

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة 08 ماي 1945 قالمة  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر  
فرع علوم مالية  
تخصص مالية المؤسسات

الموضوع:

إتخاذ القرار المالي والتمويلي للمشاريع الإستثمارية في ظل مؤسسة  
إقتصادية .

دراسة حالة- مؤسسة عمر بن عمر- الفجوج

تحت إشراف

الأستاذة : بولخروف حياة

من إعداد الطلبة

- سعدان ابتسام

- عريبي سهام

السنة الجامعية: 2012-2013

# شكر

تتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى أستاذتنا المحترمة " بونحروف حياة " التي ساعدتنا بأكثر من طاقتها في إنجاز هذا العمل المتواضع ، ولعل شكرنا هذا و عرفانا منا بجميلها لن يأتيها حقها من التعب والجهد وكذا النصح والإرشاد الذي قدمته لنا بكل تواضع منها وتقدير .  
كما نتقدم بالشكر الجزيل للجنة المشرفة على قبولها مناقشة هذا البحث

شكراً .

## قائمة المحتويات

الشكر

قائمة المحتويات

قائمة الأشكال والجداول

مقدمة عامة ..... أ،ب،ج

الفصل الأول : مدخل مفاهيمي للقرار والمشاريع الإستثمارية

تمهيد. .... 02

المبحث الأول: القرار واتخاذ القرار المالي. .... 03

المطلب الأول: ماهية القرار. .... 03

أولاً: تعريف القرار. .... 03

ثانياً: خصائص وشروط القرار. .... 03

ثالثاً: أنواع القرارات. .... 05

المطلب الثاني: الإطار المفاهيمي لاتخاذ القرار. .... 06

أولاً: مفهوم اتخاذ القرار ومراحله. .... 06

ثانياً: ظروف اتخاذ القرار والعوامل المؤثرة فيه. .... 09

المطلب الثالث: القرارات المالية. .... 12

أولاً: قرارات الاستثمار. .... 12

ثانياً: قرار التمويل. .... 13

المبحث الثاني: ماهية المشاريع الاستثمارية. .... 13

المطلب الأول: تعريف المشروع الاستثماري. .... 13

أولاً: تعريف الاستثمار. .... 13

ثانياً: تعريف المشروع الاستثماري. .... 13

المطلب الثاني: خصائص المشاريع الاستثمارية. .... 14

المطلب الثالث: أنواع المشاريع الاستثمارية وأهدافها. .... 15

أولاً: أنواع المشاريع الاستثمارية. .... 15

ثانياً: أهداف المشاريع الاستثمارية. .... 16

المبحث الثالث: ما هي دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية. .... 18

المطلب الأول: مفهوم وأهمية دراسة الجدوى. .... 18

أولاً: مفهوم دراسة الجدوى. .... 18

ثانياً: أهمية دراسة الجدوى. .... 18

المطلب الثاني: خصائص وتصنيفات دراسة الجدوى ..... 19

19	أولاً: خصائص دراسة الجدوى.....
19	ثانياً : تصنيفات دراسة الجدوى.....
20	المطلب الثالث:مراحل دراسة الجدوى.....
20	أولاً : دراسة الجدوى المبدئية.....
20	ثانياً : دراسة الجدوى التفصيلية .
23	خلاصة.....
<b>الفصل الثاني : الدراسة المالية والتمويلية للمشاريع الإستثمارية</b>	
25	تمهيد .....
26	المبحث الأول :مدخل إلى القرار التمويلي .....
26	المطلب الأول: الإطار النظري العام للتمويل.....
26	أولاً: تعريف التمويل وأهميته.....
27	ثانياً : أشكال التمويل وخطواته.....
29	ثالثاً: القيود المتحكمة في التمويل ومخاطره.....
32	المطلب الثاني : ماهية القرار التمويلي .
32	أولاً: تعريف قرار التمويل.....
33	ثانياً: العوامل المؤثرة في قرار التمويل.....
33	المطلب الثالث: المعلومات الملائمة لقرار التمويل.....
33	أولاً : في حالة التمويل الخارجي .....
34	ثانياً : حالة التمويل الداخلي للملاك .....
34	المبحث الثاني: مصادر التمويل ومعايير اتخاذه.....
34	المطلب الأول: مصادر التمويل المتاحة.....
34	أولاً: مصادر التمويل الداخلية ( التمويل الذاتي) .....
38	ثانياً : مصادر التمويل الخارجية.....
46	المطلب الثاني: معايير اختيار مصادر التمويل.....
46	أولاً : معايير المردودية المالية .....
46	ثانياً : معيار الرافعة المالية .....
47	ثالثاً: معيار التكلفة .
51	المبحث الثالث: القرار الاستثماري وطرق تقييم المشاريع الاستثمارية.....
51	المطلب الأول: ماهية القرار الاستثماري .
51	أولاً:تعريف القرار الاستثماري.....
52	ثانياً: أهمية القرارات الاستثمارية.....
53	ثالثاً: أنواع القرارات الاستثمارية.....

54.....	المطلب الثاني: تقييم المشاريع الاستثمارية.
54.....	أولاً: معايير التقييم في ظروف التأكد.
62.....	ثانياً: معايير تقييم المشاريع الاستثمارية في ظل عدم التأكد.
68.....	خلاصة
	الفصل التطبيقي: دراسة حالة -مؤسسة عمر بن عمر-
70.....	تمهيد
71.....	المبحث الأول: تعريف بالمؤسسة والمشروع الإستثماري.
71.....	المطلب الأول: نبذة تاريخية عن المؤسسة وتعريفها.
71.....	أولاً: نبذة تاريخية عن المؤسسة.
71.....	ثانياً: التعريف بمؤسسة عمر بن عمر.
72.....	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي للمؤسسة وأهدافها
72.....	أولاً: الهيكل التنظيمي.
73.....	ثانياً: مهام مختلف المصالح.
74.....	ثالثاً: أهداف المؤسسة.
75.....	المطلب الثالث: التعريف بالمشروع
75.....	المبحث الثاني: الدراسة التمويلية للمشروع الاستثماري
75.....	المطلب الأول: مصادر تمويل المشروع.
76.....	أولاً: مصادر التمويل.
76.....	ثانياً: معدل تكلفة الأموال المقترضة
77.....	المطلب الثاني: نسب الهيكل المالي.
77.....	المطلب الثالث: نسب المردودية.
78.....	المبحث الثالث: تقييم ربحية المشروع
78.....	المطلب الأول: معيار فترة الاسترداد ومعدل العائد المحاسبي.
79.....	المطلب الثاني: معيار صافي القيمة الحالية ومؤشر الربحية
79.....	المطلب الثالث: معدل العائد الداخلي
81.....	خلاصة
83.....	خاتمة عامة

قائمة المراجع

الملاحق

# قائمة الأشكال والمجداول

## فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
09	مراحل وخطوات اتخاذ القرار	1
22	دراسة جدوى المشروع الاستثماري	2
65	شجرة القرارات	3
72	الميكمل التنظيمي لمؤسسة عمر بن عمر	4

## فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
62	مصفوفة القرار	1
75	الميزانية المختصرة	2
76	مصادر تمويل المشروع المقترح .	3
76	حركة خدمة الدين	4



# مقدمة

## المقدمة العامة :

إن تسارع الأحداث والتطورات الإقتصادية والوتائر العالية للتقدم التقني والتحديات الراهنة التي تفرضها العولمة الإقتصادية واقتصاد السوق من امتداده المحلي إلى العالمي واشتداد المنافسة الداخلية والخارجية تفرض على المؤسسة الإقتصادية محيطا دائما الحركة ، يقتضي منه التكيف المستمر و التفاعل مع التغيرات وإتخاذ القرارات المناسبة في أوقاتها لذلك فإن المؤسسة تجد نفسها على الدوام أمام عدد من الخيارات التي تقتضي اختيار قرارات متعددة الاتجاهات منها ما يتعلق بالحاضر ومنها ما يتعلق بالمستقبل.

كما تعتبر عملية إتخاذ القرار المحور الرئيسي للنشاط البشري ، ويرجع ذلك إلى سيطرتها على كافة وظائف المؤسسة مهما كانت طبيعة نشاطها ومهما اختلف مستواها التنظيمي ، وتنبع أهمية هذه العملية أيضا من ارتباطها المباشر في صناعة أهداف المنظمة ، وحتى تحافظ هذه المؤسسة على إستمراريتها وبقائها في موقع تنافسي جيد في بيئة المنشآت الأخرى لابد لها من توفير التمويل اللازم لأنه يعمل على توفير الأموال اللازمة لها من أجل مواصلة نشاطها وإتخاذ القرارات المالية المناسبة .

إذ يحتل الإستثمار أهمية كبيرة في كونه يحقق التنمية و الاستقرار الإقتصادي وكذا تنمية الثروات المتاحة من أجل إشباع الحاجيات المختلفة ، حيث ينصب اهتمام متخذي القرارات الإستثمارية على كيفية توظيف الأموال المتاحة بهدف الحصول على العوائد الملائمة لمستوى المخاطرة التي تتعرض لها هذا الأموال عند توظيفها من خلال أحد البدائل المتاحة الملائمة وتحقيق أهداف المستثمر بالإعتماد على معلومات وتحليلات لمختلف العوامل لكل بديل .

## إشكالية البحث:

بما أن المؤسسة الإقتصادية الجزائرية كغيرها من المؤسسات تولى اهتمام كبير لمثل هذه المواضيع خاصة إذا نظرنا إلى واقع هذه المؤسسات وما تواجهه من تحديات على المستويين المحلي والدولي ، لهذا جاء هذا البحث للإجابة على التساؤل التالي : " إلى أي مدى ساهمت معايير التقييم في إتخاذ القرار الإستثماري ؟ وما هي أنجع الطرق التمويلية ؟

على ضوء هذه الإشكالية يمكن طرح التساؤلات التالية :

- ما المقصود بالقرار المالي ؟ وكيف يتم أخذه في المؤسسة ؟ .
- ما هي المشاريع الإستثمارية ؟ وما هي الأساليب والمعايير المتبعة في تقييمها ؟
- ما ذا يقصد بدراسة الجدوى ؟ وما هي مراحلها ؟
- ما هي مصادر التمويل المتاحة في المؤسسة الإقتصادية ؟ وما هي أنجع الطرق ؟

## فرضيات البحث:

- محاولة الإجابة على هذه التساؤلات المطروحة يمكن صياغة الفرضيات التالية:
- المشروع الإستثماري هو استخدام أموال حالية من اجل الحصول على عوائد إضافية متوقعة في المستقبل .
- تعتبر دراسة الجدوى لأي مشروع بمثابة تقرير وصفي لعناصر المشروع ، بما يمكنهم من أخذ القرار الإستثماري للمشروع .
- التمويل هو الإمداد بالأموال للمؤسسة في أوقات الحاجة إليها .

## أسباب واختيار الموضوع :

- إن الدوافع وراء اختيار هذا الموضوع يرجع إلى:
- المساهمة ولو بقسط متواضع في إثراء المكتبة الجامعية.
- الارتباط القوي بين الموضوع والتخصص العلمي .
- الرغبة في معرفة ودراية أكبر للموضوع .

## أهداف البحث:

- إعطاء نظرة واضحة حول الطرق العلمية المستخدمة في تقييم الإستثمارات .
- التطرق إلى مختلف مصادر التمويل وتوضيح أسس المفاضلة بينها .
- تسليط الضوء على أهمية الدور الذي تلعبه المشروعات في تحقيق التنمية المتوازنة .
- إعطاء تجربة ولو بسيطة في اتخاذ القرار المالي للمشاريع الإستثمارية .

## صعوبات البحث:

- لقد واجهتنا بعض الصعوبات في اتمام هذا البحث من بينها مايلي :
- صعوبة الحصول على الموافقة من طرف المؤسسات في إجراء الدراسة التطبيقية.
- صعوبة الحصول على بعض المعلومات المهمة من المؤسسة باعتبارها سرية ولا يجوز الإفصاح عنها للمتربصين.

## منهجية البحث:

- إن طبيعة البحث اقتضت منا الإعتماد على المنهج الوصفي التحليلي للإلمام بالموضوع من كل جوانبه النظرية كحتمية أملتتها علينا أهمية الموضوع ، وعلى المنهج التحليلي في الجانب التطبيقي .

## محتوى البحث:

- للإجابة على الإشكالية المطروحة وكذا اختبار صحة فرضيات موضوع البحث ، مما اقتضى منا تناول الموضوع في ثلاثة فصول ، في كل مرة نحاول قدر الإمكان التركيز على أهم النقاط .

الفصل الأول تحت عنوان " مدخل مفاهيمي للقرار والمشاريع الإستثمارية " ، سيخصص المبحث الأول للقرار وإتخاذ القرار المالي أما المبحث الثاني فسيكون لعرض ما هية المشاريع الإستثمارية ، والمبحث الثالث لدراسة جدوى المشاريع الإستثمارية.

الفصل الثاني تحت عنوان " الدراسة المالية و التمويلية للمشاريع الإستثمارية " نتطرق في المبحث الأول إلى مدخل للقرار التمويلي ونعرج في المبحث الثاني على مصادر التمويل ومعايير إتخاذها أما المبحث الثالث فنجد القرار الإستثماري وطرق تقييم المشاريع الإستثمارية .

الفصل الثالث تحت عنوان " دراسة حالة مؤسسة عمر بن عمر " ، سيخصص المبحث الأول قدمنا التعريف بالمؤسسة والمشروع الإستثماري المدروس ، ثم نتطرق في المبحث الثاني إلى الدراسة التمويلية للمؤسسة وفي المبحث الثالث نجد تقييم ربحية المشروع .

# الفصل الأول:

مدخل مفاهيمي للقرارات والمشاريع الإستراتيجية

## تمهيد:

إن اتخاذ القرار من أهم المواضيع التي حظيت باهتمام متزايد من قبل الدارسين ، مما أسفر عن ظهور مجموع كبيرة من الدراسات ، حيث أن هذه القرارات تهدف الى تمويل المشاريع الإستثمارية مع تحقيق أقصى الأرباح وبالتالي تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة ، ولا يتأتى ذلك إلا بعد القيام بدراسة الجدوى الإستثمارية وتنفيذها بدقة وفق أساليب وأسس صحيحة ، ولقد قسمنا فصلنا هذا الى ثلاث مباحث وهي كالتالي :

- المبحث الأول : القرار وإتخاذ القرار المالي .
- المبحث الثاني : ماهية المشاريع الإستثمارية .
- المبحث الثالث : دراسة جدوى المشاريع الإستثمارية .

## المبحث الأول: القرار واتخاذ القرار المالي.

يرى العديد من كتاب الإدارة والممارسين أن اتخاذ القرارات يعد جوهر العملية الإدارية باعتبار أن الإدارة في الممارسة والتطبيق ماهي إلا تصرف واتخاذ القرارات وتفكير ابتكاري يستهدف تنمية القرار المناسب لمواجهة موقف معين .

## المطلب الأول: ماهية القرار :

أولاً : تعريف القرار.

1- لغة : قرر بمعنى سكن وأطمأن ، وقرر الأمر و مضى عنه وأمضاه ، وتقرر الأمر أي ثبت وأستقر القرار ما انتهى إليه الأمر. (1)

2- اصطلاحاً : لقد اختلفت تعاريف القرار باختلاف الكتاب والمفكرين وذلك

حسب اتجاهاتهم الفكرية وآرائهم ، فمنهم من عرفه « على أنه نشاط إنساني مركب يبدأ بالشعور بالشك وعدم التأكد من جانب متخذ القرار حوله ما يجب عمله حيال مشكلة ما ، وينتهي باختيار أحد الحلول التي يتوقع أن تزيل حالة الشك وعدم التأكد أي أن القرار هو اختيار بين بدائل مختلفة». (2)

كما يعرفه هربر سايمون بأنه : «اختيار بديل من البدائل لإيجاد الحل المناسب لمشكلة جديدة ناتجة عن عالم متغير وتمثل جوهر النشاط التنفيذي في الأعمال». (3)

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن القرار هو الاختيار بين بدائل مطروحة بقصد تحقيق هدف معين أو عدة أهداف معينة .

ثانياً: خصائص وشروط القرار

## 1- خصائص القرار :

على الرغم من انه يمكن اكتساب الكثير من المهارات عن طريق التعلم إلا انه ليس من السهل تعلم القدرة على اتخاذ القرارات الصائبة وان متخذ القرار ملزم بالاجتهاد من ناحية اتخاذ القرار ، ولو ترتب على ذلك بعض الأخطاء ، فعدم اتخاذ القرار هو أسوأ الأخطاء كلها وكذلك الاجتهاد بكل ما يمتلكه للتوصل الى القرار السليم ، وإذا لم يكن بين البدائل المطروحة حل مناسب قاطع فالواجب اختيار أقلها ضرراً أو ذا ما تبين بعد ذلك خطأ في القرار كان الأجر مرة واحدة وفي حال الصواب كان للمجتهد أجران ، إن اتخاذ القرار هو عملية متحركة على المرء أن يراقب ويتابع نتائج قراراته ليعود لها عند الحاجة وبالكمية المطلوبة .

(1) محمد حافظ حجازي، دعم القرارات في المنظمات، دار الوفاء، مصر، 2006، ص.105.

(2) منى عطية حزام خليل، الإدارة واتخاذ القرار في عصر المعلوماتية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2009، ص. 90.

(3) حامد الشمري، مؤيد الفضل، الأساليب الإحصائية في اتخاذ القرار، دار المجدلاوي، الأردن، 2005، ص.22.

إن الهدف الأساسي الذي تسعى المؤسسات إلى تحقيقه من خلال العمليات الإدارية المختلفة وهو الوصول الى اتخاذ قرار مناسب لتطوير المؤسسة أو الى حل مشكلة ما تواجهها المؤسسة لذا يجب على متخذ القرار الأخذ في الاعتبار بالمشكلات التي قد تواجهه وتحليلها والعمل على تجنبها أو حلها ، ومن خلال هذا نستنتج أن القرار يتميز بمجموعة من الخصائص تتمثل فيما يلي:<sup>(1)</sup>

- القرار نتاج عملية منهجية عقلانية بعيدة عن العواطف.
  - القرار يصدر بهدف حل مشكلة معينة ويسعى لتحقيق ذلك.
  - القرار الأنسب هو الذي يتم اختياره من بين عدة بدائل.
  - مراعاة البيئة الداخلية للمنظمة والبيئة الخارجية المتمثلة في قوى الضغط والعوامل الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والثقافية والتكنولوجية .
  - الحرص على مشاركة العاملين اللذين سيتأثرون بالقرار.
  - الاستفادة من الأساليب والتقنيات الإدارية الحديثة في عملية اتخاذ القرار من خلال حوسبة المعلومات الإدارية .
  - مراعاة شرعية القرار.
  - تحديد الوقت المناسب لاتخاذ القرار وتنفيذه .
- وهناك مجموعة من الباحثين يقومون بإضافة الخصائص التالية:<sup>(2)</sup>
- القرار عمل قانوني نهائي صادر من صاحب الاختصاص بإرادته وبدون تعقيب.
  - إن اتخاذ القرار يبني على الدراسة والتفكير الموضوعي .
  - إن عدم اتخاذ القرار يعتبر قرارا في حد ذاته.

## 2- شروط القرار :

تتطلب القرارات توفر عدة شروط أساسية حتى تخلو من كل عيب أو ريب، وتتمثل هذه الشروط فيما يلي:<sup>(3)</sup>

1-2-الاختصاص: ويعني أن يصدر القرار الإداري ممن يملك الاختصاصات اللازمة لإصداره من أعضاء الإدارة في المنظمات العامة و للاختصاص عدة أنواع وهي:

- الاختصاص المكاني: أي يصدر القرار داخل النطاق المكاني لصاحب الاختصاص.
- الاختصاص الزمني: أي يصدر القرار في وقت شغل صاحب الاختصاص.
- الاختصاص لمنصبه: ولا يصلح القرار قبل أو بعد وجوده في المنصب الإداري.

<sup>(1)</sup> رجي مصطفى عليان ، أسس الإدارة المعاصرة ، دار الصفاء ، الأردن ، 2007 ، ص-ص 69-70.

<sup>(2)</sup> محمد حافظ حجازي ، مرجع سبق ذكره ، ص.113.

<sup>(3)</sup> نفسه، ص-ص 113-115.



• الاختصاص الموضوعي : أي يصدر القرار في نطاق الاختصاصات ولا تتجاوز الى نطاقات أخرى.

2-2- الشكل: ويتمثل في المظهر الخارجي للقرار الإداري والإجراءات السابقة على اتخاذه كأن يشترط أن يكون القرار مكتوبا وعلى هيئة وصورة معينة وأن يتوخى خطوات محددة من قبل إصداره . والشكل بهذا المعنى يمثل حماية وصيانة للأفراد والمتعاملين مع القرار ، حتى لا تتسرع جهة الإدارة وتتخذ قرارات سريعة وغير مدروسة .

2-3- السبب: يعرف بأنه الحالة الواقعية، أو الظروف المادية المبررة لاتخاذ القرار الإداري.

2-4- المحل: يقصد بالمحل الآثار القانونية التي يحدثها القرار.

2-5- الغاية: تستهدف كل القرارات الإدارية، وتحقيق المصلحة العامة للمنظمة وكل العاملين بها.

ثالثا : أنواع القرارات.

هناك تصنيفات عديدة للقرارات منها: (1)

1-التصنيف وفقا للوظائف الأساسية للمؤسسة :

يمكن تصنيف القرارات وفقا لهذا المعيار الى الأنواع التالية :

1-1-قرارات تتعلق بالعنصر البشري: وتتضمن القرارات التي تتناول مصادر الحصول على الموظفين وطرق الاختيار والتعيين وكيفية التدريب للعاملين وأسس الوظائف وعلاقة المؤسسة بالنقابات والمؤسسات ذات العلاقة بالعنصر البشري...الخ.

1-2-قرارات تتعلق بالوظائف الإدارية : القرارات الخاصة بالأهداف المراد تحقيقها والإجراءات الواجب إتباعها من السياسات ، برامج العمل ، قواعد اختيار المديرين وتدريبهم وترقيتهم ، أساليب التحفيز ، أساليب الاتصال .

1-3-قرارات تتعلق بالإنتاج: تتضمن القرارات الخاصة باختيار الموقع للمصنع، أنواع الآلات المستخدمة، تصميم المصنع الداخلي وطريقة الإنتاج ومصادر الحصول على المواد الخام والتخزين وحجمه...الخ.

1-4-قرارات تتعلق بالتسويق: تشمل القرارات الخاصة بنوعية السلعة التي سيتم بيعها ، أوصافها ، الأسواق التي سيتم التعامل معها ، وسائل النقل والتخزين للمنتجات وخدمات البيع...الخ.

2-التصنيف وفقا لأهميتها:

وقد صنف إلى ثلاث أنواع وهي :

2-1-القرارات الإستراتيجية : تتخذها الإدارة العليا للمؤسسة ، حيث أن هذه القرارات تغطي مدى زمني طويل مثل قرارات البحوث والتطوير ، قرارات التوسع ، قرارات المنتج الجديد.

(1) عبد الغفار حنفي عبد السلام أبو قحف ، التنظيم وإدارة الأعمال ، مطبعة الانتصار ، مصر ، 1999 ، ص-ص.142-143.

- 2-2-القرارات التكتيكية : تتخذها الإدارات الوسطى وتكون على مدى زمني متوسط .
- 2-3-القرارات التشغيلية : تصنع في المستويات الدنيا ، وتعلق بالعملية التشغيلية للمنظمة مثل الرقابة على المخزون ، اختيار وسيلة الإنتاج .
- 3-التصنيف الى قرارات مبرجة وغير مبرجة:
- 3-1-القرارات المبرجة: تشير الى قرارات المخططة سابقا والتي تتعامل مع حل المشكلات المتكررة أو الروتينية .
- 3-2-القرارات غير المبرجة: وهي القرارات غير المتكررة أو التي تعالج مشاكل جديدة أو تتعامل مع المواقف غير المحددة مثل تلك القرارات الإستراتيجية ( ابتكار نوع جديد من السلع، غزو أسواق جديدة، قرارات التوسيع).
- وتجدر الإشارة إلى أن معظم القرارات التي يتم اتخاذها في المستويات التشغيلية الدنيا هي قرارات مبرجة ، أما القرارات غير المبرجة فهي تمثل الصفة السائدة للقرارات التي يتم اتخاذها في المستويات الإدارية العليا .

#### المطلب الثاني : الإطار المفاهيمي لاتخاذ القرار.

تعتبر وظيفة اتخاذ القرار جوهر العملية الإدارية لأي تخصص وظيفي في شركات العمال والمتمثلة كرد فعل لموقف أو مشكلة محددة بالأخذ لأنسب الخيارات كقرار لمواجهة المشاكل .

أولا : مفهوم اتخاذ القرار ومراحله.

1- مفهوم اتخاذ القرار.

تعرف عملية اتخاذ القرار بأنها: «الاختيار الحذر والتدقيق لأحد البدائل من بين اثنين أو أكثر من مجموعة البدائل المتاحة»<sup>(1)</sup>.

ويعرفه Nigro على أنه: « الاختيار المدرك(الواعي) بين البدائل المتاحة من موقف معين»<sup>(2)</sup>.

كما يمكن تعريفه بأنه: « مسار يختاره متخذ القرار باعتباره أنسب وسيلة متاحة أمامية لإنجاز الهدف والأهداف التي يبتغيها»<sup>(3)</sup>، كما يمكن اعتبار اتخاذ القرار علم وفن في آن واحد<sup>(4)</sup>.

"فن" لأنه عادة ما تتخذ القرارات بناء على كل البيانات الشخصية والموضوعية ، "علم" لأن الكثير من القرارات الخاصة بالمشاكل المعقدة يمكن تبسيطها عن طريق استخدام الطرق والأساليب الكمية . من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف عملية اتخاذ القرار على أنها عملية اختيار بديل من

(1) نواف كنعان، إتخاذ القرارات الإدارية بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة ، دون بلد نشر ، 1998، ص. 86.

(2) على السليمي ، الإدارة العلمية ، دار المعارف ، مصر ، 1990، ص. 190.

(3) محمد تيس ، ابراهيم درويش، المشكلة الإدارية وصناعة القرار، الهيئة المصرية للكتاب ، مصر ، 1979، ص. 20.

(4) منصور البديوي ، الأساليب الكمية وإتخاذ القرار، الدار الجامعية ، الإسكندرية، 1987، ص-ص. 43-43.

البدائل المتاحة لمعالجة مشكلة معينة في موقف معين من أجل إيجاد الحل الملائم لهذه المشكلة .  
2- مراحل عملية اتخاذ القرار:

تمر عملية اتخاذ القرار بسلسلة الخطوات المتتابعة والمتناسقة والتي يمكن توضيحها في الآتي :  
2-1- مرحلة تحديد وتشخيص المشكلة :

هي تحديد طبيعة الموقف الذي خلق المشكلة ودرج أهمية المشكلة وعدم الخلط بين أسبابها وأعراضها والوقت الملائم لحلها واتخاذ القرار المناسب والفعال لحلها.<sup>(1)</sup> وتعتبر هذه المرحلة من أدق المراحل باعتبار القرار الذي سيتخذ في النهاية يعتمد الى حد كبير على تحديد المشكلة موضوع القرار تحديدا واضحا ودقيقا ، وهذا يرجع الى إدراك وتشخيص المشكلة هو نصف حلها ، والمشكلة هي عبارة عن موقف أو نتيجة أو حالة غير مرغوب فيها يراد تصحيحها أو معالجتها ، ويتصف هذا الموقف بشيء من الغموض أو تعارض بين عدة أشياء ، والمشكلة عبارة عن انحراف الشيء العادي وهذا الانحراف ناتج عن تغير معين أو أسباب معينة ويمكن تحديد المشكلة من خلال:<sup>(2)</sup>

- التعرف على وجود فجوة بين ما يجب أن يكون وما تم فعلا، ثم تحديد الانحراف بينهما.
- تحديد الأسباب المختلفة التي أدت الى ظهور هذه الفجوة بين الواقع والمفروض .
- تحديد السبب الأكثر احتمالا للانحراف .
- مراعاة مجموعة من المحددات والقيود التي تحد من معالجة الفجوة.

2-2- مرحلة جمع البيانات والمعلومات:

إن فهم المشكلة فهما حقيقيا ، وتحديد أبعادها واقتراح بدائل مناسبة لحلها يتطلب جمع البيانات والمعلومات ذات الصلة بالمشكلة محل القرار وذلك أن اتخاذ القرار يعتمد على قدرة القائمين به في الحصول على أكبر قدر ممكن من البيانات الدقيقة والمعلومات المحايدة والملائمة لتحليلها تحليلا دقيقا يتم مقارنة الحقائق مع الأرقام للوصول الى معلومات تساعد في الوصول الى القرار المناسب.<sup>(3)</sup>  
ترتبط هذه المرحلة بمرحلة الأهداف ، حيث يتم من خلالها جمع الوثائق والبيانات الخاصة بالأهداف المختلفة ، فلا يمكن للإدارة أن تعتمد على الأهداف التي هي أساس قراراتها وتصرفاتها إلا إذا جمعت القدر الكافي من المعطيات والمعلومات التي تساعد في جعل هذه الأهداف بمثابة معايير قادرة على قياس النتائج<sup>(4)</sup>.

<sup>(1)</sup> ناصر محمد علي الجهلي ، خصائص المعلومات المحاسبية وأثرها في إتخاذ القرارات ، مذكرة مقدمة ضمن نيل شهادة الماجستير ، 2009 ، جامعة باتنة ، ص. 114.

<sup>(2)</sup> أحمد محمد المصري ، الإدارة الحديثة ، مؤسسة شباب الجامعة ، مصر ، 2008 ، ص. 319.

<sup>(3)</sup> ناصر محمد علي الجهلي ، مرجع سبق ذكره ، ص. 114.

<sup>(4)</sup> معالي فهمي حيدر ، نظم المعلومات الإدارية ، الدار الجامعية ، مصر ، 2002 ، ص. 33.

2-3- مرحلة تحديد واختيار البديل :

يعتبر تحديد البدائل الممكنة لحل المشكلة من أهم مراحل اتخاذ القرارات وتتمثل في البحث عن الحلول والبدائل الممكنة لحل تلك المشكلة ، وتلعب الخبرة لدى متخذي القرار دورا رئيسيا في هذا المجال ، وذلك بالمقارنة بين كل بديل من البدائل الممكنة ، ويتم ذلك عن طريق تحديد مزايا وعيوب كل بديل على حدا ثم اختيار البديل المناسب . ويجب توفر شرطان في الحل البديل وهما:

- أن يساهم الحل البديل في تحقيق بعض النتائج التي يسعى إليها متخذ القرار.
- أن تتوفر إمكانيات تنفيذ هذا الحل حال اختياره دون البدائل الأخرى.

وعدم توافر هذين الشرطين ينفي عن الحل صفة البديل القابل للاختيار ويعدده عن قائمة الحلول موضوع البحث.

2-4- مرحلة تقييم البدائل:

بعد أن يتضح للمدير الحلول البديلة للمشكلة يجب عليه بعد ذلك إجراء تقييم شامل لها، وتعتبر هذه المرحلة من المراحل الصعبة ، ذلك لأن عملية المفاضلة بين البدائل ليست عملية واضحة وسهلة لأن مزايا وعيوب كل بديل لا تظهر وقت بحثها ولكنها تبرز عند تنفيذ الحل مستقبلا ، ومن هنا يأتي الشك وعدم التأكد من صلاحية البدائل المطروحة<sup>(1)</sup>.

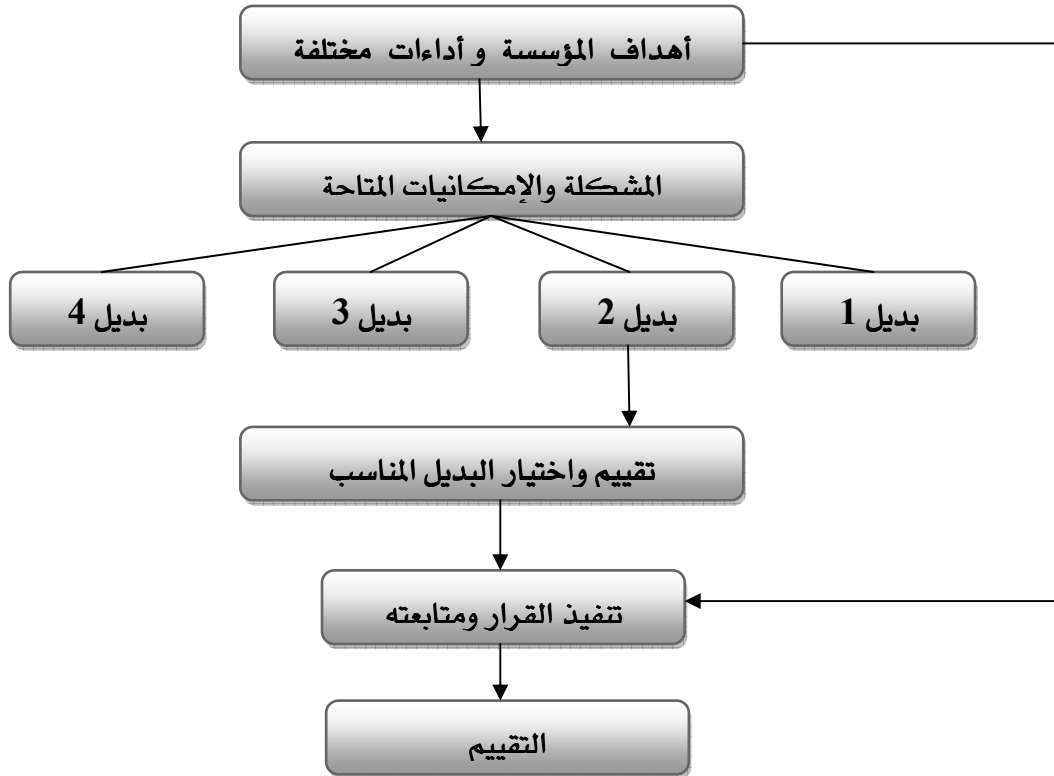
2-5- مرحلة اتخاذ القرار:

بعد اختيار البديل المناسب هو البديل الذي يحقق المعيار أو يحقق المعيار أو يحقق الهدف المطلوب انجازه لاتخاذ القرار الذي يعد كإعلان عن ذلك البديل ، ويجب أن يتبع عملية اتخاذ القرار نوع من الرقابة للتأكد من فاعلية القرار الذي تم اتخاذه<sup>(2)</sup>.

(1) محمد عبد المنعم حطاب ، عملية إتخاذ القرارات، منشورات معهد الإدارة العامة ، الرياش، 1999، ص. 68.

(2) إسماعيل ابراهيم جمعة ، المحاسبة الإدارية ونماذج بحوث العمليات في إتخاذ القرارات، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر، 2002، ص. 21.

شكل رقم (1): مراحل وخطوات اتخاذ القرار.



المصدر: منى عطية حزام خليل، مرجع سبق ذكره، ص.144.

ثانياً : ظروف اتخاذ القرار والعوامل المؤثرة فيه.

1- ظروف اتخاذ القرار:

بشكل عام يمكن اتخاذ القرارات في ثلاث حالات أو ظروف مختلفة وهي:

1-1- حالة التأكد التام:

وهي الحالة التي تستطيع المنظمة من خلالها الإحاطة بكافة المعلومات المتعلقة بها وكذلك بالنتائج المتوقعة، ويكون ذلك أما باختيار الحد الأعلى للربح والحد الأدنى للتكاليف، أو الحد الأفضل للجودة، فالاختيار سهل في أرض الواقع، وتتوافر لدى المدير في هذه الحالة معلومات كاملة من البدائل المتاحة وأيضاً على البدائل المتوقع حدوثها وكذلك النماذج التي يمكن الحصول عليها عند تحقيق هذا الهدف.<sup>(1)</sup>

<sup>(1)</sup> صبحي العتيبي تطور الفكر والأنشطة الإدارية، دار مكتبة حامد للنشر، الأردن، 2002، ص 139..

1-2- حالة المخاطرة:

يتوافر لدى المدير في هذه الحالة بعض المعلومات عن البدائل المتاحة ، ويطلق هذا التعبير عن المشكلة التي يكون لها عدة أوضاع ممكنة لكل بديل دون أن تتمكن من تقرير حدوث أي منها بشكل قاطع فيلزم إيجاد وسط مرجح لتقديرات كل بديل على ضوء احتمالات الأوضاع المختلفة.<sup>(1)</sup>

1-3- حالة عدم التأكد :

يعتبر الظرف حالة عدم التأكد إذ لم يكن لدينا أية معلومات حول الاحتمالات الممكنة للعائد ويشترك هذا الموقف مع التأكد التام والمخاطرة في أن متخذ القرار يعرف البدائل الممكنة حدوثها ، لكن لا تتوفر لديه معلومات عن البديل المتوقع حدوثه أو النتائج التي يمكن الحصول عليها عند تحقيق أي بديل.<sup>(2)</sup>

2- العوامل المؤثرة في اتخاذ القرار .

يمكن تصنيف العوامل المؤثرة في اتخاذ القرار الى مايلي :

1-2- عوامل البيئة الخارجية:

تمثل في الضغوط القائمة بين البيئة المحيطة التي تعمل في وسطها المنظمة وهي لا تخضع لسيطرتها، بل أن إدارة المنظمة تخضع لضغوطها، وتمثل هذه الظروف في مايلي:<sup>(3)</sup>

- الظروف الإقتصادية والسياسية والمالية السائدة في المجتمع .
- التطورات التقنية والتكنولوجية والقاعدة التحتية التي تقوم عليها الأنشطة الإقتصادية .
- الظروف الإنتاجية القطاعية من المنافسين والموردين والمستهلكين .
- العوامل التنظيمية ، الإجتماعية والإقتصادية مثل النقابات والتشريعات والقوانين الحكومية والرأي العام والسياسة العامة للدولة وشروط الإنتاج ودرجة المنافسة التي تواجه المنظمة في السوق .

2-2- عوامل البيئة الداخلية :

تمثل عوامل البيئة الداخلية في مايلي:<sup>(4)</sup>

يتأثر القرار بالعوامل البيئية الداخلية في المنظمة من حيث المنظمة ومدى نموها وعدد العاملين فيها والمتعاملين معها ويظهر هذا التأثير بنواحي أساسية متعددة.

ترتبط الناحية الأولى بالظروف الداخلية المحيطة بإتخاذ القرار ، وترتبط الناحية الثانية بتأثيره على مجموع الأفراد في المنظمة ، أما الناحية الثالثة فتتعلق بالموارد المالية والبشرية والفنية .

(1) أحمد محمد المصري ، مرجع سبق ذكره ، ص. 257.

(2) Patrice Vissavona, Gestion Financière, Edition Bertie ,1996 ,P 335.

(3) أحمد محمد المصري ، مرجع سبق ذكره ، ص. 257.

(4) كاسر نصر منصور ، الأساليب الكمية في إتخاذ القرارات، دار مكتبة حامد للنشر ، مصر ، 2006، ص-ص. 36-37.

لذلك تعمل الإدارة على توفير الجو الملائم والبيئة المناسبة لكي يتحقق نجاح القرار المتخذ، وهذا يتطلب من الإدارة أن تحدد وتعلن الهدف أو المشكلة بصورة واضحة، وأن تصدر القرار بشكل ينسجم مع النظم القائمة داخل المنظمة، وأن تعطي متخذ القرار سلطة كافية واضحة حتى يشعر بمسؤوليته في اتخاذ القرار وتشجع فيه القدرة على الابتكار والإبداع حتى يتخذ القرار بالسرعة الملائمة والصورة المطلوبة.

كذلك من العوامل التي تؤثر في اتخاذ القرار تلك التي تتعلق بالهيكل التنظيمي وطرق الاتصال والتنظيم الرسمي وغير الرسمي وطبيعة العلاقات الإنسانية السائدة وإمكانيات الأفراد وقدراتهم ومدى تدريبهم وتوافر مستلزمات التنفيذ المادية والمعنوية والفنية، إضافة إلى ذلك أن القرارات التي يتخذها المدير تتأثر أيضا بالقرارات التي يتخذها مديرون آخرون بالمنظمة نفسها، وبهذه فإن نوعية القرارات وتأثيرها في أي منظمة تعكس الخلفية والقيم والمفاهيم التي يعمل ضمنها المديرون الآخرون حين يتعرضون لمواجهة المشاكل التي تستدعي الحل فتستند إلى مفاهيمهم وأهدافهم، وهذا ما يجعل متخذ القرار مضطر للإلتزام بقرارات غيره من المديرين على الرغم من أنها ترتبط بمفاهيم وأهداف قد تختلف عن مفاهيمه وأهدافه.

### 2-3- عوامل شخصية ونفسية :

تتمثل هذه العوامل في:<sup>(1)</sup>

تتصل عملية اتخاذ القرار بشكل وثيق بصفات الفرد النفسية ومكونات شخصيته وأنماط سلوكه التي تتأثر بظروف بيئية مختلفة، كالأوضاع العائلية أو الإجتماعية أو الإقتصادية، مما يؤدي إلى حدوث أربعة من السلوك عند متخذ القرار وهي: المجازفة والحذر والتسرع والتهور.

ويقع متخذ القرار تحت تأثير العوامل جميعا مما يؤدي أو ينتج عنها آراء وانطباعات خاصة ومظاهر سلوك معينة.

كذلك فإن مستوى ذكاء متخذ القرار ما اكتسبه من خبرات ومهارات وما يملك من ميول وانفعالات تؤثر في اتخاذ القرار، وتختلف درجة هذا التأثير باختلاف نوعية المديرين، إذ نجد بعض المديرين يبتاهم الارتباك عند تحديد المشكلة أو تحديد البدائل ويعطهم يتردد في اتخاذ القرار كما أن بعضا منهم يكون متسرعاً في الاستجابة لشروط اتخاذ القرار ومتطلباته، بينما يتعامل بعضهم بحذر وببطء دون تهور لتجنب الوقوع في الخطأ.

يضاف لذلك أن أهداف متخذ القرارات الشخصية ومدى إدراكه لأهداف التنظيم غالبا ما يؤثر في نوعية القرار المتخذ وأسلوب اتخاذه حيث أنها تعكس أفكاره وقيمة معتقداته وأهدافه المادية والاجتماعية والسياسية التي قد تتفق مع أهداف التنظيم أو قد تتعارض معه في بعض النواحي،

<sup>(1)</sup> جمال الدين لعويسات، الإدارة وعملية إتخاذ القرار، دار هومة، الجزائر، 2005، ص-ص. 79-80.

وبهذا فإن متخذ القرار قد يتأثر بعوامل واعتبارات غير موضوعية لا تتعلق بالمشكلة أساسا لكنها تعكس أفكاره وطريقة استيعابه للأمور متأثرا بتكوينه الشخصي ودوافعه واتجاهاته وقيمه الإجتماعية مع تنافس أو رغبة في التعاون مع الأفراد الآخرين في المنظمة عند إصدار القرار ، كما يتأثر بتقاليد البيئة التي يعيش فيها وعاداتها ويعكس من خلال تصرفاته قيمها ومعتقداتها التي يؤمن بها .

#### 2-4-عوامل ظروف القرار:

يعد التردد في اتخاذ القرار من العوامل التي تعيق إصدار القرارات السليمة في الوقت المناسب ، مما يؤثر على المشكلة وفعالية حلها ، وسبب التردد هو علاقة القرارات بالمستقبل الذي يتميز بعدم القدرة على تحديد ما سيحدث فيه بشكل دقيق مما يؤثر على اتخاذ القرارات في ظروف عدم التأكد أو في ظروف التأكد أو تحت درجة المخاطرة.<sup>(1)</sup>

#### المطلب الثالث: القرارات المالية.

إن جوهر عمل الإدارة المالية يكمن في قيامها على اتخاذ القرارات المالية ، هذه الأخيرة تتميز بأهمية بالغة كونها قرارات تعنى بالوضع المالية للمؤسسة كما أنها غير قابلة للتراجع عنها إضافة الى تأثيرها الكبير على باقي الوظائف بالمؤسسة .

فالقرارات المالية تهتم بتدبير الأموال وأوجه صرفها أو على أساسية تقسيم القرارات المالية الى مايلي:<sup>(2)</sup>

#### أولا : قرارات الاستثمار:

تعتبر قرارات الاستثمار من أهم قرارات الإدارة المالية وأعقدها بسبب طبيعتها الاستثمارية والغالب في هذه القرارات أن الإدارة المالية تلجأ إليها أملا في زيادة العائد على الاستثمار . أن قرارات الاستثمار ونظرا لأن عوائد المستقبل غير معروفة بدرجة الدقة والضمان فإن هذه القرارات تتعرض لدرجة من المخاطر لأنه كلما زادت الرغبة في تحقيق عائد أكبر كلما زادت درجة المخاطر لذلك ينبغي تقييم الاستثمار في ضوء متغيرين رئيسيين هما : العائد المتوقع والمخاطر المحتملة.

وتجدر الإشارة الى قبول أي قرار استثماري يستلزم ضرورة وجود معيار للحكم على عوائد الاستثمار في المستقبل ويكون هنا المعيار جد فاصلا يقرر على أساسه القبول أو الرفض للفرص الاستثمارية المقترحة .

(1) كاسر نصر منصور ، مرجع سبق ذكره ، ص-ص 36-37.

(2) حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة ، الوراق ، عمان ، الأردن ، 2004 ، ص-ص 70-73.



ثانيا : قرار التمويل:

ينصب اهتمام مثل هذه القرارات على الخليط المثالي للتمويل مثل تكوين راس مال ، الحصص النسبية للديون كمصدر للتمويل ، وراس المال المساهم به ، كما أن القرارات التمويلية لأي منشأة تتعلق بطريقة اختيار النسبة المعينة لكل نوع في التكوين العام للأموال المتاحة .  
وتعتبر عملية التكوين الرأسمالي للمنشأة إحدى الأوجه المهمة في قرارات التمويل حيث أنها تتعامل مع العلاقات النظرية بين توظيف الديون ومعدل العائد أو الأرباح للمساهمين.

### المبحث الثاني: ماهية المشاريع الاستثمارية:

يعتبر المشروع الاستثماري النواة الأساسية في البناء الاقتصادي الوطني ومحور اهتمام رئيسي في التحليل الاقتصادي في جميع المجتمعات.

### المطلب الأول: تعريف المشروع الاستثماري:

أولاً: تعريف الاستثمار:

يعرف الاستثمار على أنه : «تخصيص الأموال في مجالات مختلفة بشكل يؤدي إلى تعظيم العائد من الموارد المتاحة وتوجيه هذه الموارد في المجالات الأكثر منفعة».<sup>(1)</sup>

### ثانياً : تعريف المشروع الاستثماري:

هناك العديد من التعاريف التي تبين معنى المشروع الاستثماري ، فقد يرى البعض أن المشروع الاستثماري هو : «اقتراح بتخصيص قدر من الموارد في الوقت الحاضر ليستخدم في خلق طاقة إنتاجية جديدة ، أو إعادة تأهيل طاقة إنتاجية قائمة، أو توسيعها بهدف الوصول إلى منفعة صافية من تشغيلها في المستقبل عبر فترة زمنية طويلة نسبياً».<sup>(2)</sup>

كما يعرف المشروع على انه : «عبارة عن مجموعة من الأنشطة المتداخلة والمتراطة والتي تؤدي خلال فترة تنفيذ المشروع في المجالات القانونية والفنية وتدير الموارد وأعمال التشييد وتصميم نظام العمل ونظام المعلومات وذلك على ضوء نتائج دراسة جدوى المشروع وفي حدود الميزانية المحددة ، حتى يصبح المشروع مكتملاً وقابلاً للتشغيل الفوري والمستمر».<sup>(3)</sup>

في حين هناك من عرفه على انه: «نشاط أو تنظيم اقتصادي يتم فيه المزج بين عوامل الإنتاج ( رأس المال، العمل، الموارد الطبيعية) لإنتاج سلعة أو خدمة اقتصادية أي لها منافع اقتصادية».<sup>(4)</sup>

<sup>(1)</sup> عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات، المكتب العربي الحديث، مصر، دون سنة، ص.327.

<sup>(2)</sup> عبد القادر محمد عبد القادر عطية، دراسات الجدوى التجارية والاقتصادية والاجتماعية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص.5.

<sup>(3)</sup> على شهاب، دراسات الجدوى ونظم إدارة تنفيذ المشروعات، دار الفكر العربي ، مصر ، 2002، ص.11.

<sup>(4)</sup> طلال كداوي ، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، عمان، الأردن، 2008، ص.21.

كما يمكن تعريف المشروع الاستثماري بأنه: «فكرة محددة لاستخدام بعض الموارد الاقتصادية بطريقة معينة ولفترة معينة للوصول إلى هدف معين أو عدة أهداف على أن تزيد إيرادات المشروع عن تكاليف إنشائه وتشغيله»<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثاني: خصائص المشاريع الاستثمارية.

يتميز كل مشروع بمجموعة من الخصائص تتميز عن أنشطة المنظمة الروتينية ومن أهم هذه الخصائص ما يلي:

#### 1-الهدف:

يحدث المشروع لمرة واحدة فقط لتحقيق نتائج نهائية مخطط لها ، إذ كلما كان هدف المشروع واضحا كلما خصصت لمهامه النشاطات المناسبة ولإنجازه الإجراءات الكفيلة لربط بعضها البعض ، كلما أتى المشروع مطابقا للأهداف ومتكاملات بالمواصفات والنتائج الموضوعه أساسا له.<sup>(2)</sup>

#### 2-دورة الحياة:

يعتبر المشروع بمثابة كائن عضوي له دورة حياة، حيث يبدأ ببطء ثم تتزايد الأنشطة حتى تصل الذروة ثم تنخفض حتى تنتهي عند اكتمال المشروع. ولقد أشارت البحوث المهمة بدورة حياة المشروعات إلى وجود خمس مراحل أساسية لهذه الدورة وهي:<sup>(3)</sup>

1-2-مرحلة التأسيس: حيث يكون لدى المشروع أهداف وإبداعات متعددة.

2-2-مرحلة التجميع: وهنا تصبح الأهداف واضحة أما الاتصالات والهيكل التنظيمي فلا يزالان غير رسميين.  
3-2-مرحلة الترسيم والسيطرة: في هذه المرحلة يضع المشروع القواعد والإجراءات الرسمية ويؤكد على ضرورة تنفيذها .

4-2-مرحلة توزيع الهيكل التنظيمي: حيث يزيد الاهتمام بالسلعة الجديدة ويميل الهيكل التنظيمي إلى التعقيد والاتساع.

5-2-مرحلة التدهور: حيث يرتفع معدل دوران العمالة وتزداد حدة مستويات الصراع بين العاملين.

#### 3-عقدة المشروع :

ويقصد بها المشاكل والتعقيدات التي يواجهها المشروع ، خلال دورة حياته ، ويلعب التخطيط والتنظيم والتنسيق أدوارا بارزة في حل عقد المشروع ، وذلك من خلال الاستخدام الأمثل لأجهزة المؤسسة الفاعلة، وتبقى العملية الإدارية من أهم العوامل المساعدة على إنجاز المشروع.<sup>(4)</sup>

(1) عبد العزيز مصطفى عبد الكريم، دراسة جدوى وتقييم المشروعات، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص.13.

(2) حسن إبراهيم بلوط، إدارة المشاريع ودراسة جدواها الاقتصادية، دار النهضة العربية، لبنان، 2002، ص.20.

(3) محمد الصيرفي، اقتصاديات المشروعات ، مؤسسة حوارس الدولية ، مصر ، 2005، ص.60.

(4) محمد الصيرفي ، مرجع سابق ذكره، ص.60.

4-انفرادية المشروع:

حيث يتميز كل مشروع بخصائص تميزه عن المشروعات الأخرى ، إلا انه من النادر جدا أن نجد مشروعين متشابهين بالكامل ، لأن التشابه قد يكون من حيث العناصر الأساسية إلا أن المشروعين سيواجهان درجة من المخاطرة مختلفة وأسلوب الإدارة سيعكس فلسفة المنظمة ونمط إدارة المشروع.(1)

5-الصراع:

حيث يعيش المشروع في عالم يتميز بالتزاع، ومن بين أشكال الصراع هو تنافس المشروعات مع الأقسام الوظيفية في المنظمة ذاتها أو تعدد الأطراف المهتمة بالمشروع.(2)

المطلب الثالث: أنواع المشاريع الاستثمارية وأهدافها.

أولاً: أنواع المشاريع الاستثمارية.

يمكن تقسيم المشروعات الاستثمارية إلى أنواع عدة، فهناك تقسيماً حسب الملكية وهناك تقسيماً حسب الحجم.(3)

1-تقسيم المشروعات حسب الملكية :

يعتبر الهدف المراد تحقيقه من المشروع هو النقطة المحورية التي تحدد نقطة الانطلاق في تحليل دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروع، ومن هذا المنطلق يمكن تقسيم المشروعات حسب ملكيتها إلى ثلاث أقسام وهي:

1-1-المشروعات الاستثمارية الخاصة:

المشروعات الاستثمارية الخاصة هي المشروعات التي يمتلكها القطاع الخاص وبالتالي تعود الخسارة أو الربح على مالكيها ، ويعتبر تحقيق أقصى ربح من الأهداف الرئيسية لأي مشروع والذي يمثل الفرق بين حصيللة المبيعات وتكاليف الإنتاج ، حيث يندرج ضمن تكاليف الإنتاج جميع النفقات التي يتحملها المشروع .

1-2-المشروعات الاستثمارية العامة :

المشروعات الاستثمارية العامة هي المشروعات التي تعود ملكيتها إلى الدولة وبالتالي يعود النفع منها على جميع أفراد المجتمع ، ويتحمل جميع أفراد المجتمع الخسارة ، ومن هنا فإن الهدف المسيطر

(1) حسن إبراهيم بلوط ، مرجع سبق ذكره ، ص.21.

(2) محمد الصيرفي ، مرجع سبق ذكره، ص.61.

(3) جودي سعاد ، خالدي عفاف،تقييم المشاريع الاستثمارية ودورها في تحسين الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستير ، تخصص مالية ومؤسسات ،جامعة 8 ماي 1945 ، دفعة 2011-2012 ، ص-ص. 10-12.

في المشروعات العامة هو تحقيق الأهداف العامة للاقتصاد القومي وتعظيم المنفعة العامة والتي تحدد جدوى المشروع من عدمه.

### 1-3- المشروعات المختلطة (المشتركة):

وتعود ملكية هذه المشروعات إلى القطاع العام ( الدولة) والقطاع الخاص ( الأفراد)، فأحيانا كثيرة تكون الاستثمارات المطلوبة كبيرة الحجم، فتقوم الدولة بتوفير حصة من جانبها لتشجيع القطاع الخاص للدخول في مثل هذه المشروعات مثل مشروعات إقامة السكة الحديدية.

### 2- تقسيم المشروعات حسب حجمها :

يمكن تقسيم المشروعات حسب حجمها إلى قسمين هما:

#### 2-1- المشروعات صغيرة الحجم : وتتميز بما يلي :

- تعتمد على تكنولوجيا بسيطة.
- تحتاج لرأس مال صغير، لذلك فإن طريقة التمويل بسيطة، وبالتالي فمن الممكن أن تمول من صاحب المشروع.

- يمكن أن تتواجد في مناطق متعددة.

- مخاطرها صغيرة نسبيا، ولا تحتاج إلى مستويات عالية من الخبرة.

- تعطي إنتاج في فترة قصيرة نسبيا.

#### 2-2- المشروعات كبيرة الحجم : وتتميز بما يلي :

- تعتمد على تكنولوجيا معقدة.

- تحتاج لرأس مال كبير .

- تحتاج لمستويات عالية من الخبرة الإدارية.

- تحتاج إلى التمرکز في مناطق محددة مثل المناطق الصناعية في المدة الصناعية.

- في حال فشل هذه المشروعات فإن مخاطرها كبيرة نسبيا.

ثانيا : أهداف المشاريع الاستثمارية:

تختلف أهداف المشروعات الخاصة عن أهداف المشروعات العامة عن أهداف المشروعات المشتركة.

### 1- أهداف المشروعات الخاصة :

هدف المشروعات الخاصة الرئيسي هو تحقيق أقصى ربح ممكن لكن هناك أهداف أخرى تسعى المشروعات

الخاصة لتحقيقها مثل: (1)

- تعظيم الإيرادات ومن ثم تنمية الأرباح.

(1) عبد المطلب عبد الحميد، دراسة الجدوى الاقتصادية لإتخاذ القرارات الإستثمارية،الدار الجامعية مصر، 2003، ص.22.

- الاحتفاظ بسيولة مناسبة كي لا يتعرض المشروع لمخاطر العسر المالي.
  - تحقيقاً أكبر قدر ممكن من المبيعات.
  - تحقيق الأهداف الخاصة بالمديرين الذين ترتبط مصالحهم برقم الأعمال.
  - كسب أسواق خارجية.
  - البقاء والاستمرار في دنيا الأعمال من خلال حماية النشاط الرئيسي من خطر توقف الإنتاج.
- وقد تسعى بعض المشروعات الخاصة إلى تحقيق أهداف اجتماعية من منطلق مسؤوليتها الاجتماعية تجاه الاقتصاد القومي الذي تعمل فيه وكسب رضا العملاء والقائمين على صناعة القرار.
- 2- أهداف المشروعات العامة :
- تهدف المشروعات العامة إلى تحقيق المصلحة العامة للمجتمع وتعظيم المنفعة العامة، كما تسعى إلى تحقيق الربح، بدون أن ننسى مختلف الأهداف الاقتصادية والمالية وكذا الاجتماعية، والتي يمكن تجسيدها من خلال ما يلي:<sup>(1)</sup>
- الحصول على موارد مالية من خلال إنشاء مشاريع إنتاجية لتغطية النفقات العامة للدولة دون اللجوء إلى فرض ضرائب جديدة.
  - إنشاء مشاريع لاعتبارات اجتماعية وبيع منتجاتها بأقل من التكلفة كما في حالة الخبز والمنتجات والأدوية.
  - إنشاء مشاريع المنافع العامة، التي تنتج الخدمات الأساسية والبنية التحتية مثل النقل والمواصلات والطرق والمياه.
  - القيام ببعض المشروعات الوطنية المرتبطة بالأمن القومي مثل صناعة الأسلحة والدخائر أو لاعتبارات اقتصادية وطنية كإنشاء قاعدة من الصناعات الثقيلة كأساس للتنمية.
- تهدف المشروعات المشتركة إلى تحقيق أهداف مختلفة نذكر منها:<sup>(2)</sup>
- مواجهة المشكلات الاقتصادية بصورة مشتركة والعمل على تحقيق الاستقلال الاقتصادي.
  - محاولة التقليل من مخاطر الاستثمار وذلك عن طريق توزيع الأعباء على المشتركين.
  - العمل على اختراق الأسواق التي توصف بصعوبة اختراقها.
  - الاستفادة من ذوي الخبرة والتجربة.
  - الاستفادة من أثر التعاضد وخاصة في المشروعات ذات رؤوس الأموال الضخمة.

<sup>(1)</sup> عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص.23.

<sup>(2)</sup> نفسه، ص.24.

### البحث الثالث: ما هي دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية.

إن اتخاذ القرار بتنفيذ مشروع استثماري لا بد أن يخضع لمجموعة من التحليلات و التقديرات و ذلك من خلال دراسات جدوى المشروع الاستثماري من مختلف النواحي لتقدير مدى نجاح المشروع في تحقيق الأهداف المطلوبة.

#### المطلب الأول: مفهوم و أهمية دراسة الجدوى.

أولاً: مفهوم دراسة الجدوى .

يمكن تعريفها على أنها «أداة عملية و ليست عشوائية تستخدم لترشيد الاستثمارات الجديدة أو تقييم قرارات سبق اتخاذها في الماضي أو المفاضلة بين بدائل متعددة أو ذلك على أساس فني و مالي و اقتصادي و بيئي في ضوء معطيات محددة تتعلق بموقع المشروع و تكاليف تشغيله و إيراداته و نمط التكنولوجيا و مهارات بشرية متنوعة»<sup>(1)</sup>.

كما يمكن تعريفها على أنها «هي منهجية لاتخاذ القرارات الاستثمارية تعتمد على مجموعة من الأساليب والأدوات و الاختبارات و الأسس العلمية التي تعمل على المعرفة الدقيقة لاحتمالات نجاح أو فشل مشروع استثماري معين و اختبار مدى قدرة المشروع على تحقيق أهداف محددة تتمحور حول الوصول إلى أعلى عائد و منفعة للمستثمر خاصة أو الإقتصاد القومي أو كليهما على مدى عمره الافتراضي»<sup>(2)</sup>.

ثانياً : أهمية دراسة الجدوى .

تكمن أهمية دراسة الجدوى في أنها:<sup>(3)</sup>

- أنها أداة علمية تساعد متخذ القرار لحكومة أو أشخاص على المفاضلة بين فرص الاستثمار المتاحة.
- أنها وسيلة عملية تساعد متخذي القرار على تصويب و تعديل خطط الإنتاج و التشغيل بما يتلاءم مع الظروف المتغيرة و الطارئة التي يمكن أن تواجه المشروعات خلال فترات التنفيذ و التشغيل .
- أنها وسيلة علمية لتقييم المشروعات المقترحة محل الدراسة وفقاً لمعايير مالية و اقتصادية موضوعية بعيد بقدر الإمكان عن التقسيمات الشخصية و العشوائية .
- تساهم دراسة الجدوى في تحقيق التخصص الأمثل للموارد الاقتصادية .
- أداة عملية تساعد أصحاب رأس المال ما على اتخاذ القرار المناسب بشأن الاستثمار في مشروع المعاينة بقدر من الأموال يتناسب مع قدرتهم المالية و في ضل مستوى مقبول من المخاطر.

(1) محمد عبد الفتاح الصيرفي، اقتصاديات المشروعات ، مؤسسة حورس الدولية ، الاسكندرية ، مصر 2005 ص. 18.

(2) عبد المطلب عبد الحميد ، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعة ، الاسكندرية ، 2003، ص . 22.

(3) نفسه، ص-ص 25-26.

## المطلب الثاني: خصائص و تصنيفات دراسة الجدوى

أولاً: خصائص دراسة الجدوى:

تتسم دراسة الجدوى بخصائص أهمها: (1)

1-التعامل مع المستقبل :

حيث نعني بدراسات الجدوى مدى إمكانية تنفيذ فكرة استثمارية و إقرارها الآن ليمتد عمرها الافتراضي لتغطية بسنوات طويلة مقبلة إلا أن نتائج مراحلها تمثل تقديرات محتملة قد تكون مطابقة للواقع و العكس ، مما وجب علينا مراعاة الدقة في هذه التغييرات .

2- ارتفاع التكلفة :

حيث أن إعداد الدراسة و خاصة المتعلقة بالمشروعات الكبيرة التي تحتاج إلى التفصيل و الدقة تكون فيها التكاليف مرتفعة و بالتالي يجب أن تكون هناك دراسات استكشافية أو تمهيدية الغرض منها الحكم المبدئي على قبول أو رفض المشروع محل الدراسة و بالتالي التقليل من التكاليف.

3- الأهمية القصوى لعنصر الزمن:

أي الفاصل الزمني بين نهاية إعداد الجدوى و موافقة الجهات المسؤولة عليها و بين فترة بداية التنفيذ الفعلي للمشروع ، حيث أن طول هذه الفترة قد يؤثر سلباً على المشروع نظراً للتغيرات المستمرة في الواقع العملي .

4- ترابط المراحل :

حيث أن هذه المراحل هي عبارة عن سلسلة مترابطة و نتائج كل مرحلة هي مدخلات مباشرة للمرحلة التالية .

5- المرونة:

يعني أنه قد نولي اهتماماً متزايداً لدراسة على أخرى، وعلى سبيل المثال استحواذ الدراسة التسويقية على النصيب الأكبر من الاهتمام و نفس الشيء بالنسبة للدراسات الأخرى للمشروع المقترح.

ثانياً : تصنيفات دراسة الجدوى.

يمكن تصنيف دراسات جدوى المشروعات إلى ما يلي: (2)

1-التصنيف الوظيفي:

و الذي يتميز بين دراسة جدوى المشروعات وفقاً لاختلاف طبيعة و نوعية الدراسة ، فإذا كانت الدراسة تتعلق بجوانب فنية و هندسية تسمى دراسة الجدوى الفنية و الهندسية، و اذا كانت تتعلق بجوانب تسويقية تسمى بدراسة الجدوى التسويقية... الخ... و هكذا.

(1) نبيل شاكر، إعداد دراسات الجدوى المشروعات الجديدة، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1992، ص. 14.

(2) سعيد عبد العزيز عثمان، دراسة جدوى المشروعات بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية 2002، ص-ص. 23-24.

2- التصنيف النفعي:

والذي يميز بين دراسة جدوى المشروعات وفقا لاختلاف طبيعة المنفعة المستمدة منها، فإذا كانت الدراسة تهتم بتقييم الفرص الاستثمارية المتاحة من وجهة نظر المستثمر الخاص، والتي يهدف إلى تحقيق أقصى عوائد خاصة، سميت هذه الدراسة بدراسة الجدوى القومية.

3- التصنيف التحليلي:

و الذي يميز بين دراسة الجدوى وفقا لاختلاف درجة التفصيل و عمق التحليل المستخدم في الدراسة، حيث يتم التمييز بين دراسة الجدوى المبدئية (الاستكشافية للفرص الاستثمارية المتاحة ) و دراسة الجدوى التفصيلية التي تكون امتداد للدراسة المبدئية .

المطلب الثالث: مراحل دراسة الجدوى

أولا : دراسة الجدوى المبدئية

1-تعريف دراسة الجدوى المبدئية :

هي «دراسة أو تقرير أولي يمثل الخطوط العامة عن كافة جوانب المشروع أو المشروعات المقترحة، و التي يمكن من خلالها التوصل إلى اتخاذ قرار إما بالتخلي عن المشروع أو الانتقال إلى دراسة الجدوى التفصيلية»<sup>(1)</sup>.

2-مجالات الدراسة :

أما عن المجالات التي تغطيها الدراسة الأولية فإنها تتمثل في:<sup>(2)</sup>

- إستراتيجية المشروع و نطاقه.
- تقديم حجم الاستثمار المطلوب.
- تحديد المراحل التي تحتاج إلى تركيز خاص في الدراسة التفصيلية.
- الإمكانيات التمويلية .
- الأرباح المتوقعة من المشروع .

ثانيا : دراسة الجدوى التفصيلية .

1- تعريف دراسة الجدوى التفصيلية:

هي «دراسة لاحقة لدراسة الجدوى الأولية و لكنها أكثر تفصيلا و دقة و شمولاً منها وهي بمثابة تحرير مفصل يشمل كافة جوانب المشروع المقترح و التي على أساسها تستطيع الإدارة العليا أن تتخذ قرارها إما بالتخلي عن المشروع نهائيا أو تأجيله أو الانتقال إلى مرحلة التنفيذ»<sup>(3)</sup>.

(1) عبد المطلب عبد الحميد.مرجع سبق ذكره .ص. 47.

(2) محمد بوقوم، دور البنوك التجارية في تمويل الاستثمار، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير تخصص نقود و مالية، قالمة، الجزائر، 2004، ص.98.

(3) محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص. 18.



2- مجالات الدراسة:

أما عن أهم المجالات التي تغطيها الدراسة التفصيلية فتتمثل في:

2-1- دراسة الجدوى التسويقية :

إن أهم عامل يستند عليه عند دراسة الجدوى التسويقية لأي مشروع هو تحديد الطلب المتوقع على منتجاته خلال عمره الافتراضي قصد معرفة إمكانية تصريفها في ضوء معطيات السوق الراهنة ، و التنبؤ حول إمكانية تطويرها مستقبلا و تعتبر هذه الدراسة هي صلب الدراسة التسويقية لأنها تقدم كمية المبيعات المتوقعة كل سنة، وعلى أساس هذه الكمية يتم تحديد كل الخطوات التي تليها.<sup>(1)</sup>

2-2- دراسة الجدوى الفنية :

و تدرس كافة الجوانب الفنية التي تمس المشروع ، كالتعرف على البدائل الفنية الممكنة لإقامة المشروع والاختيار من بينها، اختيار التكنولوجيا، الموقع، نوعية و أسلوب العمل، التخطيط الداخلي للمشروع، تقدير الفترة اللازمة للتنفيذ.<sup>(2)</sup>

2-3- دراسة الجدوى التمويلية :

بعد دراسة الجدوى التسويقية و الفنية سابقة الذكر، فإن الخطوة التالية تستلزم تحديد الموارد المالية اللازمة للمشروع الاستثماري و هذه الدراسة تهدف إلى تحقيق ما يلي:<sup>(3)</sup>

- تحديد مصادر التمويل المحتملة مع تقدير تكلفة الحصول على كل مصدر من هذه المصادر.
- الاختيار بين الهياكل التمويلية التنافسية بما يسمح بتحقيق هدف المستثمر أو المنشأة.

2-4- دراسة الجدوى الاقتصادية :

و هو يبين أثر المشروع أو فائدته للمجتمع عند تقييم المشروع ، و تمثل الفوائد الايجابية للمشروع بالنسبة للمجتمع زيادة الصادرات و خفض الواردات ، مما يؤدي إلى زيادة موارد العملة الأجنبية للمجتمع.<sup>(4)</sup>

2-5- دراسة الجدوى الاجتماعية:

من خلاله يمكن التعرف على الآثار الاجتماعية كأثر المشروع على الأسرة أو على الأخلاق أو غير ذلك.

2-6- دراسة الجدوى المالية:

و هو يبين آثار المشروع و فائدته بالنسبة لصاحبه و ذلك عن طريق ما يحققه المشروع من عوائد مالية صافية و أرباحا باستخدام مجموعة من المعايير المالية لتحديد ربحية المشروع في ظروف التأكد و عدم التأكد.<sup>(5)</sup>

(1) عبد العزيز مصطفى عبد الكريم، دراسة الجدوى وتقييم المشروعات، الأردن، دار حامد للنشر و التوزيع، 2004، ص. 76.

(2) سعد طه علام ، دراسة الجدوى و تقييم المشروعات دار طيبة للنشر و التوزيع مصر ، 2004، ص.20.

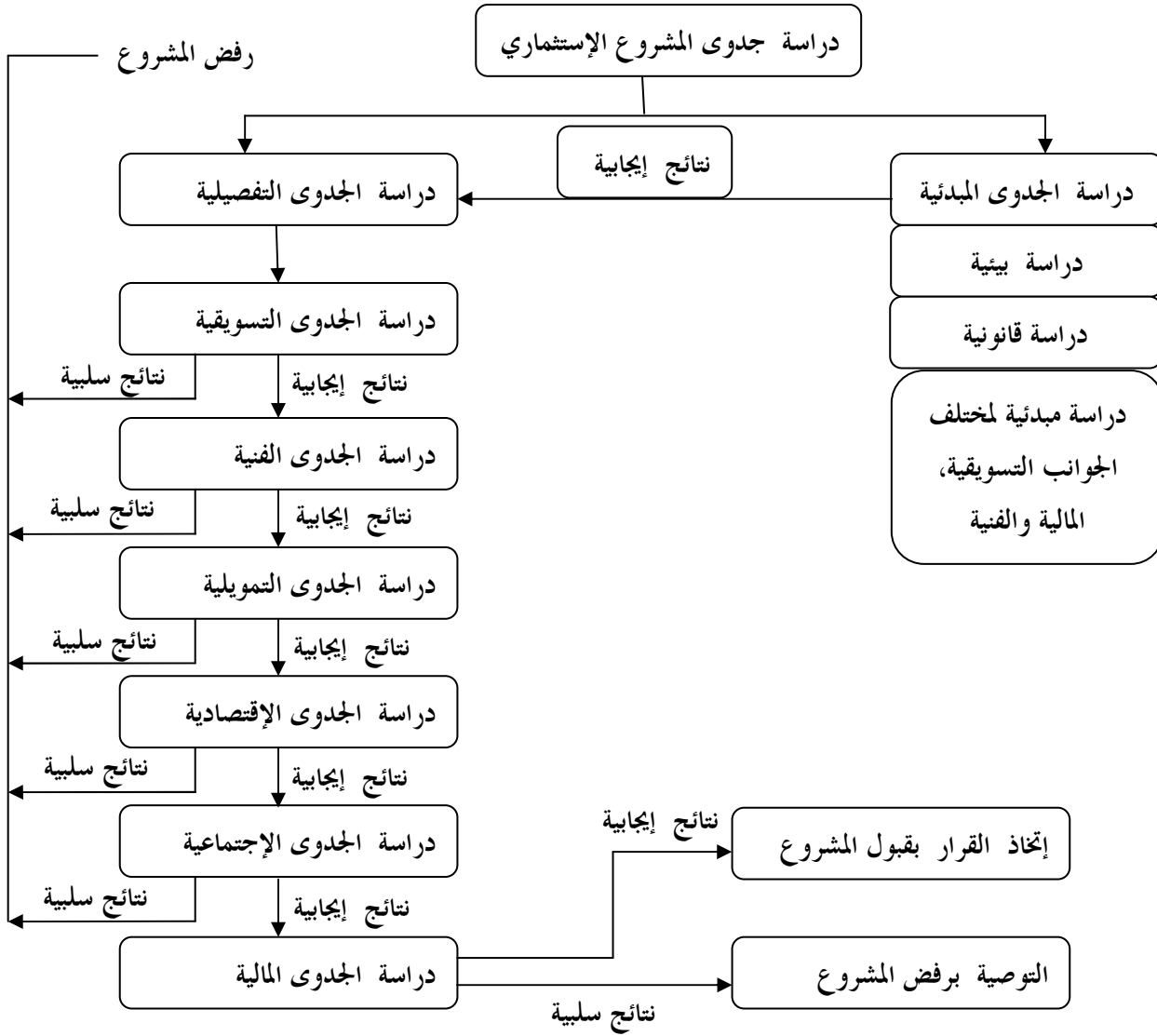
(3) سعيد عبد العزيز عثمان، مرجع سبق ذكره، ص.138.

(4) سعد طه علام ، مرجع سبق ذكره، ص. 13.

(5) نفسه، ص. 14.

والجدول التالي يوضح دراسة جدوى المشاريع الإستثمارية

الشكل (02) : دراسة جدوى المشروع الإستثماري.



المصدر: محمد بوقموم، مرجع سبق ذكره، ص. 97.

## خلاصة :

إن اشتداد المنافسة الداخلية والخارجية تفرض على المؤسسة الإقتصادية محيطة دائم الحركة مما يقتضي منها التكيف والتفاعل مع التغيرات ، واتخاذ القرارات المالية المناسبة ، هذه الأخيرة تعتبر جوهر عمل الإدارة المالية لما لها من تأثير كبير على باقي الوظائف داخل المؤسسة ، ثم إن دراسة الجدوى الإستثمارية قبل الانطلاق في أي مشروع تقلل كثيرا من مخاطر عدم التأكد المستقبلية .

# الفصل الثاني:

## الدراسة المالية والتمويلية للمشاريع الاستثمارية

## تمهيد:

يعتبر التمويل من أهم التحديات التي تواجه المؤسسات خلال مزاولتها لنشاطها، فهو أساس تنفيذ المشاريع الإستثمارية ، هذه الأخيرة تخضع إلى عملية التقييم وذلك من خلال وضع المعايير اللازمة التي يمكن من خلالها التوصل إلى اختيار البديل أو المشروع المناسب من بين عدة بدائل مقترحة الذي يضمن تحقيق الأهداف المسطرة ، استنادا إلى أسس علمية تساعد الإدارة على اتخاذ القرار المالي المناسب .

ومن خلال هذا الفصل سنتطرق إلى دراسة القرار التمويلي ومصادر التمويل ومعايير اتخاذه بالإضافة إلى القرار الإستثماري وطرق تقييم المشاريع الإستثمارية .

### المبحث الأول: مدخل إلى القرار التمويلي

يعتبر التمويل عنصراً أساسياً لاستمرار المؤسسة في نظامها ونموها ولهذا لا يمكن لأي مشروع أن يحقق أهدافه أو يطبق خطته دون هذا العنصر الحيوي.

### المطلب الأول: الإطار النظري العام للتمويل

أولاً: تعريف التمويل وأهميته:

#### 1- تعريف التمويل .

اختلفت وجهات النظر في تقديم تعريف التمويل وفيما يلي أهمها :

يعرف التمويل على انه : « تلك الوظيفة الإدارية في أي مؤسسة التي تختص بعمليات التخطيط للأموال، والحصول عليها من مصدر التمويل المناسب، لتوفير الاحتياجات اللازمة لأداء أنشطة المؤسسة المختلفة، مما يساعد على تحقيق أهدافها ، وتحقيق التوازن بين الرغبات المتعرضة للفئات المؤثرة في نجاح واستمرار المؤسسة»<sup>(1)</sup>.

كما يمكن تعريفه على أنه: «عملية اقتصادية ضرورية للإنتاج والتنمية فهو يعبر عن تدفق مالي في شكل نقود بين الصندوق الممول والنشاط المستفيد من تلك الأموال»<sup>(2)</sup>.

كما يعرفه البعض على أنه: «إمداد المشروع بالأموال اللازمة في أوقات الحاجة إليها»<sup>(3)</sup>.

كما يرى البعض أن التمويل هو «نشاط متشابك مع النشاطات الأخرى كالإنتاج والتسويق، ويتناول تحديد مصادر التمويل وتأمين الأموال بأقل تكلفة ممكنة»<sup>(4)</sup>.

#### 2- أهمية التمويل.

إن المشروعات التنموية تحتاج إلى التمويل من أجل نموها واستمرارها، حيث يعتبر التمويل بمثابة الدم الجاري للمشروع، ومن هنا نستطيع القول أن التمويل له دور فعال في تحقيق سياسة البلاد التنموية وذلك عن طريق:<sup>(5)</sup>

- ❖ توفير رؤوس الأموال اللازمة لإنجاز المشاريع.
- ❖ توفير مناصب شغل جديدة للقضاء على البطالة.
- ❖ تحقيق الرفاهية لأفراد المجتمع عن طريق تحسين الوضعية المعيشية لهم .
- ❖ تحقيق التنمية الاقتصادية للبلاد.

(1) محمد عثمان إسماعيل حميد، التمويل والإدارة المالية في منظمات الأعمال ، دار النهضة العربية ، مصر ، 1995 ، ص 17.

(2) عبد المطلب عبد الحميد، التمويل المحلي والتنمية المحلية ، الدار الجامعية ، الاسكندرية، 2001، ص.29.

(3) طارق الحاج، مبادئ التمويل ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، 2002، ص.21.

(4) كنجو عبود . كنجو ابراهيم . وهيبي فهد، الإدارة المالية ، مكتب الكتب الأردني ، عمان ، الأردن ، 1995، ص.43.

(5) محمد توفيق ماضي، تمويل المشروعات ، دار الفكر العربي ، القاهرة ، 1992 ، ص.65.

❖ تحقيق الأهداف المسطرة من طرف الدولة .

❖ يمكن من الحصول على صورة شاملة لعمليات ونشاط المؤسسة بدراسة وتقدير حركة الأموال ووضع

الخطط التي يسير عليها المشروع لمعرفة الاحتياجات المالية له، سواء القصيرة الأمد أو طويلة الأمد.

ويعتبر التمويل عصب المؤسسة والطاقة المحركة لجميع الوظائف والأعمال فبدون تمويل تظل خطط المؤسسة على الورق دون تنفيذ ، فيحتاج بناء المؤسسات الاقتصادية إلى توفير الأموال اللازمة لشراء مستلزمات الإنتاج ، كما أن نقص التمويل يؤدي إلى تأخير المشاريع وضياع الفرص وبالتالي انخفاض الإيرادات. فالتمويل يحرك عجلة الإنتاج سواء للمنتجات أو الخدمات ، ولكن يجب التحقق من الاختيار السليم لمصادر التمويل بأقل تكاليف ومخاطر، وأيضاً اتخاذ قرار الاستثمار المثالي الذي يعطي عائداً مناسباً على الأموال المستثمرة.<sup>(1)</sup>

إذن فالتمويل هو الدورة الدموية في الشركات والمؤسسات ، ولذلك يجب أن توضع الأموال بدقة في القنوات المختلفة حتى تحقق الأهداف التشغيلية والإستراتيجية .

ثانياً : أشكال التمويل وخطواته:

1- أشكال التمويل :

هناك عدة أشكال للتمويل وهي:<sup>(2)</sup>

1-1- التمويل المباشر وغير المباشر:

1-1-1- التمويل المباشر: هذا النوع من التمويل يعبر عن العلاقة المباشرة بين المقرض والمقترض والمستثمر دون تدخل أي وسيط مالي ، وهذا النوع من التمويل يتخذ صور متعددة ( مؤسسات ، أفراد ، هيئات حكومية ) .

1-1-2- التمويل غير المباشر : يعبر هذا النوع عن كل طرق وأساليب التمويل غير المباشر والمتمثلة في الأسواق المالية والبنوك ، حيث تقوم هذه الأخيرة بتجميع الإدخارات المالية على الوحدات الاقتصادية ذات الفائض ، ثم توزع هذه الإدخارات على الوحدات الاقتصادية التي تحتاجها ، وهناك بعض أشكال التمويل غير المباشر الأخرى والتي تكون في شكل ضمانات والتي تستعمل عادة في عمليات الاستيراد والتصدير .

1-2- التمويل المحلي والتمويل الدولي:

1-2-1- التمويل المحلي: يعتمد مثل هذا النوع من التمويل على المؤسسات المالية المحلية والأسواق المالية المحلية، ويضم المصادر المباشرة وغير المباشرة المحلية ( القروض، أوراق مالية...الخ) وهذا النوع من التمويل يخدم قطاع المؤسسات الاقتصادية.

<sup>(1)</sup> فريد النجار ، البورصات والهندسة المالية ، مؤسسة شباب الجامعة ، الاسكندرية ، 1999 ، ص.16

<sup>(2)</sup> عبد الغفار حنفي ، الإدارة المالية ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 2000 ، ص.353.

1-2-2-2-التمويل الدولي: هذا النوع من التمويل يعتمد بالدرجة الأولى على الأسواق المالية الدولية مثل البورصات، والهيئات المالية الدولية أو الإقليمية مثل: صندوق النقد الدولي أو البنك العالمي للإنشاء وبعض المؤسسات الإقليمية، بالإضافة إلى البرامج التمويلية الدولية في شكل إعانات للاستثمارات. 2-خطوات التمويل.

إن تنفيذ وظيفة التمويل يختلف من مؤسسة لأخرى وفقا لاعتبارات كثيرة، منها الحجم وطبيعة النشاط والبيئة، إلا أن خطوات التمويل يمكن أن تكون نمطية إلى حد بعيد:<sup>(1)</sup>

2-1-التعرف على الاحتياجات المالية للمنشأة:

لعل من أكثر أسباب فشل المشروعات الاقتصادية شيوعا هو تخطيط المشروع على أساس رأس المال الحالي الموجود لدى أصحاب المشروع، وهذا لا يعتبر سببا في فشل المشروعات الاقتصادية فحسب، بل يعتبر أيضا أحد أشكال التمويل الخاطئ للمشروعات، ولهذا وجب على المؤسسة أن تتعرف بشكل مستمر على الاحتياجات المالية في الفترة الحالية والفترة المستقبلية منها والبعيدة.

2-2-تحديد حجم الأموال المطلوبة:

بعد أن يتم التعرف على الاحتياجات المالية تبدأ عملية تحديد كمية الأموال المطلوبة لتغطية هذه الاحتياجات، وهذه الخطوة ليست سهلة لأنه من الصعوبة تقدير كمية الأموال بشكل دقيق، فقد يتم تقديره فوق المستوى أو أقل من المستوى المطلوب، ولهذا لا بد من تحديد حدين لتمويل أي صفقة أو عملية هما الحد الأعلى والحد الأدنى ومحاولة الالتزام بهذين الحدين بالاستناد إلى حساب تكلفة الأصول الرأسمالية والنفقات الأخرى الضرورية.

2-3-تحديد شكل التمويل المرغوب:

أو نوع المزيج التمويلي، حيث يطلق هذا المصطلح على عملية الخلط بين مصادر التمويل المتاحة وعلى المؤسسة اختيار المزيج التمويلي الذي يتميز ب:- بأكثر ملائمة -وأكثر إيراد ممكن -وأدنى مخاطر وأكثر مرونة- وأنسب توقيت.

2-4- وضع برنامج زمني للاحتياجات المالية:

بعد أن يتم تحديد الاحتياجات ومقدارها وشكل التمويل فإنه من المفضل أن يتم وضع خطة أو جدول زمني من أجل تدفق هذه الأموال لكي لا تتكبد المنشأة تكاليف الأموال التي ستكون ضرورية في مرحلة قادمة، وأثناء وضع الجدول الزمني لا بد من الأخذ بعين الاعتبار المدة التي يحتاجها الممول لكي يلي طلبات التمويل المقدمة من قبل المؤسسة.

(1) كنجو عبود. كنجو ابراهيم. وهي فهد، مرجع سبق ذكره، ص-ص. 51-53.



2-5- وضع وتطوير الخطة التمويلية :

تتضمن الخطة التمويلية النشاطات التي ستنفق عليها الأموال والعوائد المتوقعة منها ، بالإضافة إلى الضمانات التي تساعد على الحصول على الأموال اللازمة وتجنب المشاكل المتعلقة بالسداد ، وأن هذه الخطة تبين أيضا مقدار التدفقات الداخلية والخارجية ، الشيء الذي يطمئن المقرضين عندما يعلمون مواعيد استردادها .

2-6- تنفيذ الخطة التمويلية والرقابة عليها وتقييمها:

إن تنفيذ الخطة يتطلب أن تكون موضوعة بشكل جيد قابل للتطبيق ، كما يتطلب المتابعة المستمرة وتصحيح الانحرافات الناجمة عن التنفيذ الخاطئ أو أسباب أخرى والعمل على تصحيحها في الوقت المناسب.

ثالثا: القيود المتحكمة في التمويل و مخاطره:

1- القيود المتحكمة في عملية التمويل:

يخضع متخذ قرارات التمويل إلى مجموعة من القيود والتي تتمثل فيما يلي:<sup>(1)</sup>

1-1- القيود الكلاسيكية:

هي من أسس التحليل المالي الكلاسيكي، ورغم أن هذا التحليل تم تجاوزه، إلا أن مجموعة من قواعده ظلت ثابتة وتمثل أساسا للكثير من القرارات المالية.

1-1-1- قاعدة التوازن المالي الأدنى:

محتواها أن الاستخدامات المستقرة يجب أن تمويل بواسطة الموارد الدائمة فمثلا يجب أن تمويل الاستثمارات بديون متوسطة أو طويلة الأجل ، أو عن طريق التمويل الذاتي أو الأموال الخاصة ، كما يتوجب أن تمويل استخدامات الاستغلال باستخدام موارد الاستغلال ، أي يجب أن تغطي حقوق العملاء والمخزون وما يماثلها عن طريق ديون المورد.

1-1-2- قاعدة الاستدانة العظمى ( الاستقلالية المالية ) :

مفادها أن مجموع الديون المالية ( باستثناء الاعتمادات البنكية الجارية) يجب ألا يفوق الأموال الخاصة.

ويمكن التعبير عن هذه القاعدة باستخدام نسبة الاستقلالية المالية.

الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / الديون المالية.....(1).

إن الهدف من هذه القاعدة هو جعل المؤسسة تتمتع بالاستقلالية المالية ، أي ألا يفوق مجموع ديونها حجم الأموال الخاصة ، بمعنى أن يظل ملاك المؤسسة مساهمين في احتياطاتها أكبر من مقرضيهما .

<sup>(1)</sup> الياس بن ساسي ،التسيير المالي،دار وائل للنشر،الجزائر،2006 ، ص-ص. 301-304.

1-1-3- قاعدة القدرة على السداد :

تقوم هذه القاعدة على أن الديون المالية يجب ألا تتفوق ثلاث أضعاف القدرة على التمويل الذاتي السنوي المتوسط المقدر.

تستخدم النسبة التالية لمساعدة متخذ القرار المالي على مراقبة و التقيد بهذه القاعدة.

القدرة على السداد = مجموع الأصول / مجموع الديون.....(2)

مراقبة القدرة على السداد يعني أن تكون النسبة أقل من ثلاثة ، ويمكن أن تترجم هذه القاعدة على أن المؤسسة تستطيع تغطية مجمل ديونها باستخدام قدرتها على التمويل الذاتي ، أي أن القدرة على التمويل الذاتي لثلاث سنوات قادمة تغطي إجمالي الديون المالية .

بالإضافة إلى أن نسبة القدرة على السداد تشكل أساسا للمراقبة الداخلية من طرف متخذ القرار المالي وأساسا للمراقبة الخارجية عن طريق المقرض ، إذ وفي بعض الحالات حتى ولو أتخذ القرار دون احترام لهذه القاعدة فإن المقرض قد يرفض منح هذا القرض للمؤسسة ، خصوصا إذا كانت معايير الإقراض موحدة على مستوى البنوك والمؤسسات المالية .

1-1-4- قاعدة الحد الأدنى للتمويل :

يعني يجب أن تمول جزء من الاستثمارات ذاتيا ( في حدود الثلث ) ، وأن يغطي الباقي عن طريق الاستدانة. تهدف هذه القاعدة إلى تنويع مصادر تمويل المشاريع الاستثمارية ، وذلك عن طريق التمويل الذاتي في حدود الثلث والاستدانة في حدود الثلثين.

فإذا مولت المؤسسة استثمارا كليا بواسطة قرض فإن ذلك يزيد من احتمالات تحقق مجموعة من المخاطر كتضخيم مصاريف الاستدانة مقارنة بمردودية المشروع ، وإذا مول المشروع كليا بموارد ذاتية فإن ذلك قد يفوت فرص الاستدانة من الوفورات الضريبية المحققة بواسطة الاستدانة.

1-2- قيود أخرى:

إلى جانب القيود المالية المذكورة سابقا ، توجد مجموعة من القيود تفرض على المسؤول المالي مسار محدد لعملية التمويل ومنها :

1-2-1- الشكل القانوني للمؤسسة :

تختلف الطبيعة القانونية للمؤسسات ، فقد تكون مؤسسة خاصة أو عمومية ، كما قد تكون ضمن شركات الأموال ( شركة مساهمة ، شركة توصية بالأسهم مثلا ) ، أو ضمن شركات الأشخاص ( شركة تضامن ، شركة مسؤولية محدودة) ، وفي كل شكل قانوني هناك مصدر للتمويل يتوافق مع الأسس القانونية له ، فمثلا يمكن للشركة العمومية إصدار أوراق الاكتتاب العام للجمهور بمختلف أنواعها ، ويمكن لشركة المساهمة أن تفتح رأسمالها للمساهمة دون تحديد عدد معين للمساهمين ...الخ.

1-2-2- حجم المؤسسة :

تتخذ المؤسسات عدة أحجام ، وللحجم أثر في اختيار مصادر التمويل ، ومن المنطقي أنه كلما زاد حجم المؤسسة كلما وسع ذلك من إمكانية تنوع مصادر التمويل والعكس صحيح.

1-2-3- حالة سوق المال :

بعد الأزمات المالية التي شهدتها الأسواق المالية سنة 1987 وبين 1997 و1998 ، أصبح الاستثمار في الأوراق المالية يشكل خطراً لمصدرها والمستثمرين فيها على حد سواء ، لذا فإن حالة السوق المالي تؤثر على إمكانية تنوع مصادر التمويل للمؤسسة.

3- مخاطر التمويل:

يمكن تقسيم مخاطر التمويل إلى ثلاثة أنواع: (1)

3-1- المخاطر المادية :

هي تلك المخاطر التي قد تسبب تلف بعض السلع المادية التي هي نتاج العمل الذي مولناه ، وفي هذه الحالة لا يمكن تسديد المبالغ التي اقترضت مما يلحق خسائر للمؤسسة ومثل على ذلك : تلف المخزون بسبب طول مدة تخزينه وعدم طلبه من الزبائن أو بسبب وقوع حريق أو بسبب الاختلاس .

3-2- المخاطر الفنية:

هي تلك المخاطر التي تنبع من حقيقة أن مهارة تنفيذ المشروع ومستوى جودة البناء للمشروع قد لا تتناسب مع المخطط له من استغلال الاستثمار في الفترة الزمنية المحددة لذلك ، وينشأ عن ذلك مشروع غير مؤهل فنيا للاستغلال ، أو إذا نجح في ذلك المشروع فإنه يستهلك من أجل ذلك موارد أكثر من تلك التي حددها عند وضع الخطة ، وبالتالي تنشأ خسائر لم تكن في الحسبان ، لذلك تركز المصانع على الفنيين المهرة في العملية الإنتاجية .

3-3- المخاطر الاقتصادية:

هي تلك المخاطر الناجمة عن أسباب اقتصادية بحتة ، كخطر انخفاض حجم الطلب على المنتج النهائي أي انخفاض رقم الطلبات على الإنتاج التام الصنع ، مما يعني عدم الحصول على المردود الذي يسدد من خلاله أقساط التمويل وباقي الالتزامات الأخرى ، كما نجد خطر عدم كفاية الموارد اللازمة لإتمام المشروع ، والتي تتسبب في توقف العمل.

(1) طارق الحاج ، مرجع سبق ذكره ، ص -ص. 22-23.

المطلب الثاني : ماهية القرار التمويلي .

يعد قرار التمويل من أهم القرارات التي يتوجب على إدارة المؤسسة اتخاذها حتى تضمن الاستمرارية والنجاح، ومما لا شك فيه فترشيد هذا القرار يتوقف إلى حد كبير على طبيعة ونوعية المعلومات المتوفرة للمدير المالي وكذا كفاءته في استخدام هذه المعلومات.

أولاً: تعريف قرار التمويل.

يعرف قرار التمويل على انه: « عرض الأموال في المؤسسة.<sup>(1)</sup> والذي يتم من خلاله تحديد المزيج الأمثل لمصادر التمويل المختلفة سواء كانت مملوكة أو مقترضة». <sup>(2)</sup>

كما يعرف على أنه «يقوم بتحديد مصادر التمويل وكيفية المزج بين هذه المصادر من حيث الكم والنوع و المصدر». <sup>(3)</sup> فيجب على المسير المالي قبل اتخاذ القرار التمويلي و بعده أن يتأكد من أن الأموال المطلوبة ممكن أن: <sup>(4)</sup>

• توفيرها في الوقت المناسب.

• توفيرها خلال فترات زمنية مناسبة .

• توفيرها بأقل تكلفة ممكنة .

• استثمارها في المجال الأكثر فائدة .

ويعطى قرار التمويل ثلاث أنواع رئيسية من القرارات تتمثل في ما يلي: <sup>(5)</sup>

❖ اختيار الهيكل المالي: أي التوزيع بين الأموال المقدمة من طرف المساهمين والديون المالية.

❖ سياسة توزيع الأرباح: أي الاختيار بين إعادة استثمار النتيجة ( احتجاز الأرباح ) وبين توزيع الأرباح على المساهمين.

❖ الاختيار بين التمويل الداخلي ( التمويل الذاتي)، والتمويل الخارجي (الأموال المقدمة من طرف المساهمين أو الاستدانة المالية).

ومنه يمكن القول أن القرار التمويلي هو البحث عن المصادر المناسبة للحصول على الأموال وتقييم واختيار تلك المصادر للحصول على المزيج الأمثل بينها ،بشكل يناسب كمية ونوعية الاحتياجات والالتزامات المالية للمؤسسة ويعظم قيمتها.

<sup>(1)</sup> سفيان خليل المناصير ، القرارات المالية وأثرها في تحديد القرار الاستراتيجي ، دار حليب الزمان ، عمان ، 2010، ص. 39.

<sup>(2)</sup> عدنان تايه النعيمي ، افدارة المالية المتقدمة ، دار البازوري ، الأردن ، 2009، ص. 341.

<sup>(3)</sup> عقيل مفلح ، مرجع سبق ذكره ، ص. 393.

<sup>(4)</sup> سفيان خليل المناصير ، مرجع سبق ذكره ، ص.48.

<sup>(5)</sup> Gérard charreaux , Finance d'entreprise , 2<sup>eme</sup> édition, France,2000,P26

ثانيا: العوامل المؤثرة في قرار التمويل:

من أهم العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار ما يلي:<sup>(1)</sup>

1-تكلفة المصادر المختلفة للتمويل، أي تكلفة الدينار الواحد من كل مصدر.

2-عنصر الملائمة، بمعنى أن يكون مصدر التمويل ملائم للمجال الذي تستخدم فيه الأموال ، إذا كان تمويل رأس المال العامل مثلا هو الهدف من قرار التمويل ليس من الحكمة أن يكون تمويله بقرض طويل الأجل بل بقرض قصير الأجل سعيا وراء تخفيض التكلفة المرجحة للأموال إلى حدها الأدنى ، أما إذا كان الهدف من قرار التمويل هو التوسع أو شراء أصل رأس مالي ، من الحكمة حين إذن أن يتم تمويله إما عن طريق الملاك أو بقرض طويل الأجل.

3-وضع سيولة نقدية في المؤسسة لدى اتخاذ القرار، وسياستها المتجه في إدارة هذه السيولة ، فإذا كان هذا الوضع حرجا قد تضطر المؤسسة في تجاوز عامل التكلفة والبحث عن مصدر تمويل طويل الأجل لتجنب عوامل الضغط على السيولة في المستقبل ، وهكذا يصبح تاريخ الاستحقاق عاملا متحكما في مثل هذه الظروف .

4-القيود التي يفرضها المقرض على المؤسسة المقترضة، والتي تتعلق عادة بالضمانات المقدمة، أو سياسة توزيع الأرباح أو القيود على مصادر التمويل الأخرى.

5-المزايا الضريبية ، فمصادر التمويل الخارجي بشكل عام تحقق وفورات ضريبية تخفض من المتوسط المرجح لتكلفة الأموال وهو ما لا تحققه مصادر التمويل الداخلي ، ذلك على أساس أن الفوائد المدفوعة عن القروض تعتبر عبئا يحمل لربح المؤسسة على عكس التوزيعات التي تدفع للملاك والتي تعتبر توزيعا للربح لا عبئا عليه وبالتالي لا تدخل في احتساب الوعاء الضريبي.

**المطلب الثالث: المعلومات الملائمة لقرار التمويل:**

يتوقف النجاح في اتخاذ قرارات التمويل على مدى توفر المعلومات الملائمة لهذا القرار، ومن ثم قدرة المدير المالي في استخدام هذه المعلومات وتمثل هذه الأخيرة في:<sup>(2)</sup>

أولا : في حالة التمويل الخارجي : تشمل المعلومات الملائمة ما يلي :

- معدل الفائدة للسند والقرض.
- شروط السداد.
- القيمة الاسمية والسوقية، شروط الإصدار والقابلية للتحويل بالنسبة للسندات.
- نوع الضمانات والقيود الأخرى التي يفرضها المقرض على المؤسسة المقترضة .

<sup>(1)</sup> بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد وعلى الاستثمار ، رسالة الماجستير في إدارة الأعمال ، الجامعة الإسلامية، فلسطين ، 2005، ص-ص. 41-42.

<sup>(2)</sup> محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، دار وائل، الأردن، 2003، ص-ص. 288-289.

- القيمة العادلة للأصل المستأجر بعقد إيجار رأسمالي ، وكذلك القيمة المتبقية المضمونة أو غير المضمونة للأصل المستأجر.
  - مخاطر الرفع المالي.
- ثانيا : حالة التمويل الداخلي للملاك : تشمل المعلومات الملائمة ما يلي :
- القيمة الاسمية للسهم العادي أو الممتاز.
  - القيمة السوقية للسهم العادي أو الممتاز.
  - معدل الفائدة المدفوع للسهم الممتاز بالمقارنة مع كوبون السند ومعدل الفائدة السوقية.
  - تكلفة الفرصة البديلة أي العائد على الاستثمار المتوقع في مجالات أخرى خارج المؤسسة.
  - السياسات الإدارية المطبقة بشأن توزيع الأرباح.

### المبحث الثاني: مصادر التمويل ومعايير اتخاذ.

تعتبر عملية أو طريقة حصول المؤسسة على ما تحتاج إليه من أموال لتلبية احتياجاتها من أكبر انشغالاتها، وهذا راجع لما تكسبه من تأثير على مشاريعها الاستثمارية، وفي هذا الخصوص نجد عدة طرق للتمويل أهمها:

#### المطلب الأول: مصادر التمويل المتاحة:

أولاً: مصادر التمويل الداخلية ( التمويل الذاتي): نقصد بالتمويل الداخلي للمؤسسة مجموعة الموارد التي يمكن للمؤسسة الحصول عليها بطريقة ذاتية دون اللجوء إلى الخارج، أي مصدرها ناتج عن دورة الاستغلال للمؤسسة، وتمثل أساساً في التمويل الذاتي.<sup>(1)</sup>

#### 1- تعريف التمويل الذاتي:

يمكن تعريف التمويل الذاتي على أنه : « الأموال المتولدة عن العمليات الجارية للمؤسسة أو من مصادر ثانوية دون اللجوء إلى مصادر خارجية»<sup>(2)</sup> فدورة الاستغلال في المؤسسة ينتج عنها أرباح كافية لضمان استمرارية المؤسسة ، فالجزء غير الموزع من هذه الأرباح يضاف إلى رأس المال الموجود في المؤسسة . كما يمكن تعريفه على انه : « عبارة عن ذلك المصدر التقليدي لتمويل المؤسسة والذي يتم تغذيته إما من علاوات الإصدار المتعلقة بمحصول المساهمين أثناء إصدار الأسهم من طرف المؤسسة أو المتأتية من الموارد الداخلية الناتجة عن إعادة الاستثمار الجزئي أو الكلي للأرباح المحققة وكذا مخصصات الاهتلاكات والمؤونات»<sup>(3)</sup>.

وبذلك يجب أن نفرق بين مفهوم القدرة على التمويل والتمويل الذاتي.

<sup>(1)</sup> عبد الغفار حنفي، الادارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص. 263.

<sup>(2)</sup> مبارك لسلوس ، التسيير المالي ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2004 ، ص . 179.

<sup>(3)</sup> أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية ، دار العلوم ، الجزائر ، 2008 ، ص . 27.

فالقُدرة على التمويل الذاتي هي عبارة عن الفائض النقدي المحقق من طرف المؤسسة بعد طرح توزيع أرباح الشركاء واقتطاع جميع المصاريف المالية والجبائية، بحيث يمكن كتابة العلاقة التالية :

القُدرة للتمويل الذاتي = نتيجة الدورة الصافية + حصص الاهتلاكات + حصص المخصصات  
والمؤونات ذات الطابع الاحتياطي .....(3)

أما التمويل الذاتي فهو المبلغ المتبقي لدى المؤسسة من قدرة التمويل الذاتي بعد توزيع الأرباح على أصحاب المؤسسة، ويمكن التعبير عنه بالعلاقة التالية:

التمويل الذاتي = قدرة التمويل الذاتي - الأرباح الموزعة .....(4)

2-مكونات التمويل الذاتي:

إن المؤسسة تعتمد على التمويل الذاتي بشكل أساسي لتحقيق هدف البقاء والنمو، وذلك من خلال العناصر المكونة لرصيد التمويل الذاتي.

2-1-الاهتلاكات:

تعرف الاهتلاكات على أنها «تقدير الخسارة الناتجة من قيمة الأصل الثابت التي تهتك عبر الزمن ، كما عرفت على أنها عملية تناقص القيمة المحاسبية لأصل من الأصول، ناتج عن استعماله أو عن الزمن أو عن تطور التكنولوجيا أو آثار أخرى». (1)

كما يمكن تعريفها على أنها « عبارة عن توزيع تكلفة شراء الأصل الثابت، أو الفرق بين تكلفة الشراء والإيرادات المتوقعة لبيع هذا الأصل في نهاية عمره الإنتاجي مقسمة على عدد السنوات التقديرية لاستخدام هذا الأصل ، ويمثل قسط الاهتلاك تكاليف الإنتاج التي تخص دورة الاستغلال والمتعلقة باستخدام الأصل الثابت». (2)

2-2-المؤونات:

تعرف المؤونات على أنها « مكون مالي من أموال المؤسسة يحتجز لغرض مواجهة خسائر محتملة ، أو أعباء ممكنة الحدوث في المستقبل، وتبقى مجمدة داخل المؤسسة إلى حين تحقق الخطر أو العبء ، الذي كونت من اجله هذه المؤونات أو زوال الخطر المحتمل». (3)

كما تعرف المؤونات أيضا على أنها « مقابلة الانخفاض غير العادي في قيمة الأصول ، وعلى المؤسسة أن تسعى إلى تفادي هذا الانخفاض». (4)

(1) ناصر دادي عدون ، تقنيات مراقبة التسيير "التحليل المالي " ، دار الحمديّة ، الجزائر ، 1990 ، ص. 27.

(2) هوام جمعة ، تقنيات المحاسبة العميقة ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، الجزء 1، 2000، ص. 53.

(3) أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره ، ص. 30.

(4) ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره ، ص. 28 .

لذلك نميز بين عدة أنواع من المؤونات منها:<sup>(1)</sup>

• المؤونات القانونية :

هي ذات طابع ضريبي لهذا لا يتوقع من ورائها خسائر ، حيث ألزم المشرع تكوينها ، وهي لا تؤدي إلى فرض ضريبة مستقبلية ، أي أنها لا تتحمل عنها المؤسسة ضرائب خلال مدة تكوينها ، ومثال ذلك : مخصصات تدنى قيمة المخزون ، مخصصات تدنى الأوراق المالية... الخ.

• مؤونات الأخطار والتكاليف :

هذه المؤونات مكونة لتغطية أخطار أو أعباء محتملة عند نهاية الدورة الاستغلالية دون تكون هناك إمكانية تخصيصها كغطاء لعامل خاص بالأموال ، وأهم هذه المؤونات نجد مؤونة الضمانات المقدمة للزبائن ، مؤونة المنازعات ، مؤونة من اجل الإصلاحات الكبرى... الخ.

2-3- الأرباح غير الموزعة ( المحتجزة):

تعرف الأرباح المحتجزة على أنها « ذلك الجزء من الإيرادات المالية الذي لا يوزع على حملة الأسهم بل يحتفظ به ويعاد استثماره في المشروع ». <sup>(2)</sup>

كما تعرف أيضا « الأرباح المتحصل عليها من النتيجة الإجمالية بعد اقتطاع الضريبة والتوزيعات على الأرباح منها ". وهي بذلك تعبر عن ما حققته المؤسسة فعلا من نشاط خلال الدورة المالية ، وتمثل النتيجة الصافية للدورة والتي لم تقم بتوزيعها بحيث تحتفظ بها إما كإحتياطات تبقى تحت تصرفها ، أو في صورة نتائج رهن التخصيص بهدف تلبية احتياحات التوسع والنمو ومواجهة الطوارئ ، وتعد الأرباح المحتجزة أقل تكلفة من مصادر التمويل الأخرى». <sup>(3)</sup>

وتتمثل عناصر الأرباح المحتجزة فيما يلي :

• الاحتياطي القانوني: هو الحد الأدنى من الاحتياطي الذي لا بد للمؤسسة من تكوينه ( وحده القانوني

5% من صافي الربح على أن لا يتعدى 10% من رأس مال الشركة ) ، ويستخدم في تغطية خسائر المؤسسة.

• الاحتياطي النظامي: يتم تكوينه طبقا للنظام الأساسي للمؤسسة حيث يشترط هذا الأخير وجوب

تخصيص نسبة معينة من الأرباح السنوية لأغراض معينة وهو غير إجباري.

• الأرباح المرحلة : ونقصد بها المبلغ المتبقي بعد عملية توزيع الأرباح السنوية والذي يقترح مجلس

الإدارة ترحيله إلى السنة التالية ، ويستخدم هذا الفائض كاحتياطي لمواجهة أي انخفاض في

<sup>(1)</sup> شبايكي سعدان ، المحاسبة حسب المخطط الوطني المحاسبي ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 1999 ، ص. 24.

<sup>(2)</sup> سمير محمد عبد العزيز ، الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية وقياس الربحية التجارية والقومية ، مكتبة الإشعاع ، الإسكندرية ، مصر ،

2000 ، ص. 119.

<sup>(3)</sup> مبارك لسوس ، مرجع سبق ذكره ، ص. 179.



الأرباح المحققة في السنوات المقبلة التي قد تؤدي إلى عدم قدرة المؤسسة على إجراء توزيعات مناسبة على حملة الأسهم.

3-مزايا وعيوب التمويل الذاتي:

3-1-مزايا التمويل الذاتي:

للتموليل الذاتي مجموعة من المزايا نذكر منها: (1)

- ❖ يحافظ التمويل الذاتي على الاستقلالية المالية للمؤسسة ، إذ لا تقع عليه رقابة من قبل الدائنين ، ويتيح للمؤسسة حرية التصرف فيه.
- ❖ في حالة ارتفاعه ، التمويل الذاتي يساعد المؤسسة على التوسع .
- ❖ السرعة في اتخاذ قرار الاستثمار.
- ❖ يعتبر التمويل الذاتي المصدر الأول والأساسي بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية التي يتعذر عليها الحصول على حاجتها من الأموال من مصادر أجنبية، وخاصة عند انعدام الضمانات أو نظرا لارتفاع أسعار الفائدة المطبقة على القروض.
- ❖ يتيح للمؤسسة فرصة إعادة استثمار الأرباح المحتجزة في حالة عدم أخذ المساهمين لنصيبهم منها، مما يدعم القدرة الإقتراضية للمؤسسة بواسطة حقوق الملكية .
- ❖ يمنح المؤسسة وضعية ملائمة للتفاوض مع الشركاء الجدد فيما يتعلق برأس المال المقدم أو للتعاقد مع البنوك.

3-2- عيوب التمويل الذاتي:

- بالرغم من المزايا التي يتمتع بها التمويل الذاتي فإنه لا يخلو من العيوب ويمكن أن نذكر منها: (2)
- ❖ إن تدعيم سياسة التمويل الذاتي عن طريق أقساط الاهتلاك في السنوات الأولى يؤدي إلى زيادة تكلفة السلع المنتجة، والتي من شأنها أن تؤدي إلى ارتفاع الأسعار ، والذي يكون على حساب المستهلك ، وكذا انخفاض تنافسية المؤسسة في السوق.
- ❖ الاعتماد المفرط على هذا النوع من مصادر التمويل ، يؤدي إلى النمو البطيء وحرمان المؤسسة من الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة والمرجحة.
- ❖ قد يؤدي عدم توزيع الأرباح على المساهمين والمستخدمين ، وضمها إلى التمويل الذاتي فقدان اهتمامهم بالمؤسسة .

(1) Jean Lachman , le Financement des stratégies de l'innovation, E.D.Economica, France, 1993, P122

(2) عبد الباسط وفاء، مؤسسات رأس المال مخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة ، دار النهضة العربية ، مطبعة إسرائ ، الأردن ،

❖ يكون التمويل الذاتي عائقاً لتطور المؤسسة عندما تعتمد عليه بصورة كبيرة، لأنه عادة ما لا يكفي لتغطية كل الاحتياجات المالية، فيتوجب عليها إما اللجوء إلى القروض الخارجية وإما الاستثمار بقدر الأموال المتاحة لها وبالتالي تفويت الفرص على المؤسسة.

❖ يرى البعض أن الأموال الناتجة عن التمويل الذاتي ليس لها أي تكلفة، لهذا تلجأ بعض المؤسسات إلى توظيفها في استثمارات ذات ربحية ضعيفة، مما ينتج عنه في النهاية سوء استخدام الموارد المالية للمؤسسة.

ثانياً: مصادر التمويل الخارجية.

مصادر التمويل الخارجية هي تلك الأموال التي يحصل عليها المشروع من مصادر خارجية. بموجب شروط وإجراءات لا بد من تنفيذها، والتي تتحدد في السوق المالي، كما يعد التمويل الخارجي مكملًا للتمويل الداخلي. ويمكن تقسيم مصادر التمويل الخارجية إلى التمويل بالملكية والتمويل بالدين.

1- التمويل بالملكية:

إن مصدر التمويل الممتلك هو عبارة عن رأس المال الممتلك أي مجموع الأموال التي تمتلكها المؤسسة، وتأخذ مصادر التمويل المملوكة الأشكال التالية:

1-1- الأسهم العادية :

1-1-1- تعريف الأسهم العادية:

تعرف الأسهم العادية على أنها «هي وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام، ولها قابلية على التداول، وغير قابلة للتجزئة ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد أي أنها أبدية على طول عمر المشروع، ولا تلتزم بتوزيع أرباح ثابتة سواء من حيث تحديد قيمة هذه الأرباح أو فترات استحقاقها وتحسب قيمة وعدد الأسهم المصدرة بعد تقدير حجم الأموال المستثمرة، وبعد ذلك يتم تحديد كيفية إصدار الأسهم وسعر الإصدار»<sup>(1)</sup>.

وللأسهم العادية عدة قيم نذكر منها مايلي:<sup>(2)</sup>

❖ قيمة الإصدار: وهي القيمة التي يتم على أساسها الإصدار، فإذا كانت قيمة الإصدار أكبر من القيمة الاسمية تنتج علاوة إصدار.

❖ القيمة الاسمية: التي تمثل المبلغ المنصوص عليه في عقد تأسيس المشروع، وتكون مدونة على صك السهم، وفي بعض الأنظمة قد يحدد التشريع حد أدنى معيناً للمشاريع لإصدار أسهمها العادية.

❖ القيمة السوقية: والتي تتحدد وفقاً لمؤشرات العرض والطلب في سوق الأوراق المالية، ولذلك فإن هذه القيمة تمتاز بالتغير المستمر اعتماداً على تلك المؤشرات، فترتفع عندما يتوقع

<sup>(1)</sup> دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص. 120.

<sup>(2)</sup> مبارك لسلوس، مرجع سبق ذكره، ص-ص. 199-201.

المتعاملون في سوق الأوراق المالية تحقيق المشروع لأرباح نتيجة لوضعها الاقتصادي والمالي المتين ، وتنخفض في حالة العكس أي توقع الخسارة والفشل .

❖ القيمة الدفترية: وهي حاصل قسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم في حالة إصدار المشروع لهذا النوع من الأسهم فقط.

1-1-2- مزايا وعيوب التمويل عن طريق الأسهم العادية :

✓ المزايا:

من المزايا التي تحصل عليها المؤسسة بإصدارها الأسهم العادية وهي: (1)

- ليس لها تكاليف ثابتة مقارنة بالسندات والأسهم الممتازة، حيث تستطيع المؤسسة احتجاز الأرباح بما يحقق مصلحة المؤسسة، وفي حالة عدم تحقيق أرباح فليس لحاملي الأسهم الحق بمطالبتها.
  - ليس السهم العادي أجل محدد للتسديد، ولا يهتم على المؤسسة رد قيمة السهم في موعد محدد.
  - زيادة الأسهم العادية تزيد من الثقة الائتمانية بالمؤسسة وزيادة قدرتها على الاقتراض.
  - تتمتع الأسهم العادية بمرونة عالية وسهولة تسويقها بالمقارنة مع أدوات الدين .
- ✓ العيوب:

من المساوئ التي تنجر عن اللجوء إلى هذا النوع من التمويل نذكر: (2)

- احتمال فقدان السيطرة على إدارة المؤسسة، وذلك بسبب التبادل السريع للأسهم، حيث تستطيع أي جهة شراء الأسهم المتداولة، وبالتالي ممارسة الضغوط على الإدارة الحالية، وهذا العامل يعتبر خطير خاصة في المنشآت صغيرة الحجم.
- ارتفاع تكلفة إصدار الأسهم.
- خضوع أرباحها الموزعة للضريبة.
- انخفاض العائد على السهم مع زيادة عدد الأسهم .

1-2-2- الأسهم الممتازة:

1-2-1- تعريف الأسهم الممتازة:

تعرف الأسهم الممتازة على أنها « أداة مالية مهجنة تجمع بين صفات أداة المديونية ( السندات ) ، وأداة الملكية ( السهم العادي ) »،<sup>(3)</sup> فهي تشبه السندات من حيث أنها تأتي في مرتبة سابقة للأسهم العادية ، وإن كانت تالية للسندات عند الحصول على العائد الدوري واستيفاء حقوق حملتها عند تصفية المؤسسة ، ويمكن للأسهم الممتازة أن تصدر كالسندات بشروط تكفل استدعاءها وتحويلها إلى أسهم عادية

(1) عبد الحليم كراحة وآخرون ، الإدارة والتحليل المالي ، أسس مفاهيم تطبيقات ، دار الصفاء ، عمان ، الأردن ، ط2 ، 2002 ، ص.28.

(2) نفسه ، ص-ص. 90-91.

(3) ارشد فواد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية ، دار المسير ، عمان ، الأردن ، 2004 ، ص. 66.

بشروط معينة ، ومن ناحية أخرى تشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية من حيث أنها تعتبر أيضا سند للملكية ، له قيمة اسمية وقيمة سوقية ويرتبط أجله بوجود واستمرار المؤسسة، وتتماثل كل من الأسهم الممتازة والأسهم العادية من ناحية المعاملة الضريبية ، حيث لا تعتبر التوزيعات المقررة لكل منهما ( بخلاف فوائد السندات) من التكاليف الواجبة الخصم وصولا لوعاء الضريبة على الدخل ، كما أن عدم سداد التوزيعات المقررة لكل من حملة الأسهم الممتازة وحملة الأسهم العادية لا يترتب عليه إفلاس الشركة بخلاف الحال في حالة توقف الشركة عن سداد حقوق الدائنين وحملة السندات<sup>(1)</sup>.

1-2-2-2-1- مزايا وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة:

1-2-2-2-1- مزايا التمويل بالأسهم الممتازة:

للتحويل بالأسهم الممتازة مزايا نذكر منها:<sup>(2)</sup>

- ليس لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت في مجلس الإدارة ولا حق الاشتراك في التسيير الإداري إلا في حالات منصوص عليها في عقد إصدار هذه الأسهم.
- ليس للسهم الممتاز تاريخ تسديد إلا إذا نص على ذلك في عقد الإصدار وهذا يمنح المؤسسة ميزة استبدالها بسندات إذا انخفضت معدلات الفوائد في السوق المالية.
- زيادة حجم أموال الأسهم الممتازة ضمن الأموال الدائمة للمؤسسة يخفض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة، مما يدعم مركز المؤسسة في قدرتها على الاقتراض.
- تعطى الأولوية في الحصول على القيمة عند التصفية بالمقارنة لحملة الأسهم العادية .

1-2-2-2-1- عيوب التمويل بالأسهم الممتازة :

يمكن حصر عيوب التمويل بالأسهم الممتازة فيما يلي:<sup>(3)</sup>

- تكون تكلفة الأسهم الممتازة عادة أعلى من تكلفة الاقتراض، حيث أن حصص الأرباح لا تطرح من الوعاء الضريبي على عكس فوائد القروض.
- معدل العائد محدد مسبقا بصرف النظر عن صافي الدخل.
- التقلب في سعر السهم الممتاز أكبر من التقلب في سعر السند.

2- التمويل بالدين :

تلجأ المؤسسة إلى مصادر التمويل البديل في حالة ما لم تكن تكتفي بالمصادر الداخلية ومصادر التمويل بالملكية.

<sup>(1)</sup> عاطف وليم اندراوس ، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2008، ص .377.

<sup>(2)</sup> مبارك لسوس ، مرجع سبق ذكره ، ص .185.

<sup>(3)</sup> عبد الغفار حنفي، أسواق المال ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2000 ، ص .254.

2-1-السندات :

2-1-1-تعريف السندات:

يعرف السند على أنه « صك مديونية يثبت أن مالك السند مفوض لمصدر السند، وهي أوراق مالية ذات دخل ثابت ، تتمتع بقابلية التداول، وهي تمثل عقد طويل الأجل تلتزم بموجبه المؤسسة بتسديد دفعات دورية من الفوائد ، ويتراوح أجل السندات من 20-30 سنة ، إلا أنه سادت في الآونة الأخيرة سندات ذات أجل تنحصر بين 7-10 سنوات»<sup>(1)</sup>.

2-1-2-أنواع السندات : يمكن أن نصف السندات كما يلي:<sup>(2)</sup>

❖ من حيث الملكية : هناك سندات اسمية وسندات لحاملها ، فالأولى يسجل اسم صاحبها (حاملها) عليها وتفيد في السجلات المحاسبية ، ويتم التنازل عنها كتابيا عند بيعها في السوق المالية ، على عكس الثابتة التي يمثل وجودها عند حاملها سند لامتلاكها.

❖ من حيث درجة الضمان: هناك سندات مضمونة برهن أصل من الأصول لضمان استرجاع قيمة السند مع الفائدة، وسندات غير مضمونة وضمانها الوحيد هو المركز الائتماني للمؤسسة محل الاستثمار.

❖ من حيث نوع الإيراد المتحصل عليه : هناك سندات عليها فائدة ثابتة دورية مدونة في عقد الإصدار وسندات تتضمن إيراد غير ثابت ، فجزء من الإيراد يمثل فائدة دورية بمعدل ثابت وجزء متغير حسب الأرباح التي تحققها المؤسسة .

❖ من حيث ما للحامل من امتيازات : هناك سندات قابلة للتبديل ، سندات قد يكون التبديل بطلب من حامل السند أو من المصدر ، فتستبدل السندات ذات المعدل الثابت للفائدة بالمعدل المتغير ، وهناك سندات قابلة للتحويل إلى أسهم.

❖ من حيث سعر الفائدة المحدد: هناك سندات تقليدية والتي يكون فيها معدل الفائدة ثابتا طيلة فترة القرض، وهناك سندات بمعدل فائدة متغير حسب معدل الفائدة في السوق، وحسب الظروف الاقتصادية المحتملة، وهناك سندات بمعدل فائدة متحركة بموجب عقد الإصدار.

❖ حسب طبيعة التسديد: هناك من السندات ما يتضمن عقد الإصدار كيفية تسديدها عند ميعاد استحقاقها، وأخرى يحقق للمؤسسة تسديدها قبل موعد استحقاقها لغرض التقليل من الديون على المؤسسة وثالثة يمكن للمؤسسة تمديد التسديد إلى ما بعد تاريخ الاستحقاق.

❖ حسب الجهة هنا نميز بين السندات الحكومية التي تصدرها الحكومات لغرض تمويل مؤسسات ذات مصلحة عامة والسندات الخاصة التي تصدرها شركات المساهمة لغرض الحصول على موارد التمويل.

<sup>(1)</sup> عدنان تايه النعيمي مرجع سبق ذكره ، ص 168.

<sup>(2)</sup> مبارك لسوس ، مرجع سبق ذكره ، ص-ص 187-188.

2-1-3- مزايا وعيوب التمويل بالسندات :

يمكن أن تكون للتمويل بالسندات آثار ايجابية ، كما يمكن أن تكون له آثار سلبية ، نحاول إجمال هذه الآثار في (1):

✓ المزايا:

- يعتبر هذا النوع من التمويل أقل تكلفة مقارنة بالتمويل بالأسهم ذلك ما تبرره الوفورات الضريبية التي تنتج عنه .
  - يتيح للمؤسسة فرصة المحافظة على استقلالية التسيير ، بحيث لا يمنح للمقترضين حق التصويت في الجمعية العامة .
  - تنخفض تكلفة إصدار السندات مقارنة بتكلفة إصدار الأسهم .
  - يمكن تحديد مقدار الفوائد الواجب دفعها مباشرة عند الإصدار، وكذا تحديد المدة اللازمة لتسديد الدين وبالتالي فإن نسبة الفوائد لا تتغير تبعاً لمستوى الأرباح، بعكس حالة الأسهم.
- ✓ العيوب:

- الخطر الذي يتعرض له المكتتب نتيجة التقلبات في أسعار الفائدة ( ارتفاعها) وكذا خطر الإمضاء المتمثل في عدم ملاءة المقترض ، مما يؤدي إلى عدم تسديد أصل القرض والفوائد عند الاستحقاق إلا انه يمكن التقليل من هذه المخاطر بواسطة الضمانات.
- يمنح عقد القرض السندي الحق للمقترض في فرض مجموعة من القيود على المؤسسة منها حق حصول المؤسسة على قروض جديدة ، حق عدم بيع وشراء الأصول الثابتة ، منع إجراء توزيعات أو التخفيض من نسبتها .
- القرض السندي مرتبط بموعد استحقاق ، ومن ثم يجب على المؤسسة العمل على توفير قدر كبير من الأموال لغرض تسديد الدين عند تاريخ الاستحقاق .
- تترتب على القرض السندي تكلفة مرتفعة نتيجة لتسديد الفوائد ، حيث أن الفشل في تسديد هذه الفوائد قد يعرض المؤسسة إلى الإفلاس .

2-2- الائتمان التجاري والمصرفي:

2-2-1- الائتمان التجاري: هو عبارة عن التسهيلات بالدفع التي يمنحها المورد للمشتري عند قيام الأخير بشراء بضاعة إعادة بيعها أو شراء مواد خام لتصنيعها وبيعها.(2)

(1) منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في التحليل المالي والائتماني ، دار وائل للنشر ، ط2، عمان ، الأردن ، 2003 ، ص . 57.

(2) عاطف وليم أندراوس ، مرجع سبق ذكره ، ص. 391.

فعندما تشتري المؤسسة (المشتري) بضاعة أو مواد أولية أو خدمات من شركة أخرى (المورد) فإنها لا تضطر إلى دفع ثمن هذه المشتريات نقداً، وخلال هذه الفترة وحتى تاريخ دفع قيمة هذه البضاعة، فإن المؤسسة (المشتري) تصبح مدينة للمورد، وتدون قيمة هذه البضاعة بقائمة المركز المالي للمؤسسة تحت حساب المورد أو حساب أوراق الدفع بجانب الخصوم، بينما تظهر قيمة هذه البضاعة بقائمة المركز المالي للمؤسسة الموردة (البائع) تحت حساب الذمم بجانب الأصول ويشكل هذا ما يسمى بالتمويل قصير الأجل في شكل ائتمان تجاري بسبب وجود فترة بين تاريخ استلام البضاعة ودفع الثمن.<sup>(1)</sup>

وفي ضوء ذلك نستطيع القول أن الائتمان التجاري يوفر السيولة النقدية للمشاريع التي لا تستطيع الحصول على الأموال عن طريق وسائل تمويل أخرى بسبب ظرف مالي أو قانوني وبالتالي فهو يعتبر أكبر مصدر للديون قصيرة الأجل وأحد الوسائل المهمة في الوقت الحاضر، وتختلف أهمية التمويل التجاري من مشروع إلى آخر من حيث فترة الائتمان وحجم نشاط المشروع وملاءته المالية وقدرته الائتمانية.<sup>(2)</sup>

#### 2-2-2- الائتمان المصرفي:

يقصد بالائتمان المصرفي القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك، ويأتي هذا النوع من الائتمان في المرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري، وذلك من حيث درجة اعتماد المؤسسة عليه كمصدر للتمويل قصير الأجل، ويتميز الائتمان المصرفي بأنه أقل تكلفة من الائتمان التجاري في الحالات التي تفشل فيها المؤسسة في الاستفادة من الخصم كما يتميز مصدر التمويل للأصول الدائمة للمؤسسات التي تعاني صعوبات في تمويل تلك الأصول من مصادر طويلة الأجل.<sup>(3)</sup> ومن القواعد العامة التي يستحسن على المؤسسة استخدامها في حالة اختيار البنك ما يلي:<sup>(4)</sup>

❖ لا بد أن يتناسب حجم البنك مع حجم المؤسسة التي يعتمد الحصول على قروض منه، ويرجع ذلك إلى أن هناك قيود اقتصادية وقانونية على مقدار القروض التي يمكن لأي بنك أن يمنحها للعميل الواحد.

❖ على المؤسسة أن تختار البنك الذي يتبع سياسات تتماشى مع حاجياته وظروفه، حيث أنه من المعروف أن البنوك تختلف فيما بينها في شروط منح الائتمان.

(1) عبد الحليم كراجه، مرجع سبق ذكره، ص. 73.

(2) دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص. 124.

(3) منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره ص. 145.

(4) محمد صالح الخناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص. 396.

❖ يجب على المؤسسات أن تتجنب التعامل مع البنوك التي لا تتعامل مع البنوك الأخرى بعلاقات حسنة أو مع البنك المركزي.

❖ ينبغي التعامل مع البنوك القوية ذات المركز المالي السليم والإدارة الواعية والرشيدة ، وبصورة عامة يجب أن يكون الاختيار حكيماً منذ البداية حتى يمكن إنشاء اتصال مرضي وفعال بين المؤسسة والبنك الذي تتعامل معه ومثل هذه العلاقة كفيلة بمنح ظهور أي نزاع في المستقبل.

2-3-3- التمويل بالاستئجار :

2-3-1- تعريفه :

تشير عملية الاستئجار إلى اتفاق بين منشأتين ، بحيث تقوم المنشأة المستأجرة باستخدام أحد الأصول المملوكة للمنشأة الأخرى ، وذلك لمدة سنة أو أكثر في مقابل التزامها بدفع مبلغ معين، ووفقاً لهذا الأسلوب تستطيع المنشأة المستأجرة أن تستفيد من خدمات الأصل الذي تحتاج إليه لمدة زمنية معينة دون الحاجة لشراؤه.<sup>(1)</sup>

2-3-2- أشكاله :

ينقسم التمويل بالاستئجار إلى :

2-3-1- الاستئجار التشغيلي :

يسمى أيضاً باستئجار الخدمة لأنه يوفر للمؤسسة خدمتي التمويل والصيانة حيث نجد :<sup>(2)</sup>

❖ استئجار الخدمة يشمل الأجهزة كالحاسبات، السيارات... الخ.

❖ يتولى المؤجر عادة صيانة وخدمة الجهاز.

❖ يتم الاتفاق كتابة الاستئجار الأصل عادة ما تكون مدة الاستئجار أقل من العمر المتوقع للأصل المستأجر ، وهذا يعني أن تكلفة الاستئجار لا تغطي تكلفة الأصل بالكامل وهذا النوع من الاستئجار يعطى الحق للمؤجر أو المستأجر بإلغاءه وفسخه قبل انتهاء مدة العقد الأساسية .

2-3-2- الاستئجار التمويلي :

هذا النوع من الاستئجار لا يشمل خدمات الصيانة، كما أنه لا يمكن إلغاؤه قبل المدة المتفق عليها ولذلك يعطى للمؤجر كامل تكلفته مضاف إلي ذال معدل للعائد المناسب.

<sup>(1)</sup> محمد صالح الخناوي، نبال فريد مصطفى ، أساسيات الإدارة المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2001، ص 232.

<sup>(2)</sup> مبارك لسوس ، مرجع سبق ذكره ، ص 195.



ويتميز الاستئجار المالي بالخصائص التالية: (1)

❖ تقع الأعباء الخاصة بصيانة وخدمة الأصول المستأجرة على عاتق المؤسسة التي تقوم بالاستئجار.

❖ لا يستطيع المستأجر إيقاف عملية الاستئجار وإنما عليه الاستمرار في سداد أقساط الاستئجار حتى نهاية العقد.

❖ يستمر عقد الاستئجار المالي لفترة زمنية طويلة نسبياً تتفق عادة مع الحياة الإنتاجية للأصل، وبالتالي يستهلك الأصل بالكامل خلال هذه الفترة.

2-3-2-3- البيع ثم الاستئجار :

في هذا النوع من الاستئجار تقوم المنشأة المالكة للأصل (أراضي، معدات... ببيعها إلى منشأة أخرى ثم تقوم في نفس الوقت باستئجار الأصل المباع لمدة محددة وبشروط خاصة. (2)

2-3-3- مزايا وعيوب التمويل بالاستئجار:

✓ المزايا:

للتمويل بالاستئجار مزايا نذكر منها: (3)

❖ المرونة وهي مرونة الشراء وذلك تفادياً لمخاطر التقادم.

❖ عدم وجود قيود بالمقارنة مع قيود الاقتراض من البنك.

❖ تمويل بنسبة 100%.

❖ التزام أقل في حالات الإفلاس وإعادة التنظيم.

❖ يعتبر أسلوب التمويل التأجيري بديلاً ملائماً لتمويل عمليات الاستثمار المتاحة بالمقارنة بأساليب التمويل الأخرى الربوية وخاصة في الدول الإسلامية .

❖ تفادي المؤسسة بعض الأعباء الإدارية وتسهيل عليها الإجراءات المحاسبية والضريبية ، فحساب اهتلاك المعدات محل التمويل تقع على عاتق المؤجر.

✓ العيوب:

تتلخص أهم عيوب هذا النوع من التمويل فيما يلي: (4)

❖ في العادة لا يسمح للمؤسسة المستأجرة بإدخال تحسينات على الأصول المستأجرة لكون ملكيتها تعود للمؤجرة .

(1) عبد الحليم كراجه، مرجع سبق ذكره ، ص. 100.

(2) محمد صالح الحناوي ، الإدارة المالية والتمويل ، مرجع سبق ذكره ، ص. 183.

(3) سيد الهواري ، الإدارة المالية ، منهج اتخاذ القرارات ، مركز الكتب الأردني ، الأردن ، 1995 ، ص. 206.

(4) نفسه ، ص. 206.

- ❖ القيمة الباقية من الأصل تعود للمؤجر بعد نهاية فترة الاستئجار.
- ❖ تكلفة الفائدة في الاستئجار غالبا ما تكون أعلى من تكلفة الفائدة في الاقتراض.
- ❖ قد تخضع المعدات المستأجرة للإهلاك التطوري، فلا تصبح تماشي مع التكنولوجيا السائدة في العمليات الإنتاجية، فتبقى المؤسسة المستأجرة تسدد الدفعات السنوية دون أن تستفيد من المعدات خاصة تلك المرتفعة الإيجار.

المطلب الثاني: معايير اختيار مصادر التمويل.

أولا: معايير المردودية المالية:<sup>(1)</sup>

في اقتصاديات سوق المال المنتشرة تسارع كبير مؤخرا ، فإن معظم المؤسسات الاقتصادية تسعى إلى تعظيم الأرباح وبالتالي تنامي أرباح الأسهم ، والذي يتحقق من خلال تعظيم المردودية المالية والتي تحسب بالعلاقة التالية :

المردودية المالية = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة.....(5)

هذه هي العلاقة الأبسط والأسهل حسابيا للمردودية المالية ، إذ تسعى المؤسسة إلى أن تكون نسبة النتيجة الصافية إلى الأموال الخاصة أكبر ما يمكن أي تحقيق نتيجة موجبة بأقل حجم من الأموال الخاصة ممكن ، وبالتالي يتعاطم الربح على الأسهم ، كما تتعاطم القدرة على التمويل الذاتي .

إلا أن المردودية المالية يمكن حسابها بدلالة كل من نسبة الهيكل المالي ( الاستقلالية المالية ) ، والمردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة والضريبة على الربح ، وهو ما يعرف بعلاقة أثر الرافعة المالية والتي يمكن من خلالها إعادة كتابة علاقة المردودية المالية كالآتي :

المردودية المالية = المردودية الاقتصادية + أثر الرافعة المالية.....(6)

حيث أن المردودية الاقتصادية هي عائد الأصول الاقتصادية للنتيجة الاجمالية للاستغلال وتعبر عنها بالمعادلة

التالية : المردودية الاقتصادية = نتيجة الاستغلال / مجموع الأصول الاقتصادية.....(7)

هذا الشكل الجديد للمردودية المالية والذي يجوى العناصر المتحركة في مصادر التمويل يمكن استخدامه كآلية لاتخاذ القرار التمويلي ، وذلك اعتمادا على أثر الرافعة المالية .

ثانيا: معايير الرافعة المالية.<sup>(2)</sup>

يمكن تعريف الرافعة المالية بأنها « استخدام أموال الغير ( الاقتراض ) بتكاليف ثابتة ( فوائد ثابتة ) على أمل زيادة الأرباح ، فإن كانت الأموال مقترضة تكون الفوائد المدينة هي نقطة الارتكاز

(1) الياس بن ساسي ، مرجع سبق ذكره ، ص. 305.

(2) علي عباس، الإدارة المالية ، مكتبة الجامعة ، إثناء للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، 2008 ، ص-ص. 229-230.

للرافعة المالية ، وإن كانت الأموال آتية من بيع الأسهم الممتازة فالتكاليف الثابتة ( الفوائد ) هي أرباح الأسهم الممتازة قبل دفع الضرائب ، ومعنى ذلك كله هو أن بإمكان المؤسسة استخدام الأموال المقترضة من أجل تحقيق ربح أكبر للمساهمين ، ويكون الأساس المالي هو "ملكية المشروع" الذي تم بناءا عليه الحصول على قروض بضمانات.

ويكون استخدام الرافعة المالية للمؤسسة إذا كان السوق يمر بظروف اقتصادية مزدهرة ، حيث تكون الاحتمالية من أن يحقق استخدام القرض (الرافعة المالية) عوائد مالية أكبر ، وتتأثر الأرباح هنا بالعلاقة الأساسية بين إجمالي الخصوم المقترضة من الغير إلى إجمالي الأصول ، ويطلق على هذه العلاقة بالرافعة المالية ، حيث أن هذه الأخيرة مرتبطة بهيكل تمويل المنشأة ، فكلما ازداد اعتماد المنشأة على المصادر الخارجية للتمويل تزداد درجة الرافعة المالية ، والتي يمكن قياسها وفقا للمعادلة التالية :

درجة الرافعة المالية = الديون المالية / الأموال الخاصة.....(8)

ثالثا: مقياس التكلفة .

1-تعريف تكلفة الأموال:

يقصد بتكلفة الأموال «الحد الأدنى لمعدل المردودية الواجب تحقيقه للمحافظة على القيمة السوقية لأسهم المشروع».(1)

2-تكلفة التمويل الداخلي:

❖ تكلفة الأرباح المحتجزة:

تمثل تكلفة الأرباح المحتجزة بمعدل العائد المطلوب من قبل الملاك عندما يرضون ببقاء أرباحهم داخل الشركة ، وتتأثر كلفة هذه الأرباح عادة بالأرباح الموزعة على الملاك والمساهمين ، عندما تكون خاضعة لضريبة على الدخل وفي حالة إعادة الاستثمار للأرباح من طرف الملاك عند استلامهم لها أي عدم احتجازها.(2)

ولتقدير تكلفة الأرباح المحتجزة تستخدم المعادلة التالية :

تكلفة الأرباح المحتجزة = (التوزيعات المتوقعة للسهم / القيمة السوقية للسهم) + معدل النمو المتوقع في التوزيعات

وإذا كانت الأرباح المحتجزة تخضع للضريبة على الدخل فيجب تخفيض هذه الأرباح بمقدار الضريبة

وبالتالي يصبح لدينا:

ت أ م = [(التوزيعات المتوقعة للسهم (1-سعر ضريبة الدخل) / القيمة السوقية للسهم)] + معدل النمو المتوقع في

التوزيعات.....(9)

(1) نور الدين خبايا ، الإدارة المالية ، دار النهضة العربية ، بيروت ، 1997 ، ص .506.

(2) حمزة محمود الزبيدي ، مرجع سبق ذكره ، ص. 723.

3-تكلفة التمويل الخارجي:

3-1-تكلفة التمويل بالملكية :

3-1-1-تكلفة الأسهم العادية :

يمكن تعريفها بأنها الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم على الاستثمارات الجديدة والممولة بإصدار هذه الأسهم الجديدة.<sup>(1)</sup>

تكلفة الأسهم العادية = (التوزيعات المتوقعة للسهم / القيمة السوقية الحالية للسهم) + معدل النمو المتوقع في التوزيعات.....(10)

إلا أن هذا العائد لا يمثل التكلفة الحقيقية للأسهم العادية فإذا ما رجعنا إلى الاعتبارات المختلفة المتعلقة بتكلفة الإصدار ونفقات التوزيع، فإن ما نحصل عليه للمنشأة كقيمة صافية يقل عن سعر البيع ومنه تصبح تكلفة الأسهم العادية.<sup>(2)</sup>

تكلفة الأسهم العادية = [التوزيعات المتوقعة للسهم / (القيمة السوقية للسهم (1-تكلفة الإصدار))] - معدل النمو المتوقع في التوزيعات.....(11)

3-1-2-تكلفة الأسهم الممتازة :

تمثل تكلفة الأسهم الممتازة في أنها معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الأسهم الممتازة، حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم العادية دون تغيير.<sup>(3)</sup> وتحسب تكلفة الأسهم الممتازة كما يلي:

$$K_p = \frac{D_p}{P} \dots\dots\dots(12)$$

حيث:  $K_p$ : تكلفة السهم الممتاز.

$D_p$ : قيمة التوزيعات الثابت للسهم.

$P$  : صافي قيمة السهم.

وجدير بالذكر أن القيمة الفعلية للمتحصلات من بيع الأسهم تقل عن قيمتها الاسمية ، وذلك بسبب تكاليف الإصدار والعمولات وغيرها لأنها تؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل ويجب أخذها بعين

<sup>(1)</sup> سمير محمد عبد العزيز ، اقتصاديات الاستثمار التمويل التحليل المالي، مركز الإسكندرية للكتاب ، الإسكندرية ، مصر ، 2006، ص. 118.

<sup>(2)</sup> محمد صالح الحناوي ، زكي قرياقص ، الإدارة المالية ، مدخل اتخاذ القرار ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2006، ص. 283.

<sup>(3)</sup> محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العبد ، الإدارة المالية +مدخل القيمة واتخاذ القرارات ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2002، ص. 270.

الاعتبار في حساب تكلفة التمويل ويتم ذلك باستخدام المعادلة التالية:<sup>(1)</sup>

$$K_p = \frac{D_p}{P(1 - F)} \dots \dots \dots (13)$$

حيث: F: نفقات الإصدار.

3-2-2- تكلفة التمويل بالدين :

3-2-1- تكلفة السندات :

يقصد بتكلفة السندات معدل العائد الذي يطلبه المقرض مقابل قيامه بتمويل المنشأة ويتم حساب تكلفة السندات كما يلي:<sup>(2)</sup>

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{G + C}{(1 + i)^t} + \frac{G_n R}{(1 + i)^n} \dots \dots \dots (14)$$

حيث: G: قيمة السند الاسمية.

C: الفائدة السنوية المدفوعة.

R: قيمة الدفعة.

i: معدل الخصم

P: تكلفة الخصم حتى تاريخ الاستحقاق.

3-2-2- تكلفة الائتمان التجاري المصرفي:

3-2-1- تكلفة الائتمان التجاري:

يمكن تقسيم الائتمان التجاري إلى ائتمان تجاري مجاني وائتمان تجاري ذو تكلفة ، وهذا من وجهة المؤسسة المستثمرة، فإذا استفادت هذه الأخيرة من خصم الدفع النقدي وسددت قيمة البضاعة ناقص الخصم فإن التمويل المقدم لها خلال فترة الخصم النقدي يعتبر ائتماناً تجاري دون تكلفة ، أما إذا أرادت المؤسسة الاستفادة من الائتماني الذي يقدمه المورد بالكامل وقامت بدفع قيمة المشتريات في نهاية فترة الائتمان فإنها تكون قد حصلت على تسهيلات ائتمانية من المورد بتكلفة مرتفعة نسبياً، لذلك يتوجب على الإدارة المالية حساب هذه التكلفة قبل اتخاذ القرار وتحديد ما إذا كان من الجدوى أن تتحمل الشركة هذه التكلفة أو أن هناك بدائل تمويل أخرى أقل تكلفة.<sup>(3)</sup>

(1) سمير محمد عبد العزيز، الاستثمار التمويل التحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص.173.

(2) أحمد محمد غنيم ، الإدارة المالية ، مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية ، مصر ، 2008، ص.133.

(3) أحمد على العامري، الإدارة المالية ، دار المناهج ، الأردن ، 2007، ص.304.

ويمكن حساب تكلفة الائتمان التجاري كما يلي :

تكلفة الائتمان التجاري للمرة الواحدة = (نسبة الخصم / (100 - نسبة الخصم)) + (360 / (مدة الائتمان - مدة

الخصم)).....(15)

التكلفة السنوية للائتمان التجاري = (1 + (تكلفة المرة الواحدة / عدد المرات))<sup>عدد المرات</sup> - 1

عدد المرات = (360 يوم / (مدة الائتمان - مدة الخصم))

3-2-2-2- تكلفة الائتمان المصرفي :

تمثل تكلفة الائتمان المصرفي في معدل الفائدة الفعلية التي تدفعه المؤسسة مقابل حصولها على قيمة القروض قصيرة الأجل.

ولحساب معدل الفائدة هناك عدة طرق :<sup>(1)</sup>

• الفائدة البسيطة:

وفقا لهذه الطريقة تلتزم المؤسسة الحاصلة على القرض بتسديد قيمة الفائدة دفعة واحدة مع قيمة القرض في ميعاد استحقاق الديون حيث :

معدل الفائدة = مبلغ القرض / المبلغ الفعلي المستخدم.....(16)

• الفائدة المخصومة:

وفقا لهذه الطريقة تطرح قيمة الفائدة المستحقة على القرض مسبقا من القرض الممنوح وهذا يعني أن المؤسسة التي تحصل على القرض مقابل قيمة القرض بعد اقتطاع قيمة الفائدة لن تستفيد من المبلغ كاملا.

معدل الخصم = معدل القرض / (مقدار القرض - مبلغ الفائدة).....(17)

يتم في هذه الحالة الاتفاق على تسديد مبلغ القرض على أقساط شهرية وبالتالي فإن معدل الفائدة الحقيقي سيكون مرتفعا.

معدل الفائدة الفعلي = الفائدة المدفوعة على القرض / متوسط القرض.....(18)

أما إذا خصم المصرف فائدة القرض مقدما فإن معدل الفائدة الفعلي يحسب كما يلي :

معدل الفائدة الفعلي = الفائدة / متوسط القرض بعد الخصم

حيث : متوسط القرض بعد الخصم = ( أصل المبلغ - الفائدة ) / 2

3-2-3- تكلفة التمويل بالاستئجار :

تمثل تكلفة الاستئجار في دفعه الاستئجار التي يجب على المؤسسة المستأجرة تسديدها دوريا ، ولحساب دفعات الإيجار يجب أن نأخذ بعين الاعتبار نسبة الفائدة المطلوبة للاستئجار يدفعها المستأجر إذ يجب أن تؤمن للمؤجر استرجاع قيمة الأصل وتحقيق عائد بنسبة معينة ولحساب

(1) سمير محمد عبد العزيز ، اقتصاديات الاستثمار، مرجع سبق ذكره ، ص.163.

تكلفة الاستتجار باستخدام المعدل الذي يساوي بين النفقات وإيرادات الاستثمار المعنى وفق العلاقة التالية: (1)

$$\sum_{t=1}^n \frac{(1 - T)L_t + DA_t}{(1 + i)^t} + \frac{VR}{(1 + R)^n} - I = 0 \quad \dots\dots\dots(19)$$

حيث أن :

n : عدد السنوات.

i : قيمة الاستثمار.

DA : الاهتلاك .

L : الإيجار السنوي

VR : قيمة إعادة البيع .

T : معدل الفائدة

R : تكلفة الاستتجار .

### المبحث الثالث: القرار الاستثماري وطرق تقييم المشاريع الاستثمارية.

يعتبر قرار الاستثمار أهم وأصعب واحظر القرارات التي تتخذها الإدارة بالمشروع فهي ذات تأثير على بقائه واستمراره ونموه، ولا تقتصر هذه الاستثمارات على الأصول الثابتة فقط وإنما أيضا الزيادة في الأصول المتداولة والمترتبة على الاستثمار ونفقات البحوث والتطوير.

#### المطلب الأول: ماهية القرار الاستثماري .

أولا : تعريف القرار الاستثماري:

يعرف قرار الاستثمار على انه: «قرار تحويل الموارد المالية إلى سلع ومنتجات خلال زمن معين يمر بعدة خطوات منها تحديد البدائل الاستثمارية وعملية المفاضلة». (2)

كما يعرف على انه : «ذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطى أكبر عائد استثماري من بديلين فأكثر والمبني على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسبق عملية الاختيار وتتم بعدة مراحل وتنتهي باختيار قابلية هذا البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين وفقا لأهداف وطبيعة المشروع الاستثماري». (3)

(1) نور الدين خباية، مرجع سبق ذكره، ص. 269.

(2) مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص. 480.

(3) عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص. 38.

ومن أهم خصائص القرار الاستثماري:<sup>(1)</sup>

- أنه قرار غير متكرر حيث أن كل المجالات التطبيقية لدراسة الجدوى كلها لا ينته القيام بها إلا على فترات زمنية متباعدة.
- يترتب عليه تكاليف ثابتة مستغرقة ليس من السهل تعديلها أو الرجوع فيها.
- يحيط بالقرار الاستثماري عدد من المشكلات والظروف التي من الضروري التغلب عليها مثل ظروف عدم التأكد وتغير قيمة النقود ومشاكل عدم قابلية بعض المتغيرات للقياس الكمي وكلها تحتاج أسس ومنهجية علمية للتعامل معها.
- القرار الاستثماري هو قرار استراتيجي يحتاج إلى أداة تمد البصر إلى المستقبل .
- يمتد القرار الاستثماري دائما إلى أنشطة مستقبلية وبالتالي يرتبط غالبا بدرجة معينة من المخاطر.

ثانيا: أهمية القرارات الاستثمارية.

- تحتل القرارات الاستثمارية بأهمية بالغة من قبل الإدارة العليا حيث أنها تتعلق بالقرارات الخاصة بالمنشأة في المستقبل، كما أن أثر هذه القرارات الخاصة بنشاط المنشأة لفترات طويلة وتعود أهمية هذه القرارات لأسباب عديدة تتمثل في ما يلي:<sup>(2)</sup>
- إن الاستثمارات الرأسمالية لا تظهر نتائجها إلا بعد مضي مدة طويلة نسبيا، فبذلك تفقد الإدارة السيطرة التامة على تحديد نتائج المستقبل.
  - إن إقرار برامج للتوسع قد يتطلب استثمار مبالغ ضخمة لذلك فإن من الحكمة التفكير بصفة عقلانية، حيث أن تدبير الأموال اللازمة لعملية التوسع قد يتطلب فترة زمنية طويلة.
  - القرارات الاستثمارية تحدد بسرعة اتجاه نمو المنشأة، ومن ثم فإن القرارات الخاطئة قد تؤدي إلى كوارث تؤثر على وجود وحياة المنشأة نفسها فإن توسع في شراء الموجودات الثابتة غير المرغوب فيها أو غير اللازمة يؤدي إلى زيادة كبيرة في النفقات التشغيلية، ومن جهة أخرى فإن نقص الاستثمارات أو الإنفاق على الموجودات غير اللازمة من شأنه أن يجعل القدرة التنافسية للمنشأة محدود مما يعرضها لاحتمال تحقيق الخسائر المالية.
  - إن القرارات الاستثمارية تشكل أساسا مهما لاتجاه المؤسسة ومدى تقليصها للمخاطر.
  - لا يمكن الرجوع عن القرارات الاستثمارية وخاصة بعد تنفيذ جزء منها، وذلك بسبب صعوبة التخلص من الأجهزة والمعدات والتركيبات التي تم شرائها وإذا تم بيعها بأسعار منخفضة وهو الحل الوحيد، فإن ذلك يحمل المنشأة خسائر كبيرة .

<sup>(1)</sup> عبد المطلب عبد الحميد مرجع سبق ذكره، ص. 43.

<sup>(2)</sup> مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص. 481.



وعليه يمكن القول أن نجاح أي منشأة في المستقبل إنما يتوقف على سلامة القرارات الاستثمارية، وأي خطأ في تقدير واتخاذ هذه القرارات تكون نتائجه وخيمة وخطيرة.  
ثالثاً: أنواع القرارات الاستثمارية.

يمكن تقسيم القرارات الاستثمارية إلى ما يلي:<sup>(1)</sup>

1-قرارات تحديد أولويات الاستثمار:

ويتم اتخاذ قرار الاستثمار في هذه الحالة من عدد معين من البدائل الاستثمارية المحتملة والممكنة لتحقيق نفس الأهداف ويصبح المستثمر أمام عملية اختيار البديل الأفضل بناء على ما يعود عليه من عائد أو منفعة خلال فترة زمنية معينة، ومن ثم يقوم بترتيب أولويات الاستثمار طبقاً للأولويات التي يحددها واهتماماتها في كل مرحلة، فإذا اعتبر العائد على الاستثمار هو الذي يحكم تفضيلاته فإنه سيقوم بترتيب البدائل الاستثمارية.

2-قرار قبول أو رفض الاستثمار:

ففي هذه الحالة يكون المستثمر أمام مستثمر بديل واحد لاستثمار أمواله في نشاط معين أو الاحتفاظ بها بدون استثمار، وهذا القرار يجعل فرص الاختيار أمام المستثمر محدودة جداً وهو يختلف عن الوضع الذي يتميز بوجود فرص وبدائل كثيرة، إذ أن المشكلة في اتخاذ القرار بعد وضع الأولويات، أما في هذه الحالة فالمستثمر عليه أن يقبل البديل الاستثماري الذي اكتملت وتمت له دراسة الجدوى التفصيلية أو يرفضه لعدم إمكانية التنفيذ ومن هذا تصبح مساحة الاختيار أضيق بكثير من قرارات تحديد الأولويات.

3-قرارات الاستثمار المانعة تبادلياً:

وفي هذا النوع من القرارات توجد العديد من فرص الاستثمار ولكن في حالة اختيار المستثمر إحدى هذه الفرص في نشاط معين فإن ذلك لا يمكن للمستثمر من اختيار نشاط آخر، فالنشاط يمنع تبادلياً النشاط الآخر، فإذا تم اختيار استثمار في مشروع صناعي فإن ذلك يمنع الدخول في مشروع زراعي وإذا تم اختيار مشروع لسوق محلي فإن ذلك يمنع الدخول في مشروع تصديري في نفس الوقت وهنا نتحكم في تلك العملية بمفهوم تكلفة الفرصة البديلة أي عندما يتم اختيار بديل في نشاط معين منح في نفس الوقت بديل آخر في نشاط معين آخر.

4-القرارات الاستثمارية في ظروف التأكد والمخاطرة وعدم التأكد:

حيث يمكن أن تتخذ القرارات في ظروف التأكد حيث تكاد تنعدم المخاطرة أو تقترب من الصفر، ومن ثم تتم عملية اتخاذ القرار الاستثماري بسهولة وبساطة، حيث تكون لدى متخذ القرار

<sup>(1)</sup> عبد المطلب عبد المجيد، مرجع سبق ذكره، ص-ص. 43-45.

معلومات كافية ولديه دراسة تامة بالمستقبل ونتائجه وهو وضع يكاد لا يحدث إلا قليلا فيما يتعلق بالقرارات الاستثمارية لأنها دائما مصحوبة بدرجة معينة من المخاطر ، ولذلك توجد القرارات التي تتم في درجة معينة من درجات المخاطر هي فوق الصفر وتقترب من 100٪ وهذه القرارات هي التي يتم في إطارها اتخاذ معظم القرارات الاستثمارية في الواقع العملي وخاصة تلك القرارات التي تتجه تنازليا أي تبعد عن 100٪ وكلما ابتعدت كلما كانت قابليتها للتحقيق أكثر فيما يتعلق بالمشروعات الاستثمارية.

وهنا تلعب دراسات الجدوى دورا كبيرا في اتخاذ القرار الاستثماري في مثل تلك الحالات لأنها توفر الكثير من المعلومات وتساعد على حل العديد من المشكلات التي تواجه هذا النوع من القرارات ، وهناك القرارات الاستثمارية التي تتم في حالة عدم التأكد وهي الحالات التي تكون درجة المخاطرة فيها تقترب من 100٪ وهي قرارات تحتاج إلى خبرة عالية ودقة كبيرة في إجراء دراسات الجدوى في مجال الاستثمار، وتطبيق أساليب على درجة مرتفعة من التقدم لكي يتخذ القرار الاستثماري في مثل تلك الظروف.

5-القرارات الاستثمارية التي تعتمد على التحليل الوصفي والتحليل الكمي:

حيث يمكن أن نجد القرارات الاستثمارية تعتمد على التحليل الكمي فقط وهي أيضا ليست بكثيرة الحدوث ولكن الواقع العملي يطلب على القرارات الاستثمارية فيه الأخذ بالتحليل الوصفي والكمي معا.

**المطلب الثاني: تقييم المشاريع الاستثمارية.**

عملية تقييم المشروعات هي عبارة عن وضع المعايير اللازمة التي يمكن من خلالها التوصل إلى اختيار البديل أو المشروع المناسب من بين عدة بدائل مقترحة التي تضمن تحقيق الأهداف المحددة واستنادا إلى أسس علمية. أولا : معايير التقييم في ظروف التأكد:

1- طرق التقييم التي تتجاهل القيمة الزمنية للنقود: وهذه المجموعة تتضمن طريقتين

1-1- طريقة فترة الاسترداد:

تعرف فترة الاسترداد بأنها « تلك الفترة اللازمة لكي يسترد المشروع الاستثماري جميع التكاليف التي أنفقت على المشروع، وتعتبر هذه الطريقة من أبسط الطرق وأكثرها شيوعا واستخداما في المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية ويعبر عنها رياضيا كما يلي»<sup>(1)</sup>.

فترة الاسترداد = قيمة الاستثمار الأصلي / التدفقات النقدية السنوية الثابتة.....(20)

<sup>(1)</sup> محفوظ جودة وآخرون، تحليل وتقييم المشاريع ، الشرطة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات بالتعاون مع جامعة القدس المفتوحة ، مصر ، 2009، ص.17.

وتستخدم هذه المعادلة في حالة تساوي التدفقات النقدية السنوية

مثال توضيحي :

يتطلب أحد المشاريع إنفاق مبلغ 40000 دينار ويدر دخلا سنويا مقداره 10000 دينار. فما هي فترة

استرداد الاستثمارات ؟

الحل:

مدة فترة الاسترداد = قيمة الاستثمار الأصلي / التدفقات النقدية السنوية الثابتة

$$= 40000 / 10000 = 4 \text{ سنوات}$$

أما في حالة اختلاف التدفقات النقدية السنوية فيمكن حساب الفترة بجمع التدفقات النقدية خلال السنوات المختلفة حتى تتساوى مع الاستثمارات المبدئي أو الاستثمار الأصلي .

1-1-1- عيوب طريقة فترة الاسترداد :

تتمثل عيوب هذه الطريقة فيما يلي:<sup>(1)</sup>

تتجاهل هذه الطريقة التدفقات النقدية بعد فترة الاسترداد والتي قد تكون بمقادير كبيرة ، وبذلك فإنها تعتبر طريقة غير ملائمة لقياس ربحية أي مشروع استثماري قد يحتاج لفترات طويلة لاسترداد الاستثمار المبدئي أو الاستثمار الأصلي وخاصة بالنسبة للمشاريع التي طبيعة عملها تستغرق فترة طويلة حتى تدر أرباحا ، وهذا يعني أن هذا الأسلوب غالبا ما يكون متحيزا ضد تلك المشروعات التي تعتبر أساسية لنجاح المشروع في الأجل الطويل.

تتجاهل هذه الطريقة القيمة الزمنية للنقود.

1-1-2- مزايا طريقة فترة الاسترداد :

تتمثل هذه المزايا فيما يلي:<sup>(2)</sup>

- كلما قلت مدة الاسترداد كلما كان المشروع أكثر ربحية .
- كلما قلت مدة الاسترداد كلما قلت المخاطرة التي يتعرض لها المشروع.
- كلما قلت مدة الاسترداد زادت التدفقات النقدية في الفترات المالية الأولى .
- تتميز بالسهولة والبساطة ، فليس هناك حاجة لتقدير معدل الفائدة ولا حسابات القيمة الحالية.
- يتم تقييم المشروعات المقترحة وفقا لهذه الطريقة على أساس التدفقات وليس على أساس الربح المحاسبي ومن ثم فهي تتلاقى أوجه القصور التي تشوب قياس الربح السنوي .

<sup>(1)</sup> عاطف وليد أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص-ص 271-275.

<sup>(2)</sup> عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره ، ص.56.

1-2- طريقة متوسط معدل العائد:

يطلق على هذه الطريقة اسم الطريقة المحاسبية نظرا لاعتمادها الأساسي على البيانات المحاسبية، إذ يتم احتساب متوسط معدل العائد لاقتراح استثماري ما يقسمه متوسط صافي الربح مع الضريبة على متوسط التكلفة المبدئية وذلك وفقا للمعادلة التالية:<sup>(1)</sup>

$$\text{متوسط معدل العائد} = \text{متوسط صافي الربح بعد الضريبة} / \text{متوسط الاستثمار} \dots\dots\dots (21)$$

ويحسب متوسط صافي الربح بعد الضريبة بقسمة المجموع الكلي لصافي الأرباح المتوقعة ( بعد الضريبة) طوال سنوات العمر الافتراضي للأصل على عدد سنوات العمر إلى قيمة الأصل في نهاية حياته الإنتاجية ثم وقسمة الناتج على 2.

1-2-1- مزايا طريقة متوسط العائد:<sup>(2)</sup>

- سهولة الحساب حيث أنها لا تحتاج لغير المعلومات المحاسبية المتاحة.
- سهولة الاستيعاب من قبل المستعملين .
- قبولها الواسع في الاستعمال.

1-2-2- عيوب طريقة متوسط معدل العائد:<sup>(3)</sup>

- إهمال القيمة الزمنية للنقود حيث أنها تعطي أوزانا متساوية لأرباح السنوات المختلفة وكذلك الاستثمارات التي تحدث في فترات متفاوتة.
- الفشل في المقاضلة بين الاقتراحات التي تعطى عوائد متساوية على الاستثمار لفشلها في اعتبار القيمة الزمنية للنقود.
- قيامها على أساس الربح المحاسبي وليس على أساس التدفق النقدي لذا فهي تعكس التوقيت الصحيح للمنافع .
- لا تصلح هذه الطريقة لتحليل إمكانية الاستثمار في اقتراحات لا تظهرها القوائم المالية كالحملة الإعلانية أو إعادة التنظيم.

مثال: ما هو المشروع الذي تختاره المؤسسة من بين المشاريع التالية، إذا كان الاختيار على أساس معدل العائد المحاسبي:

الاستثمار	1	2	3
قسمة الاستثمار المبدئي	12000	14000	15000
متوسط الربح السنوي	2000	2000	2400

<sup>(1)</sup> محفوظ جودة وآخرون ، مرجع سبق ذكره ، ص-ص 173-174.

<sup>(2)</sup> مفلح محمد عقل ، مرجع سبق ذكره، ص-ص 481-483.

<sup>(3)</sup> عبد الغفار حنفي، الادارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص.47.

معدل العائد المحاسبي للمشروع (1) =  $(12000 / 2000) \times 100 = 16.66\%$

معدل العائد المحاسبي للمشروع (2) =  $(14000 / 2000) \times 100 = 14.28\%$

معدل العائد المحاسبي للمشروع (3) =  $(15000 / 2400) \times 100 = 16\%$

بناء على الحل فإن المؤسسة ستختار المشروع الأول كونه أكبر عائد محاسبي.

2- طريقة التقييم التي تأخذ في الحسبان القيمة الزمنية للنقود.

2-1- طريقة صافي القيمة الحالية:

تعتمد هذه الطريقة أساسا على خصم التدفقات النقدية التي تأخذ بالحسبان مفاهيم القيمة الزمنية للنقود والتي تعمل على تحسين فعالية عمليات تقديم المشاريع الاستثمارية ولتنفيذ هذه الطريقة نقوم بالخطوات التالية :

- إيجاد القيمة الحالية لكل تدفق نقدي إلى الداخل أو الخارج مخصوما على كلفة رأس مال المشروع.
  - تجميع هذه التدفقات النقدية المخصومة حيث يكون المجموع هو صافي القيمة الحالية للمشروع.
  - إذا كان صافي القيمة الحالية موجب فإننا نقبل المشروع ، أما إذا كان سالب فإننا نرفضه ، وإذا كان المشروعان من النوع الذي يغلب احدهما على الآخر فإن المشروع الذي ستكون قيمته الحالية أعلى يكون هو المشروع المقبول شريطة أن تكون هذه القيمة موجبة.
- ويمكن التعبير عن صافي القيمة الحالية بالمعادلة التالية: (1)

$$ص ق ح = [(ت/1) + ((ت+1)/2) + \dots + ((ت+1)/ن)] - س \dots \dots \dots (22)$$

حيث أن:

ت = صافي التدفقات النقدية .

ف = معدل العائد على الاستثمار .

ن = عدد السنوات .

س = مبلغ الاستثمار الأصلي للمشروع .

2-1-1- مزايا طريقة صافي القيمة الحالية : وتمثل المزايا في: (2)

- يأخذ بعين الاعتبار عند تقويم المشاريع الاستثمارية جميع الإيرادات والتكاليف الرأسمالية لذا يعد أفضل المعايير لدراسة الجدوى الاقتصادية للمشاريع والمفاضلة بينها.
- يمكن تعديل هذه الطريقة بسهولة وينتج من استخدام هذه الطريقة قيمة حالية للمشروع وهذا يسهل من مهمة المؤسسة بمقابلة الناتج النقدي بالمدخلات النقدية الخاصة بمشروع الاستثمار.

(1) محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل ، مرجع سبق ذكره ، ص.193.

(2) على عباس، مرجع سبق ذكره، ص.178.

2-1-1-2 عيوب طريقة صافي القيمة الحالية : تتمثل العيوب في :

- إن هذا المعيار لا يعطي ترتيبا سليما للمشاريع الاستثمارية في حالة اختلاف العمر الإنتاجي لكل مشروع عن الآخر.<sup>(1)</sup>
- إن تطبيق هذا المعيار يثير مشكلة تحديد المعدل المناسب لخصم التدفقات النقدية ، وإن استخدام تكلفة رأس المال معدلا للخصم إلا إذا افترضنا أن سوق رأس المال هو سوق كاملة وهذا غير واقعي ، فمعدل الخصم يخضع للكثير من الاعتبارات التحكيمية والتقدير الشخصي.<sup>(2)</sup>
- يجدد التدفقات النقدية كما لو كان متأكدا من الظروف التي سوف تحدث.<sup>(3)</sup>

مثال:

مؤسسة قامت بشراء آلة عمرها الإنتاجي 5 سنوات بمبلغ 1500000 دج وكانت الأرباح المتولدة عن استخدامها من السنة الأولى إلى السنة الخامسة على الترتيب كما يلي :

2500.00 دج ، 3000.00 دج ، 4500.00 دج ، 5000.00 دج ، 6500.00 دج والقيمة المتبقية للمشروع في نهاية السنة الخامسة معدومة ومعدل العائد على الاستثمار يساوي 11%.

المطلوب : إيجاد صافي القيمة الحالية .

الحل:

$$ص ق ح = [(ت/1)(1+ق) + (ت/2)(1+ق)^2 + \dots + (ت/5)(1+ق)^5] - س$$

$$ص ق ح = [(1.11)/2500 + (1.11)^2/3000 + (1.11)^3/4500 + (1.11)^4/5000 + (1.11)^5/6500] - 15000$$

$$0 < 128.95 =$$

صافي القيمة الحالية موجب وعليه يمكن قبول المشروع.

2-2-2- طريقة معدل العائد الداخلي:

يعرف معدل العائد الداخلي بأنه سعر الخصم الذي تتساوى عنده القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية المتوقعة مع تكلفة الاستثمار المبدئي ، بمعنى آخر فهو المعدل الذي يجعل صافي القيمة الحالية للمشروع مساوية للصفر وتبعاً لذلك يمكن القول أن هذا المعدل يحقق الشرط التالي:<sup>(4)</sup>

القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية المتوقعة = القيمة الحالية للاستثمار المبدئي

$$صافي القيمة الحالية = 3 (ت/ن) / (1+ف)^ن - س = 0 \dots \dots \dots (23)$$

(1) يوحنا عبد آل آدم، سليمان النور، دراسة الجدوى الاقتصادية، المكتبة المصرية للنشر، ط1، مصر، 2005، ص-ص. 261-262.

(2) أحمد رضا الله، تخطيط المشروعات الاستثمارية ودراسة الجدوى الاقتصادية، المكتبة المصرية، مصر، 2003، ص. 98.

(3) يوحنا عبد آل آدم، مرجع سبق ذكره، ص. 162.

(4) فهمي محمد مصطفى الشيخ، التحليل المالي والائتماني، فلسطين، 2008، ص ص 203-204.

لا نستطيع حساب معدل العائد الداخلي (ف)، يلزمنا أن نعطي قيمة لـ (ف) ثم نحصل على صافي القيمة الحالية موجبة، ثم نعطي قيمة ثانية لـ (ف) لنحصل على ص ق ح سالبة، أي أن معدل العائد الداخلي محصور بين ف1 و ف2 أي:

$$0 < \text{ص ق ح} = \text{ف1} < \text{معدل عائد داخلي} < \text{ف2} \leq \text{ص ق ح} < 0$$

في بعض الأحيان يكون لدينا أكثر من معدل عائد داخلي وإذا تعددت معدلات العائد الداخلي فإن هذا المعيار يصبح غير مناسب لتقييم المشروع الاستثماري.

وللحكم على جدوى المشروع نقارن معدل العائد الداخلي للمشروع المتحصل عليه مع سعر الخصم الذي يمثل تكلفة الأموال المستخدمة للاستثمار، فإذا كان معدل الفائدة الداخلي أكبر من سعر الخصم فهذا يعني أن المشروع مجديا والعكس صحيح.

2-2-1- مزايا طريقة المعدل العائد الداخلي:

ينطوي معدل العائد الداخلي على العديد من المزايا نذكر منها: (1)

- يتميز بالموضوعية إلى أبعد الحدود وبالتالي يعتبر مقياسا دقيقا للربحية بوضوح عن القوة الإدارية لمشروع الاستثماري.
- يمكن استخدامه بدرجة عالية من الاطمئنان في ترتيب المشروعات من حيث درجة ربحيتها وجدواها الاقتصادية.
- يعبر عن ربحية المشروع الاستثماري كنسبة مئوية مما يتيح إمكانية المتابعة ومقارنة التنفيذ الفعلي بالتقديرات المحسوبة .
- يراعى التغيير في القيمة الزمنية للنقود ومن ثم يساعد على تحديد فعالية المشروع الاستثماري وقيمه الاقتصادية.
- يعكس مدى المخاطرة التي يتعرض لها المشروع من خلال حساب مدى الفرق بين العائد الداخلي وتكلفة رأس المال.
- يتفادى مشكلة اختيار السعر الخصم الملائم الذي يخصم به صافي التدفقات النقدية السنوية للحصول على صافي القيمة الحالية والتي يعانى منها مثلا معيار صافي القيمة الحالية .

(1) محمد كنفوش ، تقييم المشاريع الاستثمارية ، رسالة ماجستير ، تخصص إدارة أعمال ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة سعد دحلب ، البلدة ، 2005، ص.53.

2-2-2- عيوب طريقة المعدل العائد الداخلي:<sup>(1)</sup>

- يصعب حسابه إذا كانت التدفقات النقدية غير متساوية أو تتراوح بين التدفقات السالبة والموجبة.
- يفترض أن التدفقات النقدية الداخلة سيعاد استثمارها بمعدل يساوي معدل العائد الداخلي ، وهذا ما يصعب تحقيقه في ظل اعتبارات عدم التأكد، إضافة إلى أنه يعالج مشكلة الخطر وظروف عدم التأكد.
- عندما تكون هناك محدودية الموارد الاستثمارية فإن معيار معدل العائد الداخلي يكون أقل جودة في اختيار المشروعات الاستثمارية.
- اعتماده على أسلوب التجربة والخطأ.

مثال:

أحسب معدل العائد الداخلي لمشروع استثماري تدفقاته النقدية المنتظرة هي: 150.00 ، 100.00 ، 200.00 ، 140.00 علماً أن التكلفة الابتدائية هي: 400.00 .

الحل:

صافي القيمة الحالية = 3 (ت<sub>n</sub> / (1+ف)<sup>n</sup>) - س

(1) نعطي قيمة لـ م = 10%

$$ق ح ص_1 = [(100 / (0.1+1)) + (150 / (0.1+1)^2) + (200 / (0.1+1)^3) + (140 / (0.1+1)^4] - 400$$

$$= 400 - 460.74$$

$$= 60.74$$

ق ح ص<sub>1</sub> = 60.74 > 0 ، لذا م = 10% <= ق ح ص<sub>1</sub> < 0

(2) نعطي قيمة لـ م = 20%

$$ق ح ص_1 = [(100 / (0.2+1)) + (150 / (0.2+1)^2) + (200 / (0.2+1)^3) + (140 / (0.2+1)^4] - 400$$

$$= 400 - 370.85$$

$$= 29.15$$

ق ح ص<sub>1</sub> = 29.15 > 0 ، لذا م = 20% <= ق ح ص<sub>2</sub> > 0

ومنه معدل العائد الداخلي محصور بين م<sub>1</sub> و م<sub>2</sub> أي 10% > م ع د > 20% .

<sup>(1)</sup> محمد كنفوش، مرجع سبق ذكره، ص-ص. 53-54.



2-3- معيار دليل الربحية ( تحليل التكلفة والمنفعة ):

في حالة إذا كانت رؤوس الأموال المستثمرة للمشروعات المقترحة غير متساوية تصبح المفاضلة بينها باستخدام صافي القيمة الحالية غير سليمة ، فمن الطبيعي أن تزداد القيمة المطلقة لصافي القيمة بازدياد رأس المال المستثمر ، فمعيار دليل الربحية هو مقارنة صافي القيمة الحالية المتحققة برأس المال الابتدائي المستخدم ، وهنا أيضا تقام الحسابات على أساس معدل استحداث مختار من طرف صاحب الاستثمار ، ويمثل تكلفة التمويل للاستثمار ويكتب معيار دليل الربحية بالعلاقة التالية: (1)

$$\text{دليل الربحية} = \text{صافي القيمة الحالية} / \text{الاستثمار الابتدائي} \dots\dots\dots (24)$$

في المشروع الواحد يكون الاستثمار مجديا إذا كانت صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية أكبر من الاستثمار الابتدائي فهو يبرز مردودية الوحدة النقدية الواحدة المستثمرة أي ما تعطيه الوحدة النقدية المستثمرة من صافي التدفقات النقدية ، ولن يكون الاستثمار مقبولا إلا إذا كانت قيمة الدليل تفوق الواحد الصحيح ، وإذا تعددت الاستثمارات فالاستثمار المفضل هو الذي له أكبر قيمة دليل الربحية .

ومن مميزاته ما هو إلا نسبة دون أبعاد نقدية ( مدلول نقدي )، كما أنه يعطي الأفضلية للمشاريع ذات حصة أولية ضعيفة.

مثال:

بفرض أن مجموع القيم الحالية لصافي التدفقات النقدية لمشروع (أ) هي 10 مليون ، وقيمة الاستثمار المبدئي هي 5 مليون ، أما المشروع (ب) مجموع القيم لصافي التدفقات النقدية للمشروع هي 100 مليون وقيمة الاستثمار المبدئي هي 95 مليون.

**المطلوب:** فاضل بين المشروعين حسب معيار مؤشر الربحية.

الحل:

$$\text{معيار مؤشر الربحية} = \text{صافي القيمة الحالية} / \text{الاستثمار الابتدائي}$$

$$\text{معيار مؤشر الربحية للمشروع (أ)} = 10 / 5 = 2$$

$$\text{معيار مؤشر الربحية للمشروع (ب)} = 100 / 95 = 1.05$$

وهناك تظهر قيمة معيار مؤشر الربحية في تفضيل أحد البديلين وهو في هذه الحالة البديل ( أ ).

(1) مبارك لسوس ، مرجع سبق ذكره ، ص-ص 126-127.

ثانيا : معايير تقييم المشاريع الاستثمارية في ظل عدم التأكد.

1- معيار التقييم دون استعمال احتمالات.

1-1- معيار التفاؤل:

يعتمد هذا المعيار على أساس نظرة القائم بالتقييم المتفائلة للمستقبل ، ومن ثم يمكن تحديد العناصر المكونة للمشروع الاستثماري في ظل افتراضيه أن أفضل الظروف هي التي سوف تتحقق في المستقبل، كما أن هذا المعيار يهدف إلى اختيار الإستراتيجية التي تقدم أكبر النواتج الممكنة.<sup>(1)</sup>  
مثال:

جدول رقم 01 : مصفوفة القرار التالية والذي سوف نطبق عليها معيار التفاؤل:

حالات الطبيعة G <sub>j</sub>	الاختبارات a <sub>i</sub>	توزيع الاستثمارات		تخصص كل	
		تخفيض كل	توزيع الاستثمارات	توزيع الاستثمارات	تخصص كل
		بالمتوسط	بين المتوجين	للمنتوج	الأولي A <sub>1</sub>
		الثاني A <sub>2</sub>			
		10	7	6.5	خفض سعر المنتج
		6	9	8	تقديم خدمات جديدة
		5	8.5	11	التسهيل في الدفع

المصدر: مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص.157.

طبقا لمعيار التفاؤل ينظر متخذ القرارات الاستثمارية إلى المستقبل بتفاؤل بالغ فيختار القيمة التي تحقق أكبر

صافي قيمة حالية  $\{ \max_j, g_i, j \}$  Max<sub>1</sub>

صافي القيمة الحالية : Max<sub>j</sub>

10 A<sub>1</sub>

9 A<sub>2</sub>

11 A<sub>3</sub>

Max<sub>1</sub> {10,9,11}

هنا القرار الأفضل هو تخصيص كل الاستثمارات للمنتج الأول مع التسهيل في الدفع.

1-2- معيار التشاؤم:

طبقا لهذا المعيار فإنه يتم تحديد العناصر والمتغيرات المؤثرة في قيمة المشروع على أساس افتراض أن

أسوء الظروف هي التي سوف تسود مستقبلا، أو من ثم فان متخذ القرار سوف يظهر الناتج الأسوأ

المرتبط بكل مشروع ، وسوف يختار المشروع الذي يقدم أفضل هذه النواتج السيئة ، بمعنى أنه سوف

<sup>(1)</sup> أمين السيد أحمد لطفي ، تقييم المشروعات الاستثمارية باستخدام مونت كارلو للمحاكاة ، الدار الجامعية ، مصر ، 2006 ، ص.69

يختار أكبر القيم الصغرى.<sup>(1)</sup>

مثال:

بالرجوع إلى مصفوفة القرار في المثال السابق، فإن متخذ القرار يختار أسوء الحالات، ويحاول اختيار البديل الذي يحقق أعلى العوائد .

$$\text{Max}_i \{ \min, g_i, j \}$$

صافي القيمة الحالية  $\min g_{ij}$

$$6.5 \quad A_1$$

$$6 \quad A_2$$

$$5 \quad A_3$$

$$\text{Max}_i \{ 6.5, 6, 5 \}$$

حسب هذا المعيار فإن أحسن اختيار هو تخصيص كل الاستثمارات للمنتج الأول مع تخفيض السعر.

3-1- معيار الندم ( معيار Savage ) :

وتتمثل فلسفة هذا المعيار في أن الإدارة تقوم باختيار المشروع الاستثماري الذي يخص مقدار الأسف أو الندم الذي يمكن أن يلحق بالمؤسسة بقدر الإمكان، وتنبع هذا المعيار من الحقيقة القائلة بأنه بما أن موارد المؤسسة المتاحة دائما محدودة ويتعذر عليها تنفيذ جميع البدائل الاستثمارية ، لذا يتعين عليها المفاضلة بينهما لاختيار أفضلها ولا شك أن اختيار مشروع معين سيترتب عليه رفض بديل آخر من ثم فهناك ربح مضاع فقد يترتب على رفضه ذلك البديل ، فإذا تبين للمؤسسة بعد تنفيذ المشروع المختار أن الأرباح المحققة منه أقل من أرباح البدائل الأخرى غير المختارة فهنا تشعر الإدارة بالأسف والندم لفقدان هذه الأرباح الضائعة ، والمشروع الأفضل هو الذي ينتج عنه أقل قدر من الأسف ، وتكون الخطوة التالية بعد ذلك هو اختيار المشروع الذي يترتب عليه أقل أسف في أسوأ الظروف.<sup>(2)</sup>

مثال:

ونحصل على مصفوفة الأسف وذلك بالاعتماد على المصفوفة السابقة ، وذلك بأخذ أكبر قيمة ونطرح منها بقية القيم ونحصل على عناصر مصفوفة الأسف كما يلي :

$$G_{ij} = \text{Max}_k - X(G_{i,j})$$

ولكي نجعل الأسف الأعظم في قيمته الدنيا نبحت عن:

$$\text{Min}(\text{max}_j , G_i j)$$

<sup>(1)</sup> سعيد عبد العزيز عثمان، مرجع سبق ذكره، ص.342.

<sup>(2)</sup> مبارك لسوس ، مرجع سبق ذكره ، ص.159.

$E_3$	$E_2$	$E_1$	$E_j$
1	4	4.5	$A_1$
4	2	3	$A_2$
6	2.5	0	$A_3$

ومنه القيمة الدنيا للأسف العظم  $\text{Min}_1\{4.5, 4, 6\}$

فحسب معيار Savage أحسن اختيار هو تقديم خدمات جديدة مع تخصيص كل الاستثمارات للمنتج الثاني.

2- معايير التقييم باستعمال احتمالات .

2-1- معيار شجرة القرارات:

يعتبر نموذج شجرة القرارات من أفضل الأدوات التحليلية لاتخاذ القرارات في ظل حالات عدم التأكد والمخاطرة، حيث توضح شجرة القرارات كافة العوامل المتعلقة باتخاذ القرار.

أي أنها توضح كافة البدائل المتاحة موضوع المفاضلة والأحداث المحتملة وقوعها لكل بديل من البدائل والعائد المتوقع لكل بديل في ظل حدث من الأحداث المتوقع حدوثها.<sup>(1)</sup>

حيث تمثل شجرة القرارات شكلا بيانيا موضحا عليه الكثير من الأفعال والبدائل الممكنة والحالات الطبيعية، وتستخدم شجرة القرارات عندما تكون هناك صعوبة أمام متخذ القرار ببناء جدول النتائج الشرطية سواء كان معبرا عن هذه النتائج بالأرباح أو الخسائر أو المنفعة ، وبالتالي فالنموذج يمثل كشفا أو عرضا بيانيا يوضح تتابع النتائج المحتملة وتتميز بأنها تقدم لمتخذ القرار تمثيلا تخطيطيا لبدائل القرار المتاحة من نقطة زمنية مصحوبة بالأحداث المنتظرة حدوثها والاحتمالات المرتبطة بذلك الحدث.<sup>(2)</sup>

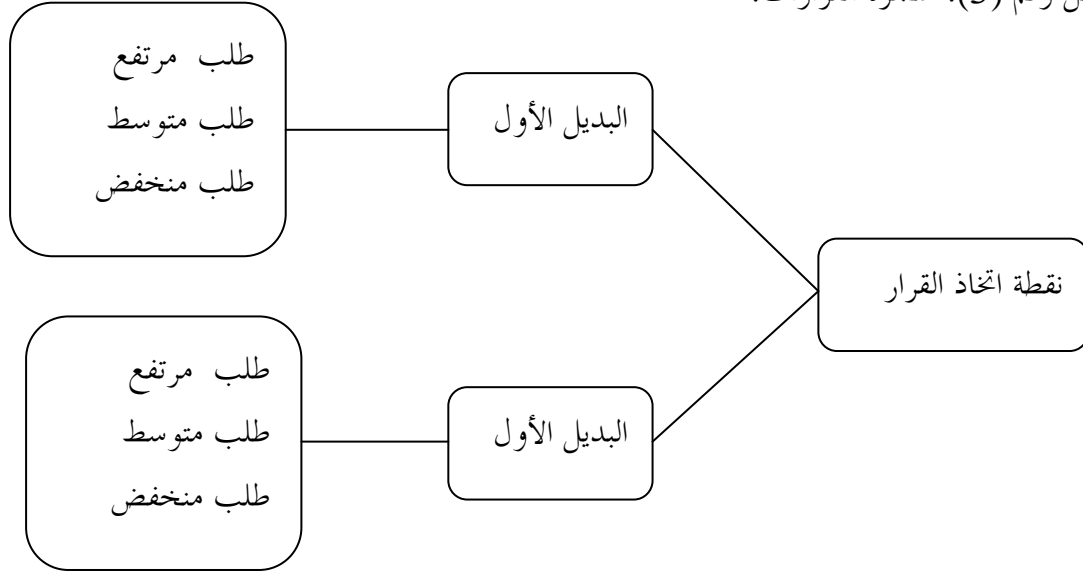
إن المرحلة الأولى في نموذج شجرة القرارات هي تحديد البدائل ثم اختيار تلك البدائل في مرحلة ثانية، وبعد تمثيل البدائل بفروع تنبثق من مربع القرار الأساسي ، يتم تمثيل الأحداث الممكن حدوثها بفروع أو أغصان أخرى تنبثق من نقطة كل بديل من البدائل بحيث تتصل تلك الأغصان أو الفروع بفرع البديل الأساسي عن طريق دائرة صغيرة تمثل فرصة الحدث ، وبعد تمثيل البدائل المختلفة والأحداث المتوقعة في شجرة القرار ، توضح البيانات المالية على تلك الشجرة ليوضح الإنفاق الاستثماري الخاص بكل بديل على الفرع الأساسي الذي يمثل البديل ، كما تحدد التدفقات النقدية المتوقعة من كل بديل في ظل كل حدث من الأحداث المختلفة ، وتوضح تلك التدفقات على الفروع الخاصة بكل منها في الشجرة.

(1) احمد محمد نور ، أحمد حسين علي ، مبادئ المحاسبة الإدارية ، الدار الجامعية ، مصر ، 2002 ، ص.203.

(2) مبارك لسوس ، مرجع سبق ذكره ، ص.149.

يمكن تقديم شجرة القرار بالشكل التالي :

شكل رقم (3): شجرة القرارات.



المصدر: حكمت أحمد الراوي، نظم المعلومات الحاسوبية والمنظمة، مكتبة دار الثقافة، الأردن، 1995، ص232.  
مثال:

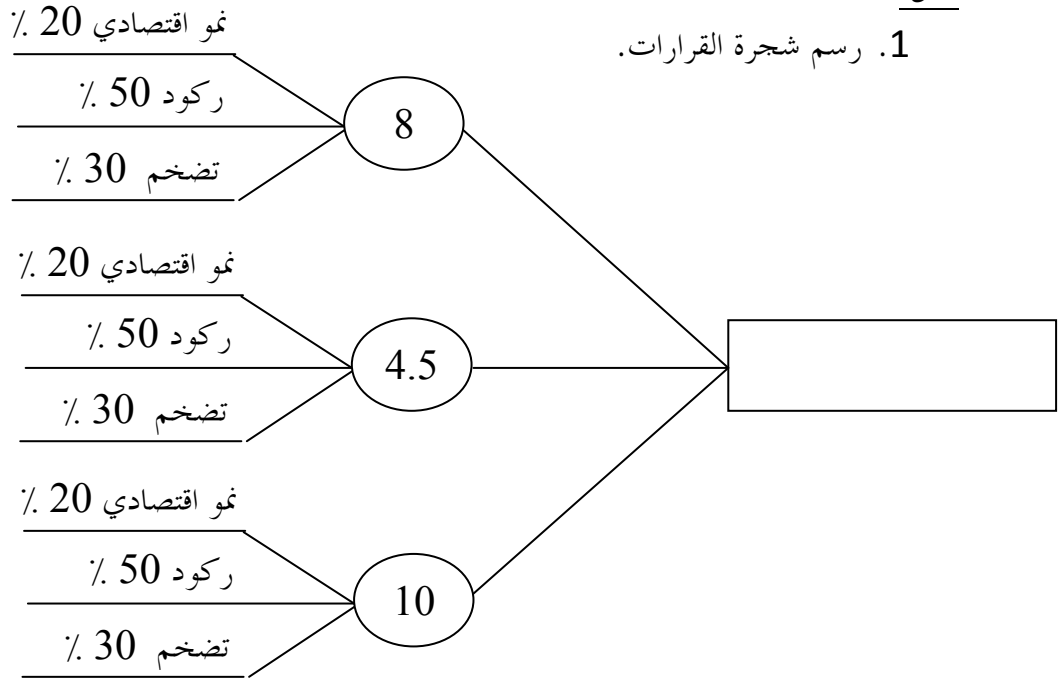
إذا توفر لديك مصفوفة القرارات التالية التي تمثل العوائد المحققة من الاستثمار في المجالات الثلاثة التالية (سندات، أسهم، ودائع) وتحت ثلاث من حالات الطبيعة (ثلاث ظروف اقتصادية مختلفة) وقد تضمنت المصفوفة المعلومات التالية:

الاحتمالات	20%	50%	30%
الحالات الطبيعية	نمو اقتصادي	ركود اقتصادي	تضخم
سندات	14	8	4
أسهم	16	5	4-
ودائع	10	10	10

المطلوب: حدد البدائل أو الفرصة الاستثمارية الأفضل باستخدام أسلوب شجرة القرارات.

الحل:

1. رسم شجرة القرارات.



2. تحليل المعلومات المعطاة في مصفوفة القرار بالشكل التالي :

$$8 = (0.3 \times 4) + (0.5 \times 8) + (0.2 \times 14) = \text{القيمة المتوقعة لعائد السندات}$$

$$4.5 = (0.3 \times 4) + (0.5 \times 5) + (0.2 \times 16) = \text{القيمة المتوقعة لعائد الأسهم}$$

$$10 = (0.3 \times 10) + (0.5 \times 10) + (0.2 \times 10) = \text{القيمة المتوقعة لعائد الودائع}$$

وبمقارنة النتائج التي تم الحصول عليها والمتمثلة بنقاط الاتصال على شجرة القرارات ثم تحديد البديل أو الفرصة الاستثمارية الأفضل ومن خلال المصفوفة فإن البديل الأفضل من الفرص الاستثمارية المتاحة يمثل الاستثمار في العوائد لأنها يتحقق فيها أكبر عائد مقارنة بالبدايل الأخرى .

2-2- معيار القيمة النقدية المتوقعة:

يعتمد هذا المعيار على تحديد القيمة النقدية المتوقعة ويكون اختيار أفضل قرار هو الذي يتضمن أقصى قيمة متوقعة. ويكتب معيار القيمة النقدية المتوقعة بالمعادلة التالية:<sup>(1)</sup>

$$\text{القيمة المتوقعة} = \sum R_i \times P_i \quad (25)$$

حيث:

ر س: تمثل العائد المرتبط بالنتائج.

ح س: تمثل احتمال تحقق النتائج س

<sup>(1)</sup> محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص. 127.

ر : تمثل المتوسط المرجح بالأوزان للنواتج المحتملة المختلفة .

### 2-3- معيار الانحراف المعياري:

يعتبر هذا المقياس من أحد المقاييس التي تستخدم في مجال تقييم البدائل الاستثمارية في حالة المخاطرة وعدم التأكد وهو يستخدم لقياس درجة الاختلاف الموجودة بين التدفقات النقدية المتوقعة الخاصة بكل بديل من البدائل المطروحة للدراسة ، مع ملاحظة أنه كلما ارتفعت قيمة الانحراف المعياري كلما دل ذلك على ارتفاع درجة المخاطرة التي يتعرض لها المشروع الاستثماري ، لذا يكون من المفضل عند المقارنات أن نختار البديل الاستثماري ذو الانحراف المعياري الأقل.<sup>(1)</sup> ويمكن تعريف الانحراف المعياري بأنه الجذر التربيعي لمتوسط الانحرافات المربعة عن القيمة المتوقعة ويتم التوصل إليه باستخدام المعادلة التالية:<sup>(2)</sup>

$$س = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (ق_t - ق)^2}{ح}}$$

حيث :

ق<sub>ت</sub>: صافي التدفق النقدي لعدد X من الأحداث الممكنة أي من حالات الطبيعة .

ق : القيمة المتوقعة لهذا الناتج .

ح: هي وحدة التعبير عن كل حدث .

ن : عدد هذه الأحداث .

<sup>(1)</sup> محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره ، ص.152.

<sup>(2)</sup> حيث مصطفى هلالى ، الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية ، دار النهضة العربية ، مصر ، 1999 ، ص.284.

## خلاصة:

تعتمد المؤسسة في عملية تمويل نشاطاتها على مصادر تمويل متنوعة والتي تنقسم بدورها الى مصادر داخلية وأخرى خارجية ، لكن بالرغم من تباين هذه المصادر إلا أنها تمنح للمؤسسة فرصة التنوع والمفاضلة بينها ، وبما أن المشروع الإستثماري كائن اقتصادي فإن عملية تقييمه تقوم أساسا على المفاضلة بين عدة مشروعات ، وصولا الى اختيار البديل الأفضل وما يترتب عن تلك العملية من تبني قرار استثماري يقود الى تنفيذ المشروع أو التخلي عنه



# الفصل الثالث:

دراسة حالة - مؤسسة عمر بن عمر -

تمهيد :

على ضوء ما تم تقديمه في الفصول السابقة ، يأتي هذا الفصل الذي أردنا أن يكون دراسة ميدانية تطبيقية بإحدى المؤسسات الاقتصادية الخاصة والمتمثلة في هذا الصدد في مؤسسة عمر بن عمر الكائنة ببلدية الفجوج ، حيث حاولنا إسقاط ما عرض نظريا على هذه المؤسسة ، حيث قسمنا الفصل إلى ثلاث مباحث كالآتي :

المبحث الأول : التعريف بالمؤسسة والمشروع الاستثماري .

المبحث الثاني : الدراسة التمويلية للمشروع الاستثماري.

المبحث الثالث : تقييم ربحية المشروع .

### المبحث الأول : التعريف بالمؤسسة والمشروع الاستثماري

نظرا للمكانة التي تحتلها مؤسسة عمر بن عمر في الأسواق الجزائرية فلقد قمنا باختيارها لإجراء الدراسة الميدانية فيها .

#### المطلب الأول : نبذة تاريخية عن المؤسسة وتعريفها .

أولا : نبذة تاريخية عن المؤسسة.

بعد الأبحاث والدراسات التمهيدية لإعداد المشروع من بينها التركيز على دراسة المنطقة من الناحية الجيولوجية ودراسة إمكانيات التمويل ، وطبقا لهذه الدراسات فقد قرر إنشاء مؤسسة عمر بن عمر بمنطقة الفجوج بولاية قلمة ، حيث تقع في الشمال الشرقي للولاية بحوالي 4 كلم ، يحدها من الشرق بلدية هيليو بوليس ومن الشمال بلدية الفجوج ومن الغرب بلدية مجاز عمار ومن الجنوب ولاية قلمة ، تقدر مساحتها الإجمالية بـ 42500م<sup>2</sup> ، وأوكلت مهام الإنجاز إلى مؤسسة إيطالية بمساعدة مهندسين محليين حيث شرع في بنائها في 28 ماي 2000م ودامت مدة الإنجاز حوالي 18 شهرا بالنسبة للمطحنة الأولى (T300) وبدأت الإنتاج في 03 جوان 2006 ، وعند حدوث أزمة القمح العالمية مع ارتفاع أسعار القمح الصلب في السوق العالمية ليصبح سعره أكبر مما سبق بـ 3 أو 4 مرات أدى إلى توقف المصنع ، هذا ما جعل الدولة تتدخل عن طريق تدعيم هذه المادة الأولية عن طريق تكفلها بالاستيراد لتمنح مصنع عمر بن عمر نصف الإنتاج اليومي المتمثل في 700 طن أي ما يعادل 350 طن من القمح الصلب يوميا ، وبدأت عملية الإنتاج في 3 جوان 2008 ، وبهذا أصبح الإنتاج الكلي 700 كن يوميا ، وفي 15 ماي 2008 بدأت عملية إنجاز مصنع العجائن وانطلقت عملية الإنتاج فيه في 01 جوان 2009 ، والآن أصبحت مساحة المؤسسة حوالي 9 هكتار ، وتشغل المؤسسة حوالي 365 عامل منهم 30 إطار و 75 إداريين و 270 منفيدين ولديها معدات الإنتاج من الجيل الأخير ولديها مخازن ذات مساحة كبيرة يمكن أن تتحمل 27500 طن من القمح ، بينما يمكن تخزين 50000 طن أخرى في المخازن المستأجرة إذا لزم الأمر .

ثانيا : التعريف بمؤسسة عمر بن عمر

يتمثل نشاط المؤسسة في إنتاج السميد والعجائن وذلك باستعمال القمح الصلب ، وبيع المنتج النهائي ( السميد والعجائن) وتعتبر هذه الوظيفة الرئيسية للمؤسسة ، ويتم العمل بالتناوب بواسطة 04 فرق متساوية مقسمين كالتالي :

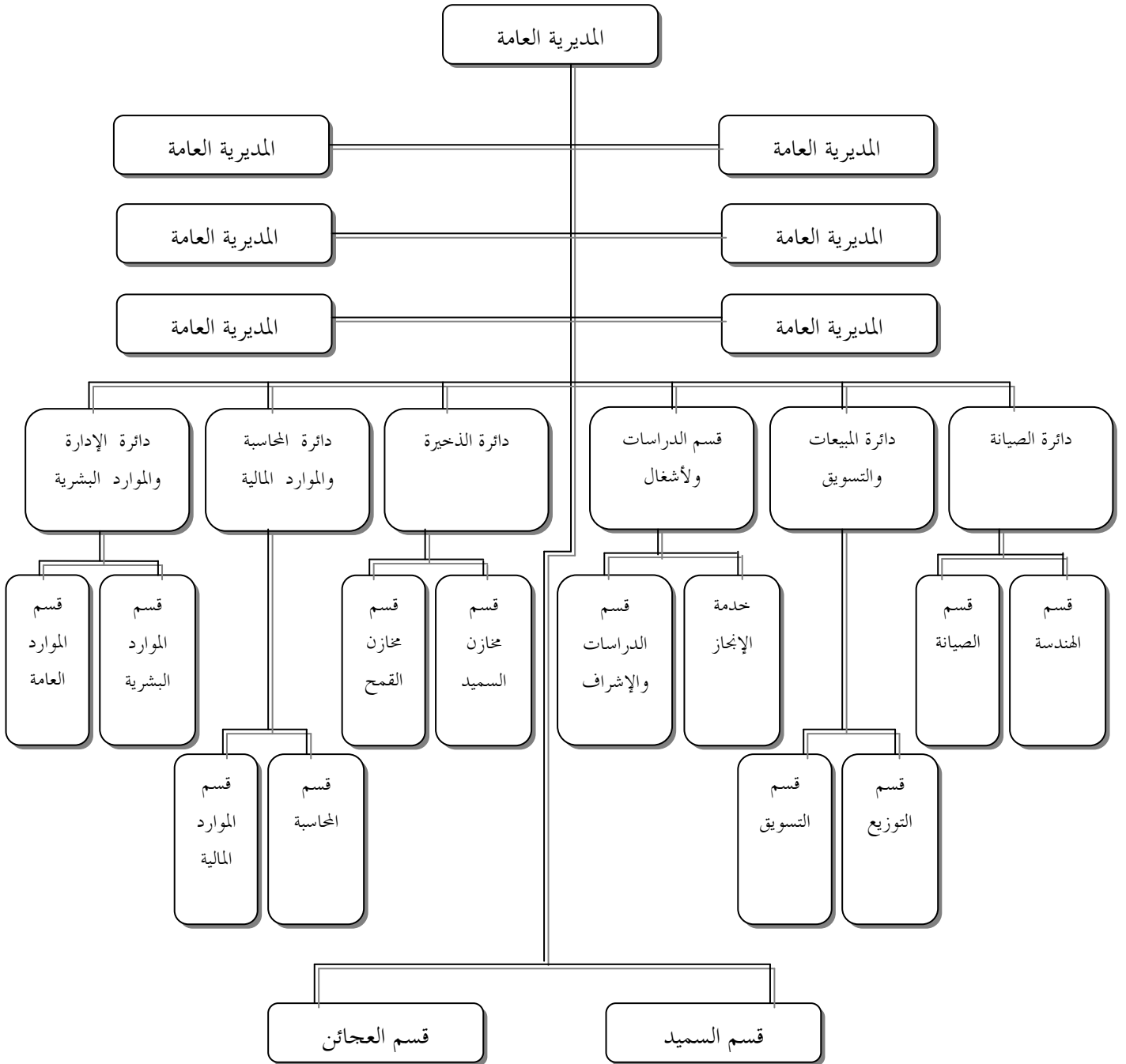
- الفرقة أ : من الساعة الخامسة صباحا إلى الساعة الواحدة زوالا .
- الفرقة ب : من الساعة الواحدة زوالا إلى الساعة التاسعة مساء .

- الفرقة ج : من الساعة التاسعة مساء إلى الساعة الخامسة صباحا .

المطلب الثاني : الهيكل التنظيمي للمؤسسة وأهدافها

أولا : الهيكل التنظيمي .

شكل رقم (04) : الهيكل التنظيمي لمؤسسة عمر بن عمر



المصدر : وثائق من المؤسسة

ثانيا : مهام مختلف المصالح :

إن الدور الأساسي الذي تقوم به الوحدة هو تحويل المادة الأولية ( القمح ) إلى سميد ومشتقاته عن طريق الطحن بسعة 700 طن من القمح يوميا ، أي خلال 24 ساعة وتضم 276 عامل بما فيهم الإطارات وذلك حسب المخطط البياني للمستخدمين وطبعا تحت إشراف ومسؤولية رئيس الوحدة حتى يتسنى له معرفة المديرية التي تتكون منها الوحدة وهي كالآتي :

- المديرية العامة .
- المديرية التقنية .
- مديرية التجارة .
- مديرية الإدارة والمالية .

1-مديرية الإدارة المالية :تضم هذه المديرية :

● دائرة الموارد البشرية : تعمل هذه الدائرة جاهدة للتسيير الحسن لشؤون العمال الاجتماعية والمهنية حيث تقوم بعدة أعمال منها :

تسجيل الحضور والغياب للعمال ، حفظ الملفات والبطاقات الخاصة بالعمال ، تقديم تصريحات أو رخص الخروج ، وتشرف هذه الدائرة على مصلحتين هما :

- مصلحة تسيير المستخدمين : تتكفل هذه المصلحة بمتابعة حالة ووضعية العمال وملفاتهم وكل ما يتعلق بالأجور والمرتبات والعلاقات المختلفة كتقديم كشوف الأجور .... الخ .

- مصلحة الشؤون الاجتماعية : تهتم هذه المصلحة بجميع خصوصيات العمال من الناحية الاجتماعية كالمنح والعطل المرضية ، كما تضمن له عدة تأمينات كالتأمين ضد حوادث العمل والأمراض المهنية .

● دائرة المالية والمحاسبة : تقوم هذه المصلحة بمتابعة وتسجيل العمليات المالية والمحاسبية التي تتم بينها وبين مختلف المصالح الأخرى ، وهذا من أجل المراقبة الداخلية لتسهيل تحديد النتيجة من ربح أو خسارة ولمعرفة مركزها المالي ومكانتها الاقتصادية لضمان السير الحسن للمؤسسة ، وكما تعتبر الركيزة الأساسية في تسيير إدارة الوحدة ولتقسيم المهام وتوزيع العمل ، وتنقسم هذه المصلحة إلى فرعين هما :

- مصلحة الخزينة : تعتبر الخزينة بمثابة الركيزة الأساسية في مصلحة المحاسبة والمالية حيث تقوم بتسجيل المدفوعات والمقبوضات ثم يتم الدمج بينهما لإعداد الميزانية الختامية .

- فرع المحاسبة العامة : حيث تقوم بتسجيل جميع العمليات التي تجري داخل المؤسسة يوميا والمتعلقة بالمشتريات والمخزون والمبيعات ويتم هذا التسجيل في وثائق خاصة منها : Fiche de Stock Article .

- مصلحة الوسائل العامة : هي عبارة عن مكتب صغير يحتوي على مجموعة من الوسائل الضرورية المستخدمة في الإدارة مثل : الأوراق ، الأقلام ، وكذلك تموين المؤسسة بالوسائل الضرورية الخاصة بالنقل ، كما يقوم بشراء قطع الغيار ، صيانة الإعلام الآلي ، تسديد فاتورة الهاتف ، البرجة للعمال الذين يذهبون إلى مهمات .

- مصلحة التسويق : وتعتمد على :

سياسة الترويج : اتبعت المؤسسة بعض الأشكال الترويجية في مزاولة منها التعريف أكثر بمنتجاتها .

الوسائل الترويجية المعتمدة :

تنشيط المبيعات : في هذا الشأن فإن المؤسسة تستخدم مجموعة من الوسائل لعرض الترويج ، وأهم أساليب التنشيط التي تستخدمها هي : تقوم في نهاية السنة بتقديم مجموعة من اليوميات عليها اسم المؤسسة ، توزيع ملصقات على التجار الذين تتعامل معهم للتعريف بالمؤسسة وطبيعة نشاطها وكذلك تقوم بوضع هذه الملصقات على وسائل النقل الخاصة بالعمال .

العلاقات العامة : تعمل المؤسسة على تحقيق الرضا والتفاهم المتبادل بينها وبين تجار الجملة الذين تتعامل معهم وذلك من خلال جلسات للتعريف بالمنتج والتفاوض للوصول إلى إتفاق ومن ثم كسب ثقة تجار الجملة .

2- مديرية التجارة : حيث تضم :

● مصلحة البيع : والتي تعتمد على :

- سياسة التوزيع : إن من أهم الوسائل التي تقوم بها المؤسسة عند دراستنا للسياسات الخاصة بتوزيع منتجاتها هي اختيار قنوات التوزيع وتحديد مستوياتها ، وتعتمد المؤسسة على طريقة واحدة هي التوزيع المباشر :

منتج ← تاجر الجملة ← تاجر التجزئة ← مستهلك نهائي

وتعتمد على الوسطاء في عمليات بيع منتجاتها وكذا المؤسسات الخاصة كمؤسسة محبوبة لإنتاج العجائن ( عنابة ) ، وتطمح المؤسسة إلى التعامل مع وسطاء جدد من مناطق غير معروف المنتج فيها بعد .

ثالثا : أهداف المؤسسة :

من بين أهداف المؤسسة ما يلي :

- تحقيق الأرباح .
- تحقيق أكبر قدر ممكن من المبيعات .

- الاستيلاء على أكبر حصة سوقية .
- البقاء والنمو والاستمرار وإمكانية التوسع .
- العمل على تحسين منتجاتها وبالتالي التقليل من حدة المنافسة .
- تلبية الطلب المتزايد على هذا النوع من المنتجات في السوق الجزائرية .
- خلق ميزة تنافسية لاحتكار السوق .
- توجيه المنتج نحو المديد للخارج .
- تطمح لتغطية أكبر نسبة ممكنة من المناطق الغير معروف فيها المنتج .

#### المطلب الثالث : التعريف بالمشروع :

المشروع المقترح هو عبارة عن شراء آلة من نوع FAVA SPO من صنع إيطالي تستخدم هذه الأخيرة لعجن السميد ، علما أن ثمن شرائها يقدر بـ: 18662862.4 دج ، والعمر الافتراضي هو 5 سنوات بمعدل اهتلاك يقدر بـ 15% .

حيث تهدف هذه الآلة إلى زيادة وتيرة الإنتاج (ربح الوقت) واكتساب المنتج لجودة عالية من أجل تحقيق ميزة تنافسية .

#### المبحث الثاني : الدراسة التمويلية للمشروع الاستثماري.

#### المطلب الأول : مصادر تمويل المشروع.

من أجل القيام بالدراسة التمويلية للمشروع توجب علينا الإلمام بالميزانية ، ومن هنا استخلصنا الميزانية المختصرة التالية بالاستعانة بالملحق رقم (01)، (02).

#### جدول رقم (02) : الميزانية المختصرة.

المبالغ	الأصول	المبالغ	الأصول
1206773960.72	الأموال الخاصة	2092328645.60	الأصول الثابتة
31058539.95	ديون ط أ		
3266762415.27	ديون ق أ	2412266270.34	أصول متداولة
4504594915.94	المجموع	4504594915.94	المجموع

المصدر : من إعداد الطالبتين

أولا : مصادر التمويل :

من خلال زيارتنا لمؤسسة عمر بن عمر اتضح لنا أن المؤسسة تعتمد في تمويل مشروعها على التمويل الذاتي بنسبة 70%. بما يعادل 1306403.68 دج وعلى القروض بنسبة 30% أي ما يعادل 55988583.72 دج ، وهذا ما يوضحه الجدول التالي :

جدول رقم (03) : مصادر تمويل المشروع المقترح .

مصادر التمويل	النسبة	القيمة ( دج )
تمويل ذاتي	70%	13034003.68
قروض بنكية	30%	5598858.72
المجموع	100%	18662862.4

المصدر : من إعداد الطالبتين .

هذا القرض تحصلت عليه المؤسسة من البنك الخارجي الجزائري BEA ، وهو يصنف ضمن القروض المتوسطة والطويلة الأجل حيث يتم تسديده بطريقة الأقساط الثابتة وبمعدل فائدة 5.25% وعليه يكون برنامج تسديد هذا القرض كما يوضحه الشكل التالي :

جدول رقم (04) : حركة خدمة الدين (الوحدة دج)

السنة	أصل القرض	القسط المدفوع	الفوائد	الدفعة
1	5598858.72	1119771.744	293940.0828	1413711.827
2	4479083.976	1119771.744	235152.0662	1354923.81
3	3359312.232	1119771.744	176363.8922	1296135.636
4	2239542.488	1119771.744	117575.8756	1237347.62
5	1119770.944	1119771.744	58787.974	1178559.761
المجموع		5598858.72	881819.9334	6380678.654

المصدر : من إعداد الطالبتين .

بما أن المشروع يعتمد في تمويله على القروض البنكية بنسبة 30% فإن تكلفة التمويل سوف ترتبط بتكلفة هذه الأموال المقترضة.

ثانيا : معدل تكلفة الأموال المقترضة:

تكلفة الأموال المقترضة عادة ما يعبر عنها بمعدل الفائدة المدفوع على هذا القرض ، فيكون بذلك معدل التكلفة الظاهرة للأموال المقترضة 5.25% ، ونظرا لنقص المعلومات المعطاة من طرف المؤسسة سوف نضطر إلى حساب معدل تكلفة الأموال المقترضة في حالة عدم احتساب الوفر الضريبي وذلك حسب المعادلة التالية:



$$C = F \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الأموال الخاصة + الدين}} + K_D \frac{\text{الدين}}{\text{الأموال الخاصة + الدين}}$$

حيث :

$$K_D = F = 5.25\%$$

$$C = 0.0525 \frac{1206773960.72}{4504594915.94} + 0.025 \frac{3297820955.219}{4504594915.94}$$

$$0.014 + 0.038 = 0.052$$

تكلفة الأموال دون احتساب الوفر الضريبي

$$C = 5.2\%$$

المطلب الثاني : نسب الهيكل المالي :

بالاعتماد على الميزانية المختصرة يمكن حساب النسب التالية :

1- نسبة الاستقلالية المالية :

الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / مجموع الدين

$$0.36 = 3297820955.22 / 1206773960.72 =$$

من خلال هذه النسبة نجد أن مؤسسة عمر بن عمر لم تكن مستقلة ماليا اتجاه ديون الغير .

2- نسبة الرفع المالي : هي قدرة الديون على رفع مردودية الأموال الخاصة .

الرافعة المالية = الدين المالية / الأموال الخاصة

$$1 < 2.72 = 1206773960.72 / 1297820955.22 =$$

تقيس هذه النسبة مدى مساهمة القروض في تمويل المشروع ، بمعنى أن البنك ضمن الحصول

على أمواله من جهة ، وضمنت المؤسسة الحصول على قروض في حالة طلبها من جهة أخرى .

3- نسبة قابلية السداد :

نسبة قابلية السداد = مجموع الأصول / مجموع الدين

$$1 < 1.36 = 327820955.22 / 4504594915.94 =$$

تقيس هذه النسبة مدى قابلية سداد المؤسسة لديونها في حالة الخطر

المطلب الثالث : نسب المر دودية

بالاعتماد على الميزانية المختصرة والملحق رقم (3) يمكن حساب ما يلي :

1- المر دودية الاقتصادية :

هي عائد الأصول الاقتصادية للنتيجة الإجمالية للاستغلال .

المر دودية الاقتصادية = نتيجة الاستغلال / مجموع الأصول الاقتصادية

$$= 4504594915.94 / 430012665.17 = 0.095 = 9.54\%$$

تقيس هذه النسبة مدى قدرة المؤسسة على خلق استثمارات جديدة حيث نجد أنها موجبة لكنها ضعيفة ، تدل على الأداء الضعيف في النشاط ، وكذا عدم الاستغلال الجيد لأصول المؤسسة ، أي أن الأرباح التي حققتها المؤسسة من عملياتها غير كافية ولا تسمح بالحصول على معدل عائد مناسب على الأصول .

2- المر دودية المالية :

تقيس مردودية الأموال الخاصة التي وظفت في المشروع للحصول على أرباح كافية .

المردودية المالية = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة

$$= 120677960.72 / 419766467.06 = 0.3478 = 34.78\%$$

تقيس هذه النسبة مدى ربحية الأصول المستعملة خلال الدورة ، ومنه فإن المؤسسة لا تتمتع بالاستقلالية المالية نظرا لاعتمادها على الديون .

المبحث الثالث : تقييم ربحية المشروع

محاولة من إسقاط الجانب النظري الخاص بعملية تقييم المشاريع الاستثمارية على المشروع المقترح .

المطلب الأول : معيار فترة الاسترداد ومعدل العائد المحاسبي .

أولا : معيار فترة السداد

$$DR = I_0 / R = 18662862.4 / 5640000 = 3.31$$

حيث :  $I_0$  : قيمة الاستثمار الأصلي .

$R$  : التدفق النقدي السنوي الثابت .

ومنه يسترد المشروع تكلفة استثماره خلال 3 سنوات و 3 أشهر و 21 يوم .

ثانيا : معيار العائد المحاسبي

$$TRC = \frac{1/n (\sum R - I_0)}{I_0} \times 100$$

$$TRC = \frac{1/5 (\sum 28200000 - 18662862.4)}{18662862.4} \times 100 = 10.22\%$$

حيث  $n$  العمر الافتراضي للمشروع .

حسب هذا المعيار فإن المشروع مقبول لأن  $TRC > i$

المطلب الثاني : معيار صافي القيمة الحالية ومؤشر الربحية .

أولا : معيار صافي القيمة الحالية .

$$VAN = R \frac{1 - (i + 1)^{-n}}{i} - I_0$$

$$VAN = 5640000 \frac{1 - (0.0525 + 1)^{-5}}{0.0525} - 18662862.4$$

$$VAN = 5587554.96 > 0$$

ملاحظ أن قيمة صافي القيمة الحالية موجبة ومرتفعة وهذا مؤشر جيد لقبول المشروع

ثانيا : معيار مؤشر الربحية

$$IP = R \frac{1 - (i + 1)^{-n}}{i} / I_0$$

$$IP = 5640000 \frac{1 - (0.0525 + 1)^{-5}}{0.0525} / 18662862.4$$

$$IP = 1.3 > 1$$

بما أن  $IP > 1$  فإن المشروع مقبول .

المطلب الثالث : معدل العائد الداخلي

$$TRI = R \frac{1 - (x + 1)^{-n}}{i} - I_0$$

حيث  $x$  هو المعدل الذي من أجله يكون هناك تكافؤ بين رأس المال المستثمر ومجموع التدفقات المخصومة على أساسه .

عند  $x = 5.25\%$

$$TRI = 5640000 \frac{1 - (0.0525 + 1)^{-5}}{0.0525} - 18662862.4$$

$$TRI = 5587554.96 > 0$$

عند  $x = 15.75\%$

$$TRI = 5640000 \frac{1 - (0.1575 + 1)^{-5}}{0.1575} - 18662862.4$$

$$TRI = -87634.5786$$

وبواسطة الإسقاط الخطي

$$X = 15.75 - \frac{|VAN_{15.75\%}|}{|VAN_{15.75\%}| + |VAN_{5.25\%}|} D_x$$

$$X = 15.75 - \frac{|87634.5786|}{|87634.5786| + |5587554.96|} 10.5 = 15.58\%$$

ومنه فإن المشروع مقبول .

وبناء على المؤشرات السابقة يتضح أن المشروع مقبول

خلاصة :

رغم عدم موافاتنا بالمعلومات المحاسبية اللازمة الخاصة بالمؤسسة ، إلا أنه اتضح لنا من خلال المؤشرات السابقة أن المشروع المقترح يتمتع بدرجة عالية من الإفادة المالية ، وهذا ما يترجمه ارتفاع كل من المر دودية الاقتصادية والمالية ، الأمر الذي يجعل اتخاذ قرار تنفيذ المشروع أمر لا يقبل التردد أو التأجيل.

خاتمة

## الخاتمة العامة

إن تحقيق المؤسسة لأهدافها يتطلب دراسة معمقة وتقنيات متطورة لمواجهة التطورات الاقتصادية ، هذا كله يتمحور حول عملية اتخاذ القرار المالي التي تحظى بأهمية بالغة في العصر الحديث ، خاصة بعد أن أصبحت منظمات الأعمال الاقتصادية تعمل بموارد كثيرة و بمعدات ضخمة و تستمر أموال طائلة.

كما أصبح القرار المالي يحتل مكانة كبيرة داخل المؤسسة، وهذا راجع لكونه يرتبط بمستقبل المؤسسة ويعمل على تحقيق بقائها و استمرارها و تحقيق مركز تنافسي لها.

و لهذا نجد أن القرار المالي يعتبر الحرك الأساسي و الجهاز التنسيقي داخل المؤسسة ، ومن خلال دراستنا لهذا الموضوع نستخلص مايلي :

### النتائج:

القرار المالي يهدف الى تعظيم قيمة المؤسسة ، فالتوليفة الجيدة بين قرارات الاستثمار و التمويل ، تساهم في تحقيق أهداف المؤسسة، بحيث أن هناك ارتباط وثيق بين مختلف هذه القرارات.

قرار الاستثمار يهدف إلى تحديد حجم الأموال التي ستستثمر، و نوع الأصول التي يتم الاستثمار فيها، بحيث يترتب عن هذا القرار مجموعة من الأخطار، بسبب عدم معرفة النتائج المستقبلية لهذا النوع من القرارات.

قرار التمويل يسعى لإيجاد الكيفية التي تحصل بها المؤسسة على الأموال اللازمة لتمويل هذه الاستثمارات ، بحيث على المؤسسة اختيار مصادر التمويل الذي يناسبها ، بحيث على المؤسسة اتخاذ قرار استثماري يلاءم إمكانياتها التمويلية ، لأنها ستقارن بين مردودية الاستثمارات المنفذة و تكلفة التمويل المختار.

و من خلال دراستنا لمؤسسة عمر بن عمر توصلنا الى أن :

- المؤسسة قادرة على الوفاء بديونها ، وبالتالي هناك هامش أمان يتمتع به دائنوا المؤسسة.
- نسبة الرفع المالي معتبرة في المؤسسة و هذا دليل لاعتمادها على الديون.

### الاقتراحات:

- على المؤسسة الاقتصادية عند اختيار كفيات و طرق التمويل، المفاضلة بين المصادر المختلفة بما يتوافق مع استراتيجياتها و سياساتها المعتمدة.
- على المؤسسة الرفع من رأس مالها.
- على المؤسسة الإعتماد على التمويل الذاتي تجنباً لخطر سعر الفائدة المرتفع.

# قائمة المراجع



## قائمة المراجع

الكتب :

أولا : باللغة العربية .

- 1- أحمد لطفي أمين السيد ، تقييم المشروعات الاستثمارية باستخدام مونت كارلو للمحاكاة ، الدار الجامعية ، مصر ، 2006 .
- 2- إسماعيل حميد محمد عثمان ، التمويل والإدارة المالية في منظمات الأعمال ، دار النهضة العربية ، مصر ، 1995 .
- 3- آل شبيب دريد كامل ، مبادئ الإدارة المالية ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2006 .
- 4- اندراوس عاطف وليم ، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2008 .
- 5- البديوي منصور ، الأساليب الكمية وإتخاذ القرار ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 1987 .
- 6- بلوط حسن إبراهيم ، إدارة المشاريع ودراسة جدواها الاقتصادية ، دار النهضة العربية ، لبنان ، 2002 .
- 7- بن ساسي الياس ، التسيير المالي ، دار وائل للنشر ، الجزائر ، 2006 .
- 8- بوراس أحمد ، تمويل المنشآت الاقتصادية ، دار العلوم ، الجزائر ، 2008 .
- 9- التميمي ارشد فؤاد ، الاستثمار بالأوراق المالية ، دار المسير ، عمان ، الأردن ، 2004 .
- 10- تيس محمد ، درويش ابراهيم ، المشكلة الإدارية وصناعة القرار ، الهيئة المصرية للكتاب ، مصر ، 1979 .
- 11- جمعة إسماعيل ابراهيم ، المحاسبة الإدارية ونماذج بحوث العمليات في إتخاذ القرارات ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، 2002 .
- 12- جمعة هوام ، تقنيات المحاسبة المعقدة ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، الجزء 1 ، 2000 .
- 13- جودة محفوظ وآخرون ، تحليل وتقييم المشاريع ، الشرطة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات بالتعاون مع جامعة القدس المفتوحة ، مصر ، 2009 .
- 14- الحاج طارق ، مبادئ التمويل ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، 2002 .
- 15- حجازي محمد حافظ ، دعم القرارات في المنظمات ، دار الوفاء ، مصر ، 2006 .
- 16- خطاب محمد عبد المنعم ، عملية إتخاذ القرارات ، منشورات معهد الإدارة العامة ، الرياض ، 1999 .
- 17- حمزة محمود الزبيدي ، الإدارة المالية المتقدمة ، الوراق ، عمان ، الأردن ، 2004 .
- 18- الحناوي محمد صالح ، الإدارة المالية والتمويل ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 1999 .
- 19- الحناوي محمد صالح ، فريد مصطفى نغال ، أساسيات الإدارة المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2001 .
- 20- الحناوي محمد صالح ، قرياقص زكي ، الإدارة المالية ، مدخل إتخاذ القرار ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2006 .
- 21- حنفي عبد الغفار ، أسواق المال ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2000 .
- 22- حنفي عبد الغفار ، الإدارة المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2000 .
- 23- حنفي عبد الغفار ، أبو قحف عبد السلام ، التنظيم وإدارة الأعمال ، مطبعة الانتصار ، مصر ، 1999 .
- 24- حنفي عبد الغفار ، الإدارة المالية ، مدخل إتخاذ القرارات ، المكتب العربي الحديث ، مصر ، دون سنة .
- 25- حيدر معالي فهمي ، نظم المعلومات الإدارية ، الدار الجامعية ، مصر ، 2002 .
- 26- حبابة نور الدين ، الإدارة المالية ، دار النهضة العربية ، بيروت ، 1997 .

- 27- دادى عدون ناصر ، تقنيات مراقبة التسيير "التحليل المالى " ، دار المحمدية ، الجزائر ، 1990 .
- 28- رضا الله أحمد ، تخطيط المشروعات الاستثمارية ودراسة الجدوى الاقتصادية، المكتبة المصرية، مصر، 2003.
- 29- السليمى على ، الإدارة العلمية ، دار المعارف، مصر ، 1990.
- 30- سمير محمد عبد العزيز ، اقتصاديات الاستثمار التمويل التحليل المالى، مركز الإسكندرية للكتاب ، الإسكندرية ، مصر ، 2006.
- 31- شاكر نبيل ، إعداد دراسات الجدوى المشروعات الجديدة، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1992.
- 32- شبايكي سعدان ، المحاسبة حسب المخطط الوطنى المحاسبى ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 1999.
- 33- الشمري حامد ، الفضل مؤيد ، الأساليب الإحصائية فى اتخاذ القرار، دار الجدلاوي ، الأردن ، 2005.
- 34- شهيب على ، دراسات الجدوى ونظم إدارة تنفيذ المشروعات، دار الفكر العربى ، مصر ، 2002.
- 35- الصيرفي محمد ، اقتصاديات المشروعات ، مؤسسة حوارس الدولية ، مصر ، 2005.
- 36- العامري أحمد على ، الإدارة المالية ، دار المناهج ، الأردن ، 2007.
- 37- عباس على ، الإدارة المالية ، مكتبة الجامعة ، إثراء للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، 2008.
- 38- عبد آل آدم يوحنا ، سليمان النور، دراسة الجدوى الاقتصادية، المكتبة المصرية للنشر، ط1، مصر، 2005.
- 39- عبد الحميد عبد المطلب ، التمويل المحلى والتنمية المحلية ، الدار الجامعية ، الاسكندرية، 2001.
- 40- عبد الحميد عبد المطلب ، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعة ، الاسكندرية ، 2003.
- 41- عبد الحميد عبد المطلب ، دراسة الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الإستثمارية، الدار الجامعية مصر، 2003.
- 42- عبد العزيز سمير محمد ، الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية وقياس الربحية التجارية والقومية، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 43- عبد العزيز مصطفى عبد الكريم، دراسة جدوى وتقييم المشروعات، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.
- 44- عبد القادر عطية عبد القادر محمد ، دراسات الجدوى التجارية والاقتصادية والاجتماعية، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- 45- عبد الكريم عبد العزيز مصطفى ، دراسة الجدوى وتقييم المشروعات، الأردن، دار حامد للنشر و التوزيع، 2004.
- 46- عثمان سعيد عبد العزيز ،دراسة جدوى المشروعات بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية ، الاسكندرية 2002.
- 47- عطية منى ، خليل حزام ، الإدارة واتخاذ القرار فى عصر المعلوماتية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2009.
- 48- علام سعد طه ، دراسة الجدوى و تقييم المشروعات دار طيبة للنشر و التوزيع مصر ، 2004.
- 49- عليان ربحى مصطفى ، أسس الإدارة المعاصرة ، دار الصفاء ، الأردن ، 2007.
- 50- غنيم أحمد محمد ، الإدارة المالية ، مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية ، مصر ، 2008.
- 51- كداوي طلال ، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن، 2008.
- 52- كراجه عبد الحليم وآخرون ، الإدارة والتحليل المالى ، أسس مفاهيم تطبيقات ، دار الصفاء ، عمان ، الأردن ، ط2، 2002 .
- 53- كنجو عبود كنجو، فهد ابراهيم وهي ، الإدارة المالية ، مكتب الكتب الأردني ، عمان ، الأردن ، 1995.

- 54- كنعان نواف ، إتخاذ القرارات الإدارية بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة ، دون بلد نشر ، 1998.
- 55- لحناو محمد صالح ا ، العبد جلال إبراهيم ، الإدارة المالية +مدخل القيمة واتخاذ القرارات ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2002.
- 56- لسوس مبارك ، التسيير المالي ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2004.
- 57- لعتيصبيحي ا، تطور الفكر والأنشطة الإدارية ، دار مكتبة حامد للنشر، الأردن، 2002.
- 58- لعويسات جمال الدين ، الإدارة وعملية إتخاذ القرار، دار هومة ، الجزائر ، 2005.
- 59- ماضي محمد توفيق ، تمويل المشروعات ، دار الفكر العربي ، القاهرة ، 1992.
- 60- المصري أحمد محمد ، الإدارة الحديثة ، مؤسسة شباب الجامعة ، مصر ، 2008.
- 61- مصطفى الشيخ فهمي محمد ، التحليل المالي والائتماني ، فلسطين ، 2008.
- 62- مطر محمد ، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، دار وائل، الأردن، 2003.
- 63- المناصير سفيان خليل ، القرارات المالية وأثرها في تحديد القرار الاستراتيجي ، دار حليس الزمان ، عمان ، 2010.
- 64- منصور كاسر نصر ، الأساليب الكمية في إتخاذ القرارات، دار مكتبة حامد للنشر ، مصر ، 2006.
- 65- منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في التحليل المالي والائتماني ، دار وائل للنشر ، ط2، عمان ، الأردن ، 2003 .
- 66- النجار فريد ، البورصات والهندسة المالية ، مؤسسة شباب الجامعة ، الاسكندرية ، 1999.
- 67- النعيمي عدنان تايه ، الإدارة المالية المتقدمة ، دار البازوري ، الأردن ، 2009.
- 68- نور احمد محمد ، أحمد حسين علي ، مبادئ المحاسبة الإدارية ، الدار الجامعية ، مصر ، 2002.
- 69- هلاي حسين مصطفى ، الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية ، دار النهضة العربية ، مصر ، 1999.
- 70- الهواري سيد ، الإدارة المالية ، منهج اتخاذ القرارات ، مركز الكتب الأردني ، الأردن ، 1995.
- 71- وفاء عبد الباسط ، مؤسسات رأس المال مخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة ، دار النهضة العربية ، مطبعة إسرائ ، الأردن ، 2001.

#### ثانيا : باللغة الأجنبية

- 1- Gérard Charreaux , Finance d'entreprise , 2<sup>eme</sup> édition, France, 2000,.
- 2- Jean Lachman , le Financement des stratégies de l'innovation, E.D.Economica, France, 1993.
- 3- Patrice Vissavona, Gestion Financière, Edition Bertie. ، 1996 ،.

#### المذكرات :

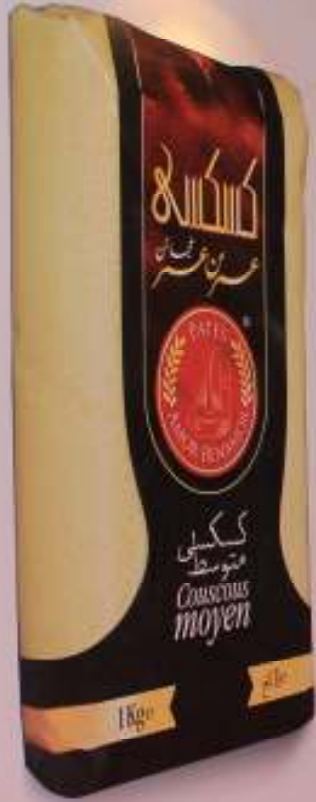
- 1- الآغا بسام محمد ، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد وعلى الاستثمار ، رسالة الماجستير في إدارة الأعمال ، الجامعة الإسلامية، فلسطين ، 2005.

- 2- بوقموم محمد ، دور البنوك التجارية في تمويل الاستثمار، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير تخصص نقود و مالية ،قالمة ، الجزائر ،2004.
- 3- جودي سعاد ، خالدي عفاف، تقييم المشاريع الاستثمارية ودورها في تحسين الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستير ، تخصص مالية ومؤسسات ،جامعة 8 ماي 1945 ، دفعة 2011-2012 .
- 4- علي الجهلي ناصر محمد ، خصائص المعلومات المحاسبية وأثرها في إتخاذ القرارات ، مذكرة مقدمة ضمن نيل شهادة الماجستير ، جامعة باتنة ، 2009.
- 5- كنفوش محمد ، تقييم المشاريع الاستثمارية ، رسالة ماجستير ، تخصص إدارة أعمال ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة سعد دحلب ، البلدة ، 2005.

اللاحق







GROUPE BENAMOR  
CULTIVONS L'EXCELLENCE  
www.AmorBenamor.com

GROUPE BENAMOR  
CULTIVONS L'EXCELLENCE

CHINA





PÂTES ALIMENTAIRES  
DE QUALITÉ SUPÉRIEURE



1kg

كسكس  
متوسطي  
Couscous  
moyen

1kg

كسكس  
متوسطي  
Couscous  
moyen

## الملخص:

تعتبر عملية اتخاذ القرار المالي جوهر العملية الإدارية، كونها تعنى بالوظيفة المالية للمؤسسة، وكذا تأثيرها على مختلف الوظائف الأخرى، حيث تشمل هذه الأخيرة كل من قرار التمويل و قرار الاستثمار، كما تسعى إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة. وهذا من أجل بقائها و استمرارها و تحقيق مركز تنافسي لها. حيث يقوم القرار التمويلي على تحديد مصادر التمويل و كيفية المزج بين هذه المصادر من حيث الكم و النوع والمصدر. أما القرار الاستثماري فهو قرار تحويل الموارد المالية إلى سلع ومنتجات خلال زمن معين.

**الكلمات المفتاحية:** القرار المالي، القرار الاستثماري، القرار التمويلي، المشاريع الاستثمارية.

## Résumé :

Le processus de base de prise de décision financière l'essence du processus administratif d'être concernés par le travail de l'institution financière ainsi que son impact sur les diverses autres fonctions ,lorsque celui-ci comporte tout de la décision de financement et la décision d'investir, cherche également à maximiser la valeur de marché de l'établissement, et ce pour la suivie et la continuité et d'atteindre ,sa position concurrentielle ,ou la décision pour identifier les sources de financement et la façon de les mélanger en terme de quantité ,le type et la source , soit la décision d'investissement est la décision de transférer les ressources financières pour les marchandises et les produits pendant un certain temps

## Les Mots clés:

Décision financière, la décision d'investissement, décision de financement, les projets d'investissement.