشأة و تعريف بالشركة الأم
95	II. توسع cemex في أندونيسيا
97	III. المتغيرات المتعلقة بالمشروع
105	IV. معايير تقييم المشروع من وجهةنظر الشركة الأم والفرع في ظرف التأكد التام
109	خلاصة الفصل
111-110	الخاتمة العامة
	قائمة المراجع

## فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
25	الهيكل التمويلي الأمثل للمشروع	01
38	طريقة تحليل نقطة التعادل	02
39	طريقة تحليل نقطة التعادل عن طريق العلاقة بين التكاليف و الربح	03
39	محنى الإيرادات الكلي لتحديد نقطة التعادل بيانيا	04
58	الشكل نموذجي لوحدة الأعمال الدولية	05
59	هيكل الإدارات الوظيفية بالمركز الرئيسي	06
60	نموذج الهيكل المصفوفي	07

## المقدمة العامة

شهد الاقتصاد العالمي في السنوات العشر الأخيرة تغيرات سريعة ومتلاحقة، انعكست آثارها على بيئة الأعمال، وتمثلت في حدة المنافسة العالمية وتكتلات الاقتصادية، وزوال القيود والحواجز التجارية والمكانية وزمنية بفعل إيديولوجيات العولمة، وآليات منضمة التجارة العالمية وثورة الاتصالات ومعلومات. وهذا بالإضافة إلى ظاهرة التدويل التي أصبحت أمراً واقعياً ومنطقياً وضرورياً للشركات الاقتصادية كوسيلة للدخول إلى الأسواق العالمية، كما أن هذه الظاهرة توفر للمستثمرين اليوم فرص أفضل للتوسع والتوغل في الأسواق الأجنبية، ومرد ودية أعلى من التي تكون في نطاق الاستثمار محلي.

ومما لا شك فيه أن الاستثمار الدولي أكثر تعقيداً، فاتخاذ قرار استثماري في الخارج يحتاج إلى القيام بتعديلات على آليات النظرية التقليدية، لمواجهة المخاطر وتحديات، ومن هنا يمكننا طرح الإشكال التالي

\_ ماهي التغيرات الرئيسية على النظرية التقليدية لاتخاذ القرار الاستثماري في الخارج؟

لمعالجة الموضوع تم اختيار مجموعة من الأسئلة

- في ما تتمثل مضامين النظرية التقليدية، لاتخاذ القرار الاستثماري؟

ماهي طبيعة المشاريع الاستثمارية الدولية؟ وكيف يتم تغير آليات اتخاذ القرار؟

- هل القرار الاستثماري يتماشى وطبيعة المشاريع؟

وللإيجاب على الأسئلة تم اقتراح مجموعة من الفرضيات.

يعتمد القرار الاستثماري بشكل كبير على دراسة الجدوى التفصيلية، وخاصة دراسة الجدوى المالية، حيث تعمل على تقييم المشاريع وفق معايير كمية وكيفية

إن الاستثمار الدولي هو توسع وتطوير أعمال المؤسسة على مستوى ونطاق أشمل من المحلي، ويتم تغير القرار الاستثمار التقليدي لتكيف مع طبيعة المشاريع الدولية.

القرار الاستثماري الناجح يتناسب مع طبيعة المشاريع سواء كانت محلية أو دولية.

إن الهدف من هذه الدراسة هي معرفة الإطار النظري التقليدي للقرار الاستثماري والقرار الاستثماري الدولي، لأنه من أحدث المواضيع المطروحة حالياً

وهي تثري رصيدنا المعرفي إلى حد كبير لكون هذا في مجال تخصصنا، نظراً لقلة الدراسة في هذا الموضوع خاصة باللغة العربية، حاولنا إثراء المكتبة ليخدم الطلب.

تكمُن أهمية هذا البحث في إبراز الدور الفعال والأهمية البالغة للقرار الاستثماري سواء على مستوى محلي أو دولي، بالنسب للمؤسسة الاقتصادية.

وسعياً للإجابة على الإشكالية المطروحة سلفاً، وإختبار مدى صحة الفرضيات المقدمة، لقد استعنا بالمنهج الوصفي التحليلي، واعتمدنا على الوصف في عرض التعارف والمفاهيم الدقيقة، تطرقنا إلى المنهج التحليلي في الطرق والمعايير لفهم النتائج المتوصل إليها.

قسمنا دراستنا إلى ثلاثة فصول، حيث الفصل الأول وثاني كانا جانب نظري

كل فصل يضم ثلاث مباحث وثلاث مطالب.

الفصل الثالث كان تطبيقي.

## تمهيد:

إن الاستثمار يمكن من تشغيل أكبر قدر ممكن من الموارد المتاحة بغرض تحقيق فوائد مستقبلية مع التقليل من التكاليف، وإن جودة هذا الاستثمار وصلاحه يكمن في اختيار المشروع الناجح وذو كفاءة عالية وهذا يعتمد بدرجة كبيرة على نوعية القرار الذي تتخذه المؤسسة في اختيار المشروع، ولا نستطيع أن نصل إلى قرار سليم إلا بعد القيام بعملية الجدوى التي تعتبر الأساس في اتخاذ القرار المناسب، حيث تهتم بمختلف جوانب المشروع سواء دراسة الجدوى التفصيلية أو المبدئية، رغم تكلفتها لكنها تبلغ من الأهمية ما يدر على المؤسسة أرباح تجعلها تغزو الأسواق المحلية، والقدرة على المنافسة والحصول على حصة في السوق الدولي من خلال التصدير أو شرائه... الخ

وإذا لم يكن القرار الذي تم اتخاذه صحيح فقد ينجر عليه عواقب وخيمة، قد تصل بالمؤسسة إلى خسائر بل حتى الإفلاس، وبالتالي إن القرار الاستثماري ذو أهمية يحتاج دراسة معمقة وتقديرات جيدة وإلا تكلف متخذ القرار الكثير من العواقب وخيمة.

وقد تناولنا في هذا الفصل المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية الاستثمار والقرار الاستثماري

المبحث الثاني: دراسات الجدوى الاقتصادية

المبحث الثالث: تقييم المشاريع في ظل التأكد وعدم التأكد

## المبحث الأول: ماهية الاستثمار والقرار الاستثماري

أصبح من المؤكد لدى علماء المالية وعلماء الاقتصاد، أن الاستثمار هو العامل الأهم في تسيير عجلة النشاط الاقتصادي، وأحد الأنشطة الاقتصادية ذات الضرورة الحيوية لأي

اقتصاد وطني يعمل على زيادة الدخل الوطني، وتحقيق زيادة في الإنتاج الإجمالي، وبالتالي يؤدي إلى تنمية اقتصادية واجتماعية حقيقية و شاملة.

### المطلب الأول: ماهية الاستثمار

#### الفرع الأول: تعريف الاستثمار

أولاً: الاستثمار لغة" مصدر استثمر يستثمر، وهو طلب الاستثمار، وأصله من الثمر، وله عدة معان منها ما يحمله الشجر وما ينتجه، ومنها الولد".

ثانياً: الاستثمار اصطلاحاً

يستخدم الفقهاء لفظ " التثمير " ويقصدون به تثمير المال، وتنميته بكل الطرق، وأكثر مما يستعمل الفقهاء في هذا المجال كلمة التنمية والإنماء وهو طلب النماء وكلما يرون الاستثمار هو تحويل المدخرات النقدية إلى أصول رأسمالية أي تحويلها إلى عدد من الآلات والمباني وغيرها، وقيل هو كل إنفاق عام أو خاص يؤدي إلى زيادة رأس المال العني، ويساهم في زيادة القدرة الإنتاجية.<sup>(1)</sup>

ثالثاً: الاستثمار اقتصادياً

يعتبر الاستثمار من المصطلحات الشائعة الاستعمال فتعريفها استعمل من طرف الاقتصاديين الماليين في نهاية القرن 19 وبداية القرن 20، حيث نشأت من خلاله عدة تعاريف وفي ما يلي نقدم مجموعة من التعاريف المرتبطة بالاستثمار.

" توظيف المال يهدف تحقيق العائد أو الدخل أو الربح والمال، وعموماً قد يكون الاستثمار على شكل مادي ملموس أرضي مباني سلع، أو على شكل مادي غير ملموس نقود ودائع نقود ودائع سندات... الخ.

\_\_ "التضحية بمنفعة حالية يمكن تحقيقها من إشباع استهلاكي حالي، وذلك قصد الحصول على منفعة مستقبلية يمكن تحقيقها من إشباع استهلاكي مستقبلي

\_\_ تعريف البنك الدولي "الاستثمار في المادة الثالثة من القسم الثاني أي عند اقتراح أن عبارة الاستثمار تشمل أي إسهام في موجودات المشروع سواء كان هذا الإسهام في شكل نقدي أو غير نقدي، أو كان على هيئة أرباح معاد استثمارها بشرط أن تكون الأرباح موزعة وقابلة للتحويل".

(1)- قطب سانو، الاستثمار وأحكامه و ضوابطه في الفقه الإسلامي، دار التفسير، عمان، الأردن، ص 20.

مما سبق يمكننا أن نقول أن الاستثمار هو تحويل رأس المال وأصول حقيقية لتحقيق فوائد مالية وتنمية اقتصادية واجتماعية.(1)

### الفرع الثاني: أهمية الاستثمار

- زيادة الإنتاج والإنتاجية مما يؤدي إلى زيادة الدخل القومي وارتفاع متوسط نصيب الفرد منه وبالتالي تحسين مستوى معيشة المواطنين.
- زيادة معدلات التكوين الرأسمالي للدولة.
- توفير خدمات للمواطنين وللمستثمرين.
- توفير التخصصات المختلفة من الفنيين والإداريين والعمالة والمهارة.
- إنتاج السلع والخدمات التي تشجع حاجات المواطنين وتصدير الفائض منها الخارج مما يوفر العملات الأجنبية اللازمة لشراء الآلات والمعدات وزيادة تكوين رأس المال.(2)

### الفرع الثالث: مجالات الاستثمار

أ- التصنيف الجغرافي: حسب هذا التصنيف تصنف مجالات الاستثمارات إلى محلية وأجنبية.

1- استثمارات محلية: هو توظيف الأموال في مختلف المجالات المتاحة للاستثمار في السوق المحلي بغض النظر عن الأداة الاستثمارية التي قامت المؤسسات بتوظيفها داخل الوطن.

2- استثمارات أجنبية ( خارجية ) وتقوم على رؤوس الأموال المهاجرة من البلد المستثمر إلى البلد المضيف للاستثمار أو الاستثمارات الخارجية هي جميع الفرص المتاحة للاستثمارات في الأسواق من قبل الأفراد أو المؤسسات المالية، إما بشكل مباشر ويتمثل في الفروع ومؤسسات تنشأ في البلد المضيف للاستثمار أو قيام المستثمرين المحليين بشراء عقارات أو حصص في شركات أجنبية، ويكون غير مباشر وهو البلد المصدر لرأس المال عن طريق مؤسسات مالية دولية أو عن طريق صناديق الاستثمار.

ب\_ التصنيف النوعي لمجالات الاستثمار :

1- استثمارات اقتصادية أو حقيقية: يعتبر الاقتصاد حقيقياً، إذا تم توظيف الأموال في حيازة أصول حقيقية، والأصل الحقيقي هو كل أصل له قيمة اقتصادية وعند

(1)- نزية عبد المقصود مبروك ، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي و الاقتصاد الوضعي ، دار الفكر الجامعي ، مصر ، 2007 ، ص 22.

(2)- ماجد أحمد عطا الله ، إدارة الاستثمار ، دار أسامة للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، ص 24.

استخدامه يحقق منفعة إضافية، تزيد من ثروة المجتمع، والاستثمار الحقيقي يشمل جميع الأنواع ماعدا الاستثمار في الأوراق المالية، من أمثلة المشاريع الاقتصادية: عقارات، ذهب، سلع، خدمات... الخ

2- الاستثمارات المالية: هي استثمارات غير مباشرة حيث يتم فيها الاستثمار في الأوراق المالية عن طريق مؤسسات مالية.

ج- التصنيف حسب طبيعة النشاط :

- 1- الاستثمار المادية: حيث يمثل كل ما تملكه المؤسسة من أصول حقيقية ملموسة معدات، آلات، عقارات... الخ
- 2- الاستثمار البشري: رأس المال البشري حيث يعتبر عملية توظيف شخص ذو كفاءة معينة في المشروع نوعا من الاستثمار، باعتبار ما يقدمه هذا الشخص من خدمات لمصلحة المؤسسة يؤدي إلى زيادة الإنتاجية، وبالتالي تحقيق الربحية، مع مراعاة القيمة المضافة التي يقدمها العامل للمؤسسة أكبر من التكلفة، وتكوين العمال يعد نوع من أنواع الاستثمار البشري. (1)

د- التصنيف حسب مدة الاستثمار:

- 1- استثمارات قصيرة الأجل: ويكون قصير المدة أي من سنة إلى سنتين والأكثر انتشارا في الاستثمارات المالية.
- 2- متوسطة الأجل: يكون في مدة زمنية لا تقل عن 2 سنة ولا تزيد 7 سنة ويكون أكثر انتشار في مؤسسات النقل، و سلع الخدمات.
- 3- الاستثمارات طويلة الأجل: مدة تفوق 7 سنوات وتشمل الأصول والمشروعات الاقتصادية التي نشأ لأجل تشغيلها، والاستفادة منها لمدة طويلة نسبيا.

هـ- التصنيف حسب الهدف من الاستثمار :

- 1- استثمارات توسيعية: حيث الغرض من هذا النوع هو توسيع الطاقة الإنتاجية بإضافة منتجات جديدة وزيادة الإنتاج من أجل كسب حصة سوقية كبيرة والقدرة على المنافسة عن طريق خفض التكلفة الوحوية للمنتوج.
- 2- استثمارات إستراتيجية: يهدف هذا الصنف من الاستثمارات إلى المحافظة على بناء واستمرار المؤسسة، من خلال عدد السنوات لتوجيهها إلى استمرار استراتيجي معين.

(1)- محمد مطر ، إدارة الاستثمار الاطار النظري و التطبيقات العملية ، مؤسسة الورق ، الأردن ، 1999 ، ص 61.

3- الاستثمار في مجال البحث والتطوير: خاص بالمؤسسات كبيرة الحجم حيث تواجه منافسة كبيرة ويهدف إلى التقليل من التكاليف وزيادة جودة المنتج عبر الزمن، وهذا عن طريق تكثيف الآليات وتطوير الجهاز الإنتاجي.

### المطلب الثاني: مفهوم القرار الاستثماري و خصائصه

يعتبر القرار الاستثماري قرار بالغ الأهمية لما له من انعكاسات على المؤسسة فأى عثرة في هذا القرار تكلف الكثير وربما يقودها إلى الإفلاس، وصولاً إلى التصفية.<sup>(1)</sup>

### الفرع الأول: مفهوم القرار الاستثماري

يقوم مفهوم القرار الاستثماري على مبدأ الرشادة الاقتصادية، ومن المفترض أن متخذ القرار الاستثماري أن يتسم بالقدرة على حسن التصرف، في الموارد النادرة المتاحة، أي عملية البحث في كيفية استخدام الموارد الاقتصادية، أحسن استخدام ممكن والتي يكون لها استخدامات عديدة، بحيث يصل إلى توظيف واستثمار تلك الموارد في النشاط الذي يحقق أكبر ربح ممكن وعلى الاستثمار الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة أو الضائعة و المضحى بها.

ومن هنا يمكن القول أن القرار الاستثماري الرشيد، هو "ذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين على الأقل والمبني على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسبق عملية الاختيار وتمر بعدة مراحل تنتهي باختيار قابلية هذا البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين وفقاً لأهداف وطبيعة المشروع الاستثماري".

ونجد أن القرار الاستثماري الرشيد يقوم على ثلاثة مقومات تأخذ شكل مثلث اتخاذ القرار ومعايير التقييم، التي يتم على أساسها اختيار البديل الأفضل وهذا وفقاً لدراسات مبنية على أسس علمية تأخذ

في الاعتبار جميع المتغيرات المؤثرة على هذا القرار.

من خلال هذا المفهوم نستنتج مجموعة من النقاط:

- لا بد من تحديد الهدف من المشروع.
- القيام بدراسة تفصيلية وجمع مختلف المعلومات التي تساعد على اتخاذ القرار.

(1)- حسين الدجي و آخرون ، تحليل و تقييم المشاريع ، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات ، بالتعاون مع جامعة القدس المفتوحة ، 2009 ، ص ص 11 ، 12 .

- تقييم العوائد الاستثمارية المتوقعة، واختيار أحسن البدائل الاستثمارية المتاحة.
- الغرض من القرار الاستثماري إحلال وتجديد الأصول الحالية والهدف منه المحافظة على الطاقة الإنتاجية أو زيادتها.
- لا بد من دراسة جدوى تمكن متخذ القرار عند تعدد الخيارات اختيار البديل الأمثل ولا بد أن يكون متخذ القرار ذو كفاءة عالية وخبرة كبيرة قد لا تتوفر لدى كل الفئات من المستثمرين. (1)

### الفرع الثاني: خصائص و سمات القرار الاستثماري

إن من طبيعة القرارات الاستثمارية ترتبط بالأجل الطويلة، وعادة تحتاج إلى إنفاق مبالغ كبيرة قد يصعب استردادها، إذ لم ينجح المشروع، فالقرارات الاستثمارية تمتاز بدرجة عالية من الخطورة على حياة المشروع، خصوصا وأن المستقبل سيواجه عنصر المخاطرة، وعدم التأكد، ويمكن تبويب الخصائص فيما يلي:

أ- خصائص ترتبط بالبعد الزمني:

ترتبط القرارات الاستثمارية دائما بالأجل الطويل في هذا قال أحد الكتاب " أنه بالرغم من أن الإنفاق الاستثماري قد يرتبط بفترة زمنية واحدة، تسبق عملية الحصول على منافع هذا الاستثمار إلا أن هذه العوائد والمنافع ترتبط بمجموعة تالية من الفترات الزمنية " وعلى ذلك يجب الأخذ بعين الاعتبار عامل التخير في قيمة النقود عند حساب التكاليف وعوائد تلك الاستثمارات.

ولا بد من التخطيط ويكون طويل الأجل يمتد إلى فترة زمنية طويلة، وبذلك يجب الأخذ بعين الاعتبار التقدم التكنولوجي في العصر الحديث والذي أدى إلى تطور كبير في وسائل الإنتاج والتسويق الأمر الذي يزيد من صعوبة اتخاذ القرار.

ب-الخصائص التي ترتبط بالحالة الطبيعية:

(1)- عبد المطلب عبد الحميد، دراسة الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرار الاستثماري، دار الجامعة، الاسكندرية، 2003، ص43.

- 1- تتضمن عادة القرارات الاستثمارية عنصرى المخاطرة وعدم التأكد لارتباط تلك القرارات بالمستقبل وبالتالي فإن العائد المتوقع يكون غير مؤكد الحدوث.
- 2- تكمن مخاطر القرار الاستثماري في صعوبة الرجوع فيه دون تحقيق خسائر كبيرة، لذا يجب أن يخضع اتخاذ القرار الاستثماري لمزيد من الدراسات العملية المتخصصة والتي تكفل النجاح بصورة سليمة في المستقبل.
- 3- تتعرض قرارات الاستثمار للعديد من المخاطر والمشاكل كالتنبؤ بالمبيعات وكيفية تقدير التكاليف، لعدد من السنوات المقبلة في ظل حالتى المخاطرة وعدم التأكد.<sup>(1)</sup>

ب- الخصائص التي ترتبط بالهيكل التمويلي:

- 1- معظم قرارات الاستثمار تحتاج إلى مبالغ كبيرة وهذا ما يؤثر على المشروع فالمرود المتوقع منه عادة يمتد لفترة زمنية بعيدة وتنبؤ للإيرادات والنفقات لفترة زمنية طويلة.
- 2- يتطلب القرار الاستثمار تخصيص قدر ممكن من الموارد الاقتصادية المتاحة حالياً بهدف خلق طاقات إنتاجية جديدة، أو زيادة طاقة إنتاجية قائمة والمحافظة عليها على أمل الحصول على عائد يمتد لفترة زمنية طويلة.
- 3- يؤدي اتخاذ القرار الاستثماري إلى إغراق جزء من أموال المنشأة في أصول ثابتة متخصصة لفترة زمنية طويلة، وقد يتطلب هذا البحث عن مصادر تمويل كالإقراض، فالقرارات الاستثمارية تؤدي إلى تحمل المنشأة في حالة التوسع أو الإحلال بتكاليف ثابتة يترتب عليها رفع حجم التعادل إلى مستوى أعلى من المعتاد لفترة زمنية طويلة.
- 4- يخضع اتخاذ القرار الاستثماري في مشروع معين على المنشأة استثمار أموالها في بدائل استثمارية أخرى كان من الممكن استثمارها في مجالات أخرى.<sup>(2)</sup>

### المطلب الثالث: أنواع القرار الاستثماري

#### الفرع الأول: قرارات تحديد أولويات الاستثمار

و يتم اتخاذ القرار الاستثماري في هذه الحالة من بين عدد معين من بدائل المحتملة والممكنة لتحقيق نفس الأهداف ويصبح المستثمر أمام عملية اختيار البديل الأفضل بناء على مدى ما يعود عليه من منفعة خلال فترة زمنية معينة، ومن ثم يقوم بترتيب أولويات الاستثمار طبقاً للأولويات التي يحددها واهتمامات كل مرحلة فإذا اعتبر أن العائد على الاستثمار هو الذي يحكم تفضيلاته فإنه سيقوم بترتيب البدائل الاستثمارية طبقاً لهذا المدخل،

(1)- ماجد أحمد عطا الله، مرجع سابق، ص ص 27، 28.

(2)- ماجد أحمد عطا الله، مرجع سبق ذكره، ص ص 27، 28.

فإذا كان أمام المستثمر خمس بدائل هي ( أ ) الذي يدر عائد 30% والبديل ( ب ) الذي يدر عائد 15% والبديل ( ج ) الذي يدر عائد 20% والبديل ( د ) الذي يدر عائد 12% والبديل ( هـ ) الذي يدر عائد 35% فإن المستثمر في هذه الحالة يختار البديل الأفضل ويرتب باقي البدائل على هذا الأساس فيكون البديل المختار " هـ " ويأخذ قرار البدء في تنفيذ المشروع على أن يؤجل باقي البدائل إلى التوقيت المناسب في المستقبل إذا رغب في ذلك.

#### الفرع الثاني: قرارات قبول أو رفض الاستثمار:

في هذه الحالة يكون المستثمر أمامه بديل واحد لاستثمار أمواله في نشاط معين أو الاحتفاظ بها دون الاستثمار وهذا القرار يجعل فرص الاختيار أمام المستثمر محدودة جداً، وهو مختلف عن الوضع السابق الذي يتميز بوجود فرص وبدائل كثيرة وكانت المشكلة هي اتخاذ القرار بعد وضع أولويات، وأما في هذه الحالة فالمستثمر عليه أن يقبل البديل الاستثماري الذي تمت له دراسة جدوى تفصيلية أو يرفضه لعدم إمكانية التنفيذ، ومن هذا تصبح مساحة الاختيار ضيقة بكثير من قرارات تحديد الأولويات.

#### الفرع الثالث: قرارات الاستثمار تبادلياً

في هذا النوع من القرارات توجد العديد من طرق الاستثمار ولكن في حالة اختيار المستثمر إحدى هذه الفرص، في نشاط معين فإن ذلك لا يمكن للمستثمر من اختيار نشاط آخر يمنع تبادلياً النشاط الآخر فإذا تم اختيار الاستثمار في مشروع استثماري فإن ذلك يمنع الدخول في مشروع تصدير في نفس الوقت وهنا نتحكم في تلك العملية بمفهوم تكلفة الفرصة البديلة أي عندما نختار بديل في نشاط معين في نفس الوقت ببديل آخر في نفس النشاط.<sup>(1)</sup>

#### الفرع الرابع: القرارات الاستثمارية في ظروف التأكد و المخاطرة وعدم التأكد

يمكن أن تتخذ القرارات في ظروف التأكد حيث تكاد تنعدم المخاطرة، أو تقترب من الصفر، ومن ثم تتم عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية، حيث يكون لدى متخذ القرار معلومات كافية ولديه دراية تامة بالمستقبل ونتائجه وهو وضع يكاد لا يحدث إلا قليلاً فيما يتعلق بالقرارات الاستثمارية، لأنها دائماً مصحوبة بدرجة معينة من المخاطرة وهناك القرارات الاستثمارية التي تتم في حالة عدم التأكد وهي الحالات التي تكون فيها درجة المخاطرة تقترب بقوة 100% و هي قرارات قل ما تحدث في مجال الاستثمار أو تحتاج لخبرة عالية في إجراء دراسات الجدوى وتطبيق أساليب على درجة مرتفعة من التقدم لكي يتخذ القرارات الاستثمارية في مثل تلك الظروف.

(1) - طلال كداوي ، تقييم القرارات الاستثمارية ، دار اليازوري ، الأردن ، 2008 ، ص 15.

### الفرع الخامس: القرارات الاستثمارية اعتمادا على التحليل الوصفي و التحليل الكمي:

حيث يمكن أن نجد قرارات استثمارية تعتمد على التحليل الوصفي في عالم اليوم وقرارات تعتمد على التحليل الكمي فقط وهي أيضا ليست بكثيرة الحدود ولكن الواقع العملي يغلب على القرارات الاستثمارية فيه والذي يأخذ بالتحليل الوصفي معا حيث إن رغبة التطوير والتنمية والتقدم الاقتصادي والاجتماعي كانت دوما مرادفة ومستلزمة له، استثمار كشرط موضوعي الذي بدونه لا يكون تطورا أو تنمية أو تقدما، وهو التغيير الصحيح الدافع القوي للدول إلى التكتل الدولي إقليميا والشركات الكبرى في العالم إلى تجاوز الجنسية الواحدة إلى تعدد الجنسيات، ومن خلال التكتلات الناتجة في العالم نستكشف دور الاستثمار كمحدد أساسي لإنجاحها واستثمارها أو العكس فشلها واندثارها، وبعد التطور الذي وصلت إليه الدول المتقدمة والنمو الاقتصادي الذي حققه أدركت الدول النامية أن السبيل الوحيد للتنمية الاقتصادية هو إقامة مشاريع استثمارية واستغلال ثروتها على أحسن وجه و على هذا الأساس يجب توفير معطيات إحصائية دقيقة ومعرفة للحاجيات والتغيرات المستقبلية، وقد تمكنا من إجراء دراسة على جانب كبير من الموضوعية والفعالية لاتخاذ القرارات الحسنة لهذه المشاريع الاستثمارية وذلك يجب توفير البيئة الاستثمارية المواتية بكافة جوانبها ومكوناتها الأساسية والمكاملة والداعمة للمشروعات الاستثمارية باعتبارها مدخل أساسي اقتصادي لأنها تصيب في تحقيق الهدف الأساسي الاقتصادي والمتمثل في تحقيق التنمية لأنه يرتبط بتلبية حاجة أساسية في الوطن والمتمثل بإقامة القاعدة الإنتاجية وتوسيعها.<sup>(1)</sup>

### المبحث الثاني: دراسات الجدوى الاقتصادية

#### المطلب الأول: مفهوم دراسة الجدوى، أهدافها و مراحلها

#### الفرع الأول: مفهوم دراسة الجدوى

تعد دراسة الجدوى الإجراء السابق والضروري لاتخاذ القرار الاستثماري حيث تسعى إلى تحديد مدى صلاحية مشروع أو مجموعة من المشروعات الاستثمارية من عدة

(1)-عبد المطلب عبد الحميد ، مرجع سابق ، ص 44.

جوانب سوقية وفنية ومالية واقتصادية واجتماعية تمهيدا لاختيار تلك المشروعات التي تحقق أعلى منفعة صافية ممكنة.

كما تهدف دراسات الجدوى إلى التوصل إلى إجابات محددة لعدد من الأسئلة التي تتعلق بالمشروع المدروس ومن أهم هذه الأسئلة:

أ- هل هناك سوق كافي لاستيعاب إنتاج المشروع المقترح طول سنوات عمره الاقتصادي؟

ب\_ هل من الممكن تنفيذ المشروع من الناحية الفنية؟

هل المشروع مربح من وجهة نظر صاحبه عند استخدام الأسعار السوقية في التقييم بغض النظر عن أي اعتبارات اقتصادية واجتماعية أخرى؟

ومن هنا نستخلص أن دراسة الجدوى عبارة عن تجميع البيانات المتمثلة في المعطيات السوقية، الفنية، المالية، الاجتماعية والقانونية ومعالجتها لتتحول إلى معلومات تستخدم في تحديد مدى صلاحية المشروع الاستثماري.<sup>(1)</sup>

### الفرع الثاني: دراسة الجدوى الاقتصادية

تسعى دراسات الجدوى إلى تحقيق بعض الأهداف من بينها:

أ- اختيار المشروعات التي تحقق أعلى منفعة صافية وذلك من خلال التخصيص الأمثل للموارد الاستثمارية المتاحة والتحديد لكل النافع والتكاليف الإجمالية للمشروع القابلة للقياس، بحيث يتعين على هذا المشروع المختار أن يتصف بأعلى مستوى من الفعالية والتي تشير لدرجة تحقيق المشروع للهدف منه وبكفاءة.

ب- المساعدة على اختيار توليفة من المشروعات التي تساهم في حل بعض المشاكل المختلفة الاقتصادية والاجتماعية مثل: البطالة، التضخم، عجز ميزان المدفوعات، عدم عدالة توزيع الدخل وعدم توفر العمالة الكفأة.

ج- ومن الأهداف الفرعية للمشروع هو الحصول على ترخيص لإقامة المشروع من الجهات الحكومية المختصة بعد أن تتأكد هذه الأخيرة من ربحية المشروع الخاصة والاجتماعية.<sup>(2)</sup>

(1)- عبد الكريم يعقوب ، دراسات جدوى المشروع ، دار أسامة ، عمان ، الأردن ، 2009 ، ص 12.

(2)- شقيري نوري موسى ، أسامة عزمي سلام، دراسة الجدوى الاقتصادية و تقسيم المشروعات الاستثمارية ، دار المسيرة ، عمان ، الأردن ، 2009 ، ص 35.

د- تقديم دراسة الجدوى للبنوك أو المساهمين كإثبات لربحية المشروع وجدارته الائتمانية ما يجعلهم يقبلون إقراض صاحب المشروع أو المساهمة معه كملاك.

### الفرع الثالث: مراحل دراسة الجدوى الاقتصادية

تنقسم دراسة الجدوى إلى مرحلتين رئيسيتين هما:

دراسة الجدوى المبدئية \_ دراسة الجدوى التفصيلية

أ- دراسة الجدوى المبدئية:

هي دراسة أولية حيث لا بد أن تسبق الدراسة التفصيلية، تهدف إلى التأكد من عدم وجود دراسة استكشافية للأوضاع والظروف التي يمكن من خلالها اتخاذ قرار بالدخول في دراسات الجدوى التفصيلية أو التحول إلى دراسة مشروع آخر أو فرصة استثمارية أخرى.

وعليه يمكن القول أن الدراسة المبدئية هي مرحلة صنع القرار الخاص بالدخول في المرحلة التفصيلية، من خلال جمع المعلومات المحيطة بالمشروع من حيث قوانين حالة الاقتصاد الوطني ومدى الحاجة لمنتجات المشروع وتحديد مختلف المشاكل التي ستواجه المشروع وأنواع المخاطر وكيفية التغلب عليها. (1)

#### ب- دراسة الجدوى التفصيلية:

إذا كانت دراسات الجدوى المبدئية إيجابية وتسمح بالدخول في دراسات الجدوى التفصيلية للمشروع مما يؤدي بالخبراء إلى القيام بمختلف دراسات الجدوى والتي سيتم تناولها بشكل مختصر على أن يتم التوسع فيها لاحقاً، وهذه الدراسات هي:

#### 1- دراسة الجدوى البيئية للمشروع :

تتلخص دراسة الجدوى البيئية في محاولة التعرف على أثر المشروع على البيئة، بهدف تقليص حدة الآثار السلبية وتعظيم الآثار الإيجابية، وفقاً لإجراءات ودراسات تركز على مجموعة عوامل اقتصادية وسياسية واجتماعية.

#### 2- دراسة الجدوى القانونية للمشروع :

(1) - سمير عبد العزيز ، الجدوى الاقتصادية للمشروعات من حيث النظري و التطبيق ، دار الجامعة الإسكندرية ، مصر ، ص 120.

هذا النوع من الدراسات يحدد العلاقة بين المشروع والقوانين والتشريعات المؤثرة فيه والمنظمة لنشاطه.

3- دراسة الجدوى التسويقية :

4- دراسة الجدوى الفنية :

5- دراسة الجدوى المالية للمشروع :

هي دراسة تتعلق بكافة الجوانب المالية للمشروع المقترح تعتمد تحليلاتها على نتائج دراسات الجدوى الأخرى خاصة منها الجدوى التسويقية والفنية، بما تعكسه من آثار على التدفقات النقدية الداخلة والخارجة خلال العمر الافتراضي للمشروع. (1)

### المطلب الثاني: دراسة الجدوى التسويقية و الفنية:

#### الفرع الأول: دراسة الجدوى التسويقية:

تعتبر أهم مرحلة في دراسة جدوى أي مشروع بحيث تتمثل في ترتيبات تسويق منتجاته وإمداده بالمدخلات اللازمة له، وعلى جوانب المخرجات أو نواتج المشروع المقترح، ومن الضروري إجراء تحليل دقيق للسوق المتوقع لمنتجات المشروع.

وعلى القائم بدراسة السوق أن يحدد بدقة:

- أين سيتم بيع منتجاته.
- حجم واتساع المشروع .
- مدى استيعاب السوق لإنتاج المشروع الجديد دون التأثير على السعر الحالي وهل سيبطل هذا المشروع قادرا على الاستمرار في الإنتاج بالأسعار الجديدة ؟
- نوعية وجودة السلعة أو الخدمة التي يتطلبها السوق.
- الترتيبات التمويلية اللازمة لتسويق الإنتاج .

(1) -دباش نبيل، دراسة الجدوى الاقتصادية و تقييم المشاريع الاستثمارية، مذكرة نبيل شهادة الليسانس ، جامعة منشوري ،قسنطينة، الاقتصادية كلية العلوم والتجارية وعلوم التسيير، 2005/2004 ، غير منشورة، ص 16.

كما عليه أن يحدد من جانب المدخلات والمستلزمات لإنتاج المشروع مايلي:

- أماكن توفر مستلزمات الإنتاج التي سيحتاجها المشروع .
  - القنوات التسويقية لمدخلات المشروع .
  - مدى توفر الطاقة الكافية لتوزيع المدخلات المطلوبة في الوقت المناسب .
  - أ- وحتى يتمكن القائم بدراسة الجدوى من اكتشاف سوق السلعة التي سينتجها وكذلك سوق المدخلات اللازمة للمشروع عليه أن يستعين بالمعلومات التالية : (1)
- 1- دراسة سوق السلعة التي سينتجها المشروع :

وذلك من خلال التعرف على نظام السوق ومؤسساته ( الأسعار والطلب، قنوات التسويق...)، شكل سوق منتج المشروع ( احتكار كامل، سوق منافسه...)، نوع السوق (سوق ناتج أو استهلاكي)، حدود السوق (سوق داخلي أو خارجي أو كلاهما) صفات وجودة السلع المماثلة والبديلة في السوق وتكاليفها، بيانات عن المنافسين لمنتجات المشروع بالإضافة إلى التعرف على وجهات نظر المستهلكين نحو السلعة أو الخدمة المقدمة وجمع ما أمكن من بيانات عنهم (الجنس، الدخل، العدد...).

2- دراسة الطلب على السلعة التي سينتجها المشروع:

دراسة الطلب على السلعة التي سينتجها المشروع يتحدد بناءا على الطلب النهائي للسلعة من خلال التنبؤ بحجم هذا الأخير سواء من تحليل حجم المبيعات أو بحوث التسويق السابقة.

3- تسعير السلع التي سينتجها المشروع:

من خلال معرفة ما إذا كانت هذه السلعة متاحة في السوق أو سلعة جديدة فالأولى تأخذ بأسعار السوق لهذه السلعة، أما الثانية فتعتمد إما على نسبة الإضافة المعتادة أو قدرات المستهلكين.

4- التنبؤ بالمبيعات:

هو نقطة الانطلاق نحو تقرير نشاط المشروع من إنتاج وتسويق وتمويل من خلال الميزانية التقديرية، وبرامج الإنتاج والمخزون، العمالة والتمويل... وتقدر هذه الأخيرة من قبل مندوبي المبيعات باستخدامهم لخبرتهم ومعايشتهم للميدانية

**الفرع الثاني: دراسة الجدوى الفنية**

(1) - علي عباس ، الإدارة المالية ، دار المكتبة الرائدة العلمية ، الأردن ، 2009 ، ص 137.

دراسة الجدوى الفنية للمشروع هي ركن أساسي من أركان دراسة الجدوى الاقتصادية باعتبارها تقرر صلاحية المشروع من الناحية الفنية، فهي تعتمد إلى حد كبير على البيانات والمعلومات المتحصل عليها من الدراسات التسويقية، وهذه الدراسة يقوم بها فريق مختص في النواحي الفنية بحيث تشمل كل أو بعض الإجراءات التالية طبقاً للظروف.<sup>(1)</sup>

أ- الإجراءات المتبعة في الدراسة الفنية:

1- تحديد حجم المشروع:

ويعني تحديد حجم الإنتاج والطاقة الإنتاجية العادية والقصى والتوسعات المتوقعة ويؤثر على قرارات هذه الأخيرة عوامل مختلفة كالتكنولوجيا، الموارد المالية المتاحة وتغيير الأسواق في المستقبل...

2- تحديد طريقة الإنتاج والوسائل التكنولوجية الملائمة:

يقوم فريق دراسة الجدوى الفنية بحصر الأساليب التكنولوجية الصالحة الاستخدام وتقييمها فنياً من حيث مدى ملاءمتها، بساطة تشغيلها، سهولة صيانتها، درجة الأمان في التشغيل ومقدار التلوث الناتج عنها.

3- التخطيط الداخلي للمشروع:

هو تحديد الأقسام المختلفة للمشروع وتحديد مواقع المباني والمنشآت الخاصة لكل قسم في ضوء المساحة الكلية للمشروع لتسهيل حركة انتقال المواد الخام من بداية العملية الإنتاجية للسلعة النهائية.

4- تحديد كميات عوامل الإنتاج المطلوبة:

وتشمل تقدير احتياجات المشروع من المواد الأولية والخامات والطاقة المحركة وذلك لمراعاة تحديد كمية ونوعية وشروط التوريد للمواد الخام وإمكانية الحصول عليها مع التعرف على أسعارها وتقدير تكاليفها.

5- تحديد العمالة المطلوبة وأفراد الإدارة:

تحديد العدد اللازم من العمال لتشغيل المشروع (عادية أو ماهرة) وأفراد الإدارة وتحديد أجورهم وتكاليفهم بالإضافة إلى إعداد برامج لتدريب نوع من العمالة من أجل رفع كفاءتها إلى المستوى المطلوب في جدول التشغيل.

(1) - علي عباس ، مرجع سابق ، ص 139.

## 6- تحديد تكاليف المشروع:

وتتمثل في تكاليف كل من الأراضي والمباني، استخراج الرخص، تكاليف دراسات الجدوى، تكاليف الدعاية والإعلان... (1)

## 7- تحديد موقع المشروع:

تحديد موقع المشروع من مهام دراسة الجدوى الفنية والتسويقية والبيئية، وتختلف اعتبارات اختيار هذا الموقع تبعا لطبيعة المشروع ونشاطه المقترح، ومدى توافر المواد الخام خصوصا إذا كانت هذه الخامات يصعب نقلها، كما تتدخل العوامل البيئية عند اختيار موقع المشروع والاستقرار الأمني. بالإضافة إلى قوانين الاستثمار قد ينتج عنها ميزة اقتصادية عند اختياره على سبيل المثال تعفى المشروعات التي تقام في المناطق الحرة من الضرائب والرسوم الجمركية.

## المطلب الثالث: دراسة الجدوى المالية

تهدف دراسة الجدوى المالية إلى إجراء عملية جدول للنتائج التي تم الحصول عليها من دراسات الجدوى الأخرى، للوصول إلى جدول التدفقات النقدية للمشروع الصافية عبر العمر الافتراضي له للتحقق من جدوى المشروع أو عدمها.

كما تنطوي دراسات الجدوى المالية على البحث في جدول الهيكل التمويلي للمشروع واختيار الهيكل التمويلي الأمثل.

### أ- المكونات الأساسية لدراسة الجدوى المالية:

تعتمد دراسات الجدوى المالية على الأساس النقدي اعتمادا حتميا، لكي تكون دراسات الجدوى المالية عاكسة لجدوى المشروع بدقة فإن القائمين عليها لابد أن يكونوا على تنسيق تام مع التقنيين وباقي الخبراء المختصين في هذا المجال، وذلك لتحديد العمر الافتراضي للمشروع والقيمة التخريدية للأصول وتشمل دراسة الجدوى المالية العديد من الجوانب من أهمها: (2)

1- تقدير إجمالي التدفقات النقدية الداخلة.

2- تقدير إجمالي التدفقات النقدية الخارجة.

(1) - عبد الكريم يعقوب، مرجع سابق، ص ص 25-27.

(2) - سمير عبد العزيز، مرجع سابق، ص 235.

- 3- تقدير صافي التدفقات قبل وبعد الضرائب.
- 4- تقدير صافي التدفقات النقدية وإعداد جدوى التدفقات والتقدير.
- 5- وضع الهيكل التمويلي الأمثل للمشروع.
- 6- اختيار سعر الخصم وإعداد الجداول المالية المساعدة في الحكم على المشروع.

و سنتطرق إلى شرح هذه فيما يلي:

- 1- تقدير إجمالي التدفقات النقدية الداخلة:
  - تشمل التدفقات الداخلة على المبالغ المحصل عليها كإيرادات المشروع أثناء تشغيله مطروحا منها تكاليف التشغيل النقدية التي تدفع في الفترة التي حصل فيها الإيراد وتحسب كل سنة من سنوات العمر الاقتصادي للمشروع كل على حدا، وهي من أهم مكونات صافي التدفق النقدي، ويتمثل التدفق الداخل في مشروع التوسع والإحلال والتجديد فيما يلي:
    - مقدار العائد المحقق من الاستثمار بعد تغطية التكاليف الاستثمارية.
    - مقدار تناقص تكاليف التشغيل والإنتاج، أو مقدار الزيادة في العائد الناتج من زيادة الإنتاج أو الطاقة الإنتاجية.
    - ويتحدد التدفق النقدي بمقدار صافي الربح الناتج عن عمليات البيع في السوق المحلي والخارجي، إذا كان الهدف من الاستثمار إنتاج سلعة جديدة أو إنشاء خط إنتاجي جديد.
    - يتمثل تدفق النقدي الداخل في الفرق بين تكلفة الشراء وتكلفة تصنيع أجزاء الآلات، إذا كان الهدف من الاستثمار المقارنة بين أجزاء آلات وتصنيعها بالمنشأة.<sup>(1)</sup>
    - تعتبر الأقساط التي يتم دفعها مقابل تأجير الآلات أحد عناصر التدفق الداخل عند المقارنة بين شراء الآلات وتأجيرها
    - وتشمل العديد من البنود أهمها:
      - 1-1- تقدير إيرادات المبيعات:

أي قيمة المبيعات السنوية المتوقعة للمشروع خلال عمره الإنتاجي المتوقع حيث أنه من الضروري مراجعة أرقام الطلب التي تأتي من الجدوى التسويقية ومنه قيمة المبيعات هي:

$$\text{قيمة المبيعات} = \text{حجم الطلب المتوقع} \times \text{سعر السلعة}$$

1-2- القيمة البيعية المتوقعة للمشروع:

(1)- سمير عبد العزيز ، مرجع سابق ، ص 236.

إن لكل مشروع عمر افتراضي يتحدد بناء على العديد من الاعتبارات والعوامل أهمها: معدلات اهتلاك الأصول وهنا لا بد من التفرقة بنيه والعمر الاقتصادي فالأول هو عمر تقديري متوقع أما الثاني فهو عمر فعلي، وما يبقى فعليا من المشروع يسمى القيمة المتبقية للمشروع، ويتم بيعه بقيمة سوقية للأصول الموجودة، فيصبح العمر الافتراضي في هذه الحالة عبارة عن:

التكاليف الاستثمارية للأصول / متوسط معدل الاهتلاك للأصول

### 3-1- القروض:

حيث تمثل أحد الموارد الهامة للمشروع وهي تعتبر تدفقات داخلية له خاصة إذا كان يتجه نحو الاعتماد عليها بنسبة كبيرة.

### 4-1- الإعانات:

تعتبر الإعانات تدفقات نقدية داخلية لأي مشروع استثماري، إذا وجدت حيث تقدر في شكل مالي كحوافز على الدخول أو الاستثمار في أنشطة عامة.

### 5-1- إيرادات أخرى:

حيث من الممكن أن تباع وحدات من السلعة المنتجة أثناء تجارب التشغيل، أو تباع بعض المعدات وغيرها والتي قد تنشأ قبل بداية العمر الافتراضي للمشروع، فتعتبر حصيلتها في هذه الحالة تدفقات نقدية داخلية. (1)

2- تقدير إجمالي التدفقات الخارجة: تعتبر التدفقات الخارجة كإنفاق استثماري يتم بغرض اقتناء أصول رأسمالية لإنشاء مشروع، كما تعتبر بمثابة أعباء والتزامات يتم تحملها منذ التفكير في المشروع حتى ساعة بدء تجارب التشغيل الفعلية، وأداء كافة العمليات الإنتاجية وأنشطة وظائف المشروع.

وإن أي أخطاء في تقدير التدفقات النقدية الخارجة في غير صالح المستثمر باعتباره يؤثر على العائد المتوقع من الفرصة الاستثمارية محل الدراسة عند القيام بعمليات المفاضلة والتقييم، كما يقلل من فعالية التدفقات النقدية الداخلة لتغطية تكلفة الاستثمار الرأسمالية، وتنقسم إلى قسمين هما:  
التكاليف الاستثمارية.

### تكاليف التشغيل. (2)

(1)- عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص 220.

(2)- سمير عبد العزيز ، مرجع سابق ، ص 230.

## 1-2- تحديد وتحليل التكاليف الاستثمارية للمشروع:

هي كل التكاليف والمصروفات التي تنفق في الفترة من لحظة فكرة ظهور المشروع وحتى انتهاء تجارب التشغيل وهي ما تعرف بالسنة الصفرية ( سنة مجازية) يتم تقدير هذه التكاليف في ضوء الدراسات الفنية التي تمت حول اختيار أنسب لموقع المشروع، الطاقة الإنتاجية، حجم المعدات...

حيث تقام من طرف فريق مختص في دراسات الجدوى الفنية وتقدم من طرفهم إلى الخبراء الذين يناقشونها والأسس التي قامت عليها والبنود التي يمكن إضافتها وعادة ما يتم تقدير التكاليف الاستثمارية للأصول الثابتة على مرحلتين:

المرحلة الأولى تختص بتقدير التكلفة والمرحلة الثانية والتي تتطوي على التكاليف الاستثمارية الأخرى وبالتالي تضمن تحليل وتحديد التكاليف الاستثمارية للبنود التالية:

تقدير تكاليف الإنشاء و التجهيزات المختلفة بأصول إنتاجية ثابتة.  
مصروفات التأسيس.

تكاليف رأس المال للبدء في دورة واحدة لبدء التشغيل.

فوائد القروض أثناء التشغيل وإقامة المشروع. (1)

## 2-2- تحديد وتحليل تكاليف التشغيل:

تمثل تكاليف التشغيل المصروفات والنفقات التي تنفق مع بداية تشغيل المشروع أي طوال العمر الافتراضي للمشروع، فهي تختلف عن التكاليف الاستثمارية للمشروع حيث تحسب الأخيرة في السنة الصفرية فقط وتشمل تكاليف التشغيل على عروض البنود الرئيسية من أهمها:

تكاليف مستلزمات السلعة، الأجور والمرتببات.

تكاليف التجديد والترخيص وتطوير البحوث.

تكاليف خدمات النقل والتأمين والسفر والدعاية والإعلان.

الضرائب والاهتلاك.

(1)- عبد الطلب عبد الحميد، مرجع سابق ، ص ص 230-237.

3- تقدير صافي التدفقات قبل وبعد الضرائب:

بعد تحديد كل من التكاليف الاستثمارية والتشغيلية السنوية تأتي دراسة جدوى المشروع، وذلك في حالة مقابلة التشغيل بالإيرادات المتوقعة السنوية واستخراج الربح قبل الضرائب، ثم يتم قياس تأثير العبء الضريبي على ربحية المشروع، أي إذا كانت هناك جدوى في إقامته تحت ظل هذا العبء من عدمه.

ويلاحظ من ناحية أخرى أنه من الضروري أن ننوه في تلك المرحلة أن مخصصات الاهتلاك المتوقعة تحسب ضمن تكاليف التشغيل، وذلك بغرض تقدير الربح بعد الضريبة على أن يعاد إضافته في المرحلة التالية.

4- تقدير صافي التدفقات النقدية وإعداد جدول التدفقات والتقدير:

يتم الحصول على صافي التدفقات والتقدير للمشروع من خلال تقدير جدول لهذه التدفقات التي تحول كل الإيرادات المتوقعة إلى تدفقات نقدية داخلية وخارجة مع مراعاة اعتبارات منها:

القيمة المتبقية للمشروع. (1)

تعتبر قيمة القرض الممنوحة تدفقات نقدية داخلية بينما قيمة الأقساط التي سددها المشروع تدفقات خارجية.

عدم اعتبار الاهتلاك من بنود التدفقات الخارجة لأنه بند محاسبي.

مراعاة قيمة الفوائد السنوية.

مراعاة عدم وضع قيمة ضرائب خلال السنوات الأولى المعطاة في الخزينة بسبب تشجيع الاستثمار. (2)

وفي ما يلي الجدول رقم ( 1 ) الخاص بالتدفقات التالية:

جدول ( 01 ) التدفقات النقدية للمشروع

سنوات العمر الافتراضي للمشروع				سنة الاستثمار	البيانات
س ن	.....	س2	س1	سنة صفر	البنود التفصيلية

(1) - عبد المطلب عبد الحميد ، مرجع سابق ، ص 235.

(2) - عبد المطلب عبد الحميد ، مرجع سابق، ص ص 237-243.

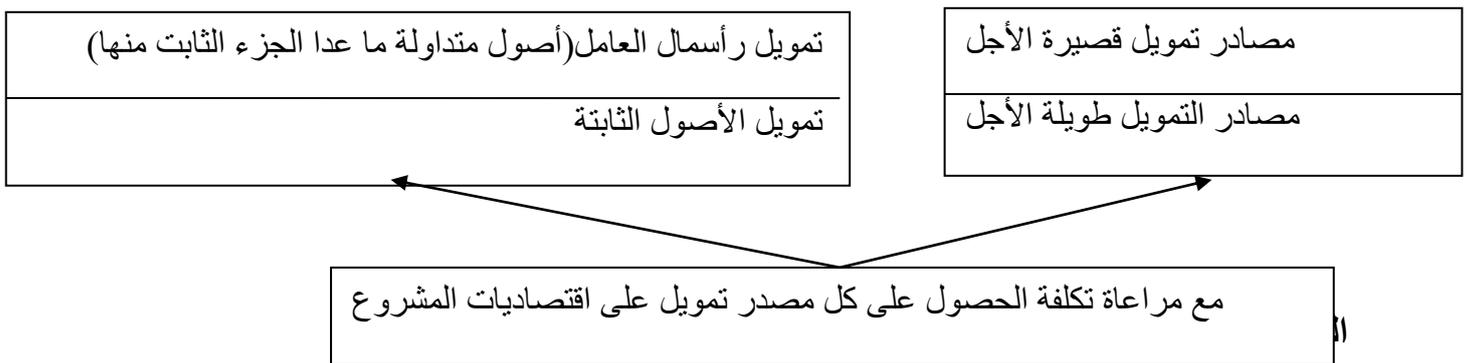
					-التدفقات الداخلة -إيراد المبيعات -القيمة البيعية للمشروع -الإعانات (حسب السنوات) -القروض (حسب السنوات)
					-التدفقات النقدية الخارجة -التكاليف الاستثمارية -تكاليف التشغيل السنوية - الفوائد المالية و الأقساط -ضرائب
					إجمالي التدفقات النقدية الخارجية
					صافي التدفقات النقدية

المصدر: عبد المطلب عبد الحميد: مرجع سابق، ص 244.

5- وضع الهيكل التمويلي الأمثل للمشروع:

يعرف بالأمثل لأنه يحقق أقصى ربح لملاك المشروع، عندما كانت طريقة التشغيل تؤثر على ربح المشروع حيث أنه للوصول إلى الهيكل التمويلي الأمثل لا بد من مراعاة بناء الهيكل التمويلي السليم على أساس القاعدة التالية: (1)

شكل (1) : الهيكل التمويلي الامثل للمشروع



وفي ظل هذه القاعدة يمكن التعامل مع النقاط التالية:

5-1- مصادر التمويل وتكلفة الحصول عليها:

(1)-عبد المطلب عبد الحميد ، مرجع سابق، ص 250.

وبدورها تنقسم إلى مصادر تمويل قصيرة وطويلة الأجل.

فالأولى: تحتوي على الائتمان التجاري وتكلفته يمنح من الموردين إلى المستثمرين عن طريق البيع بالأجل لفترة محدودة بالإضافة إلى الائتمان المصرفي وتكلفته من خلال قروض وتسهيلات ائتمانية متاحة من البنوك التجارية لفترة أقل من سنة.<sup>(1)</sup>

أما الثانية: وتشمل القروض والاقتراض المباشر وتكلفته، السندات وتكلفتها، الأسهم العادية والأسهم الممتازة، الأرباح المحتجزة وتكلفتها، التأجير التمويلي وتكلفته.

## 2-5- متوسط التكلفة المرجحة للأموال:

إن مفهوم متوسط التكلفة المرجحة إلى تكلفة رأس المال يفيد في مجال اختيار هيكل التمويل المناسب، ولها دور رئيسي في مجال تقييم المشروعات الاستثمارية لاستخدامها كسعر خصم التدفقات النقدية حيث تظهر أهميتها عند تطبيق معيار صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية ومعيار دليل الربحية لتقييم المشروعات الاستثمارية عند دراسة الافتراضات الاستثمارية الجديدة فإن متوسط التكلفة المرجحة في هذه الحالة يساوي ويعادل التكلفة الحدية للأموال.<sup>(2)</sup>

يتم قياس متوسط التكلفة المرجحة للأموال من خلال المعادلة التالية :

$$م ت م = م ق \times ت ق + م س \times ت س + م هـ \times ت هـ + م ز \times ت ز + م ح \times ت ح$$

حيث:

ت ق: تكلفة التمويل للاقتراض المباشر من البنوك.

ت س: تكلفة التمويل بإصدار السندات.

ت هـ: تكلفة التمويل بإصدار الأسهم الممتازة.

ت ز: تكلفة التمويل بإصدارات مهمة.

ت ح: تكلفة التمويل للأرباح المحتجزة.

م ق، م س، م ز، م هـ، م ح: الأدوات النسبية لكل مصدر تمويل.

(1)- أحمد مرسي أحد الخواص ، الجوانب الإدارية لدراسة الجدوى للمشروعات الاستثمارية ، المكتب العربي الحديث ، مصر، 1990، ص ص 180-182.

(2)- سعيد عبد العزيز عثمان ، دراسات جدوى المشروعات بين النظريات و التطبيق ،الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 2006، ص152.

وللوصول إلى هذه المعادلة لا بد من إتباع الخطوات التالية:

- حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل.
- تحديد النسب المئوية لكل مصدر منسوب إلى مجموع هيكل التمويل.
- تحديد التكلفة المرجحة لكل مصدر تمويل.

وفي كل الأحوال يتم اختيار مصدر التمويل ووزنه النسبي بناء على عدة قواعد أهمها:

تكلفة التمويل، المخاطر المرتبطة بمصدر التمويل، هيكل التمويل الحالي... الخ

6- اختيار سعر الخصم وإعداد الجداول المالية المساعدة في الحكم على المشروع:

يتم اختيار سعر الخصم الذي سنخصم به التدفقات النقدية للوصول إلى القيمة الحالية لها تمهيدا للوصول إلى تقييم المشروع الاستثماري.

#### 6-1- اختيار وتحديد سعر الخصم

يعرف على أنه المعدل الذي يخصم به صافي التدفقات النقدية للمشروع، لهذا فهو العائد الذي يساوي على الأقل تكلفة التمويل للمشروع، ومن أهم طرق اختياره:<sup>(1)</sup>

- معدل العائد البديل للاستثمار: أي المعدل الذي يتحصل عليه المستثمر لأنه استعمل أمواله في مشروع بديل.
- سعر الفائدة السائد في السوق: هو متوسط معدل العائد الذي يحصل عليه المستثمر لو أودع أمواله في البنك.
- متوسط التكلفة المرجحة للأموال.

#### 6-2- تصميم الجداول الأخرى المكملة لدراسة الجدوى المالية للمشروع

و من أهم هذه الجداول:

### -الجدول رقم (02): الهيكل التمويلي للمشروع

(1)- سعيد عبد العزيز عثمان ، مرجع سابق، ص153.

المجموع	سنوات الإنشاء			البيان
	سنة 03	سنة 02	سنة 02	
				1- الاستثمار استثمار مبدئي فوائد خلال فترة التسديد
				2- هيكل التمويل حقوق مساهمين قروض سندات التأجير التمويلي أموال أخرى

المصدر: عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص 271.

جدول رقم (03) : الالتزامات المالية ينطوي على كل الأعباء المالية التي يتحملها المشروع

المجموع	سنوات الإنشاء				البيان
	سنة ن	سنة 03	سنة 02	سنة 01	
					1- القروض تسديد أقساط فوائد 2- فوائد 2-1- قرض أجنبي 2-2- تسديد أقساط 3- أرباح الأسهم 3-1- محلي 3-2- أجنبي

3-3- أخرى					

المصدر: عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص280.

-الجدول رقم (4) : جدول الإحلال السنوي ينطوي على حساب مخصص الاهتلاك

بيان الأصول	معدل اهتلاك	قيمة الأصل	قيمة الاهتلاك بالدينار
قيمة الاهتلاك السنوي			
المباني	5%		
الآلات و المعدات	10%		
وسائل النقل	20%		
الأثاث	10%		
مصاريف التأمين	20%		

المصدر: عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص281.

إن هدف دراسة الجدوى المالية بالدرجة الأولى، هو تحديد درجة مقابلة المشروع أو الفكر الاستثماري لمعايير الاستثمار أي التأكد من أن المشروع يحقق المستوى المقبول من الربحية التجارية، ويتم ذلك من خلال تحليل وتجميع البيانات المالية والمكونات الأساسية التي تعتمد عليها الجدوى المالية وصياغتها في شكل قوائم مالية مرتبطة بالتشغيل المخطط للمشروع، وما يبقى إلى أن تقوم بإتباع خطة منهجية تساعد على اختيار القرار الاستثماري. (1)

**المبحث الثالث: تقييم المشاريع في ظل ظروف التأكد وظروف عدم التأكد:**

**المطلب الأول: التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية في ظروف التأكد:**

(1)-عبد المطلب عبد الحميد ، مرجع سابق ، ص281.

لكي تتمكن الإدارة من اتخاذ القرار المناسب بقبول أو رفض المشروع الاستثماري المقدم إليها، ولقد تعددت النماذج التي اقترحت لتقويم المشروعات الاستثمارية ومن بينها نماذج التقويم في ظل ظروف التأكد.

### الفرع الأول: نماذج التقييم في ظل ظروف التأكد:

معظم الطرق التقليدية التي اقترحت لتقويم المشروعات الاستثمارية والتي ما زالت مستخدمة في التطبيق العملي حتى الآن، وهي نماذج تفترض أن إيرادات وتكاليف المشروع الاستثماري يمكن معرفتها بدرجة كبيرة من التأكد، وهي تتسم بشيء من المثالية، كما تحدد قيمة كل عنصر من عناصر التكاليف المقدرة في صورة رقم واحد (1) وحصى تحمل معنى التأكد وتفترض أن المخطط يكون على علم تام.

وفي العصر الحالي الذي يتسم بالتغيير المستمر والصراع والهيمنة بين أصحاب رؤوس الأموال والشركات المحلية ومتعددة الجنسيات لا ينفع معها هذا النوع من عملية اتخاذ القرار. (1)

أ- طريقة فترة الاسترداد :

هي أبسط المعايير التي تستخدم في عملية التقييم، وتعتبر الفترة اللازمة لاستعادة التكاليف الاستثمارية عن طريق التدفقات النقدية السنوية الجارية الصافية التي يحققها المشروع، ويحدد عادة حد أقصى لفترة القطع أو فترة الاسترداد القصوى المقبولة، ويتوقف قبول المشروع أو رفضه على نتيجة المقارنة بين فترة الاسترداد وفترة القطع، فإذا كانت فترة الاسترداد من فترة القطع يعتبر المشروع مقبولاً ويتم استخدام هذا المعيار بين المستثمرين لسهولة، وخاصة في حالة اتخاذ عدد كبير من القرارات الاستثمارية صغيرة الحجم نسبياً، فضلاً على أنه يمكن أن يعطي تصوراً أولياً عن جدوى الاستثمار في المشروع أو المشاريع التي هي موضع التقييم، على أنه يتبع الأمر تقييم لاحق استناداً إلى معايير التقييم الأكثر شمولية وعملية. (2)

وتحسب فترة الاسترداد بقسمة الاستثمار المبدئي على صافي التدفق (العائد) السنوي، وذلك في حالة تساوي التدفقات النقدية السنوية.

$$\text{فترة الاسترداد} = \frac{\text{الكلفة الاستثمارية الأولية النقدية السنوية}}{\text{الوسط الحسابي للتدفقات}}$$

أو:

$$\text{الكلفة الاستثمارية الأولية السنوية}$$

، ص 21.

2006، ص 171.

(1)-عقيل جاسم عبد صافي التدفق النقدي السنوي

(2)-محمد دياب، در

فترة الاسترداد =

وفي حالة تساويها يتم تجميعها سنة بعد سنة حتى تصل إلى المجموع الذي يتعادل مع الاستقرار المبدئي.

#### 1- مزايا فترة الاسترداد :

- إن الاعتماد على طريقة فترة الاسترداد قد تصبح أكثر تفصيلا في تقييم نتائج الفرص الاستثمارية، من وجهة نظر المستثمر الأجنبي، وبصفة خاصة في الدول التي تتسم بالاستقرار الاقتصادي والسياسي والاجتماعي... الخ
- وهي تعتبر أكثر الطرق جاذبية للمنشأة التي تعاني من عجز في سيولتها النقدية، إذ بمقتضاه تعطي أولوية لتنفيذ الفرص الاستثمارية التي تتميز بسرعة تدفقاتها النقدية، ومن ثم يمكن أن تساهم في الأجل القصي.
- تتسم بالسهولة والبساطة، خاصة في اتخاذ عدد كبير من القرارات في الاستثمارات صغيرة الحجم نسبيا، تستعمل أكثر في البنوك لدراسة قدرة المؤسسة على السداد.

#### 1- عيوبها: تواجه فترة الاسترداد عدة انتقادات منها:

- إهمالها للمكاسب الإضافية التي يمكن أن يحققها المشروع خلال عمره الإنتاجي حيث يركز هذا المشروع على السنوات التي يستطيع فيها المشروع استرداد رأسماله الأصلي، ويهمل المكاسب التي يمكن أن يحققها المشروع بعد استرداده رأسماله<sup>(1)</sup>
- إن هذه الطريقة تتجاهل الاختلاف في نمط التدفقات للفرص الاستثمارية المتاحة والتي تتساوى في فترة الاسترداد ولكن يكون العائد الصافي المتوقع مركز في السنوات الأولى، لا يسمح بتعظيم قيمة المؤسسة، وبعض الاستثمارات مركز في سنة أخيرة

#### ب- طريقة العائد على الاستثمار ( مؤشر الربحية)

يتم في هذه الطريقة ترتيب المشروعات الاستثمارية وفقا للعائد على الاستثمار الناتج من كل منها، ويفضل المشروع الذي يحقق أكبر عائد ويحسب العائد على الاستثمار في هذه الطريقة عن طريق نسبة مجموع التدفقات النقدية الصافية التي يحققها المشروع خلال فترة عمره الاقتصادي إلى التكاليف الاستثمارية للمشروع.

$$ع = \frac{\text{مجموع التدفقات الصافية للمشروع}}{\text{التكلفة الاستثمارية للمشروع}} \times 100$$

(1)- عبد العزيز مصطفى عبد الكريم، دراسة جدوى وتقييم المشاريع، دار حماد، مصر، 2004، ص117.

مثال:

$$126\% = 100 \times \frac{126000}{100000} = \text{المشروع الأول}$$

$$100\% = 100 \times \frac{100000}{100000} = \text{المشروع الثاني}$$

$$140\% = 100 \times \frac{140000}{100000} = \text{المشروع الثالث}$$

وبذلك يكون المشروع الثالث هو أفضل المشروعات المقترحة يليه المشروع الأول ثم الثاني.

1-مميزات هذه الطريقة:

تأخذ في الحسبان جميع التدفقات النقدية التي ينتظر أن يحققها المشروع الاستثماري خلال فترة حياته الاقتصادية وبالتالي فهي تقيس ربحية المشروع الاستثماري. (1)

2-ويعاب عليها:

- أن هذه الطريقة لا تأخذ في الحسبان الهيكل الزمني للتدفقات النقدية.
- أن هذه الطريقة لا تأخذ في الحسبان أثر عدم التأكد على قيمة المشروع الاستثماري.

ج- طريقة متوسط معدل العائد:

وفقا لهذه الطريقة يتم إيجاد متوسط التدفقات السنوية للمشروع وذلك عن طريق قسمة مجموع صافي التدفقات النقدية للمشروع خلال سنوات عمره الاقتصادي على عدد سنوات هذا العمر الاقتصادي، وبعد ذلك بنسب متوسط التدفقات النقدية إلى التكاليف الاستثمارية للمشروع للحصول على متوسط القيمة، معدل العائد الذي يعبر عن حصة الدينار في الإنفاق الاستثماري من متوسط الدخل السنوي للمشروع الاستثماري.

$$\text{مثال:- متوسط التدفقات النقدية السنوية للمشروع الأول} = \frac{125000}{5 \text{ سنوات}} = 25000$$

$$\text{- متوسط التدفقات النقدية السنوية للمشروع الثاني} = \frac{100000}{3 \text{ سنوات}} = 25000$$

$$\text{- متوسط التدفقات النقدية السنوية للمشروع الثالث} = \frac{140000}{7 \text{ سنوات}} = 20000$$

و يمكن حساب متوسط العائد لكل مشروع كما يلي:

(1) - عبد العزيز مصطفى عبد الكريم ، مرجع سابق ، ص 118.

$$25\% = 100 \times \frac{25000}{100000} = 1م$$

$$25\% = 100 \times \frac{25000}{100000} = 2م$$

$$20\% = 100 \times \frac{20000}{100000} = 3م^{(1)}$$

وطبقا لهذا المعيار يتساوى المشروعان الأول والثاني في الأفضلية بينما يقل عنهما المشروع الثالث.

وهنا يلاحظ أن هذه الطريقة عندما تقسم مجموع التدفقات النقدية الصافية للمشروع على سنوات عمره الاقتصادي فهي بذلك إنما تحاول أن تأخذ في الحسبان طول الفترة الزمنية التي يحقق فيها العائد من المشروع غير أنه يؤخذ على هذه الطريقة ما يلي:

- 1- تتجاهل مجموع التدفقات النقدية الصافية التي يحققها كل مشروع في المثال السابق يتساوى المشروع 1 والمشروع 2 رغم أنهما يختلفان في القيمة.
- 2- أن هذه الطريقة تتجاهل الهيكل الزمني للتدفقات النقدية السنوية.
- 3- أن هذه الطريقة لم تعالج مشكلة عدم التأكد وأثرها على تقويم المشروعات الاستثمارية.<sup>(2)</sup>

د- طريقة القيمة الحالية الصافية :

تهتم هذه الطريقة بالقيمة الزمنية للنقود وتدخّل في حساباتها جميع التدفقات النقدية المحققة للمشروع مخصومة بمعدل خصم يحدد القيمة الحالية للنقود الناجمة عن التدفقات النقدية للمشروع.

- إن المقصود بالقيمة الحالية للنقود هي أن القيمة الحالية لدينار اليوم أكبر من قيمته بعد سنة أو في السنوات اللاحقة ويتم خصمه بمعدل خصم مختار يأخذ بعين الاعتبار العناصر التالية:

- كلفة الفرصة البديلة: والتي تحسب على أساس العائد الذي يمكن أن يحققه من استثمار الأموال المتاحة ويمكن إعادة استثمار للفترة الأخرى.
- التحسب لمعدل التضخم السائد في الاقتصاد: بصورة عامة والذي يؤثر على القدرة الشرائية للنقود.

(1)- أحمد فريد مصطفى، دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 109.

(2)- أحمد فريد مصطفى، مرجع سابق، ص 104.

○ درجة الخطر التي تتعرض لها التدفقات النقدية في المستقبل.

وتستخدم هذه الطريقة باستخراج القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع تحقيقها والناجمة عن الاستثمار (بعد خصمها بمعدل خصم محدد يمثل كلفة رأس المال في سوق مطروحة من هذه القيمة كلفة الاستثمار المبدئي)

ويمكن استخدام المعادلة التالية في استخراج صافي القيمة الحالية الاستثمارية:

صافي القيمة الحالية = مجموع التكرارات للتدفقات النقدية × القيمة الحالية لدينار (1)

خلال ن من السنوات :  $VAN = V_{AR} - V_{AC}$

$$\text{أو: } VAN = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+t)^i} - I_0$$

حيث:  $I_0$ : تكلفة الاستثمار.

$CF_i$ : التدفق النقدي للفترة  $i$ .

$(1 + t)^n$ : معامل التحيين.

$t$ : معدل التعيين.

$n$ : العمر الافتراضي للمشروع.

وتشير هذه المعادلة إلى أن صافي القيمة الحالية للمشروع الاستثماري المقترح يستخرج من فرق القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية الناجمة عن هذا الاستثمار وبين التكلفة المبدئية اللازمة للتنفيذ. (2) وعند المفاضلة بين البدائل الاستثمارية، نختار الذي يحقق أعلى قيمة موجبة لصافي القيمة الحالية، ويجب أن يكون رقم موجب أي أن معدل العائد الذي سيتولد من الاستثمار الجديد يزيد على كلفة الأموال المستخدمة لتمويل الاستثمار الجديد مع الإشارة إلى أن هذه الطريقة تحسب على أساس التدفق النقدي وليس على أساس الربح المحاسبي.

بفرض أن محاسب المنشأة يرغب في تحديد صافي القيمة الحالية لأحد المشروعات الاستثمارية المعروضة على الإدارة وتم تحديد التدفقات النقدية للمشروع. (3)

(1)- جودي سعاد، خالد عفاف، تقييم المشاريع الاستثمارية ودوره في تحسين الاداء المالي في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة لنيل شهادة ماستر، تخصص مالية، جامعة قلمة، غير منشورة، 2012/2011، ص20.

(2)- جودي سعاد، خالد عفاف، مرجع سابق، ص ص 20، 21.

(3) - دير كمال آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار الميسرة، عمان، 2009، ص 290.

مثال: ترغب شركة بابل لإنتاج الكمبيوتر للمقارنة بين مشروعين استثماريين، يقترح التنفيذ بكلفة 1000 دينار فإن علمت أن معدل الخصم 10 % وكانت التدفقات النقدية للمشروعين كما يلي:

البديل A:

جدول رقم (5) : التدفقات النقدية للمشروع A

السنة	التدفق النقدي A	القيمة الحالية للدينار معدل خصم 10 %	القيمة الحالية للتدفقات النقدية
1	500	0.559	479.5
2	400	0.826	330
3	300	0.751	225.3
5	-	-	-
6	-	-	-
Σ	-	-	1103.5

المصدر: دير كمال آل شبيب، مرجع سابق، ص 290.

صافي القيمة الحالية = A = 1000 - 1103.5 = 103.5 دينار. (1)

البديل B:

الجدول رقم (6) : التدفقات النقدية للمشروع B

السنة	التدفق النقدي	القيمة الحالية للدينار بمعدل حجم %6	القيمة الحالية للتدفقات النقدية
1	100	0.950	96.9
2	200	0.826	165.2
3	300	0.751	225.3

(1) - دير كمال آل شبيب، مرجع سابق، ص ص 290-291.

273.2	0.683	400	4
310.5	0.621	500	5
433.8	0.654	600	6
1408	-	-	Σ

المصدر: دريد كمال آل شبيب ، مرجع سابق ، ص 293

صافي القيمة الحالية = 1043.5 - 1000 = 403.5 دينار

نختار المشروع B لأنه يحقق لنا أعلى صافي قيمة مقارنة بالمشروع A. (1)

1- مزايا طريقة صافي القيمة الحالية:

- تأخذ بالقيمة الزمنية للنقود عند احتساب التدفقات الداخلة للمشروع.
- إن قرار اختيار المشاريع ينسجم مع هدف تعظيم قيمة الاستثمار في المدى طويل الأجل. (2)
- من أفضل الطرق التي اقترحت إلى حد الآن، فهي تعالج أثر الهيكل الزمني للتدفقات النقدية على قيم هذه التدفقات كما تؤخذ في الحسبان عند تقويم المشروع جميع إيرادات و تكاليف المشروع. (3)
- 2- عيوب هذه الطريقة:
- اختلاف العمر الاقتصادي لكل مشروع عن الآخر.
- صعوبة اختيار معدل خصم مناسب والذي عادة يساوي كلفة رأس المال وكذلك صعوبة قياسه في الظروف المتغيرة لكل قطاع أو صناعة أو حتى دولة معينة.
- هذه الطريقة صعبة الحساب مقارنة بطريقة فترة الاسترداد.
- لا تعطينا نتائج مقنعة إذا اختلفت كلفة الاستثمار للبدائل المختارة عند اعتماد هذه الطريقة في اختيار الاستثمار من قبل متخذ القرار. (4)

**المطلب الثاني: التقييم المالي للمشروعات في ظل ظروف عدم التأكد**

سبق أن عالجت التقييم المالي للمشروعات في ظل ظروف التأكد وقد تجاهلنا عنصر الخطر على الرغم من أن التدفقات النقدية الخارجة لشراء التجهيزات والمعدات الجديدة أي الإنفاق

(1)-دريد كمال آل شبيب، مرجع سابق، ص 293.

(2)-احمد فريد مصطفى مرجع سابق، ص 112.

(3)-علي عباس، مرجع سابق، ص 173

(4)- احمد رضا عبد الله، تخطيط المشروعات الاستثمارية و دراسة الجدوى الاقتصادية، المكتبة المصرية للطبع و النشر

و التوزيع ، صر ، 2003 ، ص 98.

الاستثماري معروفة بدرجة عالية من الدقة إلا أن التقديرات الخاصة بالتدفقات والمتولدة عن تشغيل الإنفاق الاستثماري تنطوي على مخاطر عدم التأكد وتتأثر التدفقات النقدية بأي تغيير في الظروف الاقتصادية وقد يحدث تغيير في التقديرات الخاصة بعنصر العمل نتيجة إعادة التدريب فهي عرضة للتغيير وتقلبات معدل التضخم... الخ، وسنوضح في هذا المطلب كيف يمكن التعبير عن درجة الخطر بدلالة نقطة التعادل أو أسلوب شجرة القرارات أو تحليل الحساسية.

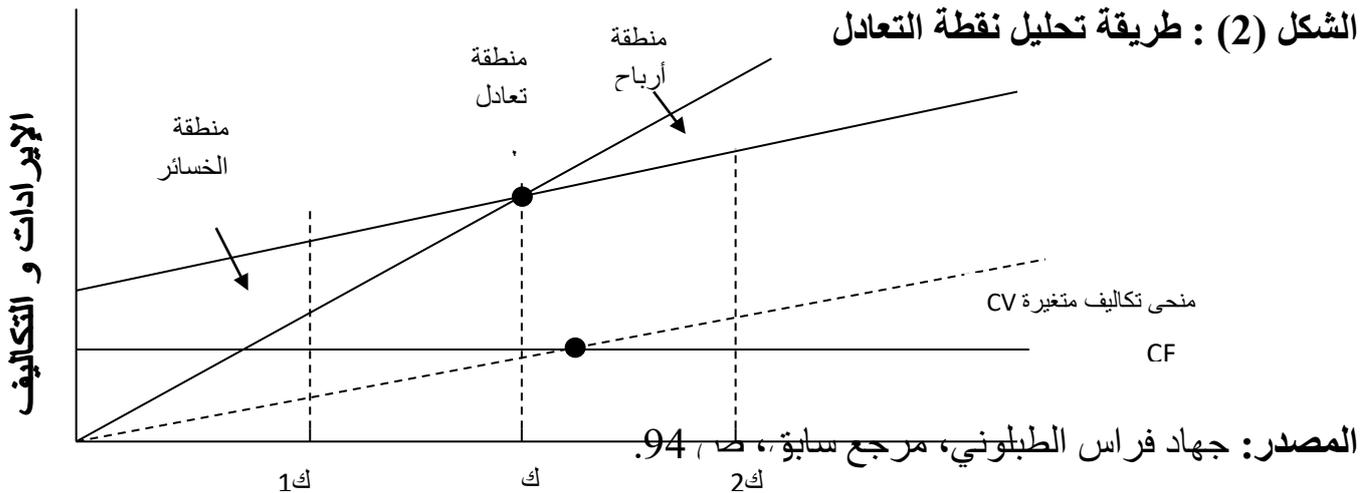
### الفرع الأول: نماذج التقويم في ظل ظروف عدم التأكد

أ- أسلوب نقطة التعادل: هي تلك النقطة التي يتحقق عندها التساوي بين الإيرادات الكلية والتكاليف الكلية لنتائج معين، أي النقطة التي لا يكون فيها أي أرباح أو خسائر، يركز هذا الأسلوب على تحليل نقطة التعادل من خلال دراسة العلاقة بين الإيرادات والتكاليف والأرباح عند مستويات مختلفة من الإنتاج والمبيعات.

1- طريقة تحليل نقطة التعادل:

الطريقة البيانية: ويتم تحديد نقطة التعادل بجعل المحور العمودي يمثل الإيرادات والتكاليف أما المحور الأفقي فيمثل الإنتاج أو المبيعات ثم يتم رسم منحنى الإيراد الكلي، ولتحقيق نقطة التعادل، لا بد من وجود الافتراضات التالية:

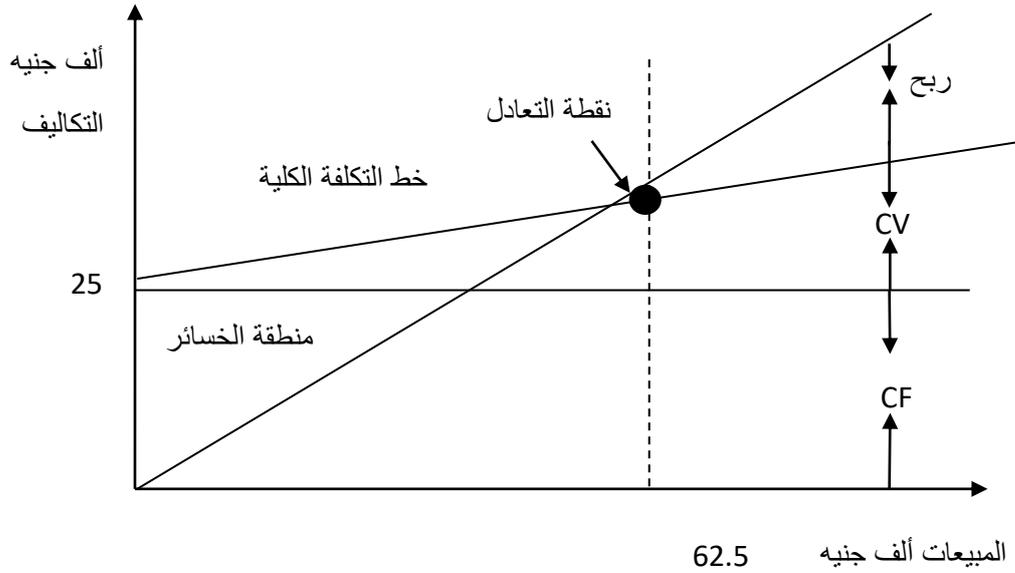
- ثبات سعر بيع الوحدة الواحدة.
- ثبات التكلفة المتغيرة للوحدة الواحدة. (1)



(1)- جهاد فراس الطبلوني، دراسة الجدوى الاقتصادية للمشاريع، دار كنوز المعرفة العلمية، عمان، 2011، ص 94.

ويمكن التعبير عن نقطة التعادل بمنحنى آخر والذي يعبر عن العلاقة بين التكاليف والحجم و الربح من جهة ، و من جهة أخرى يوضح حجم المبيعات اللازمة لتغطية الأنواع المعينة من التكاليف من الأرباح الموزعة لحظة الأسهم و ذلك على النحو التالي : (1)

الشكل (3) : تحليل نقطة التعادل عن طريق العلاقة بين التكاليف و حجم الربح



المصدر: سمير محمد عبد العزيز، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، دار الإشراف، مصر، 1997، ص ص 168-169.

2- الطريقة الجبرية:

الإيراد الكلي = كمية المبيعات × سعر بيع الوحدة الواحدة

أي:  $CA \times p$

التكاليف الكلية = التكاليف الثابتة + التكاليف المتغيرة (  $G = CV + CF$  )

التكاليف الكلية = التكاليف الثابتة + كمية الإنتاج × كلفة الوحدة المتغيرة

عند نقطة التعادل ← الإيراد الكلي = التكاليف الكلية

وبالتالي:  $CA \times p = CF + CV \times p$

(1) - سمير محمد عبد العزيز، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، دار الإشراف، مصر، 1997، ص ص 169-168.

كمية التعادل = التكاليف الثابتة / ( سعر بيع الوحدة × كلفة الوحدة المتغيرة )

كمية التعادل تحسب في الطاقة الإنتاجية = كمية التعادل / الطاقة الكلية للمشروع

قيمة التعادل النقدي = التكاليف الثابتة / ( 1 - كلفة الوحدة المتغيرة ÷ سعر بيع الوحدة )

يمكن اشتقاق معادلة خاصة بأسعار البيع (p) تمثل الحد الأدنى لسعر البيع الذي يمكن أن يتحمله المشروع دون أن يحقق لا ربح ولا خسارة.

$$\text{أي : ب} = \frac{\text{ث} + \text{ك} \times \text{ن} \times \text{غ}}{\text{ك} \text{ن}}$$

حجم المبيعات اللازم لتحقيق مستوى معين من الأرباح:

$$\frac{\text{التكاليف الثابتة} + \text{مستوى الأرباح المطلوب}}{\text{المساهمة الحدية للوحدة}}$$

3- تقييم أسلوب نقطة التعادل:

يواجه هذا الأسلوب العديد من الانتقادات منها:

- عدم منطقية الافتراضات التي تستند عليها وخاصة تلك التي تتعلق بافتراض ثبات سعر بيع الوحدة أو التكاليف المتغيرة للوحدة.
  - يقوم أساسا على افتراض التمييز بين التكاليف الثابتة والمتغيرة وهذا غير دقيق. (1)
  - يفترض أنه إذا كان المشروع يفترض أنه ينتج منتج واحد أو عدة منتجات فإن هذه المنتجات يمكن تحويلها بسهولة إلى منتج رئيسي واحد، هذا الافتراض قد يكون غير عملي.
  - يفترض أن توليفة الإنتاج تظل ثابتة أو تتغير بنسب معينة. (2)
- ب- طريقة تحليل الحساسية:

يقصد بتحليل الحساسية مدى تأثر المشروع المقترح بالتغيرات التي قد تحدث في أحد العوامل المستخدمة في التقييم مثل التغيرات التي تحدث في العناصر التالية:

1- كمية المبيعات.

2- مستوى الطاقة الإنتاجية المستعملة.

(1) - سمير محمد عبد العزيز ، مرجع سابق ، ص 170.

(2) - جهاد فراس الطبلوني ، مرجع سابق، ص ص 95- 96.

3- العمر الاقتصادي للمشروع.

4- التغيرات التي قد تحدث في تكاليف المشروع أو سعر الخصم أو رأس المال العامل... الخ، والمتغيرات الخارجية بين الدول وأيضا أحداث على مستوى الصناعة كالاختيارات والتقدم التكنولوجي في مجال التصنيع... الخ. (1)

وينصب تحليل الحساسية على قياس أثر التغير في المتغيرات الداخلة في عملية التقييم (مدخلات ومخرجات صافي التدفق النقدي طوال العمل الافتراضي للمشروع)، مثل أثر التغير في سعر بيع الوحدة من الإنتاج، التغيرات في أسعار شراء المواد الخام، تغيرات الأجور... الخ على كل من معدل العائد على الاستثمار والقيمة الحالية الصافية، معدل العائد الداخلي وغيرها من معايير التقييم.

ولغرض تحديد درجة المخاطرة في المشروع باستخدام تحليل الحساسية، لا بد من الاعتماد على مؤشر وهو الذي يطلق عليه مؤشر أو دليل الحساسية والذي يتمشى وفق الصيغة.

مؤشر أو دليل الحساسية (SI) = معدل التغير في معيار التقييم / معدل التغير في العامل المؤثر  
إذا كانت قيمة المؤشر أقل من الواحد ( $SI < 1$ ) فإنه يمكن القول بأن درجة المخاطرة متدنية نسبياً، أما إذا كانت قيمة المؤشر أكبر من الواحد ( $SI > 1$ ) فإن ذلك يدل على ارتفاع درجة المخاطرة، وترتفع هذه الأخيرة كلما ارتفعت القيمة وطالما أن معيار التقييم المعتمد يتوقف حسابه على تداخل العديد من المتغيرات فيه، بالتأكيد ستختلف درجة حساسية هذا المعيار بحسب العوامل، وبالتالي فإن تحليل الحساسية يسهل عملية تشخيص العوامل الأكثر أهمية في المشروع مثل المواد الخام الأولية، العمل، الطاقة... الخ.

وتجدر الإشارة إلى أن تحليل الحساسية يجب أن يتم خلال مرحلة التخطيط للمشروع عندما تكون القرارات الخاصة بالمدخلات الرئيسية قد اتخذت، فعن طريق أدوار متفائلة، ومتشائمة يمكن إزالة عدم التأكد. (2)

ج- طريقة المحاكاة:

تحليل المحاكاة والذي يعرف بأسلوب "مونث كارلو" فإنه يقوم على وضع توزيع إجمالي للتدفقات النقدية مما يحسن التحليل، وهو يعتبر تطبيقاً متقدماً لأسلوب التوزيعات الإجمالية وتحليل الحساسية لاعتمادها على الكومبيوتر في تحديد كامل التوزيع الإجمالي الإيرادات

(1)- محمد الصيرفي، اقتصاديات المشروعات، مؤسسة حورص الدولية، 2005، ص 322.

(2)- طلال كداوي، مرجع سابق، ص ص 219، 218.

الممكنة لمشروع الاستثمار، صافي القيمة الحالية أو معدل المردود الداخلي بناء على اختيار عشوائي لقيم العوامل المؤثرة في التدفق النقدي، يتطلب أربع خطوات وهي:

- 1- تعريف العوامل الأساسية المؤثرة، سعر البيع، عدد الوحدات المباعة، التكلفة الثابتة بالوحدة، التكلفة المتغيرة بالوحدة، اهتلاك الموجودات الثابتة، ضريبة الدخل... الخ
- 2- تحديد العلاقة الرياضية بين هذه العوامل والتدفق النقدي ويمكن استعمال علاقة تعريف التدفق النقدي المبينة على متغيرات تحليل التبادل الآتية: (1)

$$(CF)_t = [PQ - (CF + V_1 \cdot Q)(1-t) + Dep]$$

$$= (EBIT)_t(1-t) + Dep \quad (CF)_t$$

- 3- الاختيار عشوائياً لقيمة واحدة من كل هذه التوزيعات الاحتمالية وإدخالها في النموذج الرياضي المحدد لحساب قيمة التدفق النقدي السنوي ومن ثم صافي القيمة الحالية الناتجة.

- 4- إعادة الخطوة الثالثة أعلاه عدد كبير من المرات (مئة مرة أو أكثر) للتوصل إلى توزيع إجمالي كامل لكافة القيم الممكنة لصافي القيمة الحالية لمشروع الاستثمار بتطبيق طريقة المحاكاة باستخدام الكمبيوتر الشخصي الذي أصبح شائع الاستعمال اليوم يمكن رؤية الرسم الهندسي لتوزيع القيم الممكنة للتوزيع الإجمالي، وطالما أنه تم التوصل إلى التوزيع الإجمالي لهذه الطريقة فإحصائياً من الممكن بعد ذلك حساب القيمة المتوقعة والانحراف المعياري لصافي القيمة الحالية وتحليلها بالطرق والأساليب المبحوثة سابقاً، وهنا تشير الملاحظة إلى تقدير التوزيعات الاحتمالية لكافة العوامل الأساسية، ولكن هذه الطريقة تعتبر مكلفة لما تتطلبه من وقت وجهد في جمع المعلومات ومعالجتها على الكمبيوتر. (2)

### المطلب الثالث: صعوبات اتخاذ القرار الاستثماري

يعتبر قرار الاستثمار أهم وأصعب وأخطر القرارات التي تتخذها الإدارة بالمشروع، وبصفة عامة تشكل الاستثمارات في الأصول والبحوث الجانب الأكبر من الاستثمارات وتستدعي عناية خاصة لثلاثة أسباب:

- يصعب بعد الشروع في تنفيذ الاستثمارات الثابتة التخلي والعدول عنها، بسبب ضخامة الأموال التي تم إنفاقها في المرحلة الإعدادية ويعني تحمل الخسائر المالية.

(1) -نور الدين خباية، الإدارة المالية، دار النهضة، بيروت، لبنان، 2006، ص 480.

(2) - نور الدين خباية، مرجع سابق، ص 480.

- المخاطر المترتبة عند العدول عن الاستثمار مثل انعدام المرونة لكثير من الاستثمارات الثابتة (السرعة في الرجوع إلى الأمر المبدئي) فمن السهل تحويل مبنى إداري إلى سكني، ولكن من الصعب تحويل معمل لتكرير البترول إلى شيء آخر.
- تعتبر تكلفة الخطأ المترتبة على الاختيار الخاطئ الاستثمار عالية، حيث يتطلب الأمر وقتاً لإرجاع الأوضاع إلى الوضع المبدئي ومما ينتج عنه إغلاق وإفلاس في كثير من الأحيان ويعتبر القرار الاستثماري من أصعب القرارات التي تتخذ لسببين رئيسيين:

- أنه يعتمد على التنبؤات.
- مراعاة أن يكون الاستثمار الجديد متماشياً مع أنشطة الشركة وأهدافها.
- 1- يعد إعداد التقديرات من أصعب مراحل دراسات الجدوى للاقتراحات، وليست الصعوبة في إعداد التقديرات لمختلف التدفقات النقدية، وإنما مراعاة دقة هذه التدفقات على مر الزمن، ويرجع ذلك لاختلاف القيمة الزمنية للنقود بمرور الزمن، بالإضافة إلى التقديرات الكمية، وهناك جوانب أخرى يصعب تقديرها.
- 2- أما فيما يخص بالتجانس والتناسق بين القرار الاستثماري وأهداف وسياسة الشركة ففي الكثير من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لا تكون هذه الأهداف والسياسات غير معلنة بطريقة واضحة، وهذا يعني أن السياسة الاستثمارية غير مدروسة، قد تتعارض مع هذه الأهداف وتؤثر على مستقبل الشركة.

فإغفال أي عنصر يمكن أن يكون له أثر كبير على اتخاذ القرار، لا بد من معرفة العناصر المؤثرة في القرار سواء تلك التي يمكن التعبير عنها في شكل كمي أو نوعي فلا بد من بيان العوامل التي يجب اتخاذها في الحساب قبل اتخاذ القرار وهي كما يلي:

- 1- التدفقات النقدية الداخلة والخارجة: يدخل تحت هذا البند ثمن شراء الأصول الثابتة مثل إنشاء مصنع، نفقات مدنية ( تدفق نقدي خارجي ) ويضاف الزيادة التلقائية في الأصول المتداولة ونفقات التركيب والتشغيل.
- 2- التدفقات السنوية المتعلقة بتشغيل وإدارة الأصل الاستثماري ( تدفقات نقدية داخلية وخارجة سنوية) فتعتبر المبيعات أهم التدفقات الداخلة ثم يأخذ الأعباء والنفقات النقدية على مدى العمر الاقتصادي للأصل الاستثماري.
- 3- التدفقات النقدية المتوقعة في نهاية مدة الأصول الاستثمارية: نذكر منها التدفق النقدي الداخل من بيع الأصول كخردة، ورغم صعوبة تقييمها إلا أن إهمالها يؤدي إلى اتخاذ قرار خاطئ.
- 4- الأخذ في الحساب التدفقات النقدية الخارجة والمتمثلة في الضرائب.

- فبافتراض أن الشركة رابحة، فإن كل الأعباء المترتبة على الاستثمار تخصم من الإيرادات قبل الوصول إلى الربح الضريبي، فهي تحقق مكسب ضريبي عن كل فترة، ويمكن النظر إلى هذا الإعفاء من عدة نواحي:<sup>(1)</sup>
- أ- يجب اختيار طريقة الإهلاك المسموح استخدامها من الناحية الضريبية والتي تحقق أقصى الوفرات من هذه الناحية، وهي غير مرتبطة بالعمر الإنتاجي.
- ب- عند الأخذ بعين الاعتبار الزيادة المتابعة للمخزون (الاحتياطات غير المعلنة).
- ج- الأخذ بعين الاعتبار الضريبة على المكاسب المتوقعة بعد الإهلاك محاسبيا في نهاية المدة تخضع للضريبة.
- د- فيما يتعلق بالتدفقات النقدية المرتبة بالتمويل والمتمثلة في الفوائد على القروض فهي لا تؤخذ في عين الاعتبار في دراسة الجدوى.<sup>(2)</sup>

(1)- عبد الغافر حنفي، تقييم الأداء المالي ودراسة الجدوى، الدار الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2009، ص ص 223، 226.

(2) - عبد الغافر حنفي ، مرجع سابق ، ص 226.

### خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل نجد أن الاستثمار يلعب دوراً أساسياً في التنمية الاقتصادية بل الركيزة لدفع النمو الاقتصادي إلى التقدم، وحتى يكون لهذا الأخير جودة وأهمية كبيرة في تحقيق ما سبق ذكره، يجب على صناع القرار اتخاذ القرار الاستثماري المناسب وذلك بإتباع مختلف المعايير الاقتصادية والكمية أو ما يعرف بالطرق ووسائل التحليل المالي سواء في ظروف التأكد أو في ظروف عدم التأكد والتي سبق التفصيل فيها مثل: أسلوب نقطة التعادل، مؤشر الربحية، طريقة تحليل الحساسية... الخ بعد إثبات جدوى من عدم جدوى المشروع المقترح. كل هذه الدراسات وغيرها تهدف إلى تخطي صعوبات وعقبات اتخاذ القرار الاستثماري كونه يعتبر أخطر وأهم القرارات في إدارة المشاريع.

حيث يتمثل القرار الاستثماري الصحيح إما في قبول أو اختيار المشروع الناجح، وإما في رفض المشروع الذي قد يصل بالمؤسسة إلى الفشل أو الخسارة.

**تمهيد :**

لقد تعرضنا في الفصل السابق إلى القرارات الاستثمارية من منظور محلي ، إلا أننا أمام ظاهرة تدويل المؤسسات و خروجها عن الإطار الوطني، وذلك لمواكبة التكنولوجيا وتخلص من المنافسة الموجودة في السوق المحلي وبحث عن أسواق جديدة لتسويق منتجاتها.

ولاتخاذ قرار الاستثمار على مستوى الدولي تقوم الشركات بالخطوات التالية :

تحديد راس المال الأولي للاستثمار .

تحديد التدفقات النقدية المتأتية من المشروع مع مرور الوقت .

تقدير معدل الخصم المناسب.

تطبيق معايير قرار الاستثمار التقليدية مثل VAN و TRI .

لذا سنحاول في هذا الفصل إلقاء نظرة على طبيعة الأعمال الدولية و النشاط

الاستثماري الدولي و كذلك التعديلات الواجب القيام بها على المستوى آليات اتخاذ قرار

الاستثمار الولي وقواعده

**المبحث الأول : طبيعة التدويل و الاستثمار الدولي**

يعتبر التدويل للشركة من أهم الأهداف التي تسعى المؤسسة المحلية الوصول إليها ، خاصة تلك المؤسسة المتميزة التي تهدف إلى إيصال منتجاتها إلى مختلف أنحاء العالم و الحصول على أكبر حصة في سوق العالمي ، و ذلك لزيادة في ربح و تعظيم الثروة .

### المطلب الأول : تدويل الشركات

#### الفرع الأول : مفهوم التدويل

يشير مفهوم تدويل الشركات إلى عملية التطوير و التوسع التي تقوم بها الشركات في سبيل زيادة أنشطتها على المستوى الدولي و يشمل ذلك :

- التنوع الجغرافي لنطاق أعمال الشركة ، و هو ما يعني زيادة عدد الأسواق التي تعمل بها سواء يفرض تحقيق المزيد من الأرباح ، أو الاستفادة من ميزة انخفاض تكلفة عوامل الإنتاج في تلك الأسواق (1) .
- تعميق أساليب العمل داخل السوق الدولي الوحيد ، بمعنى زيادة حجم الموارد التي يتم توجيهها إلى داخل السوق مثل الانتقال من التصدير غير المنتظم إلى الأشكال المختلفة من التعاملات الدولية و بالتالي فإن مفهوم تدويل الشركات هو دراسة للعملية الديناميكية التي تمر بها الشركة في سبيل زيادة درجة الاندماج في الأسواق الدولية و كيفية تحديد الأسواق التي تعمل بها و أساليب العمل داخلها.(2)

#### الفرع الثاني : دوافع و عوامل التدويل

- أ- دوافع التدويل : الاستثمار الدولي لا يعني بالمؤسسات الكبيرة فقط و إنما أيضا بالمؤسسة الصغيرة و المتوسطة حيث أصبح يتم تدويل هذه الأخيرة بعد ثلاثة أو أربع سنوات من إنشائها فهناك العديد من الأساليب التي تدفع بمؤسسات البلدان الصناعية للاستثمار في البلدان النامية و نذكر منها : (3)
- مجابهة المنافسة الخارجية أو المفروضة من المنافسين الذي قام بالتدويل .
- تلبية طلبات الزبائن الأجانب و الاقتراب من الزبون أكثر .
- الاقتراب من مصادر الموارد الأولية أو عوامل الإنتاج .
- وجود محفزات بنكية و تأمينية ضد كل أشكال المخاطر .

(1)- علي إبراهيم ، إدارة الأعمال الدولية ، دار رسالات ، ط01 ، سوريا ، 2008 ، ص 29.  
(2)- ليلي جاد و آخرون ، دراسة تدويل الشركات المصرية ، مركز المعلومات و دعم اتخاذ القرار ، الإدارة العامة للدراسات التنموية ، مصر ، فيفري 2008 ، ص 09.  
(3)- علي إبراهيم الخضر ، نفس المرجع ، ص 32 .

- البحث عن الموارد الأولية لتمويل البلد الأم من أجل توسيع سوقها المحلي بغرض تفادي و تجاوز الحواجز الموضوعية من طرف البلدان المستضيفة.

ب-عوامل التدويل :

نظرا لضيق الأسواق المحلية هناك عدة عوامل لتدويل الشركات

### 1-التخصص للشركة :

بالنسبة لبعض الأنشطة المحددة ، فإن السوق لا يمكن أن يقتصر على إقليم واحد ، نظرا لانخفاض عدد من الزبائن ، لأنه في أغلب الحالات مع المشاريع صغيرة ومتوسطة الحجم ، التي تريد التدويل هو امتداد طبيعي للإستراتيجية التخصص ، إنها تسمح لها بذلك دون ترك وظيفتها الرئيسية ، وبالتالي تجنب المخاطر من خلال التخصص و تقديم فرص للنمو أكثر .

### 2-تنظيم مبيعات الشركة :

تباطؤ النمو الاقتصادي في بلد ما ونقص الطلب في السوق المحلي قد يقابلها طلبيات من الخارج في البلدان التي تكون فيها اقتصادياتها في مرحلة انتعاش مما يدفع الشركة إلى التصدير و لكن مع الحد من المخاطر الاقتصادية مثل المبيعات الموسمية ، التي تمكن من استغلال عدم التطابق الجغرافي و المناخ لتنظيم الشركة نشاطها . مما يتيح لتنظيم أفضل لها للمنتج وزيادة مراقبة التكاليف .<sup>(1)</sup>

### 3-دورة حياة المنتج الدولي :

مراحل تطوير الأعمال التجارية الدولية كثيرا ما يتزامن مع دورة حياة المنتج حيث المنتجات الجديدة توضع في الأعمال التجارية في البلدان المتقدمة تكنولوجيا بأسعار مرتفعة للمستهلكين و ذلك مع تزامن ارتفاع القوة الشرائية و التصدير و اللذان يستخدمان في تسديد تكلفة البحث و الإنتاج و تكاليف التسويق العادين الناتجين عنهما و مراحل دورة الحياة المنتج الدولي تتمثل في .

- البحث عن وفورات الحجم : العدد المتزايد من الأسواق يتيح إنتاج كميات أكبر ، و يقلل من تكاليف إنتاج الوحدة ، كما يجري تخفيض تكاليف الانطلاق و توزيع تكاليف البحث و التطوير على عدد أكبر من الوحدات.
- انخفاض تكاليف الإنتاج : يسمح بالاستثمار في الخارج .

(1) - ليلي جاد و آخرون ، مرجع سبق ، ص 10.

استفادة تكاليف من توفر عوامل الإنتاج من غزو أسواق ( المواد الخام أولاً ، اليد العاملة الرخيصة ثانياً... الخ)

سهولة الحصول على الموارد المالية سواء ، من الأسواق المالية و النقدية الدولية أو من السوق الوطنية .

لوائح ملزمة لعدم التهرب من الضرائب الاجتماعية و حماية البيئة .

4- عوامل الفرص :

- العفوية في الطلب:

هذه الطلبات التجارية العفوية لزبائن على منتجات معينة و الموافقة لرغباتهم و معرفة ذلك من خلال الاجتماعات خلال مع ممثلي الشركات العارضة أو الطلب المعلومات حول هذه المنتجات عن طريق البريد الإلكتروني لشركات، ينبغي ان تشجع هذه الطلبات الشركات وذلك باعتماد نهج أكثر صرامة لاستغلال هذه الفرص لمعرفة ماذا يوجد في سوق و هل هي قادرة على البقاء .

- إنتاج الفائض :

التخلص من مخزون المنتجات المصممة للسوق المحلية و الذي لا يمكن استيعابها تحقيق ذلك عن طريق تصدير هذا الأخير يمكن البدء فيه كخطوة أولى في عملية حقيقة للتدويل. (1)

### الفرع الثالث : نظريات التدويل

تحاول نظرية التدويل شرح الدوافع التي تؤدي بالمؤسسات للخروج عن الإطار المحلي و هنا يتم عرض بعض النظريات دون الأخرى ، و يرجع ذلك لمدى توفر الأدلة و البراهين العملية الخاصة بكل نظرية .

أ- نظرية عدم كمال السوق (2) :

(1) - أحمد بديع بلدح ، الاقتصاد الدولي ، توزيع منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 1996 ، ص 30.  
(2) - عبد السلام ابوقحف ، نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية ، مؤسسة شباب الجامعة ، مصر ، 1989 ، ص

المبدأ الأساسي يقوم على إقراض غياب المنافسة الكاملة في أسواق الدول المضيفة، بالإضافة إلى نقص العرض من السلع فيها ، و أن الشركات الوطنية لا تستطيع منافسة الشركات الأجنبية في المجالات الاقتصادية و خاصة الإنتاجية فقط .

كما يفترض هذا النموذج النظرة الشمولية لمجالات الاستثمار الأجنبي ، فضلا عن تملك المطلق للمشرعات الاستثمارية هي الشكل الأفضل لاستغلال جوانب القوة لدى الشركات متعددة الجنسيات ، كما تفرض هذه النظرية الخصائص الاحتكارية في مجالات الإنتاج و التسويق البحوث، تكنولوجيا ، التمويل ، و التنظيم والإدارة .

ب-نظرية التجارة الدولية (1) :

تقوم على المزايا نسبية ، و التكاليف نسبية حيث تتخصص الدولة في إنتاج و تصدير السلع التي تتفوق فيها أو تخفق في إنتاجها دول أخرى بمزايا نسبية مقارنة بها لذا الدول استغلال هذه المزايا النسبية و الموارد الطبيعية كالدول للبترول مثلا أو المتحكمة في تقنيات تكنولوجيا عالية .

ج-نظرية الحماية :

تقوم هذه النظرية على أساس أن شركة متعددة الجنسيات تستطيع تعظيم عوائدها بحماية الكثير من الأنشطة لديها ، مثلا : البحوث و التطوير و الابتكارات و أي عمليات إنتاجية أو تسويقية أخرى جديدة ، و تستفيد منها لأطول مدة ممكنة و هنا تضمن التميز من خلال ممارسة أنشطة البحث و التطوير و يجب أن تعمل على المحافظة عليها و عدم تسربها و ممارسة الحماية يمكن أن تحقق بصورة أخرى متعددة من بينها تقدم الحكومات المضيفة و الهيئات الدولية بالحماية القانونية المبتكرات و الملكية الفكرية في الوقت الحالي .

د- نظرية دورة حياة المنتج الدولي :

العوامل الموقعية التي ترتبط بخصائص السوق بالدول المضيفة و ارتفاع درجة المنافسة في السوق الدولية الأم وظهور بدائل جديدة للسلعة يتطلب البحث عن سوق جديد السلعة خارج الدولة للإنتاج، و تتميز هذه النظرية بانخفاض في تكاليف الإنتاج بالدولة المضيفة بالإضافة إلى انخفاض حدة المنافسة في الجودة و السعر في الدولة المضيفة ، و ارتفاع الطلب فيها .

الانتقادات الموجهة لهذه النظرية :

(1)- أحمد بديع بلدح ،مرجع سابق ، ص 31.

لم تقدم هذه النظرية تفسيراً واضحاً لأسباب قيام الشركات متعددة الجنسيات بالاستثمار المباشر بدلاً من عقود التراخيص في الدول المضيفة ، بالإضافة إلى أنها تقدم فقط تفسيراً للسلوك الاحتكاري ، للشركة و اتجاهها إلى الإنتاج في دول أجنبية للاستفادة و التشبع بفروق تكاليف الإنتاج أو الأسعار أو استغلال تسهيلات الممنوحة من قبل الدولة المضيفة و كسر حدة إجراءات الحماية الجمركية التي تفرضها هذه الدولة على الاستيراد ... الخ

هـ- نظرية الموقع :

تهتم هذه النظرية بقضية اختيار الدولة المضيفة التي ستكون مقر لاستثماراتها أو ممارسة الأنشطة الإنتاجية أو التسويقية .. الخ الخاصة بالشركة متعددة الجنسيات في الدولة المضيفة فهذه النظرية تركز اهتمامها نحو عوامل التوطين و العوامل الموقعية المختلفة يتأثر قرار تدويل الأنشطة أو الدخول إلى سوق دولي معين كثيراً بالعوامل الموقعية كالمسوق و التسويق والإنتاج و الحوافز و وفرة المواد الطبيعية ، الامتيازات و الحوافز المقدمة من الحكومات ، تقليدها كثيراً لإجراءات الحماية الجمركية و وفرة اليد العاملة استغلال العوامل .<sup>(1)</sup>

### المطلب الثاني : أشكال المؤسسات الدولية

تأخذ الشركات الدولية أشكال متعددة لكل منها خصائصها و سمات الخاصة بها و حدود لأداء أنشطتها و أساليب لغزو الأسواق الدولية هذا بالإضافة لكل منها هيكل تنظيمي .

### الفرع الأول : أنواع الشركات الدولية

#### أ- الشركات المصدرة Exporting Companies

وهي الشركات التي تطمح للخروج من البيئة المحلية الضيقة إلى بيئة أوسع في محاولة للبحث عن فرص تسويقية خارج حدودها الإقليمية ، و تحاول هذه الشركات تأسيس وحدة للتصدير كمجس وسبيل لتأسيس النشاط الدولي ، و يكون التباين الثقافي عند هذا النوع من الشركات محدود جداً لأنه يركز على بيئات خارجية ضيقة و على هذا الأساس فإنها تحتاج إلى تثقيف دولي محدود .

(1)- عبد السلام أبو قحف ، اقتصاديات الأعمال و الاستثمار الدولي ، دار الجامعة الجديدة ، الإسكندرية ، مصر ، 2002 ، ص ص 400-404.

## ب- الشركات الدولية : International Compagnies

هي الشركات التي تقيم أساسا في دولة واحدة و تكون لها جنسية واحدة لكن تفتح فروعها عادة ما تكون في الدول المجاورة الأقرب لها ، و يتركز اهتمامها في موضوع التسويق بعد الإنتاج ،ومن خصائص هذه الشركات أن التكنولوجيا المعتمدة من قبلها تصبح مشتركة بين فروعها ،و تواجه منافسة كبيرة مما تنعكس على انخفاض العائد المتحقق ، فضلا عن ذلك عليها مراعاة الثقافة المحلية لدولة الفرع المضيف ، لتقليل المسافة النفسية و على هذا الأساس تصبح مسألة تدريب المديرين على ثقافة الدولة المضيفة في غاية الأهمية لتمكينهم ( المديرين ) من تسويق<sup>1</sup> السلع و الخدمات التي تنتجها شركاتهم . (1)

ج-الشركات متعددة الجنسيات Multinational Companeis : وهي الشركات التي لديها عمليات إنتاج و تسويق دولية واسعة في أكثر من بلد، ويتواجد في هذا البلد مرافق للإنتاج و دوائر التسويق بشكل مستقل ، و أبرز خصائص هذه الشركات

- تكون لها أكثر من جنسية.
- تحكمها في نشاط اقتصادي في أكثر من بلد .
- تملك مرونة جغرافية عالية .
- تحقق عوائد عالية من الأعمال تصل إلى 40 % من مجموع أرباحها .
- تركز اهتمامها على التسعير أكثر من ترويج السلع و الخدمات

أما أبرز متطلبات زيادة فاعلية هذا النوع من الشركات ، فهي الاهتمام بدراسة الثقافة التنظيمية إذ سيلتقي موظفين من عدة ثقافات و بيئات مختلفة و بالتالي تصبح إدارتهم في حاجة إلى معرفة و دراسة لتحقيق أهداف الشركة و توجيهها بشكل صحيح و بتفاهم متبادل عال .

## د- الشركات العالمية Global Companeis

و هي الشركات التي لا وطن لها من حيث التوجه و النظرة لأعمالها ،و تمثل هذه الشركات مرحلة متقدمة و معقدة ، لأن أعمالها تكون عابرة للحدود الوطنية ولا ترتبط ببلد معين أو جنسية محددة أما أبرز خصائصها فهي :

- تصيغ استراتيجيات دولية متعددة و عملاقة و متغيرة باستمرار .

(1)-زكريا مطلق الدوري احمد علي صالح ، ادارة الاعمال الدولية (منظور سلوكي واستراتيجي) ، دار اليازوري ، الاردن ، 2009 ، ص ص 43-44.

- تكون متعددة الثقافات و تقوم على التنوع و التناقض و تستفيد من كل المتغيرات فعندما تخسر في مكان تعوض في مكان آخر بالربح .
- تملك مديرين متميزين يساعدهم إستراتيجيون بارعون في التسويق و الإنتاج و التمويل و الموارد البشرية .
- تحصل على التمويل من أي مكان في العالم و تخصصه لتطوير منتجاتها و لإدارة مشروعات مختلفة و بالتالي لا تواجه مشكلات تمويلية .
- تنافس نفسها و كأنها تعملت انقسمت على نفسها ، بحيث تنافس فروعها الإقليمية في مضمار عالمي مفتوح .أما متطلبات زيادة فاعلية أداء هذه الشركات هي الخبرة النامة بدراسة الثقافات الوطنية في داخل الشركة و خارجها (1)

### الفرع الثاني :أساليب دخول الشركات للأسواق العالمية

يوجد عدة مسارات و أساليب لولوج المؤسسات الدولية للأسواق العالمية تتمثل في (2)

أ- عقود التصدير " عقد وكالة "

اتفاقية يتم توقيعها بين طرفين ، يكون قيما الطرف الأول هو المنتج أو المصدر إلى الطرف الثاني في بلد أجنبي ، أو منطقة أخرى محلية ، و بموجب هذا العقد يفوض الطرف الأول الطرف الثاني " الوكيل " ببيع أو عقد اتفاقيات بيع السلع أو خدمات إلى الطرف الثالث وهو المستهلك و ذلك مقابل عمولة و يسمى في هذه الحالة "وكيل بالعمولة " أو يحتفظ الطرف الأول بحقوقه مثل العلامات التجارية أو البضاعة يقوم الطرف الثاني بشراء البضاعة و بيعها في السوق بسعر و الطريقة التي يريدتها و يسمى هنا الطرف الأول " وكيل تجاري " و يشترط على الطرف الأول أن لا يكون له وكيل آخر في بلد أجنبي أو المنطقة (3)

ب- الاستثمار المشترك :

هو عبارة عن تعاون بين شركتين أو أكثر على الاستثمار بإنتاج أو بناء أنظمة توفر للبقية الوصول إلى الأسواق الخارجية حيث يشارك كل منهم في مخاطر جهود التوسع ، فإذا

(1)-زكريا مطلق الدوري , أحمد علي صالح , مرجع سابق ، ص 45.

(2)-عبد السلام أبو قحف , اقتصاديات الاستثمار الدولي , مطبعة الإشعاع الفنية مصر , ص 361 '02 1999

(3)- علي عباس ، إدارة الأعمال الدولية ، دار المسيرة ، الأردن ، ط1 ، 2009 ، ص 39-40.

تمت المشاركة مع شركة أجنبية فإن الشركة المحلية ستكسب التزام الشركة الأجنبية بمهاراتها و قدراتها على الوصول إلى السوق المستهدف (1) .

ج- الاستثمار المملوك كلياً من طرف المستثمر الأجنبي :

وهو عبارة عن قيام بإنشاء فروع للإنتاج أو التسويق .. الخ ، و نجد أن الدول النامية تتردد كثيراً إزاء هذا الشكل و يعود ذلك إلى الخوف من التبعية الاقتصادية و ما ينتج عنها من آثار سلبية على المستوى المحلي و العالمي ، و الحذر من سيطرة و احتكار الشركات متعددة الجنسية على أسواق الدول المضيفة .

د- مشروعات أو عملات التجميع : و تأخذ شكل اتفاقية بين الطرف الأجنبي و البلد المضيف يتم بموجبها قيام الطرف الأول بتزويد الطرف الثاني بمكونات منتج معين لتجميعها بشكل منتج نهائي .

هـ - عمليات الاندماج و التملك :

وهي قيام الشركات بالاندماج أو شراء شركات أخرى بالكامل في الدولة المضيفة(2)

و- التراخيص :

تلجأ العديد من شركات متعددة الجنسيات و الشركات الصغيرة التي ترغب التحول إلى شركة متعددة الجنسية إلى التراخيص لأنها طريقة ذات تكلفة و مخاطر قليلة و عائد محدود إلا أنه مضمون ، و هناك أربعة أشكال للتراخيص هي :

- 1- الترخيص الرئيسي : و بموجبه تسمح شركة متعددة الجنسية لشركة أخرى في دولة أخرى أن تستخدم تقنياتها و التكنولوجيا التي تملكها ، أو استخدام براءات اختراعها أو اسمها التجاري ، أو علاماتها التجارية مقابل أجور عينية تدفعها الشركة المحلية مثل شركة كوكاكولا ، شركة برسيل الفنادق مثل هلتون و شيراتون .
- 2- العقد الإداري : بموجب هذا العقد ، تلتزم الشركة متعددة الجنسية المنفذة للمشروع بإدارته و تشغيله بعد إنجازه بموجب عقد متفق عليه مع الشركة المحلية مقابل أجر معين ، و يقع ضمن مسؤولية الشركة متعددة الجنسية تدريب الموظفين المحليين لتمكينهم من اكتساب الخبرة و إدارة المشروع في المستقبل (3)

(1)- محمود الشيخ ، التسويق الدولي ، دار أسامة ، الأردن ، ط1 ، 2008 ، ص 193.

(2)- زاهد محمد دبيري ، إدارة الأعمال الدولية ، دار الثقافة ، الأردن ، ط1 ، 2011 ، ص 159-160.

(2)- علي عباس مرجع سابق ص 41-42.

3- حقوق الامتياز : و هو عبارة عن بيع الشركات الأجنبية أسهمها و خبراتها على إحدى الشركات المحلية مقابل قيام الشركة المحلية بدفع عمولة معينة أو نسبة محددة من الأرباح إلى الشركات الأجنبية<sup>(1)</sup>

ي- عقود تسليم المفتاح و عقود التصنيع :

1- عقود تسليم المفتاح : حق يتضمن العقد قيام المستثمر الأجنبي بإجراء دراسة الجدوى على المشروع الاستثماري ، و تقديم كافة تصميماته و طرق تشغيله و التكنولوجيا اللازمة له ، و صيانتته ، و تتفاوت صلاحيات الشركات الأجنبية حسب ما تتضمنه بنود العقد، فقد توقفت عند انطلاقه عملية الاستغلال ، كما يمكن أن تستمر إلى غاية الوصول نسبة معينة من الإنتاج (عقد منتج في اليد) .

2- عقود التصنيع : هي عبارة عن اتفاقيات مبرمة بين الشركة متعددة الجنسية وإحدى الشركات الوطنية ( عامة أو خاصة) بالدولة المضيفة يتم بمقتضاها أن يقوم الطرف الثاني إنتاج بالوكالة ، و هذه الاتفاقيات تكون عادة طويلة الأجل يتحكم الطرف الأجنبي في إدارة عمليات المشروع أنشطته المختلفة .

### الفرع الثالث : بعض النماذج للهيكل التنظيمية لشركات الدولية

بعد أن تعرفنا على مفهوم الشركات الدولية و أشكالها و طرق و مسارات دخول الأسواق الدولية، نقدم نماذج الهيكل التنظيمية كما يأتي :

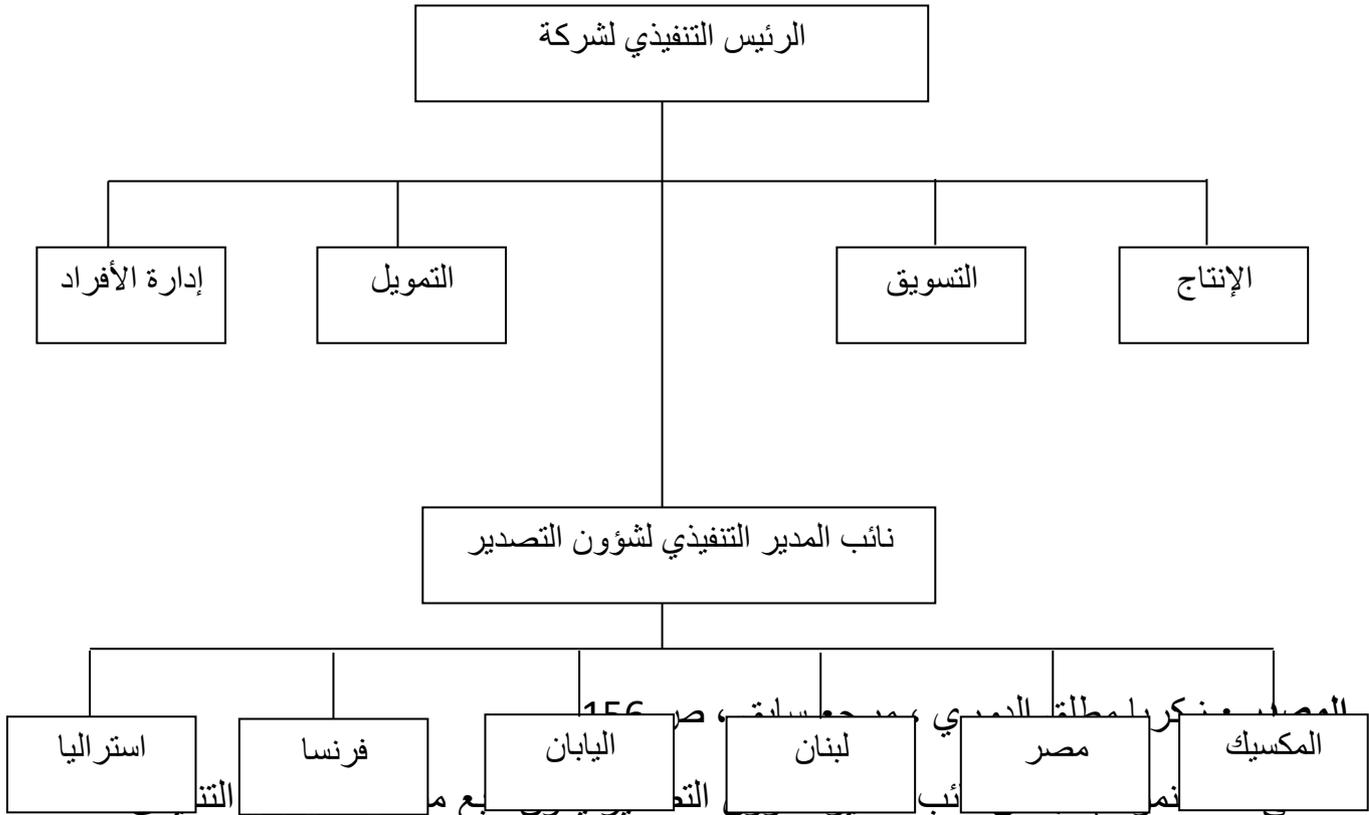
أ- الهيكل التنظيمي لشركات المصدرة:

1- نموذج الهيكل التنظيمي في المرحلة لدخول السوق العالمية : " مرحلة الدخول المبدئي للسوق الأجنبي " يوضح الشكل رقم أيضا نموذج افتراضي للهيكل التنظيمي لإحدى الشركات التي تدخل السوق الأجنبي لأول مرة عن طريق التصدير <sup>(2)</sup> .

(1)- قاسم نايف علوان ، إدارة الاستثمار ، دار الثقافة ، الأردن ، ط1 ، 2009 ، ص 354-355.

(2)- أبو قحف عبد السلام ، مقدمة في إدارة الأعمال الدولية ، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية ، ط4 ، مصر ، 1998 ، ص

الشكل (4) : نموذج الدخول إلى السوق العالمية



للشركة أو لرئيس مجلس الإدارة قد تكون تبعية المدير المسؤول عن التصدير إلى إدارة التسويق بالمركز الرئيس بالدولة فكثير من الشركات (1) العالمية تقوم بتصدير خدماتها و خبراتها إلى كثير من الدول في مجال العمارة ، الخدمات و الاستشارات القانونية ، الإعلان ، العلاقات العامة و المحاسبة وغيرها .

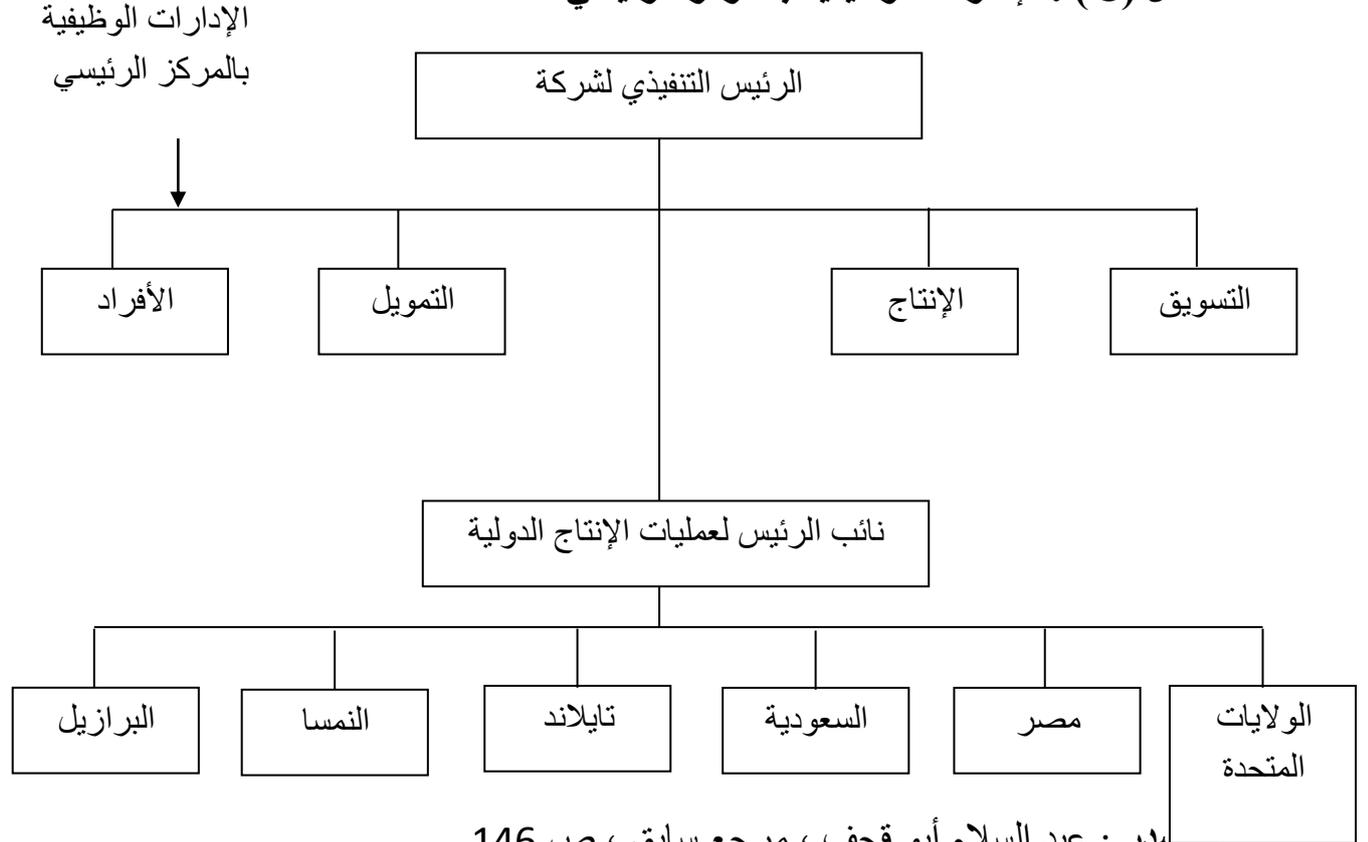
ب- الهيكل التنظيمي لشركات الدولية :

1- نموذج شركة دخلت السوق العالمي عن طريق إنشاء المصانع أو فروع مملوكة لها :

(1)- عبد السلام أبو قحف ، إدارة الأعمال الدولية ، الدار الجامعية ، مصر ، ص 345-346.

إذا دخلت الشركة السوق العالمي لأول مرة عن طريق إنشاء مصانع أو فروع مملوكة لها لإنتاج السلعة أو تقديم الخدمات فإن الهيكل التنظيمي قد يأخذ النموذج الآتي الموضح في الشكل رقم (5) :

الشكل (5) : الإدارات الوظيفية بالمركز الرئيسي



المصدر : عبد السلام أبو قحف ، مرجع سابق ، ص 146.

وجدير بالذكر :

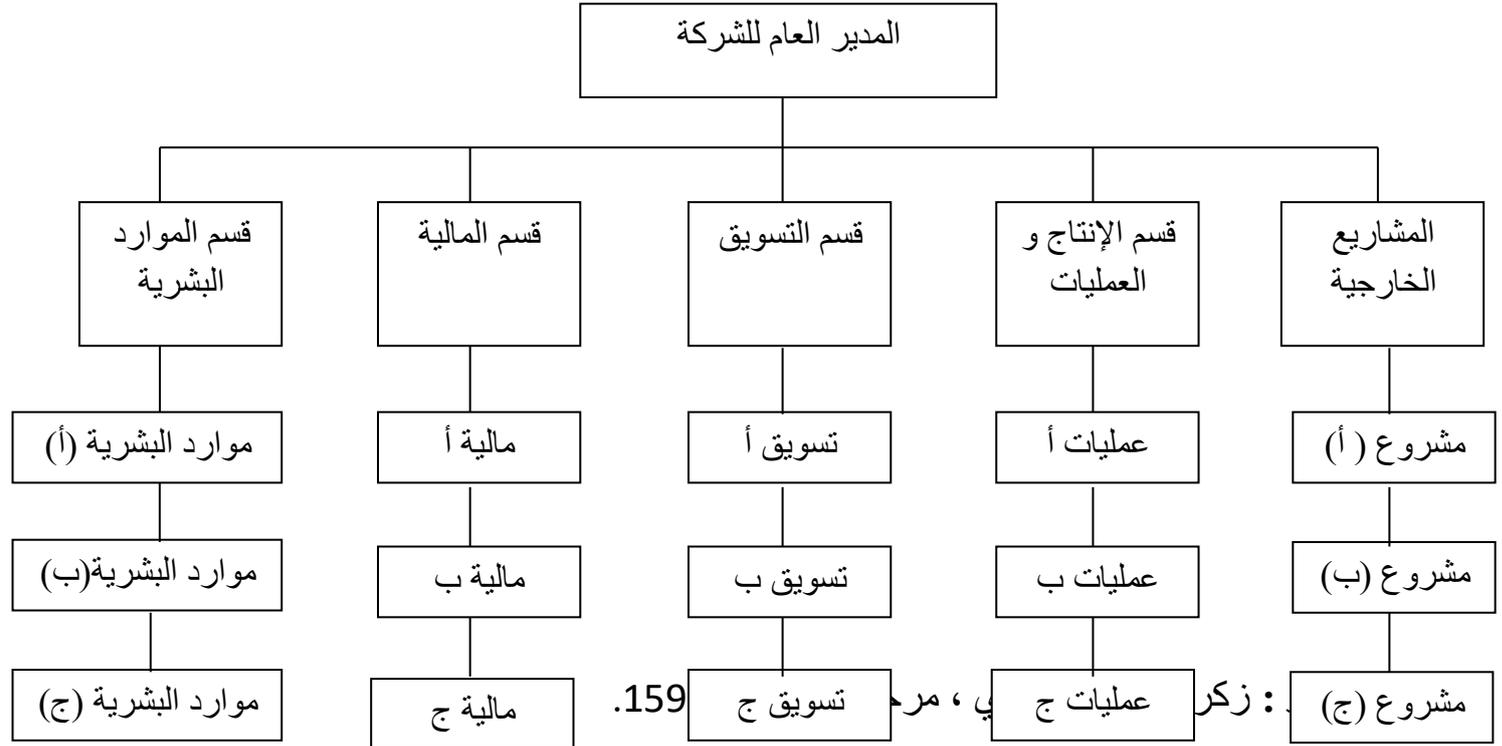
1- الفرع هنا يقوم بمجموعة من الترتيبات الإدارية و التنظيمية للتعامل مع الجوانب و النشاطات المالية و الإنتاجية و التسويقية و غيرها و التي تحتاج إلى التواجد في السوق المعني منذ البداية (1) .

ج- الهيكل التنظيمي الأكثر شيوعا في الشركات متعددة الجنسيات و الشركات العالمية هو :

1- نموذج التنظيم المصفوفي : نتيجة لتوسع أعمال الشركة الدولية وتنفيذها مشاريع متعددة أو التنسيق معها لأغراض الإنتاج أو التسويق أو التبادل للخبرات يتطلب الأمر اعتماد التنظيمي المصفوفي الذي يجمع بين الهياكل التنظيمية الوظيفية و المشاريع عبر المصفوفة تنظم آلية العلاقة بينهما ، و يستلزم هذا النموذج التنسيق العالي بين السلطتين التي تحرك

(1) – عبد السلام أبو قحف ، مرجع سابق ، ص 346-347.

النموذج ، السلطة الرأسية ( العمودية) و التي تأتي من مديري الوظائف الرئيسية لشركة و ( السلطة الأفقية ) والمشاريع المتعددة والمختلفة حيث نجد أن كل إدارة وظيفية مسؤولة عن إنجاز مهمات المشروع و المسؤول مباشرة عن تطبيق الإستراتيجية ،وقد ظهر هذا النموذج لأول مرة في الصناعات ذات التكنولوجيا العالية مثل صناعة الفضاء في (ناسا) و شركة صناعة الطائرة مثل (لوكهيد) و (بوينغ) ويوضح الشكل (6) : نموذج المصفوفي (1)



### المطلب الثالث : مزايا و مخاطر التدويل

#### الفرع الأول : مزايا التدويل

إن قرار الشركة العمل على المستوى الدولي يخلق لها العديد من المزايا تتمثل فيما يلي :

- خلق ميزة تنافسية للشركات : و ذلك من خلال الاستفادة من اقتصاديات الحجم والحصول على مواد اللازمة للمشروع بأقل تكلفة مما يساعد على إضافة مميزات إلى المنتج سواء من حيث السعر أو الجودة بالإضافة إلى التحديد المتواصل والمستمر .
- التمكين من الاستفادة من التكنولوجيا و المهارات و القوى العاملة من خلال العمل على المستوى الدولي من مختلف البلدان .

(1) - زكريا مطلق الدوري، أحمد علي صالح ، مرجع سابق، ص 158-159.

- اختلاف بلدان العالم من حيث اكتسابها للموارد الأولية : يساعد التدويل الشركات من غزو أسواق عديدة حيث يضمن التوريد بالموارد الأولية ، بالإضافة إلى البحث عن أسواق جديدة و استغلال لمصادر الطاقة .
  - التفاوت في تكاليف الإنتاج : تفضل اغلب الشركات الاستثمار في الخارج بدلا من التصدير حتى تخفض من تكاليف النقل ، و تستفيد من فوارق تكلفة العمل " حيث تتجه إلى البلدان ذات معدل استغلال أكبر لقوة العمل و أجور منخفضة .
  - عقلنة التكاليف و تحقيق العوائد ، حيث تقوم الشركات على أساس المنافسة و الربح الأمر الذي يتطلب الحفاظ على عدم ارتفاع نفقات الإنتاج مع تحقيق اقتصاديات السلم، فكلما زاد الإنتاج تنخفض التكاليف و هذا ما يمكنها من زيادة رقم أعمالها .
  - خلق فرص العمل جديدة و زيادة الحصة السوقية للشركات : من خلال إنشاء فروع في الخارج وبتالي الاحتياج إلى اليد العاملة كما تزيد من حصتها السوقية.
  - توزيع المخاطر : إن الغرض من توزيع الإنتاج في مختلف مناطق العالم لا ينحصر فقط على التوسع و تحقيق العوائد و إنما يصل إلى توزيع و تقليل المخاطر على تلك المناطق من بينها :
  - خطر المنافسة: بظهور منافسة قوية في السوق المحلي تلجأ الشركات للبحث عن أسواق خارجية ، و قد تلجأ إلى استخدام أساليبها الهجومية في حالة وجود منافسة قوية في تلك الأسواق .
  - خطر التقلبات الموسمية : كانهيار العملة ، ظهور البطالة .
  - خطر مراحل دورة حياة المنتج : إن التفاوت في موقع المنتجات من دورة حياتها يمكن الشركات من تثبيت شيوع التكنولوجيا ، وهذا نظرا لتفوقها التكنولوجي و لاهتمامها بالبحث و التطوير .
  - تنوع مصادر التمويل : (1) حيث يوجد عدة مصادر للتمويل تتمثل في :
- مصادر تمويل داخلية و محلية : يعتبر التمويل الذاتي أو الداخلي عن مجموع مساهمات الشركة الأم و قروضها الممنوحة إلى مجموع فروعها العاملة ، كما يعبر التمويل الداخلي عن الوضعية التي تلجأ فيها فروع بحاجة إلى سيولة إلى فروع أخرى لنفس الشركة حيث لديها سيولة فائضة عن حاجتها ، لقد أصبح هذا المصدر أهم مصادر تمويل الشركة ، و مجموع فروعها ، كما يعبر عن التمويلات الممنوحة إلى الشركة من قبل مصادر التمويل المحلية بالتمويل المحلي و هي في الغالب المؤسسات البنكية حيث تقوم بتمويل العمليات المحلية العاملة في نشاطات التجارة الدولية و الاستثمار الدولي ، حيث تمنح قروض كما تقدم تسهيلات إلى :

(1) - الأوكتاد ، تقرير الاستثمار العالمي ، 1998 ، الأمم المتحدة ، جنيف ، نيويورك ، 1998 ، ص 20

مصادر التمويل الدولية : وهي نوعان ، فإما أسواق دولية للعملات أو النقد الأجنبي ، كسوق عملة الأورو ، و سوق عملة الدولار ، و سوق عملة الاورو- دولار ، و هي عبارة عن أسواق مالية دولية ممثلة من مؤسسات بنكية أوروبية و أمريكية على وجه الخصوص ، مهمتها التعامل في قبول الودائع و منح القروض بالعملات (أو العملة ) الأوروبية و الأمريكية ، لأجل قصيرة أو متوسطة أو طويلة و إما وكالات أو هيئات دولية مساهمة بطريق مباشر أو غير مباشر في تمويل بعض من نشاطات التجارة الدولية والاستثمار الدولي ، كمؤسسة البنك الدولي ، و صندوق النقد الدولي ، و غيرها من المؤسسات الدولية .

مصادر التمويل الأجنبية : عبارة عن مصادر التمويل المتاحة في الأسواق الأجنبية المستقطبة لاستثمارات الشركات ، فحيثما تواجدت فروع لهذه الشركات فتمتة بنوك تجارية (محلية كانت أو فروع أو بنوك أجنبية)

### الفرع الثاني : مخاطر التدويل

هي مخاطر تؤثر إلى حد بعيد في اتخاذ القرار الاستثماري و تؤثر بشكل كبير على أهداف الشركات الأجنبية المستثمرة و أهمها :

-حجم السوق في الدولة المضيفة (1)

لا يشجع السوق الصغير على الاستثمار إلا إذا كان قريبا من المواد الخام أو من أسواق كبيرة أخرى ، فإذا كان حجم السوق صغير يعتبر تهديد للشركة التي تريد أن تبيع منتوجها الذي يتكسد فالهدف الحقيقي لها هو بحث عن قنوات توز جديدة لزيادة من الربح ، و تكون أقل خطر إذا كان هدف الشركة من إنشاء فرع أجنبي في الدولة المضيفة كقاعدة إنتاج فقط لتصدير إنتاجها بصورة أكثر تنافسية لأسواق أخرى .

- إن معدلات التضخم العالية تعكس حالة عدم الاستقرار في سياسة الاقتصادية على مستوى الاقتصاد ككل مما يخلق بيئة استثمارية غير مؤكدة و بذلك يؤدي التضخم إلى عدم التشجيع على الاستثمار خاصة (2) من جديد لأن الكلفة النسبية للإنتاج في الاقتصاد ستزداد بالمقابل ، فيؤدي إلى انخفاض مستوى الأسعار و إلى انكماش يقود في نهاية إلى إفلاس الشركات ، و يقوم المستثمرون المحليون ببيع موجوداتهم إلى المستثمرين الأجانب بأسعار منخفضة وقد يحدث ذلك توسع في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر .

(1) - الأوكناد ، مرجع سابق ، ص 120.

(2) - أميرة حسب الله محمد ، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر والغير المباشر ، بدون تاريخ ، قسنطينة ، ص 11.

- سعر الصرف : إن أسعار الصرف الحقيقية هي أسعار البضائع بالعملة المحلية ، و هذا ما يساوي أسعار الصرف الاسمية مضروبة بسعر البضائع المستوردة بالعملة الأجنبية و التي يتم تقسيمها على سعر البضائع المحلية بالعملة الوطنية و هذا ما يشير إلى مستوى التنافسية في البضاعة المحلية مقارنة بالبضائع الأجنبية فعندما ترتفع أسعار الصرف الحقيقية تنخفض قيمة العملة المحلية و تصبح المنتجات المحلية نسبيا في الأسواق الخارجية ، و هذا يؤدي زيادة الطلب عليها و بالتالي ارتفاع قيمة الصادرات التي أصبحت أرخص في الأسواق الأجنبية ، و تخفيض استيرادها التي أصبحت أعلى في الأسواق المحلية و هذا يحقق الاستثمار الأجنبي المباشر (1) .
- حجم النسبي للصادرات : يعد من محددات تدفق الاستثمار الدولي و بشكل أساسي في قطاع التصنيع أو الخدمات و ذلك لأن الاستثمار الدولي يتجه إلى القطاع الذي يكون فيه العائد الحدي أعلى مقارنة سائر القطاعات الأخرى .
- الخطر السياسي : إن عدم الاستقرار السياسي و حدوث الانقلابات السياسية و الاغتيالات و أعمال الشغب و النزاعات المسلحة تؤدي إلى ممارسة تأثير سلبي على قرارات الاستثمارات للشركات الأجنبية و تخفيض من قيمة الموجودات للمستثمر الأجنبي و على عكس ذلك كلما كان المناخ للدولة المضيفة أكثر استقرار تؤدي إلى جذب الشركات الأجنبية الاستثمارية في تلك الدول . (2)
- الادخار المحلي : إن تحقيق تنمية سليمة في الدول النامية يعتمد على قرار توافر الموارد المحلية القادرة على تمويل كل مستويات عملية التنمية فيها أي بإمكانها تعويض النقص في المدخرات المحلية من خلال الاستعانة برأس المال الأجنبي لسد هذه الفجوة إذ أن ارتفاع معدل الادخارات يؤدي إلى زيادة معدل الاستثمارات المحلية و بالتالي زيادة حجم الإنتاج و معدل الإنتاج القومي .
- الخطر الجبائي : يعتبر المستوى الضريبي من المركبات الأساسية لمناخ (3) أي استثمار و تلعب الضريبة دورا مهما كأداة التأثير على الميل الاستثماري ذلك أن زيادة الضريبة المباشرة نسبة تصاعديّة تؤدي إلى التخفيض من قيمة الاستثمار و بالأخص الاستثمارات الحديثة لما لها من تأثير على القدرات المالية للمستثمر ، كما نجد أن الهيكل المالي للاستثمار و حساسيته ا تجاه هيكل الضريبة على دخل الشركات ، فإذا كانت معدلاتها مرتفعة اعتبر ذلك عامل طرد للاستثمار الأجنبي

(1) - سعيد النجار، أفاق الاستثمار في الوطن العربي ، اتحاد المصارف العربية ، القاهرة ، 1990 ، ص 66.

(2) - كمال مرداوي ، الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول المتخلفة: حالة الجزائر ، أطروحة دكتوراه غير منشورة ، جامعة الجزائر ، 2001 ، ص 116.

(3) - المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ، تقرير مقارن عن تشريعات تشجيع الاستثمار في الدول العربية و ما يقابلها في بعض دول العالم الأخرى ، الكويت ، 2002 ، ص 2-4.

المباشر ، إذ ترهق هذه الأخيرة أرباح المستثمر و تستعمل الضرائب الدائمة (1) أو مؤقتة أو من خلال التخفيضات في قيمها في ذلك من أجل تحديد فروع النشاط أو التوقيت و تكيف فروع قائمة تماشياً مع السياسة الاقتصادية ، فالضريبة تعتبر سلاحاً ذو حدين فمن جهة تؤدي إلى جذب الاستثمار المباشر و من جهة أخرى تحقق لخزينة الدولة الكثير من الموارد

### المبحث الثاني : آليات اتخاذ قرار الاستثمار دولياً

إن اتخاذ القرار الاستثماري من بين أهم الوظائف الإدارية التي تلعب دوراً مهماً في العمليات و النشاطات الإدارية ، المتعلقة بالاستثمار الدولي إذ أن عملية اتخاذ القرار تنطوي على اختيار بديل واحد من بين عدة بدائل لتحقيق الهدف ، وهي تحتاج إلى الإحاطة بكل الجوانب المالية ، لكونها أكثر تعقيداً من القرار الاستثماري المحلي و لا يمكن تحصيل أرباح إلى على المدى الطويل .

### المطلب الأول : المركزية و اللامركزية في اتخاذ القرار

تعد مركزية و لامركزية من أهم الموضوعات التي يجب التطرق إليها في الاستثمار الخارجي فهي جد مهمة في الاستثمارات الدولية خاصة بنسبة للفرع و الشركة الأم .

تتوقف درجة المركزية و اللامركزية في اتخاذ القرار على عدة عوامل من أهمها طبيعة القرار و أهميته ، أو تكلفته ، فالقرارات الهامة يتم اتخاذها على مستوى الإدارة العليا بعكس القرارات التشغيلية ، فهي من مسؤولية الإدارة التشغيلية . (2)

و يكون القرار الاستثماري موجه بأهداف و عوامل اقتصادية (مثل تحقيق معدل عائد معين على الاستثمار أو رقم ربح معين ... الخ) ، و في بعض الأحيان تكون القرارات موجهة أو متأثرة بعوامل ثقافية ، و تترتب بخصائص الدولة المضيفة و البلد الأم ، لشركة المعنية ، بالإضافة إلى عوامل دولية ذات طبيعة عامة تؤثر على توجهات و نشاطات الشركة المعنية فكل الأسباب الدافعة لتدويل هي بمثابة محددات لاتخاذ القرار الخاص بالاستثمار الدولي ، كما أن القرارات التي يتخذها المدراء الأجانب و المرتبطة بتقييم أداء العمالة الوطنية بالدولة المضيفة تتأثر بثقافة هؤلاء المدراء ( السائدة بالدولة الأم ) (3)

(1) - مركز المعلومات و دعم اتخاذ القرار ، تجارب دولية لتحسين مناخ الاستثمار ، تقرير مجلس الوزراء ، مصر ، أكتوبر ، 2004 ، ص 13.

(2) - عبد السلام أبو قحف إدارة الأعمال الدولية مرجع سابق ، ص ص 315-316

(3) - مصطفى كامل، عبد الغني حامد ، إدارة الأعمال الدولية ، مؤسسة لورد للشؤون الجامعية ، البحرين ، 2006 ، ص 31.

و إن محاور التركيز في اتخاذ القرار تختلف من دولة إلى أخرى فالشركات البريطانية تتميز بارتفاع درجة اللامركزية في اتخاذ القرار و السبب يرجع إلى انخفاض فهم الإدارة العليا لتفاصيل النواحي الفنية المرتبطة بإنجاز الأعمال و النشاطات ، لذلك تعتمد الإدارة العليا على الإدارات الوسطى في اتخاذ هذه القرارات ،ومن ثم تفويض سلطة العليا أما في فرنسا فنجد أن عدم ثقة الإدارة العليا في مديري الإدارات الوسطى من ناحية ، نظرا لأن معظم هؤلاء المديرين من خريجي الجامعات و من ناحية أخرى نجد أن الشركات الفرنسية تميل لإتباع درجة عالية من المركزية في اتخاذ القرارات.

وختما لهذه القضية يمكن صياغة بعض الافتراضات التي تعكس العلاقة بين العوامل السابقة و درجة المركزية في اتخاذ القرارات و تفسرها في نفس الوقت .

- الافتراض الأول : كلما زادت درجة التنوع في السلع و الخدمات كلما ارتفعت درجة اللامركزية في عملية اتخاذ القرارات ، و يمكن تفسيرها بعدة أسباب تتمثل في :  
توافر الموارد البشرية و المادية اللازمة للتنسيق بين السلع و الخدمات المتنوعة على مستوى العالم ، و من ثم يعتمد المركز الرئيسي للشركة على مديري الفروع للقيام بهذه المهمة بالإضافة إلى تزايد خبرة الفروع في مجالات التصنيع والتسويق على المستوى المحلي بالسوق المضيف .
- الافتراض الثاني : كما ارتفعت درجة أو مستوى التكنولوجيا المستخدمة ، كلما زادت درجة المركزية في عملية اتخاذ القرارات ، و يرجع هذا إلى أن الشركة متعددة الجنسيات ستحاول بأي طريقة حماية هذا المورد أو الاختراع أو من خلال اتخاذ القرارات ذات العلاقة بالتكنولوجيا المتطورة و المستخدمة بالمركز الرئيسي و تصبح بحوث التنمية و التطوير متركزة في هذا المركز (مثل الشركات التي تعمل في الصناعات الدوائية و الصيدلانية و الحسابات الآلية .. الخ )
- الافتراض الثالث : في حالة ارتباط تكلفة الوحدة المنتجة بحجم الإنتاج من المتوقع جدا أن تحاول الشركة في قدرتها على الإنتاج بحجم كبير أن تجعل عملية اتخاذ القرارات تتم بالمركز الرئيسي ، كما أنه من المتوقع أيضا ممارستها لدرجة عالية من السيطرة على الموارد و النشاطات التسويقية ذات الصلة فضلا عن الإستراتيجية العامة للشركة بما يساعد على ضمان انخفاض تكلفة الفروع .
- الافتراض الرابع : في حالة عدم تجانس خطوط المنتجات و الخدمات ، و وجود تباين في البيئة السياسية و الاجتماعية و الثقافية و الاقتصادية ..الخ بين الدول المضيفة التي تعمل فيها الشركة متعددة الجنسيات ، تلجأ الشركة في ظل هذه الحالة إلى إسناد مهام الرقابة و الإشراف و إدارة العمليات إلى الفروع العاملة في هذه الدول .

وكلما زادت درجة التباين في البيئة بين الدولة الأم و الدولة المضيفة التي تعمل فيها الفروع كلما زادت اللامركزية في اتخاذ القرارات (1).

### الفرع الأول : العوامل المحددة لاتخاذ القرارات في الفروع

أ- إن سلطة فروع الشركات متعددة الجنسيات و درجة حريتها في اتخاذ القرارات يحكمها العديد من العوامل الموقفية ، و يمكن تصنيف هذه العوامل في مجموعتين و ذلك على النحو التالي :

- العوامل التي تشجع على اللامركزية في اتخاذ القرارات : وتتمثل هذه العوامل في

1. صغر حجم الشركة ( الفرع )
2. صغر حجم رأس المال المستثمر في الفرع .
3. انخفاض أهمية الفرع بالنسبة للشركة الأم.
4. الاستقرار في البيئة التي يعمل فيها الفرع المعين .
5. انخفاض الأهمية النسبية الخاصة بالاسم التجاري أو حقوق الاختراع .
6. انخفاض تكلفة إنتاج الوحدة المنتجة و صغر حجم الإنتاج أو عدم وجود علاقة قوية بين تكلفة إنتاج الوحدة و حجم الإنتاج .
7. انخفاض مستوى التكنولوجيا المستخدمة .
8. ارتفاع درجة التنوع في الإنتاج .
9. عدم تجانس خطوط المنتجات .
10. بعد المسافة بين الفروع و المركز الرئيسي .
11. انخفاض درجة الاعتمادية او ارتفاع درجة استقلال الفروع عن بعضها البعض او عن الشركة الام وكذلك انخفاض درجة التكامل بين المركز الرئيسي والفروع .
12. ارتفاع مستوى مهارة مديرو الفروع بالدول المضيفة .
13. قلة خبرة الشركة بالأعمال الدولية . (2)

(1) - عبد السلام أبو قحف ، مرجع سابق ، ص 317 .

(2) - عبد السلام أبو قحف ، مرجع سابق ، 319.

- ب- العوامل الدافعة إلى مركزية اتخاذ القرار : هذه العوامل عكس العوامل السابقة ، فكلما زاد حجم الفرع و الاستثمارات فيه ، و ارتفاع أهميته بالنسبة للشركة الأم ، عدم استقرار البيئة ، ارتفاع مستوى التكنولوجيا المستخدمة ، تجانس خطوط المنتجات و قصر المسافة بين الفروع و المركز الرئيسي ... وغيرها تعتبر من العوامل التي تدفع المركز الرئيسي إلى عدم تفويض سلطة اتخاذ القرارات إلى الفرع
- الافتراض الخامس : كلما بعدت المسافة بين الفرع و المركز الرئيسي كلما زادت درجة اللامركزية في اتخاذ القرارات ، و من أبرز الأمثلة على ذلك نجد أن فروع الشركات الأمريكية في أمريكا الجنوبية و الشرق الأقصى تتمتع بدرجة عالية من الحرية و الاستقلالية في اتخاذ القرارات بالمقارنة بنظائرها في أمريكا الشمالية .
  - الافتراض السادس : إذا ارتفعت درجة التداخل و الاعتمادية في فروع الشركة متعددة الجنسيات تزداد درجة المركزية في اتخاذ القرارات حيث تقتضي الضرورة أن يقوم المركز الرئيسي بالتنسيق و تحقيق التكامل بين هذه الفروع .
  - الافتراض السابع : في حالة توافر مديرين بالفروع على درجة عالية من المهارة و التميز تزداد الفرصة لارتفاع درجة اللامركزية في اتخاذ القرارات و العكس بالعكس صحيح .

و السبب في هذا يرجع إلى تزايد ثقة المركز الرئيسي في قدرات هؤلاء المديرين بعكس الحال إذا لم يتوافر لديها مدراء أكفاء فإنها تلجأ إلى تبني درجة عالية من المركزية في اتخاذ القرارات خاصة بالنسبة للقرارات الهامة أو الرئيسية

- الافتراض الثامن : إن ارتفاع خبرة الشركة بالأسواق الدولية يؤدي إلى ارتفاع درجة المركزية في اتخاذ القرارات مع بقاء عوامل أخرى ثابتة . (1)
- الافتراض التاسع : يوجه بعض مجالات لقرارات أساسية خاصة ببحوث التنمية و التطوير ، و التمويل ، التخطيط الاستراتيجي تظل مركزية حيث يتم اتخاذها بالمركز الرئيسي ، على أن تعمل الفروع في ظل المعايير و الضوابط التي يصنعها هذا المركز

وفي حالة قيام الفرع ببيع ( أو تقديم ) سلعة جديدة في أسواق نامية أو واعدة فإنه من المحتمل جدا أن ترتفع درجة المركزية في اتخاذ القرارات ، أما في حالة وصول السلعة إلى مرحلة النضج أو الاستقرار و ارتفاع مستوى خبرة مديري الفروع فإن الاتجاه يصبح نحو تطبيق درجة عالية من اللامركزية في اتخاذ القرارات التي قد تشمل التخطيط ، و تقييم الأداء و

(1) - عبد السلم أبو قحف ، مرجع سبق ذكره، ص 317.

الموازنات... وغيرها ، و قد يتم تكوين لجنة للتنسيق بين الفروع في مثل هذه المجالات  
القرارية(1).

### المطلب الثاني : تقييم التدفقات النقدية للقرار الاستثماري الدولي

يجب الفصل بين التدفقات النقدية للفروع عن التدفقات النقدية للمنشأة الأم و ذلك بغية  
تقييم المشروعات الاستثمارية الدولية ، و تضم هذه التدفقات أشكال مختلفة و من أجل قياس  
ربحية الاستثمارات من وجهة نظر المنشأة الأم و يتعين تحديد جملة من العوامل المتمثلة في  
مصروفات الاستثمارات الدولية و التدفقات النقدية قبل الضريبة .

### الفرع الأول : تقييم المصروفات الاستثمارية في الخارج

إن تقييم المصروفات في الخارج ليس بالأمر البسيط بل هو أكثر تعقيد ، و يختلف  
عن المحلي و ذلك لاختلاف المحددات التي يتم من خلالها اتخاذ القرار الاستثماري (2).

-فإذا كان هدف الفرع استغلال المواد الأولية فإن المنشأة الأم تقوم بتجهيز للمواد الأولية و  
الخبرات و الكفاءات الفنية في مجال حفر و استغلال المناجم ( براءة الاختراع ، و الآلات و  
المعدات و المساعدات التقنية أو الفنية لتدريب العاملين ، و استثمار احتياجات رأس المال  
العامل ، و تجدر الإشارة إلى أن احتياجات رأس المال العامل تحسب عن طريق الفرق بين  
الموجودات المتداولة التشغيلية .

و إذا كان هدف الفرع تصنيع المنتجات و تقديمها كنموذج نهائي أو نصف نهائي و تكون  
مهمة المنشأة الأم تنحصر في ما يلي :

-يتم تحويل رأس المال من أجل إنشاء فرع خارجي لكي يقوم بعملية تصنيع المنتجات ، أو  
شراء شركة قائمة أي أنشئت من قبل و يتم اقتنائها من قبل الشركة الأم لتتمكن من صنع  
المنتج الذي ترغب فيه ، بالإضافة إلى هذين العنصرين تقوم الشركة الأم بتحويل التكنولوجيا  
لكي يتمكن الفرع من إنتاج المنتج وفق المعايير و الجودة المطلوبة و تقوم شركة الأم بتزويده  
ببراءات الاختراع و العلامات تجارية ، و لا بد من تحويل أشخاص مؤهلين لديهم الخبرة  
الكافية لتسيير و القدرة على التحكم في تكنولوجيا و تزود شركة الأم الفرع بالأموال في شكل  
مصروف لتكوين و تدريب العاملين لأن كفاءة و مهارة العام البشري من أهم العوامل التي  
تؤثر على نجاح المشروع بشكل جيد و متميز .

(1) - مصطفى كامل و عبد الغني حامد ، مرجع سابق ، ص 32.

(2) -سعود جايد مشكور العامري ، المالية الدولية(نظرية تطبيق)، دا رزهران ،الاردن ، 2008 ، ص 259.

إن تقييم هذه العناصر بشكل دقيق يعد من المشكلات المتنوعة التي تواجه الشركة الأم و ذلك للتعدد و الاختلاف من منطقة إلى أخرى و تعدد النتائج.

فعلى سبيل المثال من قبل فإن حسابات الفرع الخارجي تفضل تقييم هذه المعدات بسعر سوق البلد المضيف ، أما بنسبة لشركة الأم فإن هذا الإجراء له نتائج مختلفة .

و هنا إذا كانت القيمة السوقية لاستثمار أكبر من القيمة المحاسبية ( الدفترية ) فإنه يتيح فائض قيمة و بالتالي يتم الخضوع للضريبة ، و تكون قيمة الاستثمار بنسبة للشركة الأم من القيمة المحاسبية للسلع ، و الضريبة على فائض القيمة و مصروفات النقل و التأمين.

هناك احتمال آخر إذا كانت القيمة السوقية للاستثمار أقل من القيمة المحاسبية الصافية (القيمة الدفترية) فإنه ينتج عجز في القيمة و في هذه الحالة يمكن أن تلجأ الشركة الأم إلى تقديم المساعدات بغية تنفيذ المشروع .

### الفرع الثاني : تقييم التدفقات النقدية قبل الضريبة لمشروع خارجي (أجنبي)

لا بد من تقييم المشروع على مستويين أساسيين و لا بد من إجراء هذه الخطوة لأنها حتمية لا يمكن التخلي عنها هي التقييم على مستوى الفرع ، و مستوى الشركة الأم .

#### أ-التقييم على مستوى الفرع الخارجي ( الأجنبي ) (1)

هو يختلف عن الشركة الأم حيث يتم الاحتساب بالعملة النقدية للبلد المضيف ، في كل الحالات حتى لو كان الفرع الخارجي يشكل وحدة مستقل عن الشركة الأم ، و من الأمثلة على ذلك الأقساط و الفوائد على القروض المسددة إلى شركة الأم تعد مصروفات بالنسبة للفرع الخارجية و تتكون التدفقات النقدية للفرع الخارجي بصورة رئيسية من أرباح التشغيل و الاندثارات.

#### ب-التقييم بالنسبة لشركة الام :

يجرى احتساب النقدية للشركة الأم أو بالعملة النقدية الأساس و يتعين الأخذ في العناصر المباشرة و غير المباشرة في عملية التقييم .

#### 1-التدفقات النقدية المباشرة :

هي عبارة عن مجموع التدفقات النقدية خلال فترة الاستثمار الحصص لربحية المستلمة من الفرع الأجنبي ، و الفوائد على القروض ، و المدفوعات عن براءات الاختراع

(1) - سعود جايد مشكور العامري ، مرجع سابق، ص 360.

و، التراخيص و العلامات التجارية ، وغيرها و يتعين الأخذ في الحسبان الأرباح المحتملة التي تنتج عن بيع سلع الشركة الأم إلى الفرع الأجنبي ، و تتكون التدفقات النقدية لشركة الأم في نهاية فترة حياة الاستثمار من الاستعادة المحتملة لاحتياجات رأس المال العامل و القيمة المتبقية للاستثمار .

أما إذا كان الاستثمار يمثل استثمار غير مستقل عن الاستثمارات الأخرى للشركة الأم فإنه يتعين دراسة الآثار السلبية للاستثمار المباشر و تخفيضها من التدفقات النقدية ، فضلا عن أن انخفاض صادرات الشركة الأم باتجاه البلد المضيف للفرع الأجنبي يتعين أخذها في الحسبان ، إذا كان الفرع الأجنبي ينتفع من الأموال القليلة أو بالعكس إذا كان يخضع إلى قيود على تحويلات الأموال ، فإنه يتعين أخذها في الحسبان عند احتساب التدفقات النقدية . (1)

## 2- التدفقات النقدية غير المباشرة :

توجد عناصر أخرى غير مباشرة يصعب تكميمها أو قيامها كميًا ، و لكن في الوقت نفسه يجب أخذها في الحسبان و عدم إهمالها عند التقييم ، و تتمثل هذه العناصر في المعرفة التامة للسوق المفضلة ، و لعادات و التقاليد الأجنبية التي يمكن أن تكون مفيدة في تنفيذ استثمارات أخرى ، إذ أن إنشاء المشروعات الاستثمارية في بعض بلدان جنوب شرقي آسيا تتم على أساس التأقلم مع بعض تقاليد هذا الجزء من العالم قبل القدوم على الاستثمارات المباشرة .

## ج- أثر الضريبة على نشاط الفرع الخارجي Effet of taxes

في أغلب دول العالم يتم فرض ضريبة معينة خاصة على الأرباح التي تحققها الشركات المحلية ، و بشكل عام فإن الضريبة لا تفرض إلا على الأرباح المتحققة في الشركات المشتغلة في البلد المضيف ، و حينما تمتلك الشركة الأم فرع في الخارج فإنه يتوقع إجراء ما يأتي:

1- يدفع الفرع الخارجي ( الأجنبي ) الضريبة المفروضة على الشركة في البلد المضيف حيث المعدل يختلف حسب التشريع الضريبي المطبق في ذلك البلد ، فقد تطبق معدلات ضريبية مخفضة أو قد يكون إعفاء ضريبي بالنسبة للاستثمارات الأجنبية .

(1)jacquece D et Anne Deysemé , Sinterernationaliser stratégies , et techniques Dalloze , fris 1995 , p 412.

2- غالباً ما يتوقع كذلك اقتطاع مبلغ معين من الأرباح المتحققة في الخارج و العائد للوطن الأم ، و يمكن أن نستخدم المعادلة الآتية في احتساب الربح الذي يعود إلى شركة الأم ( بافتراض أن جميع الأرباح موزعة ) (1)

$$BT (1-T) (1-rs)$$

حيث أن:

Bt : الربح قبل ضريبة الاستثمار

T : معدل الضريبة على الشركات في البلد المضيف

rs : نسبة اقتطاع ( احتجاز ) من الدخل

أي أن :

الدخل قبل ضريبة الاستثمار هو (1- نسبة الضريبة) × (1- نسبة الاقتطاع من الدخل)

و في بعض الأحيان تلزم بلدان الشركات التابعة إليها بإعادة استثمار أرباحها خلال فترة معينة في البلد الأم عندئذ يتعين على الشركة أن تكون أكثر دقة و احتراس في الأرباح المستلمة فعلا في لحظة عودتها إلى البلد الأم

## 2-تأثير التضخم الاقتصادي و تغيرات أسعار الصرف

في حالة انخفاض العملة في البلد المضيف الذي يتواجد فيه الفرع الأجنبي فإن هناك العديد من المشاكل التي تواجه المستثمرين خاص في إنجاز التقديرات الخاص بالمصاريف و التدفقات و ذلك من خلال ارتفاع أسعار المواد الأولية المستورد ، و زيادة حدة ظاهرة التضخم و بالتالي تقليل التدفقات النقدية التي تتم بالعملة المحلية ، و من ثم يتم تحويلها إلى عملة البلد الأم للشركة و هذا يؤثر بشكل جد كبير على العملة النقدية و على دخل الشركة الأم و سيولتها ، و إذا كان هدف الفرع الخارجي هو استيراد منتجات بغية بيعها في البلد المضيف ، فإن التضخم يكون له أثر جد كبير على الإيرادات أكثر من التكاليف ، و يمكن أن تقابل آثار التضخم الاقتصادي ، و تغيرات أسعار الصرف في اتخاذ بعض التدابير اللازمة من هذه الآثار .

(1) - سعود جايد مشكور العامري ، مرجع سابق ، ص ص 364-367.

3- أثر التجميد المحتمل للأموال :

يمكن أن يتخذ قرار تجميد الأموال لبعض الوقت في البلد المضيف للفرع الأجنبي قبل

	(1)الاندثارات
--	---------------

أن تعود أو تحول هذه الأموال إلى الشركة الأم ،و بذلك يكون لهذا الإجراء تأثير جد كبير على ربحية المشرع لذلك يضطر الفرع الأجنبي إلى إعادة الاستثمار هذه الأموال في البلد المضيف لحين تحويلها إلى الوطن الأم . (1)

الجدول رقم (7) :حسابات أولية في تحديد التدفقات النقدية للاستثمار في الخارج

(1) - - سعود جايد مشكور العامري ، مرجع سبق ذكره ، ص 37

(4) أرباح محولة	(3) الربح المحول بالعملة النقدية المحلية (تخفيض يتم للاقتطاعات من الدخل)	
(8) استعاد محتملة لاحتياجات رأس المال العامل	(7) القيمة المتبقية للاستثمار	(6) مدفوعات أخرى
		(2) الربح بعد الضرائب المحلية

المصدر : - سعود جايد مشكور العامري ، المالية الدولية (نظري و تطبيقي ) ، 2007 ، ص 37.

### الجدول رقم (8) : احتساب التدفقات النقدية الخارجة

مصرفات الاستثمار الإجمالية (الاستثمار المبدئي + استثمار في احتياجات رأس المال العامل ، رأس المال المبدئي و المصرفات ذات العلاقة )	-المصرف الضريبي * الضريبة على الأرباح * الضريبة على الإيرادات المالية
* خسائر محتملة ( انخفاض الصادرات )	

المصدر : سعود جايد مشكور العامري ، مرجع سابق ، ص 37.

### المطلب الثالث : تحديد معدل الخصم

#### الفرع الأول : ماهية معدل الخصم

أ- مفهوم الخصم : هو المعدل المستخدم لقياس القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية كما هي في عملية حساب التدفق النقدي المخصوم حيث يقدر معدل الخصم عادة عن طريق قياس تكلفة الفرصة البديلة للتدفقات النقدية المتخلى عنها في الوقت الحالي مقابل الحصول على تدفقات نقدية مستقبلية.

ب- أهمية معدل الخصم :

يعتبر معدل الخصم من المفاهيم الأساسية في عملية تقويم المشروعات الاستثمارية ، لذا لا بد من اجل تحقيق مقارنة سليمة بين التدفقات النقدية الخارجية و الحالية لكل نوع من هذه التدفقات في لحظة اتخاذ القرار ، حيث يتم خصم مبالغ باستخدام معدل الخصم المناسب الذي تحدده إدارة المشروع الاستثماري و يتماشى ذلك مع سلوك المستثمر الرشيد وهذه المبادئ كما يلي :

- 1- إن المستثمر الرشيد يفضل استثمار أمواله في المشروعات التي تحقق له عائدا أكبر من المشروعات التي تحقق له عائدا أقل مع بقاء العوامل الاخرى ثانياة أو على حالها.
- 2- إن المستثمر الرشيد يفضل استثمار أمواله في المشروعات التي تحقق له عائدا في زمن أقل من المشروعات التي تحقق له عائدا متأخرا ، أي بعد فترة طويلة مع بقاء العوامل الأخرى ثانياة أيضا (1) .

### الفرع الثاني : تقييم معدل الخصم من منظور الشركة الام و الفرع

أ- تقييم معدل الخصم من منظور الشركة الأم

لكي يتم تقييم معدل الخصم في الشركة الأم يتم استعمال طريقة MEDAF

1-طريقة MEDAF : وفقا لنموذج توازن الأصول المالية ( MEDAF ) المستثمر الذي يستثمر في المشروع سواء داخل الوطن أو في الخارج ، يامل في تحقيق عائد مريح  $E(R_i)$  دائما

حيث :

$$E(R_i) = R_f + B_i(E(R_m) - r(f))$$

حيث :

$R_f$  : معدل العائد الخالي من المخاطرة

$B_i$  : معدل المخاطرة للمشروع  $i$

$E(R_m)$  : معدل العائد المتوقع لمحفظة السوق

(1) - د.جهد صبحي عبد العزيز محمد القطيص ، نحو معدل الخصم التدفقات النقدية بديل عن معدل الفائدة لأغراض تقويم المشروعات الاستثمارية في البنوك الإسلامية ، " المؤتمر الدولي " ، المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول ، جامعة الأزهر ، مصر ، على المتوقع :

www.kantakji.com/figh/files/finance/ ، تاريخ الزيارة : 2013/04/20 ، الساعة 22:00 .

Le Beta : وفقاً لـ MEDAF حيث ينبغي للمستثمر تعويض الخطر المنتظم و الخطر المحدود من خلال التنويع ، حيث  $B_i$  يقيس الخطر المنظم للمشروع و يساوي :

$$B_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)} = \rho_{im} \frac{S_i}{S_m}$$

ففي حالة أن مشروع لديه  $B_i$  منخفضة أو معامل الارتباط مع محفظة السوق منخفض ، فإن العائد المتوقع للمشروع اقل من عائد السوق حيث  $B_i$  (أقل من 1) والعكس في حالة  $B_i$  ( أكبر من 1) فإن العائد أكبر عائد بالتالي المشروع يمكن رفضه أو استبداله أما إذا كان  $B_i$  يساوي 1 فإن العائد المتوقع وعائد السوق متساويان بالتالي يمكن القول أن هذا المشروع مناسب و يمكن حساب  $B_i$  مع المؤشر المحلي (Cacvo عن مستثمر أجنبي ) ، ولكن و بسبب عولمة الأسواق ، يجب أن تحسب  $B_i$  مع المؤشر الدولي مورغان سانتلي ومؤشر العالم أنتر نشيونال كايثال و بالطبع ، اعتماداً على طريقة الحساب المعمول بها لـ  $B_i$  .

ب-تقييم من منظور الفرع : يتم التقييم من منظور الفرع باستخدام طريقة التكلفة الوسطية المرجحة (1) :

#### 1-التكلفة الوسطية المرجحة :

متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال يحدد الحد الأدنى لمعدل الربحية للمشاريع الاستثمارية لخلق قيمة (كالقيمة السوقية) ، كما تحدد متوسط تكلفة الموارد المختلفة للتمويل المتوسطة ، و هو يقصد بها رأس المال المطلوب ، ترجيح هذين المصدرين من مصادر التمويل يساوي وزنهم في الهيكل المالي للمؤسسة حيث : (2)

$$K = K_e \frac{E}{V} + K_d(1-t) \frac{D}{V}$$

K : متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال

$K_e$  : تكلفة الديون بعد الضريبة .

(1) Franch Bancel et Thomas Perrotion , **le cout du capital dans les pays émergents** ; <http://www.vernimmev.net/ftp/cmcpaysemérgents>, 24/04/2013, 19 :50h.

(2) – (<http://fr.wikipedia.org/wiki/cout-moyenprandéré-du-capital>,22/04/2013,20:10h

Kd : تكلفة الديون قبل الضريبة.

T : معدل الضريبة الهامشي . E : قيمة السوقية للسهم

D : القيمة السوقية للديون .

V(E+D) : مجموع القيمة السوقية للشركة

تكلفة الديون :

$$Kd^* = Kd(1-t)$$

Kd\* : تكلفة الدين بعد الضريبة.

Kd : تكلفة الدين قبل الضريبة.

T : معدل الضريبة الهامشي .

### المبحث الثالث : معايير دراسة الجدوى للمشاريع الاستثمارية الدولية

تعد معايير اختيار الاستثمار في الخارج من أهم الخطوات العملية التي يقوم بها المقرر لاتخاذ القرار المناسب من خلال مجموعة من الطرق و نتناول في هذا المبحث أهم الطرق و هي طريقة فترة الاسترداد و معدل العائد الداخلي ، صافي القيمة الحالية ، ومعدل الربحية المحاسبية و هذه في ظروف التأكد التام.

#### المطلب الأول : طريقة فترة الاسترداد

لقد تطرقنا في هذا المطلب إلى :

#### الفرع الأول : فترة الاسترداد

إن فترة الاسترداد كما تعرضنا لها في الفصل الأول هي الفترة التي في نهايتها يمكن استعادة المبلغ الاستثماري المبدئي ، و لا تتعرض عملية اتخاذ القرار الاستثماري بموجب هذا المعيار إلى أية مشكلة أو صعوبة على المستوى الدولي ، حيث تقوم الشركة الأم

بالاستثمار في الخارج إذا كان زمن استعادة الاستثمار المبدئي أقل من المدة التي حددتها مقدما الشركة بناء على مخاطرة البلد المضيف .

وقد أجريت دراسة (1) حديثة من قبل ( Wall Street ) أشارت إلى أن فترة الاسترداد بالنسبة للاستثمار المبدئي في الخارج كان يتراوح من ثلاث إلى أربع سنوات بالنسبة للشركات الأمريكية و خمس سنوات بنسبة للشركات اليابانية و المشكلة تطرح خاصة على مستوى التدفقات النقدية أو الأرباح التي تؤخذ بعين الاعتبار ، إذ أن هذه المبالغ يتعين أن تحسب بالعملة النقدية الأساس التي تمثل عموما عملة الشركة الأم .

أ- تطبيق معيار فترة الاسترداد (2)

إذا كانت التدفقات النقدية ، المحولة إلى العملة النقدية للشركة كعملة الأساس و بمبالغ متساوية فإن فترة الاسترداد كما يلي :

فترة الاسترداد = إجمالي الاستثمار المبدئي

إذا كانت التدفقات النقدية السنوية متلفة من سنة أخرى فإنه يتعين أن تحسب التدفقات النقدية بصيغة متراكمة لغرض التوصل إلى سنة التي يتم حساب التدفقات النقدية بصيغة متراكمة لغرض تحديد فترة الاسترداد . (3)

فترة الاسترداد

عدد السنوات التي تغطي الاستثمار المبدئي – الاستثمار المبدئي – الحصيلة النقدية للسنوات السابقة

الحصيلة النقدية – الحصيلة النقدية للسنوات السابقة  
للسنوات اللاحقة

مثال (1) :

تعتبر الشركة العالمية في الأردن القيام بسعي مسروعين استثماريين ( أ ، ب ) المنعصين عن بعضهما وفيما يلي جدولاً يتضمن خواص هذين المشروعين :

خواص المشروعين ( أ ، ب ) ( مقاسه بعملة الشركة الأم ) (4)

المشروع (ب)	
-------------	--

(1) - سعود جايد مشكور العامري ، مرجع سابق ، ص 91.

(2) – منير إبراهيم الهندي ، الفكرة الحديث في مجال الاستثمار ، دار الإشعاع ، الإسكندرية ، مصر ، 2001 ، ص 240.

(3) – سعود جايد العامري ، الإدارة المالية في شركات متعددة الجنسيات ، دار المناهج للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2007 ، ص 94.

(4) – سعود جايد المشكور العامري ، مرجع سابق ، ص 396.

5000	5000	الاستثمار المبدئي
		التدفق النقدي :
1500	2000	السنة 1
1500	2000	السنة 2
1500	2000	السنة 3
6000	2000	السنة 4

وقد حددت المنشأة ثلاث سنوات كحد أقصى لاستعادة رأس المال المستثمر كما لا توجد قيمة متبقية للاستثمار كيف يتم احتساب فترة الاسترداد

الحل :

(1) فترة الاسترداد :

$$\text{المشروع (أ)} = \frac{5000}{2000} = 2.5 \text{ سنة}$$

$$\text{المشروع (ب)} = 3 \text{ سنة} + \frac{5000}{6000} = 3 \text{ سنوات} + \text{شهر واحد} . (1)$$

تجدر الإشارة إلى أنه تم احتساب المبلغ المتبقي من المبدئي و المبالغ ( 5000 ) ألف دينار في سنة الرابعة كما يلي 5000 - ( 1500 + 1500 + 1500 ) و بناء على المعطيات السابقة تم اختيار المشروع ( أ ) و ذلك لأن مدة الاسترداد فيه أقل من ثلاث سنوات وعليه فهو أقل مخاطرة .

الفرع الثاني : تقييم معايير فترة الاسترداد

أ-الانتقادات : تنحصر في شقين هما :

يهمل معيار فترة الاسترداد التدفقات النقدية التي تقع بعد فترة الاسترداد مما يجعل هذا المعيار صالح للمشروعات الصغيرة دون المشروعات الكبيرة و ذلك لأنه يتم اختيار المشروعات الاستثمارية على أساس الترتيب المتصاعد لفترة الاسترداد لا يأخذ معيار فترة الاسترداد بعين الاعتبار امتداد قيمة الإيرادات على فترات زمنية مستقبلية و بهدف معالجة

(1) - سعود جايد مشكور العامري ، مرجع سابق ، ص ص 95-96.

هذا العيب فإنه يمكن استبداله بمعيار بأخذ في الحسبان القيمة الزمنية للإيرادات أي خصم التدفقات النقدية أو الأرباح خلال مدة القادمة وعليه تحسب فترة الاسترداد (d) على أساس خصم التدفقات النقدية تبعا للمعادلة التالية ، أي بعبارة أخرى يتم خصم التدفقات النقدية السنوية على مدى فترة حياة الاستثمار ثم يتم بعد ذلك إتباع نفس المعيار التقليدي السابق في احتساب فترة الاسترداد : (1)

$$= 0 \text{ ————— } \sum_{t=0}^0 \frac{Cfr}{(1 + T)^i}$$

CF0 = الاستثمار المبدئي

CFi = التدفق النقدي للاستثمار في الزمن (r)

ب-المزايا :

يستخدم معيار فترة الاسترداد بشكل واسع في قرارات الاستثمار في الخارج على الرغم من الانتقادات الموجهة إليه لأسباب ثلاثة رئيسية :

- 1- يمتاز معيار فترة الاسترداد بالبساطة .
- 2- يحتوي ضمنا معيار فترة الاسترداد على خاصية عدم التأكد المستقبلي و ذلك لأن هذا المعيار يفضل تبديل المشروع الذي لا يساعد على استعادة سريعة للاستثمار المبدئي و من الطبيعي أن المشروعات التي يحتسب لها فترة استرداد قصيرة فإن ذلك ينعكس أثره إيجابيا على أرباح السهم الواحد في الأجل القصيرة يكون معيار فترة الاسترداد أكثر قبولا حينما تكون الشركة بحاجة إلى استخدامات أو احتياجات نقدية .

**المطلب الثاني : معدل الربحية المحاسبية و معدل العائد الداخلي**

**الفرع الأول : معدل الربحية المحاسبية**

هناك العديد من معدلات الربحية المحاسبية يمكن أن تحسب بالنسبة للاستثمار الخارجي (الدولي) فالشركة تتبنى المشروعات الاستثمارية التي يكون فيها معدل الربحية أعلى من المعدل الأدنى المحدد مقدما من قبلها ، و يحتسب هذا المعدل تبعا لمعادلة الآتية : (2)

$$\text{التدفق النقدي السنوي} \times 100 = 100 \%$$

(1) – (Menri de Bodi)

الاستثمار المبدئي

1 NoD, Paris , 1980 , P176  
(2) - سعود جايد العامري ، م

معدل الربحية =

بالنسبة للمشروع ( أ ) في المثال (2) السابق يحتسب معدل الربحية المحاسبية كما يلي :

$$\% 40 = 100 \times \frac{30000}{75000}$$

وعندما سر... غير متساوية أي تتغير من سنة إلى أخرى فإن معدل الربحية يتغير كل سنة و يصبح غير مفيد من الناحية العملية و ذلك لصعوبة اعتماده كأساس موضوعي للتقييم و المقارنة .

-تقييم معيار معدل الربحية المحاسبية :

لا يستخدم هذا المعيار عندما تختلف التدفقات النقدية السنوية من سنة لأخرى خلال فترة حياة المشروع الاستثماري .

لا يأخذ هذا المعيار بعين الاعتبار امتداد قيمة الإيرادات على مدار الزمن في المستقبل و لذلك لا يمكن اعتماده بالنسبة للاستثمارات المتحققة في البلدان التي تشكو من ارتفاع معدلات التضخم الاقتصادي ، و ذلك لتأثرها بالأسعار و ذلك من خلال ارتفاع أسعار المواد الأولية .

-يواجه هذا المعيار مشكلة معرفة المعدل الأدنى الممكن اعتماده، في الحياة العملية يستخدم عادة معدل عائد مرتبط بالمخاطر .

إن التحليل و دراسة المفصلة تسعى لتطرق إلى أهم الطرق لاتخاذ القرار الاستثماري في ظروف التأكد ( معدل العائد الداخلي ، و صافي القيمة الحالية ) (1)

### الفرع الثاني : معدل العائد الداخلي

بموجب هذا المعيار يكون المشرع الاستثماري مفيد إذا كان عائده الداخلي أعلى من كلفة رأس المال و يتم ترتيب المشروعات تبعا لتناقص معدل العائد الداخلي ، و يجري ترتيب الاستثمارات حسب أسبقيتها التي تستند إلى معدل العائد الداخلي المرتفع و يوجد أكثر من أسلوب يستخدم في عملية احتساب معدل العائد الداخلي .

(1) - سعود جايد مشكور العامري ، مرع سابق ، ص 98.

-إذا لم يتواجد خطر يؤثر على الاستثمار فلا بد من الاستمرار فإن معدل العائد الداخلي (r) هو ذلك المعدل الذي تتعادل فيه مجموعة التدفقات النقدية الحالية (المخصومة) مع مبلغ الاستثمار الداخلي (I)

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

مجموع التدفقات النقدية المخصومة ( الحالية ) = مبلغ الاستثمار المبدئي ( رأس المال الأصلي).

ففي حالة أخذ المشروعات الاستثماريين ( أ ، ب) في المثال السابق فإن معدل العائد الداخلي يحتسب كما يلي :

بالنسبة للمشروع ( أ ) :

$$= I \frac{\sum_{t=1}^4 3000}{(1+r)^t}$$

أو بتعبير آخر :

$$= * 30000 = 75000 \quad \sum_{t=1}^4 \frac{1}{(1+r)^t}$$

وبما أن معدل العائد الداخلي هو المطلوب البحث عنه في المعادلة فإنه يمكن احتساب المعامل الذي من خلاله يتم احتساب معدل العائد الداخلي كما يلي :

$$2.5 = \frac{75000}{3000}$$

و بالبحث في قائمة جداول القيمة الحالية في رقم للرقم ( 2.5 ) ضمن صف الأربع سنوات نجده بين < & عدد رقم ( 2.589 ) الذي يقع تحت المعدل ( 20 % ) و الرقم ( 2.406 ) الذي يقع تحت المعدل ( 24 % ) و بذلك نلاحظ أن معدل العائد الداخلي يكون أعلى من 20% في حساب التداخل الخطي البسط يمكن التوصل إلى معدل العائد الداخلي بنسبة ( 21.9 % ) و كما يأتي (1) :

$$\% 21.9 = [ 100 \times \frac{2.500 - 2.589}{2.404 - 2.589} \times 0.04 ] + \% 20$$

(1) - س

بالنسبة للمشروع ( ب )

$$75000 = \frac{35000}{(م+1)} + \frac{26000}{3(م+1)} + \frac{24000}{2(م+1)} + \frac{22000}{1(م+1)}$$

حيث أن  
الداخلي بالطريقة ذاتها، غير أنه يمكن احتساب معدل العائد الداخلي من خلال احتساب  
متوسط التدفق النقدي السنوي ( متوسط الإيراد السنوي ) و كما يأتي :  $107000 \div 4 = 26750$   
سنوات = 26750

ثم يتم قسمة الاستثمار المبدئي على متوسط التدفق النقدي السنوي لاستخراج رقم يمكن من  
خلاله البحث عن معدل العائد الداخلي في جداول القيمة الحالية

$$2.804 = 26750 \div 75000$$

و بالبحث عن الرقم ( 2.804 ) في جداول القيمة الحالية ( الملحق رقم 1 ) نجده بين الرقم  
( 2.914 ) الذي يقع ضمن عمود المعدل ( 14 % ) و الرقم ( 2.798 ) الذي يقع ضمن  
عمود المعدل ( 16 % ) و حساب للتداخل الخطي البسيط يمكن التوصل إلى معدل العائد  
الداخلي (12.9)

$$[ 100 \times ( 2.798 - 2.914 ) \div ( 2.804 - 2.914 ) \times 0.02 ] + 114$$

$$15.9 = \% 1.9 + \% 14 =$$

فإذا كانت تكلفة رأس المال أو معدل الخصم المستخدم من قبل مجموعة الشركات متعددة  
الجنسيات على سبيل المثال هو ( 12 % ) فإن كلا من المشروعين الاستثماريين يمكن أن  
يكون مقبولاً و حسب تفضيل أحدهما على الآخر .<sup>(1)</sup>

في حالة وجود مخاطرة على البلد الأجنبي المضيف فإن الشركة تحدد بشكل عام معدل  
داخلي أدنى على ضوء الخطر المحدق ، و تتم مقارنة معدل العائد الداخلي لكل مشروع

(1) - سعود جايد العامري ، مرجع سابق ، ص 100.

استثماري بهذا المعدل الداخلي الأدنى ، كذلك على سبيل المثال معدل عائد داخلي أدنى و بنسبة (20 %) فإن الاستثمار (أ) وحده هو الذي يؤخذ في هذا البلد .

أ-تقييم كعيار معدل العائد الداخلي :

يتعرض سبيل تطبيق معيار العائد الداخلي إلى مشكلتان رئيسيتان هما :

- في هذه الطريقة يصعب فيها تحديد فترة حياة المشروع الاستثماري المقترح ، لأن تحديد فترة حياة الاستثمار تعتمد على سلوكية الإدارة تجاه المخاطرة في اتخاذ القرار المناسب ، لكي يتم الاستثمار بشكل ملائم و كذلك تصرف الحكومات المضيفة تجاه الاستثمارات الأجنبية ، فضلا عن المشكلات الفنية .
- صعوبة تحديد معدل العائد الداخلي الأدنى في المقبول من قبل الشركة .

### المطلب الثالث : صافي القيمة الحالية

#### الفرع الأول : صافي القيمة الحالية

تعد طريقة صافي القيمة الحالية من أهم الطرق و أنجعها لقياس ربحية الاستثمار في ظروف التأكد التي تعتمد في اتخاذ القرار الاستثماري الدولي ( الأجنبي )

يتمثل صافي القيمة الحالية في الفرق بين مجموع التدفقات النقدية الحالية ( المخصوصة ) الناجمة عن استثمار معين و مبلغ الاستثمار المبدئي (1)

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

حيث أن (r) يمثل تكلفة رأس المال للشركة ( معدل الخصم ) التي يفترض أن تكون معروفة و محددة ، أي يمكن التعبير عن المعادلة أعلاه بالصيغة الآتية :

صافي القيمة الحالية = (-) الاستثمار المبدئي + القيمة الحالية للتدفقات النقدية خلال عمر الاستثمار

إذا تم تجميع المصروفات في السنة الأولى فإنه يمكن احتساب صافي القيم الحالية وفقا للحالات الآتية : (2)

(1) - سعود جايد العامري ، مرجع سابق ، ص 102.

(2) - منيرة إبراهيم الهندي ، مرجع سابق ، ص 101.

-في حالة البلد المضيف الأقل مخاطرة إذا كان معدل الخصم المطبق من قبل الشركة في مشروعات استثماريين (أ ، ب ) في الخارج يعادل ( 12 % ) فإن صافي القيمة الحالية بالنسبة للمشروع الاستثماري (أ) يحتسب كما يلي :

$$NPV = -75000 + \sum_{t=1}^4 \frac{30000}{(1.12)^t}$$

$$= + 16140$$

أو بأسلوب آخر يتم الاحتساب كما يلي :

صافي القيمة الحالية = (-) 30000 + 75000 × 3.038 ( المعاملات المترجمة للمعدل 12 % لمدة أربع سنوات من جداول القيمة الحالية في الملحق رقم 2

صافي القيمة الحالية = + 16140

كما يمكن أن نستخدم الصيغة الآتية في احتساب صافي القيمة الحالية : - القيمة الحالية للتدفقات النقدية = التدفق النقدي السنوي ×  $\frac{1 - (1.12)^{-4}}{0.12}$

$$= 30000 \times 3.038 \text{ (المعاملات المترجمة لـ } 0.12 \text{ )} ; 4 \text{ سنوات} = 91140$$

$$\text{صافي القيمة الحالية} = - 75000 + 91140 = + 16140$$

و بذلك يكون صافي القيمة الحالية للمشروع الاستثماري ( أ ) موجبا بمبلغ ( 16140 ) مما يعني قبول هذا الاستثمار .

أما بالنسبة للمشروع الاستثماري ( ب ) فيحتسب صافي القيمة الحالية كما يلي:

$$NPV_B = -75000 + 26000 (1.12) + 24000 (1.12)^2 + 22000 (1.12)^3 + 35000 (1.12)^4$$

و بصيغة أخرى أكثر تفضيلا يمكن احتساب صافي القيمة الحالية من خلال ضرب كل تدفق نقدي سنوي في معامل القيمة الحالية له المستخرج من جداول القيمة الحالية للمعدل (12%) 9 وكما في المعادلة الآتية :

$$\text{صافي القيمة الحالية} = -75000 + [ (0.797 \times 24000) + (0.893 \times 22000) ] + (0.712 \times 26000) + (0.712 \times 35000)$$

$$NPN = 79546 + 75000 =$$

صافي القيمة الحالية للمشروع الاستثماري (ب) موجبا بمبلغ ( 4546 ) و يمكن قبول هذا الاستثمار .<sup>(1)</sup>

-في حالة البلد المضيف الأكثر مخاطرة : فإن احتساب صافي القيمة الحالية يتم باستخدام تكلفة رأس المال أو معدل خصم مرتفع ففي حالة استخدام على سبيل المثال ، معدل خصم ( 24 % ) فإن صافي القيمة الحالية بالنسبة للمشروع الاستثماري ( أ ) يحتسب من جديد وفق الصيغة التالية :

$$NPV_A = - 75000 + \sum_{t=1}^4 \frac{3000}{(1 + 0.24)^t}$$

$$= 30000 \times 3.038 \text{ ( المعاملات المتراكمة للمعدل 12 % لمدة 4 سنوات )}$$

$$= 91140$$

$$\text{صافي القيمة الحالية} = -75000 + 91140 = 16140$$

و بذلك يكون صافي القيمة الحالية للمشروع الاستثماري ( أ ) موجبا بمبلغ ( 16140 )

-أما بالنسبة للمشروع الاستثماري ( ب ) فيحتسب صافي القيمة الحالية كما يلي :

$$NPV_B = - 75000 + 35000/(1.12)^1 + 22000/(1.12)^2 + 24000(1.12)^3 +$$

$$26000(1.12) = + 4546$$

و بصيغة أخرى أكثر تفصيلا يمكن احتساب صافي القيمة الحالية من خلال ضرب كل تدفق نقدي سنوي في معامل القيمة الحالية له المستخرج من جداول القيمة الحالية للمعدل ( 12 % ) و كما في المعادلة الآتية:

$$\text{صافي القيمة الحالية} = 75000 + [ ( 0.893 \times 22000 ) + ( 0.797 \times 24000 ) ] +$$

$$+ ( 0.636 \times 35000 ) + ( 0.712 \times 26000 )$$

$$\text{صافي القيمة الحالية} = -75000 + 79546 = 4546$$

و بذلك يكون صافي القيمة الحالية للمشروع الاستثماري (ب) موجبا ( 4546 )

و بذلك يمكن قبول هذا الاستثمار :

(1) - سعود جايد العامري ، مرجع سبق ذكره ، ص 101 ، 102.

في حالة البلد المضيف الأكثر مخاطرة : فإن احتساب صافي القيمة الحالية يتم باستخدام تكلفة رأس المال أو معدل خصم مرتفع ففي حالة استخدام على سبيل المثال ، معدل خصم (24%) فإن صافي القيمة الحالية بالنسبة للمشروع الاستثماري ( أ ) يحسب وفق الطريقة التالية :

$$NPV_A = - 75000 + \sum_{t=1}^4 \frac{3000}{(1 + 0.24)^t}$$

صافي القيمة الحالية = (-) 75000 + [ 30000 × 2.404 المعاملات المتراكمة لمعدل 24% لمدة 4 سنوات (1) .

$$\text{صافي القيمة الحالية} = (-) 75000 + 72128 = (-) 2872$$

و بذلك يكون صافي القيمة الاستثمارية للمشروع الاستثماري ( أ ) سالبا بمبلغ ( -2872) و لذلك يرفض المشروع الاستثماري و لا يمكن قبوله .

أما بالنسبة للمشروع الاستثماري ( ب ) فيحسب كما يلي :

$$NPV_B = (-) 75000 + 35000/(1.24)^1 + 22000/(1.24)^2 + 24000(1.24)^3 + 26000/1.24$$

$$NPV_B = (-)13239$$

ومن خلال المعادلة أعلاه يمكن استخدام معاملات التدفق النقدي السنوي الموجودة في جداول القيمة الحالية رقم (2) لغرض احتساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية على مدى فترة حياة المشروع الاستثماري و البالغة أربع سنوات و كما في المعادلة الآتية:

$$\text{صافي القيمة الحالية} = (-) 75000 + ( 0.806 \times 22000 ) + ( 0.650 \times 24000 ) + ( 0.524 \times 26000 ) + ( 0.423 \times 35000 )$$

$$\text{صافي القيمة الحالية} = (-) 75000 + 61761 = - 13239$$

ظهر أن صافي القيمة الحالية للمشروع الاستثماري ( ب ) سالبا بمبلغ (-13239) و بناء على ذلك فإنه لا يمكن قبول هذا المشروع الاستثماري و تنفيذه (2)

(1) - سعود جايد العامري ، مرجع سابق ، ص 103.

(2) - سعود جايد العامري ، مرجع سابق ، ص 397.

و تجدر الإشارة إلى أنه و عندما تنفذ الشركة المشروع استثماري طويل الأجل في بلد ما فإنه من الممكن تقدير التدفقات النقدية للاستثمار خلال مدة طويلة ، و في الحياة العملية ، و بعد مرور فترة زمنية معينة على الاستثمار ، فإن التدفقات النقدية يمكن أن تكون ثابتة حتى نهاية فترة حياة الاستثمار ، ففي هذه الحالة يجري عندئذ رسملة التدفقات النقدية ابتداءً من التاريخ الذي اعتبرت فيه التدفقات النقدية ثابتة وكما يتضح في المثال التالي :

مثال : يحتاج أحد المشروعات الاستثمارية إلى رأس مال مبدئي بمبلغ (1000) مليون دينار و يتوقع أن يكون التدفقات النقدية كما في الجدول الآتي :

التدفقات النقدية السنوية ( ملايين الدنانير )

البيان	السنة 1	السنة 2	السنة 3	السنة 4 وما بعد
التدفقات النقدية	50	60	150	200

و بافتراض أن معدل القيمة الحالية ( معدل الخصم) بنسبة 12 % فإن صافي القيمة الحالية يحسب من خلال الفرق بين مبلغ الاستثمار المبدئي و القيمة الحالية لإجمالي التدفقات النقدية السنوية فضلا عن رسملة التدفقات النقدية للسنوات الأخيرة و ذلك لأنها متساوية في بقية السنوات .

$$\text{صافي القيمة الحالية} = (-1000) + (0.893 \times 50) + (0.797 \times 60) + (0.712 \times 150) + [ (0.636 \times 200) + (0.12 \div 200) ]$$

ظهر أن صافي القيمة الحالية موجبا بمبلغ ( 385.5 ) و بذلك يمكن تنفيذ هذا المشروع الاستثماري .

**الفرع الثاني : تقييم معيار صافي القيم الحالية والقيمة الحالية لتغطية التعادل :**

-تقييم معيار القيم الحالية :

يطرح احتساب صافي القيمة الحالية بعض المشاكل :

1- تتكون التدفقات النقدية من عناصر متنوعة يمكن أن تتأثر بعوامل مخاطرة متنوعة لذلك فإن احتمال التنفيذ بشكل كبير و عليه فإن البعض يوصي باستعمال معدلات القيمة الحالية ( معدلات خصم ) متعددة بالنسبة إلى عناصر التدفق النقدي المختلفة (صافي الربح و وفورات ضريبية )

يمكن أن تختلف كلفة رأسمال أو معامل القيمة الحالية المطبق في المشروعات الاستثمارية عن كلفة راس المال المنشأة الأم .<sup>(1)</sup>

ب-القيمة الحالية لتغطية التعادل: تؤثر القيمة المتبقية من المشروع الاستثماري بشكل كبير على صافي القيمة الحالية و بالنظر إلى صعوبة تقدير فترة حياة المشروعات الاستثمارية في الخارج ، فإنه غالباً ما يتم احتساب القيمة المتبقية لتغطية التعادل والقيمة المتبقية لتغطية تعادل (RVN) مشروع استثماري معين هي القيمة المتبقية التي المعيار صافي القيمة الحالية وعليه يمكن التعبير عن ذلك في ما يلي :

$$0 + \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{RVN}{(1+r)^N}$$

$$RVN = (1 + \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}) (1+r)^N$$

### خلاصة الفصل :

تختلف المشاريع الاستثمارية الدولية ، عن المشاريع الاستثمارية المحلية ، سواء من حيث دراسة الجدوى او معايير التقييم أو طبيعة التدفقات النقدية . فمن أجل نجاح أي مشروع استثماري دولي فإنه لابد من تكون دراسة الجدوى له من منظور الشركة الأم والفرع والبلد المضيف ، مع الأخذ بعين الاعتبار ما يستلزمه من موارد ودرجة توافرها .

وقد اتضح من خلال فصلنا طبيعة التدويل ، ثم تطرقنا إلى آليات اتخاذ قرار الاستثمار دولياً، وفي الأخير تعرضنا إلي معايير دراسة جدوى المشاريع الاستثمارية الدولية ومتضمنة القيمة الصافية الحالية ومعدل العائد الداخلي وفترة الاسترداد من وجهة نظر الشركة الأم والفرع .

(1) - سعود جايد العامري ، مرجع سابق، ص ص 104-105.

**تمهيد :**

نظرا لعدم وجود عدد مناسب من الشركات الدولية في الجزائر بالإضافة إلى صعوبة الحصول على المعلومات لحساسية الموضوع من جهة ، وعدم رغبة العديد من المؤسسات الجزائرية الإفصاح عن المعلومات التي لديها من جهة أخرى بالإضافة إلى نقص الشفافية .

اضطررنا في هذا الفصل التعرض للجانب التطبيقي لشركة cemex وجعلها محل الدراسة .

من أهم الأسباب التي دفعتنا إلى اختيار هذه الشركة كونها دولة من العالم الثالث وهي المكسيك ، والتي شريكاتها لها خصائص شبيهة بالشركات الجزائرية .

وتناولنا في هذه الدراسة الآليات المتبعة لاتخاذ قرار انجاز مشروع استثماري في الخارج لشركة cemex، و التي تختلف بشكل نسبي عن قرار الاستثمار المحلي هذا إلى جانب العوائق التي تواجه هذا المشروع لشركة .

وقد سلطنا الضوء على الجانب التطبيقي العددي بالاستناد إلى قوائم وجداول مالية، بالإضافة إلى الاعتماد على طرق قياسية متعاقبة من اجل تقييم الأرباح المنتظرة من هذا المشروع .

**I- النشأة والتعريف بالشركة الأم****1\_ نبذة تاريخية عن الشركة الأم cemex**

تعد هذه الشركة واحدة من أكبر شركات البناء و إنتاج الإسمنت في العالم ،حيث تم إنشاء هذه الشركة عام 1906م لكن ليس على شكلها الحالي ،فقد اتحدت مع شركة أخرى تدعى كيماتوس بروتلاندموتينري في عام 1931،وأصبحت تدعى cemex أو cementos،وهي تقع في المكسيك،وفي عام 1960 م تم التحاق الشركة ببوصة المكسيك ،وأصبحت أسهمها تتداول هناك ، في نفس السنة صار لها ثلاثة فروع في غواد لاخارا، وهذا ساعدها على احتلال الصدارة في المكسيك،والاستحواذ على السوق المحلي في إنتاج الإسمنت.

وفي عام 1982م،بدأت الشركة في التفكير بالاستثمار الدولي ،وكانت تهدف في البداية في زيادة صادراتها لتعرف العالم بجودة منتوجها ولكسب اكبر حصة سوقية ،وقامت بالاستحواذ على العديد من المصانع المكسيكية الخاصة بإنتاج الإسمنت وذلك لزياد طاقتها الإنتاجية في سنة 1987 و1989م.

وفي عام 1992م بدأ الشركة تتوسع دوليا من خلال الاستحواذ على شركة في فنزويلا لتتضم إلى مجموعتها،بالإضافة إلى اقتناء شركات أخرى في أمريكا و بنما.

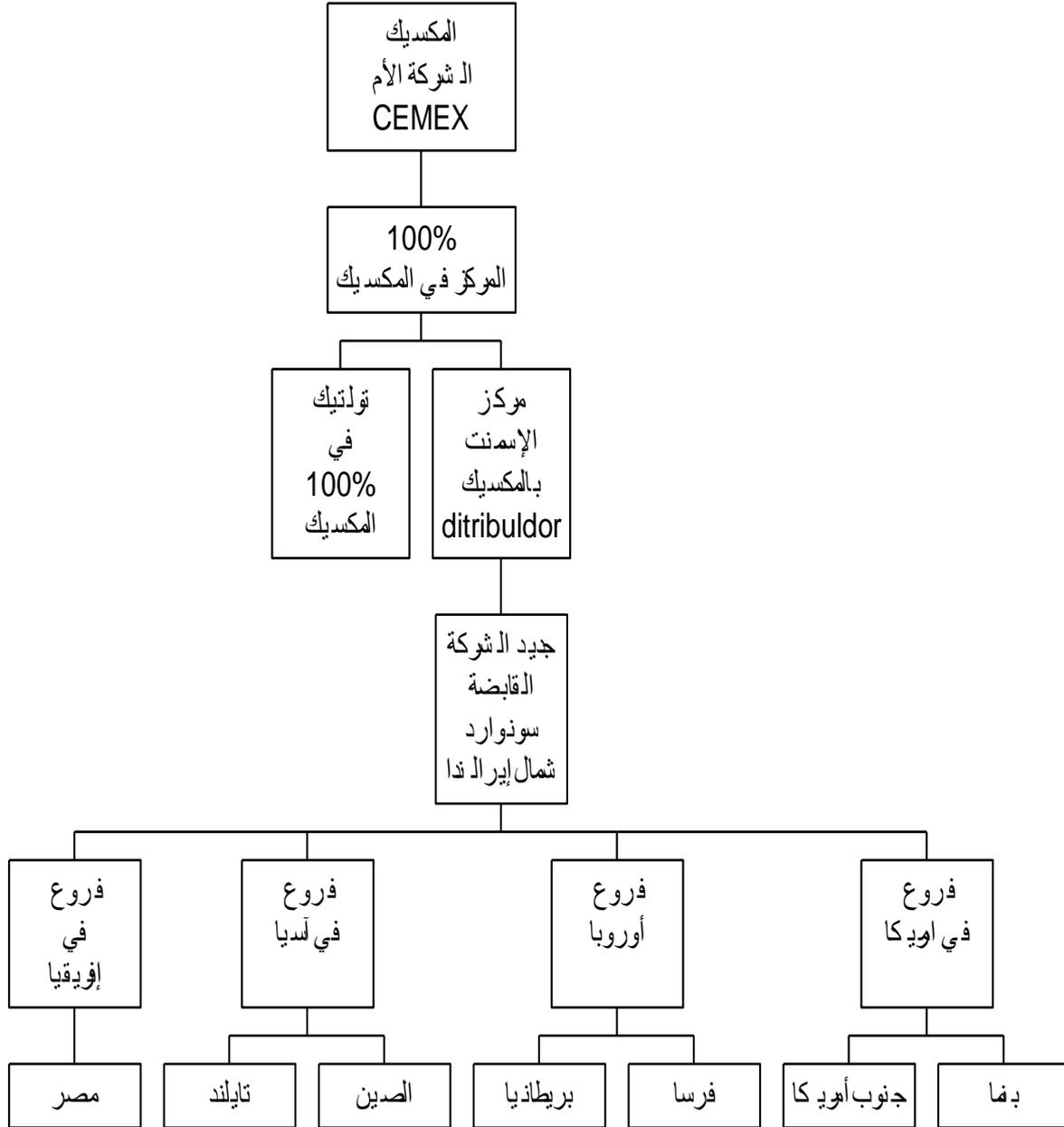
وفي سنة 2005م قامت بالاستحواذ على شركة للإسمنت في جمهورية الدومينيكا،في مارس من نفس السنة أكملت إقتناء 5.8 مليار \$ من مجموعة لندن RMC ،مما زاد من تغطيتها لسوق الأوروبية، وهذا يجعلها تحتل المرتبة الثالثة عالميا ،وواحدة من أكبر عشر شركات في جميع أنحاء العالم ،وذلك يعرضها لمنافسة قوية.

## 2\_ التعريف بالشركة المكسيكية cemex.

تقع الشركة cemex في سانبيدو غارا غارسيا وهو المقر الرئيسي للشركة الأم فهذه المدينة هي جزء من منطقة مونثيري في ولاية نيف وليون شمال شرق المكسيك،عدد الموظفين فيها أكثر من 25000 مليون موظف،تعمل على أربع قارات ،حيث تغطي 50 بلد في أمريكا الشمالية ومنطقة البحر الكاريبي،أمريكا الجنوبية ،أوروبا،آسيا،إفريقيا.ويتم تغطيتهم بطاقة إنتاجية تقدر ب82 مليون طن ،اعتمدت على الدولار الأمريكي كعملة تتعامل بها في الاستثمارات الدولي.

وهذا الانتشار العالمي الواسع النطاق للشركة أدى إلى تقسيم حجم مبيعاتها كتالي :ثلث المبيعات في المكسيك،والربع في الولايات المتحدة الأمريكية،15% في إسبانيا،والجزء الصغير موزع في أنحاء العالم.

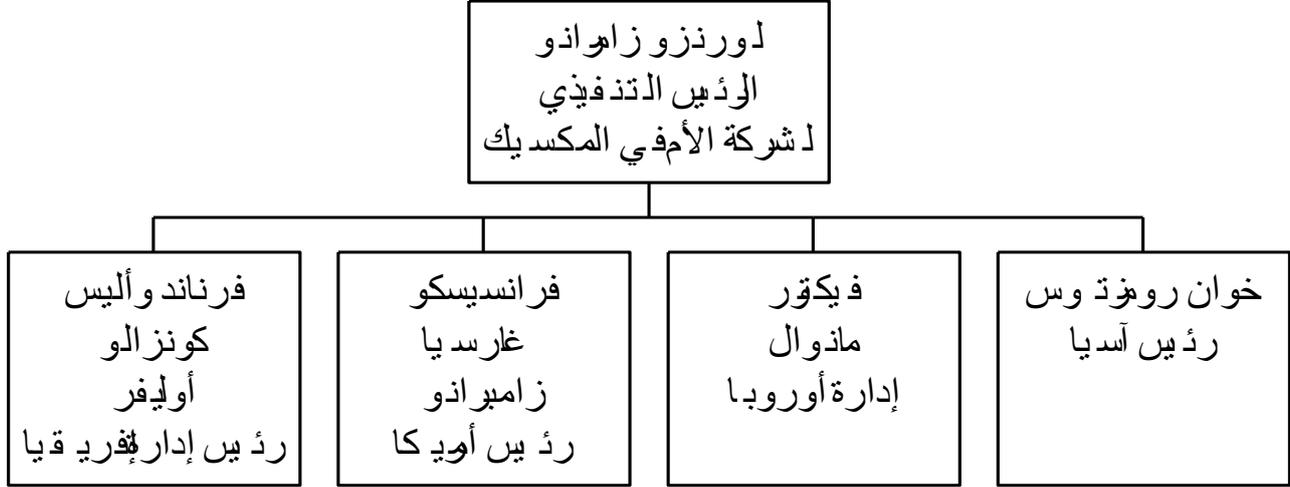
تملك الشركة 400 محجر، 260 مركز توزيع و80 محطة بحرية، 200 خرسانة جاهزة، تستعمل تكنولوجيا فعالة وجد متطورة ومبتكرة بالإضافة إلى استخدامها المتقدم لتكنولوجيا المعلومات.



3\_ الهيكل التنظيمي الجغرافي ل: cemex

يتضح من خلال هذا المخطط أن الشركة الأم لديها فروع في جميع أنحاء العالم ، و هذا يساعدها أن تكون رائدة في صناعة الإسمنت ، وتقليل من التكاليف، وإيجاد منافذ جديد لأصرف منتجاتها .

## 4- الهيكل الوظيفي



هذا النموذج يوضح المركزية في اتخاذ القرار على مستوى دولي، في CEMEX حيث جميع الرؤساء في الفروع عند يتخذ أي قرار هام لابد من الرجوع إلى الرئيس التنفيذي للشركة الأم.

## II- توسع cemex في اندونيسيا

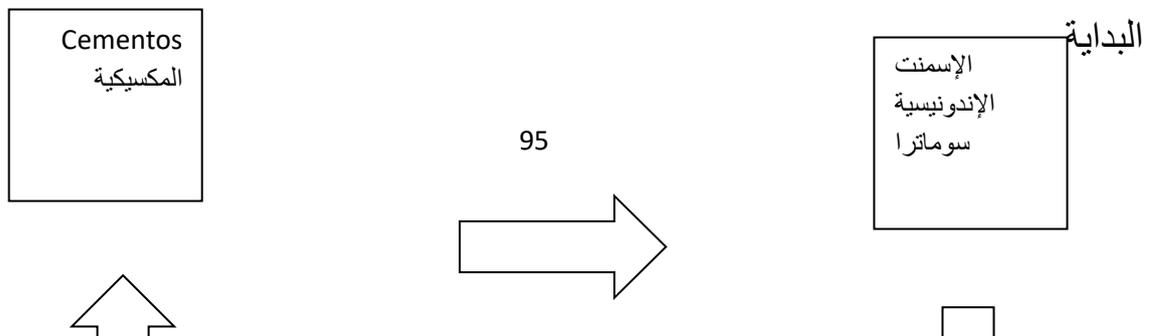
## 1- ظهور فكرة المشروع:

في أوائل عام 1998 قررت شركة cemex المكسيكية إنشاء مشروع لهاب جزيرة سوماترا الأندونيسيا، مرتكزة على إنتاج الإسمنت ولقب بسيمان اندونيسيا، يهدف إلى إنشاء مصنع لإنتاج الإسمنت باندونيسيا.

وتتربق الشركة من خلال هذا المشروع، أخذ مكانة مهمة في اندونيسيا وآسيا خاصة، والحصول على أكبر حصة سوقية في الجنوب الشرقي لآسيا وعالميا، بالإضافة إلى تطوير هيكلها القاعدية والتقدم على المدى البعيد في قارة آسيا .

وبما أن هذه الشركة تتعامل بالدولار، فإن جميع تمويلاتها المقدمة لهذا المشروع سوف تكون بالدولار الأمريكي، ويتم تقييم كافة التدفقات النقدية المتعلقة به، وقدرت الطاقة الإنتاجية المرجوة من هذا المشروع بـ 20 مليون طن لسنة.

## 2- مخطط إقامة الموازنة التقديرية الاستثمارية للمشروع في اندونيسيا



استثمرت بالدولار في الإسمنت الاندونيسية

النهاية. هل إستثمارناجح

التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة

### INR /USD دفع المبالغ النقدية cemex

هذا المخطط يوضح لنا طريقة العمل ب cemex اندونيسيا وكيف يتم إتخاذ القرار على مستوى الفرع، في البداية تقوم الشركة الأم بتزويد الفرع بغلاف مالي لتمويل المشروع حيث يكون مقدر بالدولار الأمريكي، ويتوقع عند استلام الفرع للمبالغ المالية الخاصة بالمشروع تنطلق عملية الإنتاج المتوقع ومن هنا تظهر التدفقات النقدية المستقبلية المتوقع، ولدراسة ربحية المشروع تقوم الشركة الأم بتحليل هذه التقديرات النقدية المتوقع وذلك بالاستعانة بالقوائم المالية ومن أهمها الموازنة الإستثمارية وتكون بوجهة نظر محلية والعملية المستخدمة في هذه الموازنة هي الربوية، ثم تقوم الشركة الأم بتحويل تلك التدفقات النقدية المتوقع إلى الدولار الأمريكي، وذلك لإنشاء موازنة أخرى لكن بنظرة الشركة الأم، وفي النهاية الشركة الأم تتخذ القرار بقبول وأرفض المشروع .

### III- المتغيرات المتعلقة بالمشروع

#### 1- تقدير سعر الصرف :

لقد قامت الحكومة الأندونيسية بتحرير الصناعات الثقيلة، في الآونة الأخيرة، وسماع للاستثمار الأجنبي باكتساب الملكية الاندونيسية، مما شجع ذلك العديد من المستثمرين الأجانب، ومبينهم الشركة المكسيكية cemex التي هي محل الدراسة، وقد قامت الشركة الأم بحساب سعر الصرف التقريبي الذي يساعدها في تقييم المشروع بسوماترا حيث أجرت الشركة الأم تحليل افتراضي لسعرا لصرف المبدئي للعملة الاندونيسية مقابل الدولار.

$$10000IDR=1US$$

وذلك بالاعتماد على القواعد المعتاد للقوى الشرائية، وقد قدرت معدلات التضخم ب3% و30% بكل من أمريكا واندونيسيا.

### 2- إجمالي المبلغ المقدر للاستثمار:

من المقدر أن قيمة إنتاج مصنع للإسمنت في أي بلد مصنع يجب أن يكون \$150 لطن، حيث قدرت الشركة cemex الكمية المرتقبة من سوماترا \$ 110 لطن، ويتم تحديد القدرة السنوية ب20 مليون طن.

ومن هنا تم تقدير قيمة الإستثمار، بالاستناد إلى سعر الصرف المتبع، يقدر ب22000 ومليار روبي

أي ما يعادل 2.2 مليار دولار.

في ما يخص قيمة الإهلاكات فقدرت 17600 مليار روبي والقسط السنوي قدر ب1760 لمدة 10 سنوات.

### 3- تقدير متطلبات التمويل. يتم تمويل هذا المشروع بالأموال الخاصة تقدر ب\$1100000000،

إن هذا الاستثمار جد قوى، ويتم تمويله ب75% قروض مقدمة من الشركة الأم و25% من مجموعة المصارف التي ترعاها الحكومة الاندونيسية، وتقدر التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال ب11.98 بالدولار و ب33.092 روبي.

يعد برنامج تقديم الديون في شكل قروض من قبل الحكومة الاندونيسية، كجزء من خطتها لتشجيع التنمية المحلية ويتم تسديدها على 8 سنوات بمعدل فائدة يقدر ب35%، أما القروض المقدمة من طرف الشركة الأم يتم تسديدها على 5 سنوات وبمعدل فائدة يقدر ب10%. والجدول 1 و 2 يوضح ذلك.

### الجدول (1): محصلة التقديرات للتغيرات المتعلقة بالمشروع.

المبالغ	مالية أو تمويل	المبالغ	الإستثمارات
---------	----------------	---------	-------------

11000000000000	رأس المال الخاص	10000	قيمة سعر الصرف المتوسطة
2200000000000000	قروض		القيمة الوحيدة للقدرة الإنتاجية
27500000000000	الديون الروبية	110 طن	القدرة الإنتاجية
82500000000000	الديون بالدولار محولة إلي الروبية	20000000 طن	قيمة الإستثمار بالدولار
		22000000	قيمة الإستثمار بالروبية
		2200000000000000	الإهلاك بروبي
		1760000000000000	قسط الإهلاك السنوي بالرربي
		1760000000000000	

ثمن الرأس المال لشركة الأم

1.5	معامل في الشركة الأم	6%	قيمة بدون خطر
	علاوة الخطر لمشروع	2%	علاوة الخطر على
7%	المساهمين	8%	القروض
			القروض بالدولار
16.5%	تكلفة رأس المال الخاص	5.2%	تكلفة القروض بالدولار
60%	نصيب الأموال الخاصة من التمويل	40%	بعد الضريبة المكسيكية
11.980	CMPC		نصيب القروض في التمويل

ثمن رأس المال للفرع المتوقع إنشائه في اندونيسيا

33.092	1%	المعامل الشركة الفرع. علاوة الخطر في سوق الأسهم	33%	قيمة بدون خطر علاوة الخطر على القروض
	6%		35%	تكلفة القروض بالروبية
			21%	تكلفة القروض بالروبية بعد الضريبة الاندونيسية
	39%	ثمن رأس المال الخاص	38.835%	ثمن القروض بالدولار وتحويلها إلى الروبية
	50%	نصيب رأس المال الخاص بالتموليل CMPC	27.1845%	ثمن القروض بالدولار وتحويلها إلى الروبية بعد الضريبة الاندونيسية
			50%	نصيب القروض في التمويل

## الجدول (2): تكاليف وإهلاك القروض المتوقع من مصنع الإسمنت للفرع في اندونيسيا

سنوات المشروع	0	1	2	3	4	5
سر الصرف المتوقع	10000	12621	15930	20106	25376	32028
قروض أندونيسية 35% إهلاك لمدة 8 سنوات						
قروض	270000					
فوائد		(962500)	(928921)	(883590)	(822393)	(739777)
إهلاك		(95939)	(129518)	(174849)	(236046)	(318662)
مجموع الدفع		(1058439)	(1058439)	(1058439)	(1058439)	(1058439)
قروض الشركة الأم المكسيكية 10% فائدة والإهلاك على 5 سنوات						
قروض	825					
فوائد		82.5	62	54.1	37.8	19.8
إهلاك		13.51	148.6	163.5	179.9	197.8
مجموع الدفع		217.6	217.6	217.6	217.6	217.6
دفع بالتغطية بقيمة مبدئية						
فوائد		828000	689867	541221	377710	197848

(1978481)	(1798619)	(1635108)	(1486462)	(1351329)		إهلاك
(2176329)	2176329)	(2176329)	(2176329)	(2176329)		مجموع الدفع
دفع بتغطية بقيمة سعر الصرف التقديرية 1USD =10000IDR						
(633669)	(958480)	(1088160)	(1098949)	(10412602)		فوائد
(633669)	(4564190)	(3287494)	(2367915)	(1705561)		إهلاك
(6970360)	(5522670)	(4375654)	(3466864)	(2746823)		مجموع الدفع
(6970360)	(5522670)	(4375654)	(3466864)	(2746823)	(8250000)	تدفقات الخزينة
					38.835%	جلب تدفقات القروض
خسائر سعر الصرف للقروض بمليون روبي						
(435821)	(580770)	(546940)	(409082)	(216262)		خسائر سعر الصرف على الفوائد
(4358210)	(276557)	(1652385)	(881453)	(354232)		خسائر سعر الصرف على الإهلاك
(479403)	(334341)	(21449325)	(1210535)	(570494)		مجموع الخسائر سعر ال-صرف للقروض

**3-رقم الأعمال:**

نظرا لوجود الاسمنت بكميات هائلة في اندونيسيا وانعكاسات الأزمة الأسيوية الإنتاج يصدر بالكامل ومن المقترح أن المصنع الجديد للاسمنت لا يعمل إلا بـ 40 % حيث يقوم بإنتاج 8مليون طن في العام، والإنتاج المثالي الواجب عليه أن ينتج 20مليون طن في العام ، فالاسمنت يجب أن تباع عن طريق التصدير بثمان 58 دولار لطن ولم يقترح زيارة في ثمن البيع .

**4\_ التكاليف :**

تقدر تكاليف السنوية بـ 115000 طن لسنة واحدة كاملة وتتمثل في مصاريف اليد العاملة ، ، الطاقة وكل ما يخص عملية الاستغلال ، ويتم تسديد التكاليف من بيع إنتاج الاسمنت ، مع زيادة المادة الأولية في معدل التضخم السنوي بنسبة 30، والتكاليف الأخرى للإنتاج قدرت بـ 20000 طن لسنة الأولى وأيضاً مع زيادة في التضخم ، مما دفعها إلى تصدير الإنتاج ، وبالتالي إضافة رسوم الجمركية الموائى المقدرة بـ (2 دولار لطن) والبضائع (10 دولار لطن) هذا إلى جانب تكلفة النقل الدولي من خلال عقود التصدير بالدولار والتي يتم تحويلها إلى الروبية في البنوك الاندونيسية مع توقع زيادة في أسعار النقل

### الجدول (3) : تقرير نتائج المتوقعة لـ semen اندونيسيا

5	4	3	2	1	0	سنوات المشروع
32038	25376	20106	15930	12621	10000	معدل الصرف المتوقع USD/IDR
12000 00058 1857627	120000 00058 147808	12000 00058 1166128	10000 00058 923933	8000 00058 923933		رقم المبيعات ثمن البيع (USD) ثمن البيع (IDR)
22291530	17661751	13993541	9239325	5856311		رقم الأعمال
(3941418) (685464) (865149) (4325749)	(3031860) (527280) (665499) (3327495)	(2332200) (405600) (511922) (22539612)	(145000) (260000) (328155) (1640777)	(920000) (160000) (201942) (100970)		-التكاليف المدفوعة -تكاليف أخرى للإنتاج -مصاريف الميناء -أعباء أخرى
9817774)	(7552134)	(5829334)	(3723932)	(2291650)		-مجموع تكاليف الإنتاج
12473756 %56	10109617 %57	8184207 %58	5515393 %60	3564660 %61		-الهامش علي الإنتاج نسبة الهامش
(445831) (2674984) 7592941 (1760000)	(353235) (1942792) 6053589 (1760000)	(279871) (1399354) 4744982 (1760000)	(184787) (831539) 4499067 (1760000)	(117126) (468505) 2979029 (1760000)		-رسم علي الضريبة مقابل التراخيص -مصاريف عامة وإدارية -الفائض الخام لشركة ا -الزيادة في الاهتلاكات
7592941	6053539	4744982	2739067	1219029		-نتائج الاستغلال

(197848)	(3377710)	(541221)	(541221)	(825000)	-فوائد الاقتراض لشركة CEMEX
(4794031)	(3346341)	(2199325)	(2199325)	(570494)	-الخسائر على الخدمات و القروض
(739777)	(822393)	(883590)	(928291)	(962500)	-الفوائد على القروض المحلية
4861285	1507145	1120846	(170256)	(1138965)	-نتائج قبل الضريبة 0
(558386)	(395631)	-	-	-	-الفوائد على الضريبة 30%
1302900	1111514	1120846	(170256)	(1138965)	-نتيجة الصافية
41	44	56	(11)	(90)	-نتيجة الصافية بالدولار
%6	%6	%8	%-2	%-19	-توزيعات الأرباح

### التعليق على الجدول (3) : تقرير نتائج المتوقعة لsemen اندونيسيا

يعتبر هذا الجدول من أهم القوائم المالية التي تعتمد عليها المؤسسة بشكل كبير في دراسة الجدوى المالية للمشروع الاستثماري، وذلك من خلال مقابلة الإيرادات السنوية المتوقع خلال العمر الإنتاجي المقدر للمشروع والذي يتمثل في رقم الأعمال ومختلف الإيرادات الأخرى المتعلقة بعملية الاستغلال فيتم طرح منها التكاليف التقديرية السنوية الخاصة بعملية الاستغلال طوال حياة المشروع، ومنها تكاليف الخاصة بالإنتاج، التراخيص، الإهلاكات، تكاليف الخدمات.. إلخ، فنستخرج الربح قبل الضريبة .

ورغم أن الحكومة الاندونيسية لافتراض ضرائب على سنوات الثلاثة للمشروع، إلا أنه يحقق خسائر في السنة الأولى والسنة الثانية على التوالي، وتفرض الضريبة انطلاقاً من السنة الرابع وتقدر بـ 30% حيث النتيجة الصافية في السنوات الأولى سالبة، ثم بعدها يبدأ المشروع في تحقيق الأرباح ابتداءً من السنة الثالثة، حيث النتيجة الصافية لسنوات (3،4،5) موجبة ثم بعدها يتم تحويل هذه الأرباح من الروبية إلى الدولار، يتم تحويل نسبة هوامش الأرباح إلى الشركة الأم CEMEX وكل هذا يمثل افتراضات مالية للمشروع وعلى الشركة الأم تقرير .

### -الجدول (04): الموازنة الاستثمارية من وجهة نظر محلية

5	4	3	2	1	0	سنوات المشروع
32038	25376	20106	15930	12621	10000	معدل الصرف النقدي (IDR/USD)
9352941	7813589	6504982	4499067	2979029		-الفائض الخام للاستغلال EBE
(2805882)	(2344077)	(1951495)	(1349720)	(893709)		-معدل الضريبة 30% على EBE
6547059	5469512	4553487	3149347	2085320		-القدرة على التمويل الذاتي
(626314)	(289776)	(436049)	(139028)	(240670)		-التغير في احتياج رأس المال العامل (BFR)
-	-	-	-	-	22000000	-الاستثمار الأولي
25607196	517796	4114738	3010319	184465	-	- القيمة المتبقية
					22000000	- التدفقات النقدية الصافية
					(9385220)	-القيمة الحالية (VAN)
					4,15	معدل العائد الداخلي (TIR)

**التعليق:** بعد تقدير التدفقات النقدية الداخلة والخارجة تقوم الشركة الأم بإعداد موازنة تقديرية للفرع، وتكون بوجهة نظر محلية، فهي خطوى جد مهمة لدراسة الجدوى المالية لهذا المشروع، فيتم إقتطاع الضريبة 30 % من الفائض الخام الإجمالي نتحصل على القدر على التمويل الذاتي موجب ثم نطرح منه التغير الرأس مال العامل الذي كان سالبا طوال حياة المشروع، نتحصل على صافي التدفقات النقدية، ويضم هذا الجدول قيمة الإستثمار الأولية تقدر 2200000 بروبية، والقيمة المتبقية تطرح من السنة الخامسة للمشروع، وفي نهاية الجدول يتم حساب معدل العائد الداخلي والذي يقدر ب15.4 %

والقيمة الحالية الصافية وتقدر بـ 9385220، أما الشيء الملاحظ من خلال هذا الجدول أن القيمة الحالية الصافية سالبة مما يجعلنا نستنتج أن المشروع غير مربح ، ويحقق خسائر لذلك ستقوم الشركة الام بتخلي عنه .

#### -IV معايير تقييم المشروع من وجهة نظر الشركة الأم والفرع في ظروف التأكد التام

##### 1- حساب القيمة المتبقية :

تعد القيمة المتبقية للمشروع هي القيمة الإجمالية لشركة الاسمنت بعد العام الخامس من إنشائها حيث يتم ترصيده حسب النظرية المالية، يتم حساب هذه القيمة من خلال قسمة القدرة على التمويل الذاتي لسنة الخامسة (1+سنة 0) على قيمة راس المال بالروبية لاندونيسيا ناقص السنة 0 حيث قيمة راس المال هي 092،33% وبالتالي فان :

$$\text{القيمة المتبقية} = \frac{CAFr (1+g)}{k-g} = \frac{6547059(1+g)}{0,33592} = 19489935$$

وبمقارنة معدل العائد الداخلي والذي يقدر بـ 4،15% مع قيمة راس المال المقدر بـ 092،33% ولهذا تم رفض المشروع .

**تعليق على الجدول (5) :** موازنة الاستثمارية من وجهة نظر ا لشركة الأم ل semen الاندونيسية

نلاحظ من خلال هذا الجدول انه السنوات الثلاث الأولى لا توجد أرباح لان النتيجة الصافية في السنة الأولى والثانية سالبة تم بعدها يتم تحديد التوزيعات الصافية للأرباح وذلك بعد اقتطاعات من المصدر من توزيعات الأرباح الإجمالية بعد تحقيق الأرباح في السنوات الثلاث الأخيرة للمشروع ثم تم تحويل هذه الأرباح الصافية إلى الدولار ، بعدها قاموا بحساب القيمة الصافية وهذا بخصم الاقتطاعات من المصدر من مستحقات الشركة الأم على الفرع التي تم تحويلها إلى الدولار ، ثم تم تحديد صافي الفوائد من خلا التحولات المالية المرتبطة بالقرض بعد خصم الاقتطاعات من المصدر من الفوائد الإجمالية هذا إلى جانب تحديد أقساط الاهتلاكات للقروض و التي هي نفسها القيمة الصافية وكذا تم تحديد المكافآت ، كما تم تحديد التدفقات الصافية للخزينة وذلك من خلال القيام بخصم ضريبة على القروض وكذا الخدمات على القروض .

الجدول (05): موازنة الاستثمارية من وجهة نظر الشركة الام ل semen اندونيسيا (اسمنت اندونيسيا)

5	4	3	2	1	0	سنوات المشروع
32038	25376	20106	15930	12621	1000	معدل الصرف المتوقعة
651450	555757	560423				1- التوزيع -توزيعات الأرباح الجمالية -اقتطاعات من المصدر -توزيعات الصافية للإرباح -تحويل الصافي ل USD
(97717)	(83364)	(84063)				
553732	472393	(476360)				
(3،17)	(6،18)	(7،23)				
445831	353235	279871	184787	111276		2-مستحقات المرتبطة بالتراخيص -مستحقات الشركة الأم على الفرع _ اقتطاعات من المصدر -لقيمة الصافية IDR -تحويل القيمة الصافية لدولار
(22292)	(17662)	(13994)	(9239)	(5856)		
423569	335573	265877	175547	111270		
8،197	9،179	5،163	6،148	1،135		
8،19	8،37	1،54	0،69	5،82		3-التحويلات المالية المرتبطة بالقرض -الفوائد الموقفة (USD) -اقتطاعات من المصدر -صافي الفوائد
(98،1)	(78،3)	(41،5)	(90،6)	(25،8)		
81،17	99،33	71،48	09،62	25،74		
3،17	9،179	5،163	6،148	1،135		-اهتلاكات القروض USD
3،17	6،18	7،23				-مكافآت
2،13	2،13	2،13	0،11	8،8		-ضريبة على خدمات القروض -الاستثمار الأولي
7،215	9،213	2،212	7،210	4،209	(19250)	-القيمة المتبقية للقروض -التدفقات الصافية للخزينة
08،86	7،245	1،249	8،221	8،218	5،192	

2-طريقة سعر الخصم بالنسبة للفرع والشركة الأم :

من اجل تقييم التدفقات (الإيرادات) التي تتلقاها الشركة الأم بسبب هذا المشروع ، على الشركة CEMEX بتحديد معدل التدفق الذي يعبر عن تكلفة راس المال ، مع العلم أن cemex تعتبر الدولار الأمريكي كعملة وظيفية لها في تعاملاتها .

ولهذا يتم احتساب تكلفة راس المال بالدولار

والصيغة الكلاسيكية للتكلفة الوسطية المرجح لراس المال هي :

$$K = Kc \frac{C}{V} + Kd(1 + t) \frac{D}{V}$$

ويتم حساب تكلفة الأسهم لشركة CEMEX من خلال MEDAF لشركة الام

$$Kc = rf + B_{cemex} (rm + rf) = 6\% + (13\% - 6\%) 1,5 = 16,50\%$$

يتم تمويل الاستثمار من قبل الشركة الأم مع نسبة مساوية تقريبا الدين والأسهم في الحسابات الموحدة المجموعة ، 40% من القروض و 60% من الساهم ، تكلفة القروض ل حاليا 8 %ومعدل الضريبة على الدخل 35%

و متوسط التكلفة المرجح لراس المال ل CEMEX للفرع

$$K = 16,50\% 60\% + 8\% (1 - 0,35) 40\%$$

وعادة ما تستخدم الشركة الأم التكلفة الوسطية المرجح المقدرة ب 98,11% لخصم التدفقات النقدية المتوقعة من استثماراتها من اجل التوصل إلى الربحية ومع ذلك فان مشروع اندونيسيا قد يشكل خطر في حالة عدم العثور على سوق في أمريكا الشمالية .

فقد أدركت شركة أن معدل الخصم المقدر ب 98,11% اكبر ب 3% معدل الخصم المتبع في أمريكا الشمالية ، كما قرت علاوة المخاطر ب 6 التي يتم جمعها مع خصم التدفقات النقدية باندونيسيا 6% + 98,11% = 98,17%

أخير وجدت VAN سالبة المقدرة ب-6,925 مليون ومعدل العائد الداخلي -1,84

لهذه الأسباب يتم رفض المشروع يتم رفض المشروع من وجهة نظر الشركة الأم .

### خلاصة الفصل :

إن دراسة جدوى هذا المشروع في ظروف التأكد التام وفقا لأهم الطرق المعتمد عليها ، والقيمة المتبقية بالإضافة إلى سعر الخصم والعائد الداخلي بالاستناد إلى مختلف هذه النتائج تم رفض المشروع، لعدم قدرته على تحقيق الأهداف المنشودة منه بالإضافة إلى معدلات التضخم الجد مرتفعة في اندونيسيا فهذا المشروع مرفوض وغير ناجح بكل المقاييس .

## الخاتمة العامة :

من خلال هذه الدراسة يتضح لنا انه بالرغم من الصعوبات والمخاطر التي تواجه اتخاذ قرار الاستثمار على المستوى الدولي بالنسبة للمؤسسة ، إلا انه أمر ضروري وحتمي هذا بسبب عولمة الاقتصاد العالمي و كذا القدرة على البقاء في نشاط الأعمال ومواجهة المنافسة المحلية وكذا فتح الأفق لأسواق جديدة لتصدير الفائض من منتجاتها الذي لم يباع في السوق الوطنية ، إلا أن اتخاذ قرار الاستثمار الدولي يختلف عن قرار الاستثمار المحلي خاصة من حيث التدفقات النقدية والتكاليف ودراسة الجدوى ، حيث يجب أن تقوم الشركة في الاستثمارات الدولية بتحديد التدفقات النقدية ودراسة الجدوى من وجهة نظر الشركة ، والفرع الذي تريد إنشاءه في البلد المضيف ، هذا إلى جانب الاختلافات في النظم الضريبية والسياسية بين الدول على حركة الأموال ، بالإضافة إلى مخاطر سعر الصرف التي يجب أن تقوم أيضا بأخذها بعين الاعتبار .

كما استند البحث في مقدمته إلى جملة من الفرضيات ، التي حاولنا اختيارها ضمن محتوى الدراسة ، حيث تبين مايلي .

بالنسبة للفرضية الأولى : فقد دل البحث أن لإقامة مشروع على المستوى المحلي فانه يحتاج إلى دراسة جدوى تفصيلية ، والتي تشمل الدراسة فنية وتسويقية ومالية ، مع الاعتماد على عدة معايير لتقييم المشاريع مثل فترة الاسترداد و القيمة الصافية ومعدل العائد الداخلي و غيرها معايير ، وذلك من اجل اتخاذ قرار قبول أو رفض المشروع .

أما الفرضية الثانية : فتبين صحتها من خلال محتوى الفصل الثاني ، وهذا راجع أن الاستثمار دوليا يختلف عن الاستثمار محليا ، إلا من ناحية التدفقات النقدية ومعايير التقييم للمفاضلة بين المشاريع بالرغم انه يتم استخدام كذلك القيمة الحالية الصافية ومعدل العائد الداخلي وفترة الاسترداد ولكن يتم حسابها من منظور الشركة الأم والفرع و البلد المضيف حتى تقدر على اتخاذ قرار المشروع في تنفيذ المشروع أو التخلي عنه .

و بخصوص الفرضية الثالثة: فقد اتضح أن اختيار معايير التقييم التي تتماشى مع طبيعة المشروع تساعد المؤسسة على اتخاذ القرار الصحيح وتقلل من المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها من جراء الخطأ في اتخاذ قرار سواء كان ذلك محليا أو دوليا.

وبالاستناد إلى ما تم التطرق إليه من خلال مضمون بحثنا هذا ،نصل إلى بعض النتائج والتي يمكن إجمالها فيما يلي.

-من اجل إفساح المجال أمام المؤسسة لتدويل يجب أن تكون لديها إمكانيات مادية وبشرية وكفاءة عالية في التقنيات و مع جودة المنتجات لتتمكن من دخول الأسواق العالمية ومواجهة المنافسة الشديدة الموجودة .

-إن اتخاذ قرار الاستثمار على المستوى الدولي يتطلب دراسة معمقة سواء من حيث تدفقات النقدية أو معايير التقييم أو المخاطر المتعلقة بمعدلات الصرف والتضخم وكذا السياسية والضريبية وغيرها من المخاطر .

-إن الوعي الذي تولد لدى المؤسسات بضرورة العمل دوليا ، والبحث عن سبل جديدة لضمان بقائها وتنويع مصادر التمويل فيها ومصادر الدخل كان نتيجة لتغيير نظرتها حول الاستثمار في الخارج من التردد والخوف إلى مأل واقعي وإلزامي عليها لمواجهة المنافسة .

أما التوصيات التي يمكن تقديمها :

يجب على الشركة أن تقوم بتخصيص موارد محددة بين الفرص المتنافسة المعروضة( المشاريع) في عملية إعداد الموازنة ، إذ يتطلب اتخاذ قرار الاستثمار دوليا تخصيص قدر كافي من راس المال وكذا العمل على تقدير قيمة المشروع ، الذي يعتمد على الحجم والتوقيت والتنبؤ بتحقيق تدفقات نقدية في المستقبل .

وضع استراتيجيات لإدارة المخاطر خاصة المخاطر المالية التي تعترضها التي تتخلص منها باستخدام الأدوات المالية المتداولة ( تغير في أسعار السلع الأساسية ، سعر الفائدة ، سعر الصرف العملات الأجنبية).

## قائمة المصادر و المراجع :

### 1- قائمة المراجع باللغة العربية :

- الكتب:

1. أحمد بديع بلمح، الاقتصاد الدولي، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1991.
2. أحمد رضا عبد الله، تخطيط المشروعات الاستثمارية ودراسة الجدوى الاقتصادية، المكتبة المصرية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2003.
3. أحمد فريد مصطفى، دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2009.
4. أحمد مرسي أحد الخواص، الجوانب الإدارية لدراسة الجدوى للمشروعات الاستثمارية، المكتب العربية الحديث، مصر، 1990.
5. اشقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الاستثمارية، دار الميسرة، الأردن، 2009.
6. أميرة حسب الله محمد، محددات الإستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر، الدار الجامعة، الإسكندرية، لمباشرة وغير المباشر، 2003.
7. جهاد فراس الطبلوني، دراسة الجدوى الاقتصادية للمشاريع، دار كنوز للمعرفة العلمية، عمان، 2011.
8. حسن الدجي وآخرون، تحليل وتقييم المشاريع، الشركة العربية المتحدة للتسويق وتوريدات، القدس، فلسطين، 2009.
9. دير كمال آل شيب، المقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار الميسرة، عمان، 2009.
10. زاهر محمد دبيري، إدارة الأعمال الدولية، دار الثقافة، الأردن، 2011.
11. زكريا مطلق الدوري، أحمد علي صالح، إدارة الأعمال الدولية من منظور سلوكي وإستراتيجي، دار البازوري، الأردن، 2009.
12. سعود جايد العامري، الإدارة المالية في الشركات متعددة الجنسيات، دار المنهاج، عمان، 2007.
13. سعود جايد مشكور العامري، المالية الدولية (نظري\_تطبيق)، دار الزهران، عمان، 2008.
14. سعيد النجار، آفاق الإستثمار في الوطن العربي، إتحاد المصارف العربية، القاهرة، 1990.
15. سعيد عبد العزيز عثمان، دراسة المشروعات بين النظري والتطبيق، الدار الجامعة الإسكندرية، 2006.
16. سمير عبد العزيز، الجدوى الاقتصادية لمشروعات حيث النظري والتطبيق، دار الجامعة، الإسكندرية، 2006.

17. سمير محمد عبد العزيز ، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، دار الإشعاع، مصر، 1997 .
18. طلال كداوي ،تقييم القرارات الاستثمارية ،دار البازوري ،الأردن، 2008.
19. عبد السلام أبو قحف ، إدارة الأعمال الدولية، الدار الجامعة ، الإسكندرية ، 2006.
20. عبد السلام أبو قحف،اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي،دار الجامعة الجديد،الإسكندرية، 2002.
21. عبد السلام أبو قحف ، الأشكال وسياسات المختلفة للاستثمارات الأجنبية ، مؤسسة شباب الجامعة ،مصر ، 2003.
22. عبد السلام أبو قحف ، مقدمة في إدارة الأعمال الدولية، مكتبة ومطبعة الشعاع الفنية،الإسكندرية، 1998.
23. عبد السلام أبو قحف، نظرية التدويل و جدوى الاستثمارات الأجنبية،مؤسسة شباب الجامعة،مصر، 1998.
24. عبد العزيز مصطفى عبد الكريم،دراسة جدوى وتقييم المشاريع،دار حماد،مصر، 2004.
25. عبد الغافر حنفي،تقييم الأداء المالي ودراسة الجدوى،الدار الجامعة،الإسكندرية،مصر، 2009.
26. عبد الكريم يعقوب،دراسات جدوى المشروع،دار أسامة،عمان،الأردن، 2009.
27. عبد المطلب عبد الحميد،دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرار الاستثماري،دار الجامعة،الإسكندرية، 2003.
28. عقيل جاسم عبد الله ، تقييم المشروعات إطار نظري تطبيقي ، الطبعة الثانية،دار جد للنشر، عمان ، 2009.
29. علي إبراهيم الخضر،إدارة الأعمال الدولية،دار رسلان،سوريا، 2008 .
30. عمر صقر، العولمة وقضايا معاصرة،الدار الجامعة،مصر، 2000.
31. عمر عباس،الإدارة المالية،دار مكتبة الرائد العلمية عمان،الأردن، 2009.
32. قادري عبد العزيز،الاستثمارات الدولية،دار هومة،الجزائر، 2004.
33. قاسم نايف علوان،إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق،دار الثقافة،عمان، 2009.
34. قطب سانو،الإستثمار و أحكامه و ضوابطه في الفقه الإسلامي،دار التفسير،الأردن، 2006.
35. كاضم جاسم العساوي،دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات،دار المنهاج،عمان، 2001.
36. ماجد أحمد عطا الله،إدارة الاستثمار،دار أسامة للنشر وتوزيع ،الأردن، 2000.
37. محمد دياب،دراسات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية للمشاريع،دار المتصل اللبناني،لبنان، 2006.

38. محمد مطر، إدارة الاستثمار الإطار النظري والتطبيقات العملية، مؤسسة الورق الأردن، 1999.

39. مصطفى كمال، وعبد الغني حامد ، إدارة الأعمال الدولية ، مؤسسة الورد الشؤون الجامعية، البحرين ، 2006.

40. منيرة إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، دار الإشعاع، مصر، 2001.

41. نزية عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الوضعي و الاقتصاد الإسلامي، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.

42. نور الدين حبابة، الإدارة المالية، دار النهضة، بيروت، لبنان، 2006.

#### - الأطروحات والرسائل الجامعية:

43. جودي سعاد، خالد عفاف، تقييم المشاريع الإستثمارية ودوره في تحسين الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة لنيل شهادة ماستر، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والتجارة، تخصص مالية، جامعة قلمة، 2012/2011.

44. دباش نبيل، دراسة الجدوى الاقتصادية، وتقييم المشاريع الاستثمارية ، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارة وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2005/2004.

45. كمال مرداوي ، الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول المتخلفة، حالة الجزائر، أطروحة الدكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم التسيير، جامعة الجزائر 2001 .

#### - التقارير :

46. مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار، تجارب دولية لتحسين المناخ الاستثماري، تقرير مجلس الوزراء ، مصر، أكتوبر، 2004.

47. الأوكناد ، تقرير الإستثمار العالمي، الأمم المتحدة، جنيف ، نيويورك، 1998.

48. المؤسسة العربية لضمان الإستثمار، تقرير مقارن عن التشريعات تشجيع الإستثمار في الدول العربية وما يقابلها في بعض الدول الأخرى، الكويت، 2002.

49. إيلي جاد وآخرون، دراسة تدويل الشركات المصرية، مركز المعلومات ودعم إتخاذ القرار، الإدارة العامة للدراسات التنموية، مصر، 2008.

#### - قائمة المراجع باللغة الفرنسية:

50. dost peyrarde .Gestion finance international.5 edition. Paris .1999.

51. Henriade Bodinate , Gestion finance international, 2<sup>ème</sup> ed , runod, Paris , 1980.

3- المواقع الإلكترونية :

52- <http://ar.wikipedia.org/wiki>

53- [www.Kantakji.com/figh/files/finance/](http://www.Kantakji.com/figh/files/finance/)

54-[www.vernimment.net/ftp/cmcpaysemergents](http://www.vernimment.net/ftp/cmcpaysemergents).

## فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
24	التدفقات النقدية للمشروع	01
28	الهيكل التمويلي للمشروع	02
28	الإلتزامات المالية	03
29	جدول الإحلال السنوي ينطوي على حساب مخصص الإهلاك	04
36	التدفقات النقدية الخارجة للمشروع في الخارج	05
36	التدفقات النقدية الداخلة للمشروع في الخارج	06

الصفحة	فهرس المحتويات
	فهرس الجداول
	فهرس الأشكال
	المقدمة العامة
	المقدمة العامة.....
الفصل الأول: الإطار النظري التقليدي لمفاهيم الإستثمار والقرار الإستثماري	
	تمهيد.....
	المبحث الأول: ماهية الإستثمار والقرار الإستثماري.....
	المطلب الأول: ماهية الإستثمار.....
	المطلب الثاني: مفهوم القرار الإستثماري وخصائصه.....
	المطلب الثالث: أنواع القرار الإستثماري.....
	المبحث الثاني: دراسات الجدوى الاقتصادية.....
	المطلب الأول: مفهوم دراسة الجدوى، أهدافها وأهميتها.....
	المطلب الثاني: دراسة الجدوى التسويقية والفنية.....
	المطلب الثالث: دراسة الجدوى المالية.....
	المبحث الثالث: تقييم المشاريع في ظل ظروف التأكد وظروف عدم التأكد ....
	المطلب الأول: التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية في ظروف التأكد.....
	المطلب الثاني: التقييم المالي للمشاريع في ظل ظروف عدم التأكد.....

	المطلب الثالث: صعوبات اتخاذ القرار الإستثماري.....
	خلاصة الفصل.....
	الفصل الثاني: قرارات الإستثمار في الخارج بالنسبة للمؤسسة .....
	تمهيد.....
	الأول: طبيعة التدويل والإستثمار الدولي.....
	المطلب الأول: تدويل الشركات.....
	المطلب الثاني: أشكال المؤسسات الدولية.....
	المطلب الثالث: مخاطر التدويل.....
	المبحث الثاني: آليات اتخاذ القرار الإستثماري الدولي.....
	المطلب الأول: المركزية واللامركزية في اتخاذ القرار.....
	المطلب الثاني: تقييم التدفقات النقدية للقرار الإستثماري.....
	المطلب الثالث: تحديد معدل الخصم على مستوى دولي.....
	المبحث الثالث: معايير دراسة الجدوى المالية للمشاريع الإستثمارية الدولية
	المطلب الأول: معيار فترة الاسترداد .....
	المطلب الثاني: معدل الربحية المحاسبية ومعدل العائد الداخلي.....
	المطلب الثالث: صافي القيمة الحالية.....
	خلاصة الفصل.....
	الفصل الثالث: دراسة حالة cemex المكسيكية.....

	تمهيد.....
	I. نشأة و التطور التاريخي لشركة الأم cemex.....
	II. توسع cemex في أندونيسيا.....
	III. المتغيرات المتعلقة بالمشروع.....
	IV. معايير تقييم المشروع من وجهة نظر الشركة الأم والفرع في ظرف التأكد التام....
	خلاصة الفصل.....
	الخاتمة العامة.....
	قائمة المراجع.....

## فهرس المحتويات

## الملخص :

تشهد بيئة الأعمال الدولية تحولات كبيرة وغير مسبوقه ، التي تعتبر وليدة ظاهرة العولمة وثورة المعلومات والاتصالات التي جعلت العلم قرية صغيرة ، أزيلت فيها معظم الحواجز أمام انتقال رؤوس الأموال واليد العاملة والسلع والخدمات . وهذا الإطار اشتدت المنافسة بين المؤسسات دوليا ،لذا أصبح لزاما على المؤسسات المحلية الخروج من السوق الوطنية إلى السوق العالمية ، وعمل على إزالة العراقيل والصعوبات التي تعيق طريقها وتمنع تدويلها .

حيث يعتبر اتخاذ قرار الاستثمار دوليا بالنسبة لأية مؤسسة بمثابة القاطرة التي تجر ورائها نمو وتوسع استثماراتها في مختلف أقاليم العالم مختلفة، وذلك من خلال العمل على اختيار المناطق التي ترتفع فيها معدلات الربحية بالإضافة إلى تنويع وتغيير نشاطها ومراكز إنتاجها بما يتلاءم وتحقيق أهدافها المرجوة ، معتمدة في اتخاذ هذا القرار على التعديلات التي طرأت على النظرية التقليدية وطرق تقييم المشاريع لتناسب مع المشاريع الاستثمارية في الخارج .

## Résumé :

L'environnement des affaires international est en changements significatifs et sans précédent , ce qui est les résultat de la mondialisation de l'information et de la révolution de la communication qui a fait du monde un petit village, supprimé la plupart des obstacles au mouvement des capitaux, du travail , des biens et des services dans ce contexte , la concurrence accrue entre les institutions au niveau international , il est devenu impératif pour les institutions locales en dehors du marché national au marché global , pour éliminer les obstacles et les difficultés et les obstacles qui entravent leur chemin et éviter son internationalisation .

Où se décider à investir au niveau international pour une institution comme une locomotive qui a effectué derrière la croissance et l'expansion des ses investissements dans diverses régions du monde différentes et maximiser les profits, et que en travaillant sur la sélection des zones à fort taux de rentabilité ainsi que de diversifier et de modifier l'activité sortie des centres pour répondre à réaliser Anahid souhaité , a soutenue apportés à la théorie et méthodes d'évaluation traditionnel pour réponde des projets d'investissement à l'étranger .