

الجمهورية الجزائرية الشعبية الديمقراطية
جامعة الدكتور مولاي الطاهر
كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير
قسم: علوم التجارية



مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التجارية
تخصص: إدارة المشاريع



بغنوان:

التمويل كأداة إستراتيجية المشاريع الاستثمارية
دراسة حالة شركة AGGLO BETON لإنتاج و الخدمات
خلال الفترة 2015-2016

أعضاء لجنة المناقشة:

- * الأستاذ بن حميدة محمد مشرفا
- * الأستاذ معاريف محمد مناقشا
- * الأستاذ ذياب الزقاي رئيسا

من إعداد الطلبة:

- ❖ لحرر شيخ.
- ❖ بن دحو جبار.

2016/2015

الملخص:

تتناول هذه الدراسة اثر قرار التمويل (اختيار مصادر التمويل المناسبة) علي المشاريع الاستثمارية ودوره في استمرارية ونجاح هذه المشاريع وفي إسقاط لهذه الدراسة علي حالة شركة AGGLO BETON للإنتاج والخدمات خلصنا الي بعض النتائج التي تؤكد في مجملها علي ضرورة ترشيد قرار التمويل وذلك عن طريق تحليل علمي ودقيق للبدائل التمويلية المتاحة ودراسة تأثيره علي المشاريع الاستثمارية خاصة فيما يتعلق بإنشاء الشركات .

Résume :

Cette étude vise à étudier l'effet de la décision du financement sur les projets d'investissement et son rôle a la continuité et la réussite de ces projets.

On a appliqué cette étude sur la société du production des matériaux du construction et de services de transport de marchandises et de béton (AGGLOBETON) on a obtenu quelques résultats, parmi eux: la nécessite de rationaliser la décision du

Financement à travers des analyses scientifiques et précisément aux alternatifs de financement disponibles et d'étudier leur impact probable sur les projets, surtout ceux qui concernent l'institution des sociétés.

Mots clés : les projets d'investissements, la décision du financement, la Continuité.

الفهرس المحتويات

III	الإهداء
IV	الشكر
V	الملخص
IX	فهرس المحتويات
X	قائمة الجداول
XI	قائمة الأشكال
XII	قائمة الملاحق
أ	مقدمة عامة:
07	الفصل الأول: المشاريع الاستثمارية
08	تمهيد
09	المبحث الأول: مفهوم المشاريع الاستثمارية
09	المطلب الأول: تعريف الاستثمار و تصنيفاته
17	المطلب الثاني: أهمية و أهداف المشاريع الاستثمارية
18	المطلب الثالث: خصائص و محددات الاستثمار
28	المبحث الثاني: قرار الاستثمار
28	المطلب الأول: مفهوم قرار الاستثمار و خصائصه
40	المطلب الثاني: خطوات تقييم المشاريع الاستثمارية
42	المطلب الثالث: طرق و معايير تقييم المشاريع الاستثمارية
50	خلاصة الفصل الأول
51	الفصل الثاني: تمويل إحتياجات المشاريع الاستثمارية
52	تمهيد
53	المبحث الأول: قرار التمويل
53	المطلب الأول: إتحاذ القرار
55	المطلب الثاني: مفهوم التمويل و قراره
57	المطلب الثالث: أهمية التمويل
59	المبحث الثاني: أنواع التمويل
59	المطلب الأول: تقسيمات التمويل من حيث الأجل
76	المطلب الثاني: أقسام التمويل من حيث المصدر
79	المبحث الثالث: آليات إختيار المشاريع الاستثمارية
79	المطلب الأول: معايير إختيار مصادر التمويل
84	المطلب الثاني: قيود إختيار مصادر التمويل
89	خلاصة الفصل الثاني
90	الفصل الثالث: تمويل إحتياجات المشاريع الاستثمارية
91	تمهيد
92	المبحث الأول: تقديم المؤسسة
92	المطلب الأول: التعريف بالمؤسسة
94	المطلب الثاني: إمكانيات الشركة و مهامها
95	المبحث الثاني: تحليل كيفية تمويل إنشاء الشركة
95	المطلب الأول: دراسات الجدوى الاقتصادية على الشركة
99	المطلب الثاني: أثر قرار التمويل على الشركة
104	خلاصة الفصل الثالث
105	الخاتمة
108	المراجع
113	الملاحق

المقدمة:

تعتبر المشاريع الاستثمارية أحد أهم العناصر التي تساهم في تحريك عجلة النمو، وهي الطريقة الناجعة لإنشاء ومضاعفة الثروات، ومنه تحسين الأوضاع سواء على مستوى الفرد أو على مستوى المؤسسات، وحتى على المستوى الوطني، وهي أداة فعالة لتحقيق جميع الأهداف الاقتصادية للمجتمع، من خلال رفع مستويات الإنتاج التي تحقق الاكتفاء الذاتي.

إن المشروع الاستثماري يحتاج إلى تمويل لتغطية كافة المصاريف وشراء المعدات والآلات والتجهيزات، وعملية إيجاد الأموال من الوظائف المهمة في مختلف المؤسسات والمشاريع . كما يترتب على عمليات التمويل اتخاذ مجموعة من القرارات و أهمها القرارات المتعلقة باختيار مصادر التمويل فالقرارات المتعلقة بالتمويل واختيار مصادر التمويل مهمة ومعقدة، الأمر الذي يستلزم دراسة هذا الأمر دراسة جيدة و متأنية.

فالتمويل عنصر محدد لكفاءة متخذي القرارات المالية من خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة والملائمة لطبيعة المشروع الاستثماري المستهدف لاختيار أفضلها، واستخدامها استخداما أمثلا وتحقيق أكبر عائد بأقل خطر ممكنين مما يساعد على بلوغ الأهداف المسطرة وضمان استمرارية المشروع.

اشكالية البحث :

ان قرار التمويل والبحث عن مصادر التمويل المناسبة للمشروع يعد من أهم المواضيع التي تواجه مسير المشاريع والمستثمرين في ظل محدودية البدائل المتاحة ، وهذا القرار سيؤثر في النهاية على نجاح المشروع في المستقبل وعلى استمراريته انطلاقا من الوضعية السالفة الذكر .

فان اشكالية البحث تتركز في التساؤل الرئيسي التالي :

ما أثر قرار التمويل على المشاريع الاستثمارية الانتاجية والخدماتية ؟

وتتفرع عن هذه الاشكالية الرئيسية تساؤلات فرعية :

ماهي اهمية قرار التمويل بالنسبة للمشاريع الاستثمارية ؟

كيف يمكن للمستثمر ان يتخذ قرار التمويل ؟

هل كان لقرار التمويل في انشاء شركة AGGLO BETON اثر ودور في نجاح المشروع واستمراريته؟

فرضيات البحث:

وللإجابة على التساؤلات السابقة للإشكالية المطروحة اعتمدنا على مجموعة من الفرضيات هي بمثابة

منطلقات أساسية والمتمثلة فيما يلي:

- المشاريع الاستثمارية وسيلة لاستغلال الطاقات الطبيعية والبشرية والمالية.
- للتمويل أهمية كبيرة بالنسبة للمشاريع الاستثمارية حيث لا يمكن قيام مشروع استثماري دون تمويل ومن

هذا المنطلق

يستمد قرار التمويل أهميته.

- يخضع قرار التمويل إلى دراسة معمقة من طرف متخذ القرار.
- أن قرار التمويل يلعب دورا مهما في نجاح المشروع واستمراريته.

أهمية الدراسة:

تستمد هذه الدراسة أهميتها من خلال النظرة المتزايدة للمشاريع الاستثمارية من جهة، وكيفية تمويلها من جهة أخرى وخاصة تلك المشاريع التي تتطلب تمويلا معتبرا في البداية وبصفة عامة تظهر أهمية البحث في العناصر التالية:

- الأهمية التي يكتسبها الموضوع نظرا للوضع الراهن الذي يمر به الاقتصاد الوطني والتي تستدعي الاهتمام بالمشاريع والاستثمارات سواء كانت صغيرة أو كبيرة.
- أهمية البحث عن مصادر التمويل التي تضمن للمشروع الاستمرارية والنجاح.

أهداف الدراسة:

- لقاء الضوء على المشاريع الاستثمارية وأهم مقومات الاستثمار.
- دراسة أساليب التمويل وتحديد الأسلوب الأمثل لكل مشروع.
- الربط بين الجانب النظري والتطبيقي فيما يخص تمويل المشاريع.

دوافع اختيار الموضوع:

- الرغبة الشخصية في دراسة موضوع تمويل المشاريع وكيفية إنشائها.
- الحاجة الملحة إلى أبحاث ودراسات متخصصة في جدوى المشاريع الاستثمارية بصفة عامة، والجدوى التمويلية بصفة خاصة

حدود الدراسة:

بشكل عام حاولنا تسليط الضوء على الاحتياجات المالية للمشاريع الاستثمارية، كما تعرضنا لمختلف مصادر تمويل هذه الاحتياجات، العوامل المتحكمة في اختيارها، ومن ثم حاولنا تقييم أثر قرار التمويل ومصدره في تحقيق أهداف المشروع وضمان استمراريته.

المنهج المتبع:

للإجابة على الإشكالية ومحاولة اختيار صحة الفرضيات تم الاعتماد على المنهج الوصفي فيما يخص الجانب النظري لأنه ملائم لتقرير الحقائق وفهم عناصر الموضوع، بينما تم الاعتماد على منهج دراسة الحالة فيما يتعلق بالجانب التطبيقي من أجل إسقاط الدراسة على واقع المشاريع الاستثمارية.

تقسيمات البحث:

إن تحليل إشكالية قرار التمويل في المشاريع الاستثمارية، واختبار صحة الفرضيات المقدمة تم ضمن ثلاثة فصول استهلّت بمقدمة وتلّنها خاتمة تضمنت نتائج الدراسة وذلك كالآتي:

الفصل الأول :

خصص للتعريف بالمشاريع الاستثمارية، ومن أجل ذلك تم تقسيمه إلى مبحثين رئيسيين، حيث خصص المبحث الأول من هذا الفصل لدراسة مفهوم المشاريع الاستثمارية وأهميتها وخصائصها، أما المبحث الثاني فيهتم بقرار الاستثمار وخطوات تقييم المشاريع الاستثمارية.

الفصل الثاني:

تم التعرض فيه إلى إحتياجات المشاريع الاستثمارية وكيفية تمويل هذه الإحتياجات، وتم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث رئيسية وقد خصص المبحث الأول لدراسة قرار التمويل وأهمية التمويل، أما المبحث الثاني فخصص لأنواع التمويل وتقسيماته، فيما خصص المبحث الثالث لدراسة آليات اختيار مصادر التمويل.

الفصل الثالث :

يعتبر هذا الفصل محاولة لتجسيد وتطبيق أهم النقاط التي تم التطرق إليها في الجانب النظري من هذا البحث ميدانيا من خلال دراسة تطبيقية لإنشاء شركة.

صعوبات البحث:

تتلخص الصعوبات في ضيق المدة التي تم فيها انجاز البحث.

تمهيد:

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

ويعتبر القرار الاستثماري من أهم وأصعب وأخطر القرارات التي يتخذها المستثمر ويقوم هذا القرار على مجموعة من المبادئ والمقومات التي يجب أخذها بعين الاعتبار لضمان سلامة قرار الاستثمار.

وفي هذا الفصل سنتعرض إلى أهم خصائص المشاريع الاستثمارية والمبادئ التي تقوم عليها، فقمنا

بتقسيم الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول : مفهوم المشاريع الاستثمارية

المبحث الثاني: قرار الاستثمار

المبحث الأول: مفهوم المشاريع الاستثمارية.

يستمد الاستثمار أصوله كمفهوم من علم الاقتصاد وله صلة وثيقة مع مجموعة من المفاهيم

الاقتصادية بتعدد مجالاته أو طبيعة النشاط الاقتصادي الذي يوظف فيه المستثمر أمواله.

المطلب الأول: تعريف الاستثمار و تصنيفاته.

الفرع الأول: تعريف الاستثمار .

لغة:

الاستثمار مصدر لفاعل استثمر يستثمر وهو مشتق من الثمر، وقد وردت بمعنى:

جاء في لسان العرب: الثمر¹: حمل الشجر، والثمر: أنواع المال.

والثمر: الذهب والفضة.

وثمر ماله: نماء، ويقال ثمر الله مالك: فالاستثمار لغة يراد به طلب الثمر، وأما استثمار المال لغة فيراد به

طلب ثمر المال هو نماؤه و كثرته أي كثره².

اصطلاحاً:

الاستثمار أحد المصطلحات الاقتصادية الحديثة، حيث يعتبر أن الاستثمار " نشاط إنساني ايجابي،

مستمد من الشريعة الإسلامية ويؤدي إلى تحقيق وتدعيم أهداف النظام الاقتصادي الإسلامي، من خلال

الأولويات الإسلامية التي يعكسها واقع الأمة الإسلامية³.

ويعرفه البعض بأنه جهد واع ورشيد يبذل في الموارد المالية والقدرات البشرية بهدف تكثيرها وتنميتها

والحصول على منافعها وثمارها¹.

¹ - ابن منظور ، لسان العرب، دار الطباعة و النشر، دار بيروت للطباعة و النشر بيروت ، 1956 ، ج ص (106-107).

² - الفيروز أبادي ، القاموس المحيط دار العلم للجميع، بيروت ، ج4، ص 383.

³ - سيد الهواري، الموسوعة العلمية، العلمية للبنوك الإسلامية الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، القاهرة، 1982، ج.ص11

➤ هو استخدام رأس المال في تمويل نشاط معين قصد تحقيق ربح مستقبلي، بحيث يكون الاستثمار مقبولاً إذا تطابق مع المعايير المعمول أو حقق الأرباح المنتظرة.²

➤ يمكن تعريف المشروع الاستثماري على أنه: "كل كيان مستقل يديره منظم أو أكثر يقوم بدمج ومزج عناصر الإنتاج المتاحة بنسب معينة وبأسلوب معين، بهدف إنتاج سلعة أو خدمة تطرح في السوق لإشباع حاجات أو حاجات عامة خلال فترة معينة"³.

➤ الاستثمار كمفهوم لا يخرج عن كونه "الإضافة إلى الطاقة الإنتاجية أو الإضافة إلى رأس المال" (جبر 1989: 65).

هذا المفهوم يعد جامعاً ومانعاً في الوقت ذاته و خاصة عندما وظف رأس المال في التعريف، حيث أن تحديد مفهوم رأس المال يعطي صورة واضحة للاستثمار و أبعاده. ويراد برأس المال ما يملكه الشخص (أو أي جهة) من قيم استعماليه في لحظة زمنية معينة سواء كانت على شكل موجودات ثابتة أو متداولة أو حقوق عينية، وبناء على ذلك سيعد من قبيل الاستثمار إنشاء المشاريع الإنتاجية (السلعية والخدمية)، اقتناء الوسائل والأجهزة والمعدات وشراء الأسهم والسندات.⁴

الفرع الثاني: تصنيفات المشاريع الاستثمارية.

يمكن تصنيف المشاريع الاستثمارية وفق عدة مقاييس وهي:

¹ - أحمد شوقي، دنيا، تمويل التنمية في الاقتصاد الإسلامي (دراسة و مقارنة) مؤسسة الرسالة، بيروت، 1984، ص 87.

² - إلياس بن ساسي، يوسف قریش، التسيير المالي، الإدارة المالية، دروس و تطبيقات، ط1، دار وائل للنشر، 2006، ص 313.

³ - ضرار العتيبي، نضال الجواري، إدارة المشروعات الألمانية، دار المازوري للنشر و التوزيع، 2007، ص 116.

⁴ - ضلال كداوي، اليازوري، تقييم القرارات الاستثمارية، عمان، 2008، ص 13

أولاً: من حيث طبيعة الاستثمار¹.

نجد المشاريع الصناعية و التجارية.

1- صناعية:

يقوم هذا النوع بأنشطة إنتاجية، ويشمل كل مشروعات التصنيع التي تستخدم الخامات أو السلع نصف المصنوعة في عمليات الإنتاج، أو بتجميع الأجزاء المكونة للسلعة في خط إنتاج معين. وتتقسم إلى:

أ- على أساس المراحل الصناعية: تضم المشاريع الاستخراجية والتحليلية والتركيبية والتحويلية

ب- على أساس نوع السلع التي تنتجها: فهناك مشاريع السلع الإنتاجية والسلع الاستهلاكية

ت- على أساس أهمية الصناعة للمجتمع: توجد صناعات أساسية وثانوية والتي يطلق عليها الصناعات المكملة.

2- تجارية:

وهي مشاريع تتضمن تجارة السلع، وتقوم أيضا بدور الوسيط بين الصناعات المختلفة، وكذلك هي المشروعات التي تقوم بممارسة الأنشطة المرتبطة بنقل وتوزيع السلع والمنتجات من أماكن التصنيع إلى أماكن الاستهلاك، وتشمل أنشطة هذا النوع على وظائف النقل والشحن، والتفريغ، والتعبئة والتخزين والتوزيع.

بالإضافة إلى هذين النوعين يوجد أيضا¹:

¹ - علي سعيد عبد الوهاب مكي، تمويل المشروعات في ظل الإسلام، دراسة مقارنة، دار الفكر العربي، 1979، ص 16-17.

3- المشاريع الاستثمارية الخدمية:

وتشمل هذه المجموعة المشروعات التي لا تقوم بإنتاج أو توزيع السلع، وإنما تعمل على تقديم خدمات غير ملموسة مثل : قطاع الاتصالات، والفنادق، والمستشفيات، والمؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين.

4- المشاريع الاستثمارية الاجتماعية:

ثانياً: من حيث غاية الاستثمار²:

مشاريع التي تهدف للحفاظ على النشاط:

وتتضمن هذه المجموعة مقترحات الإنفاق الاستثماري التي تهدف إلى استبدال الآلات والمعدات المتهاكلة بأخرى جديدة. وتنشأ الحاجة لهذه المشاريع إذا كانت الشركة مستمرة.

مشاريع بهدف خفض التكلفة:

وتتطوي هذه المجموعة على الاستغناء عن الأصول التي يمكنها العمل بها ولكنها أخذت في التقادم وإحلالها بأخرى أحدث وأرقى من الناحية التكنولوجية، ويهدف الاستثمار في هذه المشاريع إلى تخفيض عنصر التكلفة المرتبطة بالإنتاج كأجور العمال والمواد الخام... الخ.

¹ - سلفادي بدر، فعالية سياسية في المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة المؤسسة الوطنية للتنفيذ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2011، ص 07.

² - عاطف وليم أندرواس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 258- 259.

مشاريع التوسع:

ويتطلب ذلك توسيع المشروع بإنفاق استثماري يهدف إلى زيادة الإنتاج أو توسيع نطاق منافذ وتسهيلات التوزيع وبسبب خطورة هذه المشاريع فإن متخذ قرارات تنفيذها يكون على أعلى المستويات بالشركة.

مشاريع الأمان و المشاريع البيئية:

تلتزم الشركات والمنشآت بتنفيذ هذه المشاريع استجابة لمطالب الحكومة، أو الاتفاقيات الخاصة بالعمل، ويطلق على هذا المجال مسمى الاستثمارات الإلزامية أو الإجبارية.

استثمارات أخرى:

وتتضمن أنواع متناثرة من الإنفاق الاستثماري كمباني إدارة المشروع ، والأراضي المخصصة لحفظ السيارات وغيرها، وتتباين هذه الاستثمارات وتختلف حسب طبيعة المشروع.

ثالثاً: من حيث حجمها¹.

وتنقسم إلى مشاريع صغيرة ومتوسطة وكبيرة أو ضخمة.

رابعاً: من حيث الشكل القانوني².

الشكل القانوني لأي مشروع له علاقة وطيدة بالنواحي المالية له مثل رأس المال، مسؤولية الشركاء، مدة المشروع... الخ، وأيضا بنواحي غير مالية مثل: التكوين، نوع النشاط، درجة رقابة الحكومة.

¹ - علي سعيد عبد الوهاب مكي، المرجع السابق، ص 17.

² - نفس المرجع، ص 17.

كما يتحكم في الشكل القانوني لأي مشروع قوانين الدولة ونظامها الاقتصادي وظروف السوق، إلى غير ذلك من العوامل التي تتحكم في المشروع، والشكل القانوني للمشروع هام جدا لأنه يحدد اسم المشروع ورأس ماله ومدى الثقة التي يمنحها لعملائه و الممولين والدائنين.

خامسا: من حيث مدة الاستثمار¹.

ف نجد استثمار قصير المدى أو متوسط المدى أو طويل المدى وكذلك استثمار استراتيجي.

سادسا: من حيث المعيار الجغرافي².

هناك استثمار محلي أي الاستثمار في السوق المحلية، واستثمار دولي أي الاستثمار في السوق

الأجنبية.

سابعا: من حيث رأس المال³.

فيوجد استثمار عيني أو حقيقي واستثمار نقدي (سيولة نقدية) واستثمار مالي (أوراق مالية، سندات،

أسهم...الخ).

ثامنا: حسب القطاعات التي تنفذ المشروع⁴.

¹ - ميلود من مسعود، معايير التمويل و الاستثمار في البنوك الإسلامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد الإسلامية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2007-2008، ص 37.

² - نفس المرجع، ص 37.

³ - نفس المرجع، ص 37.

⁴ - حسن ابراهيم بلوط، إدارة المشاريع و دراسة جدواها الاقتصادية، دار النهضة العربية، ص 28.

يمكن تقسيم المشاريع بحسب القطاعات التي تطلق وتنفذ المشروع إلى مشاريع تنتمي إلى القطاع العام، ومشاريع تنتمي إلى القطاع الخاص.

أ- مشاريع القطاع العام:

حيث لا بد على الدولة أن تتولى إدارة المشروع بنفسها مباشرة، أو من قبل أي من منشأتها العامة، أو أن تضمن إدارته من قبل جهة أخرى بناء على شروط . يتميز هذا النوع عادة بأسلوب يغلب عليه الطابع البيروقراطي، وبالتالي هو أقل تركيزاً على نوعية الخدمة التي تؤديها، بسبب الروتين والعقد الإدارية.

ب- مشاريع القطاع الخاص:

يتميز بأسلوب جماعي ذي طابع ديناميكي، تسيير بشكل أسرع، وأقوى فاعلية من مشاريع القطاع العام، والتركيز فيه على نوعية الخدمة التي تؤديها يتوجه بصورة أساسية على نتائجه

جدول (1-1) : تصنيفات المشاريع الاستثمارية

أنواع الاستثمار	المقاييس
•صناعية، تجارية، الخدمية، الاجتماعية	طبيعة الاستثمار
•مشاريع الإحلال التي تهدف إلى الحفاظ على النشاط •مشاريع الإحلال بهدف خفض التكلفة •مشاريع التوسع •مشاريع الأمان والمشاريع البيئية	غاية الاستثمار
•مشاريع صغيرة، مشاريع متوسطة، مشاريع ضخمة	حجم الاستثمار
•نجد مثلا شركات المساهمة ، شركات الأشخاص ...الخ	الشكل القانوني
•استثمار قصير المدى، استثمار متوسط المدى، استثمار طويل المدى.	مدة الاستثمار
•استثمار محلي، استثمار دولي.	المعيار الجغرافي
•استثمار حقيقي، استثمار نقدي، استثمار مالي.	رأس المال
•مشاريع القطاع العام، مشاريع القطاع الخاص	حسب القطاع الذي ينفذ الاستثمار

المصدر : من إعداد الطلبة اعتمادا على المعطيات السابق.

المطلب الثاني: أهمية وأهداف الاستثمار**الفرع الأول: أهداف المشاريع الاستثمارية**

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

1-أهداف المشاريع الاستثمارية الخاصة:

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

2-أهداف المشاريع الاستثمارية العامة:

يكون الهدف المسطر في هذه المشاريع هو تحقيق الأهداف العامة للاقتصاد القومي، و المصلحة العامة للمجتمع، وتعظيم المنفعة العامة للمجتمع، وهناك أهداف أخرى لتلك المشاريع منها: تقليل الربح وذلك لضمان الاستمرار، والبقاء والنمو، ولما تتكبده هذه المشاريع من مصاريف ونفقات في معظم نشاطاتها، هذا بالإضافة إلى مجموعة من الأهداف الاقتصادية، والمالية و الاجتماعية.

الفرع الثاني: أهمية المشاريع الاستثمارية.

إن أهمية المشاريع الاستثمارية للمؤسسات تعادل أهمية الروح للجسد . فكما أن الجسد يفنى بمغادرة الروح، فإن المؤسسات تتوقف بتوقف المشاريع الاستثمارية، في إعطائها الحياة للمؤسسات، فإن الأفراد وفي مقدمتهم رجال الأعمال، والمقاولون، وأصحاب رؤوس الأموال، والتجار، والمستثمرون، وطالبوا الأعمال بمختلف أنواعهم يجدون حياة ثانية في قيام المشاريع، وفي دورات حياة المشروع، إذ أن هؤلاء الأفراد يجدون في المشاريع ملأذا لطموحاتهم الشخصية، وإبداعا في سيطرتهم على عالمهم الخاص، كلما استطاعوا إقامة مشاريعهم وساروا بها في الاتجاهات التي يرغبون بها، وأيضا للمشاريع أهمية في تحريك وتنشيط اقتصاد البلد، حيث .تنشط فيها الحركات الإنتاجية والبنوية، والتنمية والتطويرية¹.

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

المطلب الثالث: خصائص ومحددات الاستثمار**الفرع الأول: خصائص الاستثمار².**

1. رأس المال المستثمر: وهو النفقة المستخدمة في انجاز المشروع، وتتضمن الآتي:

¹ - حسن ابراهيم بلوط، المرجع السابق، ص 15-16.

² - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 313-314 .

➤ سعر الشراء خارج الرسم أو تكلفة الصنع.

➤ المصاريف الملحق بعملية الشراء.

➤ الرسم على القيمة المضافة غير المسترجعة (بالنسبة للنشاطات) المستفيدة من تخفيضات جبائية فيما

يخص الرسم على القيمة المضافة الأقل من 100 %.

➤ الارتفاع من الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال BFR.

فأي استثمار جديد يؤدي عادة إلى الارتفاع في الارتفاع المخزونات ، حقوق العملاء وديون الموردين.

2. مدة المشروع: من أجل التقييم الجيد للإرباح المنتظرة من المشروع، من الضروري تحديد مدة الاستثمار والتي تقدر عادة بمدة الإهلاك.

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

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

أي أنه لا يدخل في حسابه الإيرادات والمصاريف المؤجلة وكذا المصاريف الوهمية مثل الإهلاكات التي تسجل محاسبيا و لا تقطع نقديا.

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

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

5. تدفقات الخزينة المتولدة عن الاستثمار.

6. المخاطرة

الفرع الثاني : محددات الاستثمار.

هناك مجموعة من العوامل المتداخلة التي تلعب دورا كبيرا في التأثير على فعالية الاستثمار ويمكن تقسيمها إلى مباشرة وغير مباشرة.

1. العوامل المباشرة¹:

سميت بالمباشرة لارتباطها بفعالية الاستثمار، حيث تأثيره على الطاقة الإنتاجية للاقتصاد بشكل مباشر، ومن بين هذه العوامل:

أ- الفائض الاقتصادي:

يعتمد مستوى الاستثمار في أي بلد بالدرجة الأولى على الفائض الاقتصادي المتمثل بالنتائج المتحقق في فروع الاقتصاد القومي مطروحا منه الاندثارات، أو أنه الناتج المتحقق داخل الاقتصاد مطروحا منه استهلاك المنتجين وعوائدهم، إضافة إلى مصاريف المجتمع العمومية . وتحديد المعدل الأمثل للاستثمار يعتمد على معدل تكوين الفائض الاقتصادي، ولا يمكن أن يكون هذا الفائض فعالا إلا إذا كان ضمن إطار سياسة تنموية

¹ - ناظم محمد نوري الشمري و آخرون، أساسيات الاستثمار العيني و المالي، دار وائل للنشر، عمان 2000، ص 52-61 .

تهدف إلى التطور الاقتصادي الشامل وخاصة في الدول النامية التي تمتاز بسمات تجعله غير قادر على أداء دوره الايجابي في تمويل الاستثمار.

ب- العمل:

هناك ترابط وثيق بين العمل والاستثمار انطلاقا من أن كل الاستثمارات الجديدة تتطلب عمالة جديدة وحجم العمالة يتوقف على طبيعة الفلسفة المعتمدة من قبل الدولة أو صاحب المشروع في تحديد العلاقة بين الإنتاج وكثافة العمل ورأس المال، والقوى العاملة تشمل السكان في سن العمل . وتعتمد العلاقة بين العمل والاستثمار على مجموعة من العوامل منها:

1- حجم السكان:

تعتبر المعدلات المرتفعة لنمو السكان ذات تأثير سلبي على النمو الاقتصادي، وذلك من خلال تأثيرها على حجم المدخرات، ومن ثم على حجم الاستثمارات على اعتبار أن كل ادخار يتوجه إلى الاستثمار . فزيادة حجم السكان سيعمل على زيادة الطلب على السلع والخدمات، أي زيادة نسبة الاستهلاك على الدخل الذي يعمل على تخفيض نسبة ما يخصص من الدخل للاستثمار.

2- التركيب العمري للسكان:

تؤثر الزيادة في معدلات نمو السكان تأثيرا سلبيا على التركيب العمري للسكان، حيث تؤدي إلى تخفيض نسبة السكان في سن العمل، مما ينجم عنه زيادة في معدلات الاستهلاك وانخفاض الجزء المخصص للادخار وبالتالي الاستثمار.

3- التركيب السكاني حسب البيئة:

تؤثر التغيرات الحاصلة في تركيب السكان الناجمة عن الهجرة من الريف إلى المدينة سلبا على حجم الادخار، ومن ثم على الاستثمار، وانتقال العمالة من قطاع الزراعة إلى الصناعة يؤدي إلى انخفاض الإنتاج في هذا القطاع، وزيادة تكاليف الإنتاج الصناعي، لذلك تؤثر هذه العملية سلبا على الموارد الموجهة نحو الادخار، ومن ثم الاستثمار، وبالتالي على التنمية الاقتصادية.

ت - الدخل القومي:

يعتبر الدخل القومي من العوامل المؤثرة في تحديد الحجم الكلي للاستثمار من خلال الجوانب التالية:

أ- حجم الدخل القومي:

يرتبط الاستثمار بعلاقة طردية مع الدخل، حيث يزداد الاستثمار بزيادة الادخار وينخفض بانخفاضه، بافتراض بقاء العوامل الأخرى ثابتة، ويبرز الاهتمام بتعبئة الزيادة الحاصلة في الدخل نحو قنوات الاستثمار عن طريق تشجيع الأفراد على الادخار الذي يؤدي إلى إمكانية تحقيق استثمارات أكبر.

ب- تركيب الدخل القومي:

كلما كانت تركيبة القطاعات الاقتصادية متوازنة من حيث التطور، كلما أمكن ذلك من زيادة الادخار ومتمى تم الاستثمار، وعلى ذلك يجب تركيز الاستثمارات في القطاعات التي تعطي نسبة كبيرة من الناتج المحلي، وبالتالي تحقق فائض اقتصادي يساهم في تمويل الاستثمار، وتحقيق التنمية المطلوبة.

ت-توزيع الدخل القومي:

أي توزيع الدخل القومي في تحديد نصيب فئات المجتمع من الدخل القومي، ويعتبر نمط توزيع الدخل من العوامل الفعالة والمحددة لحجم الاستثمار من خلال تأثيرها على حجم مدخرات فئات المجتمع.

ث-الاستهلاك¹:

يؤثر الاستهلاك على حجم الاستثمار، حيث كل زيادة في معدلات نمو الاستهلاك بمعدلات تفوق ما هو مقدر لها من الخطة الاقتصادية يؤثر على حجم المدخرات، وبالتالي يحول دون تمويل الاستثمارات المستهدفة، ومن ثم يخفض معدلات النمو الاقتصادي، الأمر الذي يتطلب تخطيط الاستهلاك وترشيده نحو القنوات الاستثمارية، بهدف زيادة الطاقة الإنتاجية، والتراكم الاستثماري عن طريق السياسة المالية.

ج-الاختراعات:

تفرز الاختراعات أساليب جديدة في الإنتاج تتطلب المزيد من الاستثمارات وهذا يعني زيادة الكفاية الحدية لرأس المال التي تظهر بظهور الاختراعات.

ح-الاتجاه العام للأسعار:

يؤثر ارتفاع الأسعار سلبيًا على مستوى الدخل لأن ارتفاع الأسعار يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للنقود، ومن ثم انخفاض مستوى الدخل الحقيقي للفرد، وبالتالي انخفاض مستوى المعيشة، فينخفض الادخار ومنه الاستثمار، وذلك لاستحواذ الاستهلاك على معظم الزيادة في الدخل.

¹ - المرجع السابق، ص 58.

2. العوامل غير المباشرة¹ :

تتمثل في:

أ- العوامل الذاتية:

تشمل على العوامل الاجتماعية، أو ما يطلق عليها بالعوادات والتقاليد، إضافة إلى النظرة المستقبلية للدخل، حيث تؤثر هذه العوامل على سلوك الفرد في توزيع دخله بين الاستهلاك والادخار . والنظرة المستقبلية المتوقعة للدخل تؤثر كذلك على الاستثمار، ففي حالة الرخاء ستعم مستقبلا، وبالتالي تؤدي إلى الاطمئنان على المستقبل مما ينجم عن ذلك زيادة في استهلاكهم ونقصان الادخار، والعكس في حالة التشاؤم حول المستقبل .

ب- توقعات مستوى الدخل والإنتاج:

تلعب توقعات الدخل دورا هاما في زيادة الإنفاق الاستثماري، لذلك فإن قدرات رجال الأعمال الخاصة بإنشاء مشاريع جديدة، والحصول على معدات جديدة إنما يتوقف على مستوى الدخل المستقبلي، وهذا يعني أن هناك علاقة مباشرة بين مستوى الدخل المطلق والإنفاق الاستثماري.

ت- سعر الفائدة²:

يلعب سعر الفائدة دورا مهما في عملية الإنتاج، وذلك من خلال تأثيره على قرارات الاستثمار، حيث تؤثر على الرغبة الادخارية لأفراد المجتمع، فارتفاع أسعار الفائدة من قبل الجهاز المصرفي يؤدي إلى سحب أكبر قدر ممكن من فائض الدخل، بغرض توظيفها في المجالات الاستثمارية، والتي تخدم التطور الاقتصادي

¹ - المرجع السابق، ص 62.

² - محفوظ بن عصمان، مدخل في الاقتصاد الحديث، دار العلوم عنابة، الجزائر، 2003، ص 95.

والعكس يحصل في حالة انخفاض سعر الفائدة كما أن سعر الفائدة يؤثر على تكلفة الفرصة البديلة للمشروعات الاستثمارية فإذا كان على المنشأة أن تقترض فإن سعر الفائدة يؤثر مباشرة على الاستثمار في مشروع ما.

الفرع الثالث: أدوات الاستثمار

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

1. الأوراق المالية¹ :

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

2. العقار² :

ويتم الاستثمار فيه بشكلين:

أ. مباشر:

عندما يقوم المستثمر بشراء عقار حقيقي، (مباني وأراضي).

¹ - محمد مطر، إدارة الاستثمار، لإطار النظري و التطبيقات العلمية، دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، 2004 ، ص 82.

² - زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل للنشر، الأردن ، 2004، ص 42.

ب. غير مباشر :

عندما يقوم المستثمر بشراء سند صادر عن بنك عقاري بالمشاركة في المحفظة المالية لأحد المؤسسات المالية المتخصصة بالعقارات، وتصدر هذه المؤسسات أوراقا مالية غالبا ما تكون سندات تحصل بواسطتها على أموال تستخدمها لتمويل بناء أو شراء عقار، وتتميز الاستثمارات بالعقار بدرجة عالية من الأمان، وارتفاع التكاليف لأن التمويل طويل الأجل.

3. السلع:

تتمتع السلع بمزايا خاصة تجعلها صالحة للاستثمار لدرجة أن تنشأ لها أسواق متخصصة، (بورصة الذهب، بورصة القطن...).

وتشبه المتاجرة بالسلع الأوراق المالية في كثير من الأوجه عدا أن الاتجار بالسلع غالبا ما تكون أكبر مخاطرة من الاتجار بالأوراق المالية، لأن هذه الأخيرة تتميز بدرجة عالية من السيولة.

4. المشاريع الاقتصادية:

تعتبر من أكثر أدوات الاستثمار الحقيقي انتشارا وتنوعا من بين تجاري، صناعي، وزراعي، كما أن منها ما يتخصص بتجارة السلع أو صناعتها أو تقديم الخدمات، ويتميز الاستثمار في المشاريع الاقتصادية بتحقيقه لعائد مقبول ومستمر، كما أنه يتوفر على قدر كبير من الأمان وماله من دور اجتماعي أكبر من أوجه الاستثمارات الأخرى¹.

¹ - نفس المرجع، ص 42.

5. العملات الأجنبية :

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

6. المعادن النفيسة:

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

7. صناديق الاستثمار :

صندوق الاستثمار أشبه ما يكون بوعاء مالي ذو عمر محدد تكونه مؤسسة عالية متخصصة، وذات خبرة في مجال الاستثمارات، وذلك بقصد تجميع مدخرات الأفراد ومن ثم تجميعها للاستثمار في مجالات مختلفة، للمساهمين فيها، وضمن مستويات معقولة من المخاطرة، وذلك للحرص في إدارة موجودات الصندوق، ويمارس الصندوق عادة المتاجرة بالأوراق المالية بيعا وشراء، وأيضا المتاجرة بالعقار، ويتميز أنه يهيئ الفرصة

لمن لديهم مدخرات وليس لهم الخبرة لتشغيلها، بأن يقوموا بتسليم مدخراتهم لمجموعة من الخبراء المحترفين يتولون إدارتها مقابل عمولة.

المبحث الثاني: قرار الاستثمار.

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

المطلب الأول: مفهوم قرار الاستثمار وخصائصه.

الفرع الأول: مفهوم قرار الاستثمار.

➤ قرار الاستثمار هو القرار الذي يهدف إلى تحديد مبلغ الأموال التي ستستثمر، وكذا اختيار نوع الأصول التي تكون موضوع هذه الاستثمارات ويترتب عن قرار الاستثمار أخطار على المؤسسة أو المستثمر بسبب أن الآثار المستقبلية للمشاريع الاستثمارية لا تكون معروفة بدقة¹.

➤ قرار الاستثمار هو القرار الذي ينطوي عليه تخصيص قدر معلوم من الأموال في الوقت الراهن على مدار فترة زمنية طويلة بهدف تحقيق ربح في المستقبل، ويكون عرضة لدرجات مختلفة من الخطر.

➤ ويرى آخر بأن قرار الاستثمار يتضمن ارتباط مالي ضخم لفترة زمنية طويلة بقصد الحصول على عائد في المستقبل.

¹ - مليكة زغيب، الياس بوجعادة، دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، تاريخ التصفح 2016/02/01.

❖ مراحل اتخاذ قرار الاستثمار ودراسة المشروع الاستثماري¹ :

يتم اتخاذ قرار الاستثمار وفق مراحل هي:

1. تحديد الأهداف الإستراتيجية.

2. البحث عن المشاريع و الاستثمارات.

3. جمع المعلومات.

وتتم دراسة المشروع الاستثماري كالتالي:

1. الدراسة الفنية للمشروع الاستثماري² :

للتحليل الفني أهمية كبرى أثناء اتخاذ القرار النهائي بالقيام أو عدم القيام بالمشروع ولا شك أنه يعتبر جزءاً أساسياً من خطة الأعمال، فهو يوفر الفرص لفحص الآثار المتوقعة للبدائل الفنية المختلفة على مستوى العمالة ومتطلبات البنية الأساسية والصناعات الأخرى وميزان المدفوعات والسعة . وتتوقف درجة التعمق وكمية الجهد المبذول والتفصيلات على حجم المشروع ودرجة التقدم التكنولوجي في السلعة وكذلك مدى تعقدها، وعلى البدائل الفنية ودرجة الدقة المرغوب فيها في تقديرات التكلفة.

¹ - سينادي بدره، المرجع السابق، ص 07.

² - عقيل جاسم عبد الله، محل في تقييم المشروعات، دار مكتبة العامة للنشر، 1999، ص 50.

وتشمل الدراسة الفنية على العديد من الموضوعات التي تمكن القائم بالدراسة من إعداد تصوير نهائي

لنتائج الدراسة الفنية وأهمها:

أ. تقدير حجم المشروع، أو الطاقة الإنتاجية للمشروع:

يتم تحديد حجم الإنتاج الممكن على ضوء البيانات المتجمعة عن الفجوة التسويقية، ويتم تحديد الطاقة

الإنتاجية للمشروع على أساس سنوي، بتحديد عدد وحدات الإنتاج سنويا، وقد يتم تحديد حجم المشروع على

أسس أخرى، مثل مراعاة الأحجام الاقتصادية المتعارف عليها لمثل نفس النوع من المشروع، ومن بين الأمور الهامة عند تحديد حجم المشروع الذي تدرس جدواه، وضع أحجام متفاوتة لتوفير المرونة الكافية للمشروع ولدراسة أثر زيادة أو خفض الإنتاج على إجمالي التكاليف وبالتالي تكلفة الوحدة. وهناك عدة عوامل أخرى تؤثر على تحديد حجم المشروع، وكذلك حجم التمويل المتاح.

ب. اختيار موقع المشروع:

يعتبر اختيار موقع المشروع من الموضوعات الهامة ذات التأثير المباشر على نجاحه من عدمه، ويتم

اختيار موقع المشروع على مرحلتين:

➤ المرحلة الأولى : اختيار الموقع العام للمشروع.

ويتم فيها تحديد المنطقة العامة التي يراد إنشاء المشروع فيها، وقد تكون هذه المنطقة قطاعا جغرافيا أو

محافظة، أو مدينة... الخ، ويكون لتكلفة النقل وزن كبير في المفاضلة بين المشاريع، إضافة إلى عوامل أخرى

هامية، كقرب السوق من المشروع، وتوافر القوى العاملة الماهرة وغير الماهرة بالنسبة لموقع المشروع، والكثافة السكانية، إضافة إلى الحوافز الاقتصادية والتشريعات القانونية، وتوافر المواد الأولية في منطقة المشروع.

➤ المرحلة الثانية : اختيار الموقع المحدد للمشروع.

يتم في هذه المرحلة تحديد المشروع داخل المنطقة الجغرافية المختارة، ويتوقف هذا الاختيار على عدة عوامل من بينها أماكن الإقامة للعمال والموظفين ومدى توافر خدمات الحياة اليومية، مثل المواصلات.

ت. تقدير تكاليف الأراضي والمباني.

في حالة شراء مبنى أو أرض يجب معرفة ثمنه، وكذلك تكاليف التحسينات والتعديلات التي ستجرى عليه، وكل المصاريف الأخرى المتعلقة بالأرض والمباني المستأجرة.

ث. تحديد نوع الإنتاج والعمليات الإنتاجية:

ويقصد بذلك الأنشطة الإنتاجية التي تستخدم لتحويل المدخلات إلى مخرجات، فإنه يجب تحديد هذه الطرق وإجراء المفاضلة بينها واختيار الأنسب منها مع ملاحظة أن الاختيار الأمثل لطرق الصنع يخضع إلى حد كبير من العوامل الفنية في الصناعة، ويتم تحديد العمليات الإنتاجية لمعرفة التكاليف الاستثمارية والتشغيلية.

ج. اختيار الآلات ومعدات الإنتاج :

عند اختيار نوعية معينة من المعدات الإنتاجية يجب دراسة مدى ملائمتها للبيئة وظروفها المختلفة، وعند الاختيار والمفاضلة بين البدائل المختلفة من الآلات والمعدات يجب أن يكون على أسس ومعايير منها:

1. الطاقة الإنتاجية المقدرة للمشروع.

2. مدى التطور التكنولوجي في هذا النوع من المشاريع، والآلات والمعدات.

3. تكاليف التشغيل والصيانة للآلات، وعدد العمال اللازمين للتشغيل.

4. أعباء الاستهلاك وتكاليف التركيب والإنشاء.

5. العمر الإنتاجي المتوقع للآلات والمعدات وقيمة الآلة في نهاية عمرها الإنتاجي.

ح. التخطيط الداخلي للمشروع:

إن من أهم القرارات التي تتخذها إدارة المشروع والتي لها أثر حاسم على الكفاءة الإنتاجية للمشروع، سواء في الأمد القصير أو الأمد الطويل، هو اختيار موقع المشروع، وتجهيزه بالمعدات والآلات، ووضع كل منها في المكان الملائم، ولا شك أن تضمين المشروع أو التخطيط له يتأثر بنوع الصناعة وسياسات الإنتاج وظروف التشغيل.

خ. تقدير احتياجات المشروع من المواد والخدمات:

حيث لابد من تقدير الكميات المطلوبة من المواد والخامات اللازمة للإنتاج وتكلفتها ويتم ذلك من خلال تحديد المواد المباشرة الداخلة في الإنتاج من المواد الأولية والخامات، وتحديد مواصفات هذه المواد وتقدير الكمية المطلوبة من المواد وتقدير أسعارها.

د. تقدير احتياجات المشروع من الأفراد:

بمعنى عدد الأفراد ونوعيتهم في فترة التأسيس أو الإنشاء الأولى، وفي فترة التشغيل الفعلي للمشروع.

بعد جمع المعلومات وتحليل البيانات التي تم الحصول عليها من الدراسة الفنية ونتائج هذه الدراسة تسهل مهمة القائمين بالدراسة المالية والاقتصادية والاجتماعية.

2. الدراسة الاقتصادية للمشروع:

تعتمد الدراسة الاقتصادية على دراسة السوق و المنتج.

أ. دراسة السوق:

إن مفهوم السوق مرتبط دائما مع مفهوم التبادل والمنفعة المتبادلة، وهدف المستثمر هنا الأخذ بعين الاعتبار تحديد العلاقة بين الكمية والسعر والذي هو بالأساس ليس مقدرا ماهية حجم الإنتاج القادر على تصوره، وتدفقه إلى السوق مستخدما بذلك أعلى درجات الإدارة والفعالية لتحقيق أعلى الأرباح كما تهدف دراسة السوق إلى تحديد مدى إمكانية تسويق المنتج (سلعة أو خدمة) المراد إنتاجه أو تقديمه إلى السوق بواسطة المشروع الذي تدرس جدواه، وكذلك توصيف المنتج وتوصيف أسواق هذه المنتجات، وتهدف دراسة السوق أيضا إلى تقدير الطلب على هذه المنتجات والتنبؤ بحجم الطلب في المستقبل، بالإضافة إلى تقدير حجم العرض الحالي والتنبؤ بحجم العرض في المستقبل¹.

¹ - عقيل جاسم عبد الله، مرجع اليابق، ص 85.

ب. المنتج:

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

➤ الحالة الاحتكارية :

حيث المنافسة قليلة في السوق، ويبقى الخطر في حالة دخول منافسين جدد يقدمون منتوجا تكنولوجيا بديلا بأقل تكلفة.

➤ الحالة غير الاحتكارية:

وهي الحالة التي تتمتع فيها المنتجات بحالة احتكار فعلي لوجود منتوجات بديلة، فعلى المؤسسات خلق شبكات توزيع قوية تعمل على إقلاع حصص السوق.

3. الدراسة المالية للمشروع :

تعتبر الدراسة المالية مهمة جدا للمشروع الاستثماري، فهي تساعد على الخيار الأفضل للمشروع من حيث التمويل، كما أنها تساعد على اتخاذ القرارات المالية المختلفة، كما أنها تعتبر أداة لتشخيص الحالة المالية للمشروع.

• وتشتمل الدراسة المالية على¹:

أ. التقديرات المالية:

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

وبعد تحديد الاحتياجات التمويلية الضرورية تأتي مرحلة البحث عن مصادر التمويل والمتمثلة في الاستدانة المتوسطة وطويلة الأجل من البنوك والإعانات المقدمة من طرف الدولة، إضافة إلى فتح رأس مال للمساهمة من طرف مختلف المتعاملين.

ب. البحث عن مصادر التمويل :

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

الفرع الثاني: خصائص القرار الاستثماري .

¹ - إلياس بن ساسي، يوسف قريس، المرجع السابق، ص 259 - 260 .

إن من طبيعة القرارات الاستثمارية أنها ترتبط بالأجل الطويل و إنفاق مبالغ كبيرة وضخمة، وقد يصعب استردادها إن لم ينجح المشروع، وبما أن النتائج مرتبطة بالمستقبل الذي يسوده عنصر المخاطرة وعدم التأكد، فالقرارات الاستثمارية تمثل درجة من الخطورة على حياة المشروع.

وهناك مجموعة من الخصائص و تربط بالبعد الزمني:

1. خصائص ترتبط بالبعد الزمني:

أ. ترتبط قرارات الاستثمار دائما بالأجل الطويل، وفي هذا يقول أحد الكتاب: أنه بالرغم من أن الإنفاق الاستثماري قد يرتبط بفترة زمنية واحدة تسبق عملية الحصول على منافع هذا الاستثمار إلا أن هذه المنافع و العوائد ترتبط بمجموعة تالية من الفترات الزمنية.

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

2. الخصائص التي ترتبط بحالات الطبيعة:

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

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

ت. تتعرض قرارات الاستثمار للعديد من المشاكل كالتنبؤ بالمبيعات وكيفية تقدير التكاليف لعدد من السنوات المقبلة في ظل حالتها المخاطرة وعدم التأكد.

3. الخصائص التي ترتبط بالهيكل التمويلي:

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

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

ت. يؤدي اتخاذ القرار الاستثماري إلى إغراق جزء من الأموال في أصول ثابتة متخصصة لفترة زمنية طويلة، و قد يتطلب هذا البحث عن مصادر التمويل كالاقتراض.

الفرع الثالث: مقومات ومبادئ قرار الاستثمار.

تستلزم الضرورة أن يكون القرار الاستثماري ناجحاً، ولكي يكون كذلك لا بد أن يستند إلى مقومات

ومبادئ نستعرضها كالتالي:

1. اعتماد إستراتيجية ملائمة.

2. الاسترشاد بالأسس العلمية.

3. مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة.

ففيما يتعلق بالإستراتيجية الملائمة فإنها تتوقف بشكل أساسي على أولويات المستثمر، والتي يكشف عنها أو يعبر عنها منحى تفضيله الاستثماري والذي يتشكل من رغبات المستثمر تجاه كل من الربحية والسيولة و الأمان، هذه المتغيرات تحدد في الوقت نفسه ميل هذا المنحى، فضلا عن عوامل ذاتية خاصة بالمستثمر مثل العمر، الوظيفة، الدخل، الحالة الاجتماعية، الحالة الصحية...الخ.

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

ووفقا لذلك يمكن أن نصنف المستثمرين إلى:

1.المستثمر المتحفظ :

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

2.المستثمر المضارب:

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

3. المستثمر المتوازن:

وهو المستثمر الرشيد الذي يأخذ بالحل الوسط، فيوجه اهتمامه لعنصري العائد والمخاطرة بقدر متوازن، فلا يقبل بالربحية على حساب عنصر الأمان ولا العكس، وهكذا يكون قراره الاستثماري معقول.

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

و المسألة الأخرى التي يجب على متخذ القرار الاستثماري أن يأخذها بعين الاعتبار هي اعتماد عدد من المبادئ كأساس لاتخاذ القرار ومن أهمها¹:

1. مبدأ تعدد الخيارات (البدائل الاستثمارية):

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

2. مبدأ الخبرة والتأهيل:

وهذا يعني أن قرار الاستثمار بما يتضمنه من حيثيات وما يستلزمه من إمكانات فنية وعلمية قد لا تتوافر لدى العديد من المستثمرين، الأمر الذي يستلزم الاستعانة بمشورة المختصين في هذا المجال.

¹ - طلال كدار، اليازوري، المرجع السابق، ص 18 - 19 .

3. مبدأ الملائمة:

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

4. مبدأ التنوع أو توزيع المخاطر الاستثمارية:

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

➤ العائد المتوقع من الاستثمار.

➤ درجة المخاطرة المرافقة للأداة الاستثمارية.

ولهذا على المستثمر قبل أن يتخذ قراره الاستثماري أن يعرف مقدماً كل من العائد المتوقع ودرجة المخاطرة بمعنى أنا عليه أن يتنبأ بكل من العائد ودرجة احتمال تحقق هذا العائد، وفي ضوء تقدير درجة احتمال تحقق العائد تتحدد درجة المخاطرة لان درجة المخاطرة تقاس باحتمال عدم تحقق العائد المتوقع . وهناك العديد من الأساليب الإحصائية التي يمكن الاستعانة بها في التنبؤ والشائع منها كل من التباين والانحراف المعياري¹.

¹ - المرجع السابق، ص 20 .

كما أن العملية الاستثمارية تشكل عملية مبادلة بين العائد والمخاطرة وتوجد علاقة طردية بين العائد والمخاطرة، فكلما زادت المخاطرة فإن العائد المتوقع يجب أن يكون أكبر، وعليه فإذا أراد المستثمر الحصول على عائد مرتفع فعليه أن يتوقع مخاطرة أكبر¹.

المطلب الثاني: خطوات تقييم المشاريع الاستثمارية.

يخضع تقييم المشاريع الاستثمارية لعدة خطوات و هي²:

1. تحديد التكلفة الاستثمارية المتوقعة للمشروع.
2. تقدير التدفقات النقدية المتوقعة من المشروع.
3. تحديد درجة الخطر المصاحبة للتدفقات النقدية الخاصة بالمشروع.
4. تحديد تكلفة الأموال التي تستخدم لخصم التدفقات النقدية وهذا بتحديد درجة خطورة المشروع.
5. تحديد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة والتي تستخدم كأساس لتحديد قيمة الأصول محل التقييم.

6. مقابلة القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من المشروع بقيمة التكلفة الاستثمارية للمشروع، فإذا كان معدل العائد المتوقع على الاستثمار أكبر من تكلفة رأس المال يقبل المشروع وفي حالة العكس يرفض المشروع.

و لتقييم المشاريع الاستثمارية هناك قواعد ومعايير وأساليب يتم على أساسها التقييم، إلا أنه قبل أن

نعرضها يجب توضيح بعض المفاهيم المتصلة بهذه المعايير لعل أهمها³:

¹ - سليمة نشنش، المرجع السابق.

² - عاطف وليم أندروس، المرجع السابق، ص 260 .

³ - نفس المرجع، ص 261 - 265 .

أ. مفهوم القيمة الزمنية للنقود:

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

ب. مفهوم التدفقات النقدية:

تطلب تنفيذ أي مشروع أنفاق مبالغ نقدية، والتدفق النقدي قد يكون خارجا (سالبا) مثل الإنفاق الاستثماري، و المصروفات النقدية الدورية التي يتحملها المشروع، وقد يكون التدفق النقدي داخلا (موجبا) ويتمثل في الإيراد النقدي من المبيعات و غيرها وفي مجال الإنفاق يتم التفرقة بين كل من الإنفاق الاستثماري والإنفاق النقدي الجاري حيث أن:

1. الإنفاق الاستثماري :

هو تدفق نقدي خارج ويتكون من الآتي: الاستثمار المبدئي، ويشمل الإنفاق الاستثماري اللازم لبناء المشروع حتى يصبح جاهزا للتشغيل و الإنتاج ويسمى كذلك بالإنفاق الرأسمالي.

2. الإنفاق الجاري النقدي:

وهو الإنفاق الذي يلزم لتشغيل المشروع سنويا طوال عمره الإنتاجي، ويطلق عليه تكاليف التشغيل السنوية، ولا يدخل فيها الفوائد وأعباء الاستهلاك.

وفي مجال التدفقات النقدية الداخلة للمشروع، تعتبر الموارد المالية التي تتدفق على المشروع من بيع منتجاته أو تقديم خدماته هي الأهم على الإطلاق، وبجانب المبيعات تمثل القيمة المتوقعة للمشروع كخردة في نهاية عمره الإنتاجي مصدرا ثانيا للتدفقات النقدية الداخلة ويسمى ناتج طرح التدفقات النقدية الداخلة السنوية بصافي التدفقات النقدية الجارية الصافية.

المطلب الثالث: طرق ومعايير تقييم المشاريع الاستثمارية

إن عملية تقييم قرارات الاستثمار في المشروعات تسفر بالضرورة إما إلى قبول المشروع أو رفضه أو ترتيب المشاريع حسب الأفضلية و هذه العملية وأن أيا من هذه القرارات على درجة عالية من الخطورة، مما يفرض أن تستند عملية التقييم على أساس

أو مبدأ أو معيار، بمعنى يجب أن تكون العملية مبنية على أرضية صلبة.

ويزخر الأدب المالي والاقتصادي بالعديد من المعايير التي يمكن الركون إليها في تقييم قرار الاستثمار. هذا التعدد في معايير التقييم، تخلق في بعض الأحيان مشكلة اختيار المعيار الملائم من بينها، هذا الاختيار ليس من السهل تحقيقه من الناحية العملية، إذ ليس هناك معيار متفق عليه يصلح في كل الظروف والأوقات لكن مما يساعد في اعتماد معيار دون غيره هو طبيعة المشروع تحت الدراسة، فضلا عن هدف المستثمر .

ومما يجدر التنبيه إليه أن المعايير المطروحة هي ليست بديلة، وإنما في الكثير من الأحيان مكملة لبعضها البعض وتدعم إحداها الأخرى و المعايير التي يمكن استخدامها لتقييم مقترحات الإنفاق الاستثماري والوصول إلى قرار بشأن قبول و تنفيذ المقترح الاستثماري أو رفضه وعدم تنفيذه ، يمكن أن تقسم هذه المعايير إلى :

1. المعايير التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود.

2. المعايير التي لا تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود.

أو يمكن تقسيمها إلى¹:

1. معايير التقييم التي لا تهتم بتوقيت التدفقات.

2. معايير التقييم التي تهتم بعامل الوقت.

¹ - طلال كداوي، اليازوري، المرجع السابق، ص 125 .

أولاً: معايير التقييم التي لا تهتم بتوقيت التدفقات.

إن هذه المعايير لا تعبر أهمية لعامل الوقت في حساباتها، ولهذا فإنها تأخذ التدفقات النقدية بقيمتها الاسمية دون إجراء عملية الخصم عليها ومن أشهر هذه المعايير:

1. معيار متوسط العائد السنوي¹:

أو كما يسمى أحيان معدل العائد على رأس المال، و يعبر هذا المؤشر عن نسبة الربح السنوي المتوقع للمشروع المقترح مقارنة بتكلفته، ويتمثل الربح الصافي للمشروع في إيرادات المشروع مطروحا منها تكاليفه، بينما تعبر التكلفة عن رأس المال المستثمر في المشروع.

وتختلف طريق حساب متوسط العائد السنوي بحسب اختلاف المعطيات المالية في حالة وجود إنفاق استثماري

أولي بدون إضافات رأسمالية لاحقة (أثناء التشغيل) وعدم وجود قيمة خردية للمشروع عند التصفية فإن:

$$\text{متوسط العائد السنوي} = \frac{\text{الربح السنوي الصافي}}{\text{قيمة الاستثمار الأولي}}$$

فعلى سبيل المثال، أو كانت الكلفة الأولية للمشروع (50) مليون دينار، وحجم الإنتاج السنوي يقدر بـ: (100) ألف.

وحدة، وسعر بيع الوحدة (250) دينار، والكلفة الإجمالية لها (130) دينار، فإن:

$$\text{معدل العائد السنوي} = \frac{50}{[50/(130-250)]}$$

$$= \frac{50}{12}$$

$$= 24\%$$

في حالة وجود قيمة خردية للمشروع في نهاية عمره، وكذلك إضافات رأسمالية لاحقة فإن :

$$\text{متوسط العائد السنوي} = \frac{\text{الربح السنوي الصافي}}{\text{قيمة الاستثمار الأولي} + \text{الإضافات-الخردة}}$$

¹ - نفس المرجع، ص 126 - 128 .

في حالة عدم ثبات حجم الإنتاج للمشروع، وكذلك تغير الأسعار والكلفة خلال سنوات المشروع فإن :

متوسط العائد السنوي = [مجموع الأرباح الصافية / عمر المشروع] / قيمة الاستثمار الأولي + الإضافات -

الخرذة.

وتجدر الإشارة إلى أن شروط الجدوى بالنسبة لهذا المعيار هي أنه إذا كان هناك مشروع واحد فقط موضع الدراسة فإنه يكون ذا جدوى إذا كان متوسط العائد السنوي المتوقع المحسوب (أعلى من تكلفة التمويل أو العائد البديل أو المرغوب من قبل المستثمر، وإذا كان هناك أكثر من مشروع تحت الدراسة فإن المشروع ذو متوسط العائد السنوي الأعلى سيكون الأكثر جدوى.

وعلى الرغم من بساطة وسهولة هذا المعيار، إلا أنه منتقد من أكثر من زاوية، فأولا يهمل القيمة الزمنية للنقود، وثانيا فإنه يساوي بين المشروعات ذات المعدلات المتساوية من حيث العائد وإن اختلفت تدفقاتها النقدية عبر السنوات.

2. معيار فترة الاسترداد:

هي تلك الفترة التي تسترد فيها المشاريع التكاليف الاستثمارية، أو الفترة التي تتساوى عندها التدفقات الداخلة والخارجة.

تمثل فترة الاسترداد المدة الزمنية اللازمة لاسترجاع قيمة الاستثمار الأولي (الكلفة الأولية) للمشروع. وبعد المشروع ذا جدوى وفقا لهذا المعيار إذا تساوت فترة الاسترداد المتوقعة (المحسوبة) (أو قلت عن فترة الاسترداد المقبولة من المستثمر. وفي حالة وجود أكثر من مشروع، فإن المشروع الذي له أقل فترة استرداد يكون أكثر جدوى :

وينبثق عن هذا المعيار معيار آخر هو معيار الفترة الفاصلة، حيث يقوم على اعتماد فترة زمنية محددة تعتبر فاصلة، فيكون المشروع مقبولا إذا تمكن من تغطية كافة تكاليفه في هذه الفترة. علما بأن تحديد الفترة الفاصلة يتم إما بناء على الخبرة أو طبيعة المشروع أو النشرات الإحصائية الدولية.

وعادة ما يتم الركون إلى هذا المعيار في حالة وجود مشروع واحد.

ومن البديهي أن فترة الاسترداد الأقصر هي الأكثر قبولا لأن قصر المدة ينعكس بآثار ايجابية على كل من السيولة و الربحية و المخاطرة حيث أنها تؤدي إلى سرعة توافر النقدية المستردة بالإضافة إلى إمكانية إعادة استثمارها و تحقيق عائد، وبقصر فترة الاسترداد تتخفض درجة المخاطرة المحتملة .

وهناك أكثر من طريقة لحساب فترة الاسترداد منها:

➤ في حالة التدفقات النقدية السنوية الصافية متساوية فإن:

فترة الاسترداد = قيمة الاستثمار الأولي / صافي التدفق النقدي .

مثال: لدينا مشروع كلفته الأولية (200) مليون دينار، وأن صافي التدفق النقدي السنوي (30) مليون دينار، فإن:

$$\text{فترة الاسترداد} = 200 / 30 = 6,66 \text{ سنة.}$$

إذا كانت الفترة الفاصلة المعتمدة من قبل المستثمر (4) سنوات، فإن المشروع يكون مقبولا وذو

جدوى.

➤ في حالة عدم تساوي التدفقات السنوية إضافية، فهناك طريقتين لحساب فترة الاسترداد .

الأولى: ويطلق عليها طريقة المتوسطات و صيغتها كالتالي:

فترة الاسترداد = قيمة الاستثمار الأولي / [مجموعة التدفقات السنوية الصافية/عدد السنوات]

الثانية: ويطلق عليها طريقة الخصم المتتابع:

مثال: إذا كان لدينا مشروع تكلفته الأولية (200) مليون دينار، وأن صافي تدفقاته النقدية خلال

عمره المتوقع (5) سنوات كانت 80، 70، 60، 40، 30 فإن:

$$\text{فترة الاسترداد بطريقة المتوسطات} = 200 / [(80 + 70 + 60 + 40 + 30) / 5]$$

$$= 200 / 56$$

$$= 3,6 \text{ سنة}$$

أما بطريقة الخصم:

الجدول (01 - 02): فترة الاسترداد بطريقة الخصم.

السنة	الربح السنوي الصافي (مليون دينار)	
1	170	(30 - 200)
2	130	(40 - 170)
3	70	(60 - 130)
4	00	(70 - 70)

المصدر : طلال كداوي، اليازوري، مرجع سابق، ص 130.

إذا فترة الاسترداد هي (4) سنوات.

ويلاحظ عدم توافق نتيجة الطريقتين في حساب فترة الاسترداد، حيث تتأثر الطريقة الأولى بالتدفقات السنوية عبر سنوات التشغيل كافة مما يؤثر على متوسط التدفق السنوي، وهو ما لا يحدث في الطريقة الثانية مما يجعلها أدق .

وعلى الرغم من بساطة هذا المعيار وأهميته في تحديد مستوى السيولة وتأثير درجة المخاطرة وملائمته للاستثمارات المراد تنفيذها في دول غير مستقرة سياسياً، وكذلك المشروعات التي تنتج سلعا تخضع لتقلبات تقنية سريعة، فإن هذا المعيار عرضة لانتقادات فمن ناحية لا يأخذ هذا المعيار بعين الاعتبار التدفقات النقدية خارج فترة الاسترداد المحتسبة، ومن ناحية ثانية، لا يأخذ هذا المعيار في اعتباره القيمة الزمنية للنقود ، فضلاً عن أنه لا يعير أهمية لتوقيت التدفقات النقدية السنوية.

ثانياً: معايير التقييم التي تهتم بعامل الوقت.

هذه المعايير تختلف عن سابقتها في أنها تأخذ الزمن بعين الاعتبار وتضع له حسابه الخاص، أي أنها تأخذ في حساباتها مفهوم القيمة الزمنية للنقود.

و من بين أهم هذه المعايير نجد :

1. طريقة صافي القيمة الحالية.

2. طريقة معدل العائد الداخلي.

3. طريقة مؤشر الربحية.

1. طريقة صافي القيمة الحالية:

يقوم هذا المعيار على المقاضلة بين المشروعات وفقاً لقيمتها الحالية الصافية والمشروع ذو القيمة الحالية الصافية الأكبر هو الذي نفضله، وأما إذا كان هناك مشروع واحد فإن المشروع يكون ذا جدوى إذا كانت القيمة الحالية الصافية المحسوبة موجبة أما المشاريع التي قيمتها الحالية الصافية سالبة فهي مشاريع عديمة الجدوى .

وتكون صيغة القيمة الحالية الصافية للمشروع كمايلي :

$$VAN(a ; i ; ft) = -I + \sum_1 [F_t / (1+a)^t]$$

• حيث F_t هي التدفقات النقدية.

• a معدل الخصم.

ويمكن القول أن صافي القيمة الحالية هو القيمة المكافئة في الزمن الحاضر لمجموعة مبالغ مالية تدفع

في أزمنة مختلفة.

2. طريقة معدل العائد الداخلي:

يعتبر معدل العائد الداخلي من أهم المعايير المستخدمة في المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية المختلفة، ويستخدمه البنك الدولي حالياً في كل أنواع التحليل المالي والاقتصادي للمشروعات وكذلك تستخدمه معظم مؤسسات التمويل الدولية عند دراسة مدى قبول أو رفض المشروعات المقدمة إليها بغرض التمويل، كما أنه يأخذ بعين الاعتبار العامل الزمني للنقود¹.

رياضياً معدل العائد الداخلي هو العائد الذي تتساوى عنده القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة، أو بعبارة أخرى هو عبارة عن انعدام صافي القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية، أي حالة تساوي التدفقات مع التكاليف الاستثمارية الأولية. وتكون صيغته كالتالي :

$$TRI = I = \sum_1^n F_t / (1+r)^t$$

أما في حالة تعذر الوصول إلى الهدف من هنا وجب علينا أن نكتفي بمعدلين: أحدهما يحقق صافي قيمة الحالية موجبة والآخر يحقق قيمة الحالية سالبة.

إن طريقة احتساب معدل العائد الداخلي هي نفسها المستخدمة في احتساب القيمة الحالية الصافية. لكن بدلاً من خصم التدفقات النقدية بمعدل خصم محدد مسبقاً، تجرب عدة أسعار خصم لغاية ما نحصل على السعر الذي تكون عنده القيمة الحالية الصافية معادلة إلى الصفر. هذا السعر هو معدل العائد الداخلي، ويمثل الربح الحقيقي للمشروع.

ونقطة البدء في الاحتساب هي إعداد جدولاً للتدفقات النقدية وبعد ذلك نستخدم (نختار) معدل خصم معين نخصم به هذه التدفقات النقدية لن حصل على القيمة الحالية. فإذا ظهر لنا أن القيمة الحالية موجبة نجرب

¹ - نجمة بوفليسي، شهيرة عثمان، المعايير المالية لتمويل المشاريع الاستثمارية، الملتقى الوطني السادس حول الأساليب الكمية، في اتخاذ القرارات الإدارية، جامعة سكيكدة، يومي: 27 - 28 - 2009.

سعر خصم أعلى، وإذا ظهر عند هذا السعر أن القيمة الحالية الصافية سالبة، معنى هذا أن معدل العائد الداخلي يقع بين هذين السعرين .

ويعد معيار العائد الداخلي من المعايير المستخدمة على نطاق واسع في دراسة جدوى الاستثمارات، حيث أنه يعكس فعالية المشروع عبر مقارنته بتكلفة رأس المال أو عائد الاستثمار البديل ومن جانب آخر فإنه يعكس حدود المخاطرة عبر الفرق بينه وبين تكلفة رأس المال، كما أنه يتفادى مشكلة اختيار سعر الخصم الملائم الذي تخصم به التدفقات السنوية .

3. مؤشر الربحية :

يهدف هذا المؤشر إلى قياس الربحية المحقق لكل دينار و احد من رأس المال المستثمر، فإذا كان المؤشر أكبر من الواحد الصحيح اعتبر المشروع مربحا و العكس صحيح . و هو من الناحية التطبيقية عبارة عن نسبة صافي القيمة الحالية إلى تكلفة الإنفاق الأولية مضافا إليها الواحد الصحيح ، و يعبر عنها بالصيغة التالية:

$$IP=1+VAN/I_0$$

خلاصة:

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

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

و نظرا لأهمية وضرورة التمويل فقد خصصنا الفصل الثاني لدراسة احتياجات المشاريع الاستثمارية وكيفية تمويلها.

تمهيد:

في الآونة الأخيرة تم الاهتمام بما يسمى بدراسات الجدوى وطرق تمويل المشاريع وإمداد المؤسسات بالأموال اللازمة لإنشائها أو توسيعها، والذي يعتبر من أعقد المشكلات التي يواجهها الاقتصاد في أي بلد كان. وعملية إيجاد الأموال من الوظائف المهمة في مختلف المؤسسات والمشاريع، كما يترتب على عمليات التمويل اتخاذ القرارات المناسبة وأهمها القرارات المتعلقة باختيار مصادر التمويل، فالقرارات المتعلقة بالتمويل واختيار مصادر التمويل من القرارات المهمة والمعقدة، الأمر الذي يتطلب من المسؤول دراسته دراسة جيدة و متأنية، خاصة وأنه يترتب على اتخاذ قرار التمويل مجموعة من النتائج الهامة.

وسوف نتعرض في هذا الفصل إلى الأساليب المناسبة لتمويل المشاريع والتي من خلالها اختيار ما

يناسب كل مشروع بحسب ظروفه.

وقد قسمنا هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث:

المبحث الأول : قرار التمويل.

المبحث الثاني : مصادر التمويل.

المبحث الثالث : آليات اختيار مصادر التمويل.

المبحث الأول : قرار التمويل.

نظرا لمحدودية الموارد المالية المتاحة للمستثمر يعد قرار التمويل من أصعب القرارات على الإطلاق وبذلك يتطلب اتخاذ قرار التمويل نوعا من الدراسة المعمقة والمتأنية و في هذا المبحث سنتعرض لأهم خطوات اتخاذ القرار.

المطلب الأول :اتخاذ القرار.**الفرع الأول : مفهوم عملية اتخاذ القرار .**

هناك العديد من التفسيرات لمعنى القرار فيقول " هاريسون " أن عملية اتخاذ القرار هي : "إصدار حكم معين عما يجب أن يفعله الفرد في موقف ما، وذلك بعد الفحص الدقيق للبدائل المختلفة التي يمكن اتباعها أو هو لحظة اختيار بديل معين بعد تقييم بدائل مختلفة وفقا لتوقعات معينة لمتخذ القرار."

أما " ألباتيز " فيقول أن القرار هو: " الاختيار بين مجموعة من البدائل تتضمن عملية اتخاذ القرارات الإدارية، صنع القرارات داخل النسق التنظيمي ويقوم به هؤلاء المسؤولين عن الأنشطة المكونة لوظائف الأطراف المشاركة في العمل."

وعموما يمكن تعريف عملية اتخاذ القرار على أنها الاختيار القائم على أساس بعض المعايير لبديل واحد من بين بديلين محتملين أو أكثر، بغرض تحقيق الهدف، وبهذا يعتبر القرار بمثابة الوسيط بين التفكير والفعل لأنه كالجسر الذي يعبر بنا إلى الفعل الحقيقي¹.

تختلف القرارات من حيث درجة الأهمية، حيث يمكن تصنيفها إلى قرارات رئيسية، أو أخرى ثانوي، والمجال المالي كغيره من المبادلات الإدارية، يتطلب الصلاحية في اتخاذ القرار، وأن يمتلك متخذ القرار من الصفات والمهارات ما تمكنه من اتخاذ النسبة العظمى من القرارات السديدة².

¹ - نجمة بوفليسي، شهيرة عثمان، المرجع السابق.

² - نفس المرجع.

الفرع الثاني : خطوات عملية اتخاذ القرار.

إن علماء الإدارة والتنظيم يرون أن عملية اتخاذ القرارات تتطلب ضرورة اتخاذ عدة خطوات علمية والاختصار في هذه الخطوات يؤدي إلى غموضها وإبهامها ويجعلها لا تعطي الحقيقة العلمية بأكملها وتتمثل هذه الخطوات في¹ :

أ.تحديد المشكلة:

أول خطوة في عملية اتخاذ القرار هي تحديد المشكلة أو الموضوع الواجب لاتخاذ القرار بشأنه وهذا التحديد على جانب كبير من الأهمية لأنه يحدد بدوره مدى فعالية الخطوات التالية، ففي حالة عدم معرفة المشكلة الحقيقية فإن القرار الذي سيتخذ يكون غير سليم لعدم ملائته للمشكلة.

ب.تصنيف المشكلة:

يعني تصنيفها وتجميع الحقائق فمن الضروري تصنيف المشكلة لغرض معرفة من الذي يجب أن يتخذ القرار، ومن الذي يجب استشارته . وبدون هذا التصنيف يكون من الصعب جدا تحويل القرار النهائي إلى عمل فعال.

ت.تنمية الحلول البديلة :

بعد الخطوتين السابقتين يصبح من الضروري تحديد عدة حلول بديلة للمشكلة حتى نتمكن من العثور على الحدود الجديدة لها.

ث.تقييم كل بديل:

بعد تحديد الحلول البديلة نقوم بتقييم كل بديل وذلك بتحديد العيوب والمزايا لكل منهم، وهذه الخطوة تستلزم التنبؤ بالمستقبل لأن هذه الأخيرة لا تظهر إلا مستقبلا.

¹ - عبد الغفار حنفي، سمية فريلفص، أساسيات الاستثمار و التمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، ص 34.

وهناك من يرى أن الخطوات تكون كالتالي¹ :

1. تحديد الهدف الأساسي.

2. جميع المعلومات الملائمة لاتخاذ القرار.

3. تحديد العوامل الملائمة ليتم من خلالها تحديد العوامل الأساسية أو المتحكمة في القرار.

4. اختيار البديل المناسب.

المطلب الثاني: مفهوم التمويل وقراره.

أولاً : مفهوم التمويل.

لغة:

التمويل مشتق من المال، "ولمت بعدنا تمال وملت وتمولت، كله :كثرة مالك"².

اصطلاحاً:

جاء في القاموس الاقتصادي مايلي: " عندما تريد منشأة زيادة طاقتها الإنتاجية أو إنتاج مادة جديدة أو إعادة

تنظيم أجهزتها، فإنها تضع برنامجاً يعتمد على الناحيتين التاليتين:

1. ناحية مادية:

أي حصر كل الوسائل المادية الضرورية لإنجاح المشروع (عدد وطبيعة الأبنية، الآلات، الأشغال،

اليد العاملة...)

2. ناحية مالية:

تتضمن كلفة ومصادر الأموال وكيفية استعمالها، وهذه الناحية هي التي تسمى بالتمويل أي أن

التمويل في الاصطلاح الاقتصادي الحديث أعم منه في اللغة، فحسب التعريف السابق فهو يشمل : كلفة

¹ - سليمة نثنش، مرجع سابق.

² - ابن منظور، لسان العرب، المرجع السابق، ص 636.

الأموال (سعر الفائدة مثلا)، مصدرها (تعبئة الموارد المالية)، كيفية استعمال هذه الأموال وطريقة إنفاقها وتسيير هذا الإنفاق ومحاولة ترشيده، لذلك فحيثما نجد كلمة تمويل، نجد عادة وفي العبارة أيضا ما يفيدنا عن مصدر الأموال ومجال إنفاقها، وقد نجد أيضا ما يفيدنا عن كيفية هذا الإنفاق، و باختصار فإن التمويل يعني التغطية المالية لأي مشروع أو عملية اقتصادية¹.

ويعرف التمويل بصفة عامة، بأنه عملية تكوين المخصصات النقدية المتاحة وتوزيعها واستخدامها لضمان عملية استمرار عملية إعادة الإنتاج على مستوى الاقتصاد الوطني ومستوى المنشأة سواء كانت إنتاجية أو خدمية.

أو بكلمة أخرى، يفترض الأخذ بمفهوم واحد لمصطلح "التمويل" في لغة الاقتصاد، بوصفه تأمين التمويل اللازم من مصادر متنوعة ومختلفة في صورة قيم نقدية أو عينية ذات قيمة نقدية، واستخدامها في تكوين القيم المادية و الحفاظ على استمراريتها . ويندرج في تعريف التمويل بمفهومه الواسع جميع المعاملات والصفقات المالية التي يؤدي استخدامها إلى تغييرات في تركيب القيم المادية وعلاقات الملكية ، وتظهر عادة في إطار معين "الميزانية" مصادر رأس المال ومكوناته والحقوق والالتزامات المالية الأخرى.

وتعتبر المهمة الأساسية للتمويل في إطار عام هي تكييف الوسائل النقدية المتوفرة مع العمليات المادية بمختلف أنواعها الضرورية اجتماعيا، لتحقيق أعلى عائد ممكن، وتحقيق مبدأ العقلانية والتوفير عند إنفاق هذه المخصصات في العمليات المادية التي يتم إنجازها على المستوى الاجتماعي وعلى مستوى المؤسسات والمنشآت، تحدد السياسة المالية أساليب وطرق التمويل، وهي تتطلب لتحقيق أهدافها ليس مجرد الخبرة في هذا المجال فقط، بل القدرة على اتخاذ القرارات و ذلك من أجل استخدام الأمثل للإمكانيات والقدرات التمويلية

¹ - سليمان الناصر، المرجع السابق، ص 38.

المتاحة، في المؤسسات الإنتاجية أو الخدمية، بغية الوصول إلى أهدافها المحددة عبر تحقيق التوليفة المثلى، لضمان استمرارية المؤسسات والمشاريع الاستثمارية وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها¹.

ثانياً : مفهوم قرار التمويل.

يبحث قرار التمويل في الكيفية التي تتحصل بها المؤسسة أو المستثمر على الأموال الضرورية للاستثمارات ، وهذا القرار (قرار التمويل) مرتبط ارتباطاً وثيقاً بقرار الاستثمار لأنه ستكون هناك مقارنة بين معدل مردودية المشروع الاستثماري وتكلفة تمويله.

وبما أن الموارد المالية محدودة، فيجب على المستثمر أو المؤسسة اختيار المشاريع الاستثمارية التي تضمن مردودية مرتفعة مع تكلفة منخفضة والتقليل من أخطار الإفلاس².

المطلب الثالث : أهمية التمويل .

تلجأ المؤسسات والدولة والمنظمات التابعة لها عند الحاجة إلى مصادر خارجية لسد حاجاتها سواء من عجز في الصندوق أو لتسديد الالتزامات رغم الاستخدام الدائم لجميع مواردها المالية، على هذا النحو يمكن القول بأن للتمويل أهمية كبيرة، وسوف نتعرض لهذه الأهمية كمايلي:

أولاً:

إن السيولة لا يمكن إلا المحافظة عليها من طرف الشركة وحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية إلا عن طريق قرار التمويل.

¹ - الموسوعة العربية، مفهوم التمويل.

² - مليكة زغيب، إلياس بوجعاد، المرجع السابق.

و للإشارة أن السيولة هنا تعني ببساطة توفير الأموال السائلة الكافية لمواجهة الالتزامات المترتبة عليها عند استحقاقها وتعني ببساطة أشد القدرة على تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسائر كبيرة.

ثانياً :

إن الاستخدام الأكفأ للتمويل الخارجي يؤدي إلى تخفيض الضغط على ميزان مدفوعات الدولة المدينة والذي يرجع إلى خدمة ديونها الخارجية ومن أهم عوامل كفاءة استخدام التمويل الخارجي، الربحية، الملائمة، المرونة والسيولة.

ويساهم التمويل في ربط التمويل الدولي مع الهيئات والمؤسسات المالية.

ثالثاً :

يساهم التمويل في تحقيق أهداف المؤسسة من أجل تجديد أو تحسين رأس المال الثابت للمؤسسة كالأبنية أو استبدال المعدات والآلات، ويعتبر أيضاً كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة لتواجه به احتياجاتها الجارية والخروج من حالة العجز المالي.

رابعاً :

يضمن التمويل السير الحسن للمؤسسة فهو يعمل على تحرير الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها ويوفر احتياجات التشغيل ويزيد من الدخل بانجاز مشاريع معطلة وأخرى جديدة، لهذا يعتبر قراره من القرارات الأساسية التي يجب أن تعتني بها المؤسسة، ذلك أن مستخدمي القرارات المالية خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة والموافقة لطبيعة المشروع الاستثماري المستهدف واختيار أحسنها، واستخدامها استخداماً أمثلاً يتناسب وتحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة وبدون مخاطر، مما يساعد على بلوغ الأهداف المسطرة، وأن البديل الذي يكلف المؤسسة أقل ما يمكن من تكلفة رأس المال، يتمثل في حسن اختيار طرق التمويل الذي يعتبر أساس السياسة المالية.

المبحث الثاني: مصادر التمويل¹.

المطلب الأول : تقسيمات التمويل من حيث الأجل.

هناك تصنيفات و تقسيمات مختلفة للتمويل، حيث يمكن ان يقسم حسب الحجم أو الطبيعة أو حسب المصدر، لكن التقسيم المستعمل في نطاق واسع هو الذي يكون حسب المدة أو الأجل، و يقسم بذلك إلى ثلاثة أنواع² :

1. التمويل قصير الأجل.

2. التمويل متوسط الأجل

3. التمويل طويل الأجل

الفرع الأول : أهمية تقسيم التمويل من حيث الأجل³ .

1. ماضيا:

لم تكن هناك أهمية تذكر لهذا التصنيف في الماضي حيث أنه لم تكن هناك مشاريع اقتصادية كبرى، وكانت معظم العمليات التجارية و المالية تتم في الأجل القصير عادة. وحتى في أوربا كانت أغلب المعاملات المالية تتم في الأجل القصير لا أساسا كانت تتم عن طريق الصيرفة والتجار والمرابين، وارتبط ظهور التمويل متوسط وطويل الأجل بظهور البنوك أولا ثم تخصصها في كل نوع من أنواع التمويل بعد ذلك، وهذا كله كان قبيل ظهور النهضة الاقتصادية الكبرى التي بدأت مع الثورة الصناعية.

¹ - عبد الله بلعبيدي، المرجع السابق، ص . 10 .

² - سليمان الناصر، تطوير صنع التمويل قصيرة الأجل للبنوك الإسلامية، جمعية الثرات ، غرداية، ص . 38 .

³ - نفس المرجع، ص . 39 .

2. حاضرا:

و أما حاليا فقد برزت أهمية كبرى لتقسيم التمويل حسب الأجل، سواء من حيث الهدف أي كيفية استخدام هذا التمويل أو من حيث الجهة التي تقوم بهذا التمويل.

فمن حيث الغرض من استخدام التمويل نجد أن القصير الأجل هو الذي يضمن السير الحسن للمؤسسة لأنه يوفر احتياجات التشغيل لها أي تمويل رأس المال العامل أو دورة الاستغلال، وبالتالي فإن أغراضه متعددة منها: التوسع الموسمي، معالجة الدوران البطيء للمخزون، تمويل الاستيراد والتصدير، تمويل التعهدات، دفع فواتير الكهرباء والغاز و الإيجار والضرائب وأجور العمال... الخ، لذلك فهو يستهدف بالدرجة الأولى توفير رصيد نقدي كاف لصندوق المؤسسة لتواجه به احتياجاتها الجارية.

كما يستهدف أيضا تمويل الاحتياجات الاستهلاكية (أي بيع السلع الاستهلاكية بالأجل) خاصة الأفراد والعائلات، ومن حيث الجهة التي تقوم □ ذا النوع من التمويل فهي البنوك التجارية أو بنوك الودائع.

وبالنسبة للتمويل طويل الأجل فهو الذي يوجه أساسا لتمويل رأس المال الثابت للمؤسسة كالأبنية والمعدات والآلات أي الموجودات التي لا تتوي المؤسسة ببيعها بل استخدامها في عملية الإنتاج طوال فترة بقائها، وهذا يتطلب تمويلا استثماريا ولفترة طويلة نسبيا، ولا يوفر هذا النوع من التمويل إلا البنوك المتخصصة مثل بنوك التنمية والبنوك العقارية.

الفرع الثاني : التمويل قصير ومتوسط وطويل الأجل.

1. التمويل قصير الأجل:

تعريف:

التمويل قصير الأجل مدته في الغالب سنة واحدة ويجب ألا يتجاوز السنتين كحد أقصى، وإن كان بعض الاقتصاديين يجعل هذا الحد هو 18 شهرا فقط. أما الحد الأدنى فيمكن أن يصل إلى يوم واحد¹، ويتناول التمويل قصير الأجل توفير المواد الأولية، ودفع أجور اليد العاملة، والمصاريف الأخرى، أي تمويل الدورة الإنتاجية، ويمكن أن يخصص جزء منه لتمويل المبيعات الآجلة فيسهم بذلك في تمويل الدورة التجارية، ويتم التمويل قصير الأجل عن طريق الاقتراض من المصارف بأشكال متعددة مثل حسم الإسناد التجارية، والحسابات المدينة على المكشوف وقروض التمويل...أو بالحصول على تسهيلات من قبل الموردين².

كذلك يقصد بالتمويل قصير الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها المنشأة أو المشروع من الغير، وتلتزم بردها خلال فترة لا تزيد عن عام. وهناك مسألتين هامتين تشغلان بال الإدارة بشأن التمويل قصير الأجل:

➤ المسألة الأولى تتعلق بالمدى الذي يمكن فيه الاعتماد على هذا النوع من التمويل.

➤ أما المسألة الثانية فتتعلق بكيفية المفاضلة بين المصادر المتاحة منه.

وبالنسبة للمسألة الأولى فإن الأمر يتوقف على هيكل أصول المنشأة، كما يتوقف على مدى ميل الإدارة لتحمل المخاطر، أما بالنسبة للمسألة الثانية والخاصة بكيفية المفاضلة بين مصادر التمويل قصير الأجل، فإنه يمكن القول بأن هناك اعتبارين رئيسيين في هذا الصدد هما :

1. التكلفة ، أي الأعباء التي تتحملها المنشأة.

2. ودرجة إتاحة المصدر ، أي مدى إمكانية الاعتماد على المصدر في تزويد المنشأة بالاحتياجات

المطلوبة في الوقت الذي تظهر فيه هذه الاحتياجات.

¹ - سليمان الناصر، المرجع السابق، ص . 38.

² - صافي لوح، الإدارة المالية الموسوعة العربية، تاريخ التصفح 2016/02/16 الساعة 00:00. <http://www.arab-ency.com/index>.

تقسيمات التمويل قصير الأجل:

ينقسم التمويل قصير الأجل إلى: الائتمان التجاري و الائتمان المصرفي.

أ - الائتمان التجاري:

يعرف الائتمان التجاري بأنه الائتمان الذي يمنحه الموردون للمنشأة أو المشتري، حتي يتمكن من بيع بضاعته وسداد ثمنها، ويتناسب هذا النوع من الائتمان المشاريع التجارية للتجزئة والجملة الصغيرة الحجم¹، وتعتمد المنشآت على هذا المصدر في التمويل بدرجة أكبر من اعتمادها على الائتمان المصرفي وغيره من المصادر الأخرى قصيرة الأجل .

هذا ويطلق على الائتمان التجاري الائتمان التلقائي نظرا لأنه عادة ما يكون متاح بالقدر الملائم وفي الوقت المناسب ، وتعد هذه واحدة من أهم مزايا الائتمان التجاري، يضاف إليها أنه يتم دون إجراءات أو تعهدات رسمية.

أما بالنسبة لتكلفة هذا النوع من التمويل فإنها تعتمد على شروط الموردين، ففي غياب الخصم النقدي يعتبر الائتمان التجاري في حكم التمويل المجاني، غير أنه قد ينقلب إلى تمويل مكلف جدا إذا لم تحسن المنشأة استخدامه فعدم قيام المنشأة بسداد مستحقات الموردين في الوقت المناسب، قد يترتب عليه الإساءة إلى سمعتها في السوق، بشكل قد يصعب معه الحصول على احتياجاتها بشروط معقولة، وهذا الأمر إذا طال أمده قد يفقد المنشأة مركزها التنافسي بل وقد يخرجها من السوق كلية . أما إذا كان الموردون يقدمون خصما نقديا لعملائهم، فإن تكلفة الائتمان التجاري سوف تتوقف على ما إذا كانت المنشأة تستفيد من الخصم أم لا بعبارة أكثر تحديدا يعتبر الائتمان التجاري مجاني في حالة قيام المنشأة بسداد قيمة الفواتير خلال فترة الخصم، بينما يعتبر غير مجاني إذا تم السداد بعد فترة الخصم² .

¹ - أحمد السيد كردي، سياسات الإئتمان، بحث مقدم لقسم الدراسات العليا، كلية التجارة، جامعة بنها، كصر 2009.

² - منير إبراهيم هندي ، المرجع السابق، ص 546.

ب - الائتمان المصرفي:

يقصد بالائتمان المصرفي القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المنشأة من البنوك، ويأتي هذا النوع من الائتمان في المرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري، وذلك من حيث درجة اعتماد المنشآت والمؤسسات عليه كمصدر للتمويل قصير الأجل.

و يتميز الائتمان المصرفي بأنه أقل تكلفة من الائتمان التجاري، كما أنه يعتبر مصدرا لتمويل الأصول الدائمة للمنشآت والمشاريع التي تعاني صعوبات في تمويل تلك الأصول من مصادر تمويل طويلة الأجل .
يضاف إلى ذلك أنه أكثر مرونة منه في ناحية أخرى، إذ لا يتغير تلقائيا مع تغير حجم النشاط¹ .

وهناك معايير وأسس يكون وفقها منح الائتمان المصرفي نذكر منها :

أولا : أسس الائتمان المصرفي.

أ. توفير الأمان لأموال المصرف :

وذلك يعني اطمئنان المصرف إلى أن المنشأة التي تحصل على الائتمان سوف تتمكن من سداد القروض الممنوحة لها مع فوائدها في المواعيد المحددة لذلك.

ب. تحقيق الربح :

والمقصود بذلك حصول المصرف على فوائد من القروض التي يمنحها تمكنه من دفع الفوائد على الودائع ومواجهة مصاريفه المختلفة، وتحقيق عائد على رأس المال المستثمر على شكل أرباح صافية

¹ - نفس المرجع، ص 547.

ت. السيولة :

يعني احتفاظ المصرف أو البنك بمركز مالي يتصف بالسيولة، أي توفر قدر كاف من الأموال السائلة لدى المصرف، النقدية والأصول التي يمكن تحويلها إلى نقدية إما بالبيع أو بالاقتراض يضمنها من البنك المركزي، لمقابلة طلبات السحب دون أي تأخير، وهدف السيولة دقيق لأنه يستلزم الموازنة بين توفير قدر مناسب من السيولة للمصرف وهو أمر قد يتعارض مع هدف تحقيق الربحية، ويبقى على إدارة المصرف الناجحة مهمة الموازنة بين هدي الربحية والسيولة.

ويقوم كل مصرف بوضع سياسته الائتمانية بعد مراعاة الأسس أعلاه وطبقا لحاجة السوق، وهي عبارة عن إطار يتضمن مجموعة المعايير والشروط الإرشادية تزود بها إدارة منح الائتمان المختصة لضمان المعالجة الموحدة للموضوع الواحد، وتوفير المرونة الكافية، أي سرعة التصرف بدون الرجوع إلى المستويات العليا، ووفقا للموقف، طالما أن ذلك داخل نطاق السلطة المفوضة إليهم.

ثانيا : معايير منح الائتمان.

هناك مجموعة من المعايير التي تعتمد عليها البنوك والمصارف في منح الائتمان نستعرضها في مايلي:

أ. الشخصية :

تعد شخصية العميل الركيزة الأساسية الأولى في القرار الائتماني وهي الركيزة الأكثر تأثيرا في المخاطر التي تتعرض لها المصارف، وبالتالي فإن أهم مسعى عن إجراء التحليل الائتماني هو تحديد شخصية العميل بدقة، فكلما كان العميل يتمتع بشخصية أمينة ونزيهة وسمعة طيبة في الأوساط المالية، وملتزمًا بكافة تعهداته وحريصا على الوفاء بالتزاماته كان أقدر على إقناع المصرف بمنحه الائتمان المطلوب.

وعادة ما تضع البنوك شروط الائتمان المصرفي بشكل قد يجعله صعب المنال (غير متاح) للمنشآت صغيرة الحجم، والمنشآت التي في بداية عهدها بالنشاط الذي تتعامل فيه، والمنشآت التي لا تتميز بمركز مالي قوي، فقد

تطلب البنوك من مثل هذه المنشآت تقديم رهونات، كما قد تطلب توقيع طرف ثالث كضمان للتعاقد، أو تطلب سداد الفائدة مقدما أو سداد قيمة القرض على دفعات.

ب. القدرة:

وتعني باختصار قدرة العميل على تحقيق الدخل وبالتالي قدرته على سداد القرض والالتزام بدفع الفوائد والمصروفات والعمولات... الخ، ومعيار القدرة أحد أهم المعايير التي تؤثر في مقدار المخاطر التي يتعرض لها المصرف عند منح الائتمان.

وعليه لابد للمصرف عند دراسة هذا المعيار من التعرف على الخبرة الماضية للعميل المقترض وتفاصيل مركزه المالي، وتعاملاته المصرفية السابقة سواء مع نفس المصرف أو أية مصارف أخرى، ويمكن الوقوف على الكثير من التفاصيل التي تساعد متخذ القرار الائتماني من خلال استقراء العديد من المؤشرات التي تعكسها القوائم المالية الخاصة بالمقترض . فكلما كانت نتائج دراسة هذا الجانب ايجابية زاد اطمئنان متخذ القرار إلى قدرة المقترض محل الدراسة على سداد القرض المطلوب وفق الشروط المقترحة للقرض وفي مواعيد السداد التي سيتم الإنفاق عليها.

ت. رأس المال :

يعتبر رأس مال العميل أحد أهم أسس القرار الائتماني وعنصرا أساسيا من عناصر تقليل المخاطر الائتمانية باعتباره يمثل ملاءة العميل المقترض وقدرة حقوق ملكيته على تغطية القرض الممنوح له، فهو بمثابة الضمان الإضافي في حال فشل العميل في التسديد هذا وتشير الدراسات المتخصصة في التحليل الائتماني إلى أن قدرة العميل على سداد التزاماته بشكل عام تعتمد في الجزء الأكبر منها على قيمة رأس المال الذي يملكه، إذ كلما كان رأس المال كبيرا انخفضت المخاطر الائتمانية والعكس صحيح في ذلك، فأرأس مال العميل يمثل قوته المالية.

و يرتبط هذا العنصر بمصادر التمويل الذاتية أو الداخلية للمنشأة أو المشروع والتي تشمل كل من رأس المال المستثمر والاحتياطات المكونة والأرباح المحتجزة، حيث أنه لا بد أن يكون هناك تناسب بين مصادر التمويل الذاتية للتعامل المقترح وبين الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية.

ث. الضمان:

يقصد بالضمان مجموعة الأصول التي يضعها العميل تحت تصرف المصرف كضمان مقابل الحصول على القرض، ولا يجوز للعميل التصرف فيه (الأصل المرهون)، فهذا الأصل سيصبح من حق المصرف في حال عدم قدرة العميل على السداد وقد يكون الضمان شخصا ذا كفاءة مالية وسمعة مؤهلة لكي تعتمد عليه إدارة الائتمان في ضمان تسديد القرض (الائتمان) ، وعموما فإن هناك العديد من الآراء تتفق على أن الضمان لا يمثل الأسبقية الأولى في اتخاذ القرار الائتماني، أي عدم جواز منح القروض بمجرد توفر ضمانات يرى المصرف أنها كافية ، إنما الضمان بصفة عامة تفرضه مبررات موضوعية ومنطقية تعكسها دراسة طلب القرض.

ج. الظروف المحيطة :

يجب على الباحث الائتماني أن يدرس مدى تأثير الظروف العامة والخاصة المحيطة بالعمل طالب الائتمان على النشاط أو المشروع المطلوب تمويله، ويقصد هنا بالظروف العامة المناخ الاقتصادي العام في المجتمع، وكذلك الإطار التشريعي والقانوني الذي تعمل المنشأة في إطاره خاصة ما يتصل بالتشريعات النقدية والجمركية والتشريعات الخاصة بتنظيم

أنشطة التجارة الخارجية استيرادا أو تصديرا، حيث تؤثر هذه الظروف العامة على مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي . أما الظروف الخاصة فهي ترتبط بالنشاط الخاص الذي يمارسه العميل، مثل الحصة السوقية لمنتجات المشروع أو خدماته التي يقدمها، أو الخدمة التي يقدمها العميل، موقع المشروع من دورة حياته بمعنى هل هو في مرحلة التقدم أو الولادة، أو في مرحلة النمو، أو في مرحلة الاستقرار، أو في مرحلة الانحدار... الخ

مزايا وعيوب التمويل قصير الأجل¹ :

➤ أن أسعار الفائدة القصيرة الأجل تكون أدنى عادة من أسعار الفائدة طويلة الأجل، لأن درجات المخاطرة

المرتبطة بالتسليف القصير الأجل أقل من درجات المخاطرة المرتبطة بالتسليف طويل الأجل.

➤ سهولة الحصول عليه مقارنة من الحصول على القروض متوسطة أو طويلة الأجل وذلك بسبب قلة

المخاطرة التي يتحملها المستثمرون الذين يقترضون أموالهم لفترة قصيرة، وهي أيضا أكثر مرونة من

القروض متوسطة أو طويلة الأجل، وهذا من سهولة الحصول عليها كلما ظهرت الحاجة إليها وكذلك

من ناحية سدادها كلما دعت الحاجة إليها، وهذا لا تترك أموالا عاطلة بالمشروع.

➤ إن الشركة تجد مرونة أكبر في الاقتراض قصير الأجل لأنها تستطيع أن عند استحقاقه أو تجديده بحسب

احتياجاتها للأموال فالشركة قد يتناقص احتياجها للأموال حينئذ يمكن أن تسدد القروض قصيرة الأجل

حال استحقاقها، فلو كانت القروض طويلة الأجل فإنها تتحمل تكاليف الفائدة العالية على هذه القروض

في أوقات لا تحتاج فيها إلى التمويل مما يزيد في تكاليف التمويل ويخفض من ربحية الشركة.

فالنتيجة التي يمكن استخلاصها بصورة عامة أنه كلما قصرت آجال استحقاق ديون الشركة كلما كان

الخطر أكبر والربحية أعلى، والعكس صحيح، أي كلما طالت آجال استحقاق ديون الشركة كلما كان خطر عدم

توفر السيولة النقدية لتسديد الديون أقل، وكانت الربحية أقل بسبب تكلفته العالية.

بجانب المزايا السابقة فهناك بعض العيوب للاقتراض قصير الأجل منها أن المشروع يواجه مشكلة سداد الديون

المستحقة بصفة مستمرة، ما قد يهدد سلامة المشروع.

¹ - عبد الله بلعبيد، التمويل برأس المال المخاطر (دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة) مأكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2007-2008، ص 07.

2. التمويل متوسط الأجل:

تعريف:

التمويل متوسط الأجل تكون مدته من سنتين إلى خمس سنوات، وقد يمتد إلى حده الأقصى إلى سبع سنوات¹.

و في جميع الحالات، ينبغي أن يكون التمويل من القروض متوسطة الأجل لا تشمل الاستثمارات كلها².
وتستخدم مصادر التمويل متوسطة الأجل لتمويل الجزء الدائم من استثمارات الشركة ولتمويل الإضافات على أصولها طويلة الأجل، وتتصف هذه المصادر بكونها تستحق السداد خلال فترة تزيد عن السنة وتقل عن عشر سنوات.

وبشكل عام تشمل مصادر التمويل متوسط الأجل على مصدرين رئيسيين هما القروض المصرفية، و الاستئجار³.

أولاً : القروض المباشرة متوسطة الأجل.

يتم سداد هذه القروض بصورة منتظمة على مدار عدد من السنوات تمثل عمر القرض ويطلق على أقساط السداد مدفوعات الاهتلاك ويكون القرض مضمون بأصل أو ضمان معين وتشمل البنوك وشركات التأمين، المصدر الرئيسي لهذه القروض، وتوجد خصائص عدة تتميز بها القروض متوسطة الأجل، أهمها مايلي:

أ - الضمان بحيث تطلب البنوك وشركات التأمين ضمانا يتراوح ما بين 30 % و 60 % من قيمة القرض.

ب - فترة السداد تتراوح بين سنة وعشر سنوات.

¹ - سليمان الناصر، المرجع السابق، ص 38.

² - 17/02/2016 www.net-pme.fr.Financement des investissements

³ - عبد الله بلعبيد، المرجع السابق، ص 24 - 25 .

و يتم اللجوء إلى هذا النوع من الاقتراض لأن المنشأة تحصل على احتياجا المالية بسرعة من ناحية، ومن ناحية أخرى يمكن تغيير بنود التعاقد (المرونة)، وتكلفته تتمثل في سعر الفائدة الثابت أو المتغير حسب الشروط الموضوعه في العقد.

ثانيا : التمويل بالاستئجار.

لا يتم في هذا الأسلوب شراء الأصل بل الانتفاع بحق الاستخدام وذلك بالاستئجار من المالك الأصلي أو مؤجره، أي بعض الأصول الثابتة(أراضي، مباني) بدلا من امتلاكها ويعتبر الاستئجار خدمات كبديل للأصول الثابتة وبذلك يتفادى دفع ثمنها ويتخذ عدة أشكال نذكر منها:

❖ التاجير التمويلي :

حيث تختار الشركة الأصل الذي هي بحاجة إليه وتذهب إلى طرف ثالث، البنك أو شركة مؤجرة وتتفق معه على قيامه بشراء الأصل وتقوم هي باستئجاره من البنك ولا يمكن إلغائه ولا بد من سداد قيمة الأصل بالكامل، بالإضافة إلى عائد على الرصيد من خلال الأقساط المدفوعة (الأقساط التي يدفعها المستأجر تساوي مجمل قيمة المعدات المستأجرة).

❖ البيع ثم الاستئجار :

في هذا النوع تقوم المؤسسة تمتلك أراضي أو مباني أو معدات يبيعها إلى مؤسسة أخرى وتقوم في نفس الوقت باستئجار الأصل المباع لمدة محددة وبشروط خاصة، ويتم إعداد جدول سداد الإيجار بصورة دفعات سنوية متساوية تكفي لتغطية قيمة الأصل وتزويد المؤجر بعائد مناسب على استثماره ومن أهم المنشآت التي تشارك في هذا النوع من الاستئجار من خلال القيام بشراء الأصول من الشركات الصناعية و إعادة تأجيرها لها، شركات التأمين والشركات المالية والبنوك.

❖ التآجير التشغيلي (استئجار خدمة):

يتضمن كل من خدمات التمويل والصيانة على أن تدخل تكاليف الصيانة ضمن المدفوعات الثابتة التي يقوم المستأجر بسدادها ويلاحظ عادة على هذا النوع من الاستئجار أن مجموع أقساط الاستئجار لا يغطي تكلفة الأصل بالكامل، وفي نفس الوقت فإن عقد الاستئجار يكون لفترة تقل كثيرا عن العمل الإنتاجي الأصل، ويتوقع المالك المؤجر في هذه الحالة أن يحصل على فرق القيمة بإعادة التآجير بعد نهاية المدة المتفق عليها، ويعطي هذا الحق ميزة مهمة للمستأجر، وهي أنه يستطيع التخلص من الأصل في حالة التطور التكنولوجي وظهور أصول أكثر حداثة تؤدي إلى العمل بكفاءة أكبر، ومن مزايا لجوء المنشأة إلى الاستئجار عموما ، مقابلة الاحتياجات المؤقتة، و إمكانية إنهاء الاستئجار ومزايا ضريبية أخرى وكذلك الاحتفاظ برأس المال طالما أنها تحصل على خدمات الأصل الذي تحتاج إليه دون الحاجة إلى شرائه .

3. التمويل طويل الأجل:

تعريف:

التمويل طويل الأجل هو التمويل الذي تزيد مدته عن الخمس أو السبع سنوات وليس له حد أقصى ، إذ يمكن أن يصل إلى عشرون سنة أو أكثر .
وتنشأ الحاجة إلى مصادر التمويل طويل الأجل، نتيجة للتوسعات التي تنوي المنشآت القيام بها ، وهذا النوع من التمويل يستحق الدفع بعد فترة زمنية تزيد عن العام الواحد، ومن ثم فالأفضل على الأصول الثابتة .
ومن هنا تبدو الأهمية الكبيرة للتمويل طويل الأجل، والذي كثيرا ما يحدد سرعة واتجاه المنشآت، كما أن مهمة تدبيره من المهام الأساسية للمدير المالي، وذلك تلبية لاحتياجات المنشأة من الأموال المطلوبة سواء لعملياته الحالية، أو لأغراض التوسع والتحسينات .

ويمكن تقسيم المصادر الرئيسية للتمويل طويل الأجل إلى :

أولاً : أموال الملكية.

1. الأسهم العادية:

تعريف:

يمكن تعريف الأسهم العادية بأنها حصص متساوية من رأس مال شركة المساهمة، وتعتبر الأسهم العادية وسيلة من الوسائل الأساسية للتمويل طويل الأجل، وتكاد تكون المصدر الوحيد لشركات المساهمة، وخاصة عند بداية التكوين، ويستفيد حملة الأسهم العادية بمزايا مختلفة وحقوق متعددة أهمها:

➤ الاشتراك في الأرباح.

➤ الاشتراك في مجلس الإدارة والتصويت باعتباره عضواً في الجمعية

➤ عضو في الجمعية العامة.

➤ حق نقل ملكية السهم.

وللأسهم العادية عدة مزايا أهمها:

➤ سهولة بيعها.

➤ يتم رد قيمة الأسهم في الوقت المحدد.

➤ أنها لا تنشئ أي التزامات ثابتة، فلا يوجد أي التزام قانوني على المؤسسة لدفع التوزيعات.

وعلى الرغم من هذه المزايا هناك عدة عيوب نذكر منها:

➤ ارتفاع تكلفة إصدار الأسهم العادية.

➤ الأرباح من الأسهم العادية لا تخضع من وعاء الأرباح الخاضعة للضرائب.

الاكتتاب في الأسهم العادية يؤدي إلى زيادة المدخرات و إحساس الأفراد بمشاركتهم في مخطط الاقتصاد للبلاد وفي التنمية الاقتصادية.

2. الأرباح المحتجزة:

هو ذلك الجزء من حقوق الملكية الذي تستمده الشركة من ممارسة عمليا المربحة ويتمثل هذا الجزء في المتبقي من أرباح السنة بعد تجنب الاحتياطات المختلفة والتوزيعات المقررة، أي الأرباح المحتجزة تكون بنجاح المشروع بعد تنفيذه وتحقيقه الأرباح، إذ تم الاحتفاظ بجزء منها بغرض إعادة استثمارها، فالمنشآت المختلفة تقوم بتمويل جزء لا يستهان به من احتياجاتها المالية بواسطة الأرباح المحتجزة. وبصفة عامة يمكن تحديد اتجاه عام يمكن من خلاله تبرير سياسة الاعتماد على الأرباح المحتجزة كأسلوب تمويلي وذلك كمايلي:

- أ. إن إتباع سياسة عدم توزيع الأرباح سوف يؤدي إلى زيادة الطاقة الافتراضية للمؤسسات القائمة وبالتالي تزويد قدرتها على تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة من خلال الاقتراض وتحقيق وفرة ضريبية جديدة .
- ب. تكون سياسة عدم توزيع الأرباح واستخدام جزء منها في تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة مقبولة حينما تكون المؤسسات القائمة مستقرة، ومعدلات أرباحها مستقرة أيضا.
- ت. يكون غالبية حملة الأسهم من خلال هذه السياسة من ذوي الدخل المرتفعة وضريبة الدخل تكون تصاعدية.

3. الأسهم الممتازة:

وهي تمثل مستند ملكية لصاحبها وتختلف عن الأسهم العادية فيمايلي:

- أ. يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة.

ب. عادة نجد أن هناك حد أقصى لمقدار العائد الذي يمكن لحملة الأسهم الممتازة الحصول عليه.

ت. غالبا لا يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق الدائم في التصويت.

وتتشارك الأسهم الممتازة مع الأسهم العادية فيمايلي:

1. الشركة ليست ملزمة بدفع عائد ثابت على هذين النوعين من الأوراق المالية.
2. استحقاق العائد بعد الدفع أو الأخذ بعين الاعتبار جميع النفقات اللازمة لقيام الشركة بأعمالها.
3. يتمتع حامل السهم الممتاز بكافة المزايا والحقوق التي يتمتع □ ا حامل السهم العادي.
4. إن إصدار الأسهم الممتازة يؤدي إلى زيادة الموارد المالية المتاحة للشركة والمتاجرة بالملكية واستعمال أموال الغير دون اشتراكهم في الإدارة.

هناك عدة مزايا تحصل عليها المؤسسات التي تلجأ إلى إصدار الأسهم الممتازة، نذكر من بينها:

- أ. لا يترتب على إصدارها أي التزام قانوني بدفع توزيعات الأرباح إذا لم تحقق أرباحا كافية وكذلك تفادي الأرباح المحققة بما يجاوز النسبة المحددة لها، ولا يوجد تاريخ محدد لرد قيمة الأسهم الممتازة.
- ب. إمكانية تحويل الأسهم الممتازة إلى أسم عادية.
- ت. تجنب الرقابة على أعمال الشركة ولا يحق لحملةتها التصويت الا في الحالات العويصة وأن التوزيعات محددة بمقدار معين يتمثل في نسبة معينة من القيمة الاسمية.

بالرغم من هذه المزايا، إلا أن هناك عيوب نوجزها فيمايلي:

- أ. ارتفاع تكلفة الأسهم الممتازة من قبل المصرفوات الواجبة الخصم من وعاء الأرباح الخاضعة للضرائب
- ب. إلزامية التوزيعات وتعرضها لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقرضون وعليه فإنهم يطالبون بمعدل عائد أعلى.

ثانيا : الأموال المقترضة

وتنقسم إلى قسمين:

1.السندات:

تعتبر السندات جزءا من القروض طويلة الأجل، تصدرها المؤسسات □ دف الحصول على أموال لتمويل نفقاتها الاستثمارية والتشغيلية.

و السند هو صك تصدره المؤسسة وهو يمثل عقد بين المؤسسة (المقرض) والمستثمر (المقرض)، وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا معيناً للطرف الأول، الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة. وهو أسلوب يمكن شركات المساهمة في الحصول على ما يلزمها من أموال.

وتنقسم السندات إلى الأنواع التالية:

أ - سندات غير مضمونة برهن أصول:

هي تلك التي يصبح فيها حامل السند دائما عاما في حالة التصفية، حيث أن هذا النوع من السندات له أولوية على أصول بذاتها وتكون القدرة على تحقيق الأرباح هي الضامن لقدرتها على الوفاء بالتزاماتها.

ب - سندات مضمونة برهن أصول:

و يكون الضامن في الغالب الأصول الثابتة التي تمتلكها المنشأة على أن ينص في السند ذاته على نوع أو أنواع الأصول الضامنة في حالة عدم وفاء المنشأة بالتزاماتها.

ت - سندات الدخل:

تلتزم المنشأة بدفع فوائد هذه السندات فقط في حالة تحقيقها لأرباح كافية لدفع □ ذه الفوائد، بما يعني أن الفوائد نفسها لا تعتبر من قبيل الالتزامات الثابتة.

من مزايا السندات نذكر مايلي:

أ. تكلفة السندات محدودة حيث لا يشارك حملتها في الأرباح وتتيح استعمال أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة وهو ذو تكلفة منخفضة، إذ أن العائد المتوقع للسند أقل مما هو متوقع للسهم العادي.

ب. السندات تؤدي إلى زيادة موارد التمويل المتاحة للشركة بالإضافة إلى المتاجرة والملكية

ومن العيوب التي تشوب هذه الأسلوب التمويلي نذكر مايلي:

أ. إنشاء التزامات ثابتة مما قد يعرض المؤسسة لخطر الافلاس في حالة تعذر الوفاء هذه الالتزامات.

ب. وجود تواريخ محددة لهذه الالتزامات.

ت. تتضمن هذه السندات التزامات كثيرة باعتبارها عقودا طويلة الأجل وهو ما لا تتضمنها عقود التمويل

قصيرة الأجل.

2. قروض طويلة الأجل:

تمثل الأموال التي يمكن للمؤسسة الحصول عليها من المؤسسات المالية المحلية أو الأجنبية، وتمثل

هذه القروض التزاما على المنشأة يتعين الوفاء به خلال فترة زمنية تزيد عن خمسة عشرة سنة وتصل أحيانا إلى

ثلاثين سنة وذلك وفقا للقواعد والشروط التي يتم الاتفاق عليها بين المقرض والمقترض، وبالرغم من أنها تخلق

مشاكل وأعباء كبيرة للمنشآت ناتجة عن أسعار الفائدة المرتفعة وتراكم الفوائد، إلا أنه يتيح عدة مزايا بالرغم من

أنه لا يخلو من عيوب ومخاطر.

أ. المزايا¹:

- 1- ليس للمقرضين الحق في التصويت في الجمعية العامة.
- 2- يعتبر التمويل بالاقتراض أقل تكلفة من التمويل بالأسهم، وذلك بسبب الوفورات التي تتولد عنه، وبسبب تعرض المقرضين أقل نسبياً من تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية والممتازة.
- 3- إن تكلفة الاقتراض المتمثلة في معدل الفائدة لا تتغير بتغير مستوى الأرباح حصول على تلك القروض

ب. العيوب والمخاطر²:

- 1- لا يعتبر الاقتراض طويل الأجل متاحاً للعديد من المنشآت، فالمنشآت الصغيرة بل وبعض المنشآت الكبيرة تجد صعوبة في الحصول على تلك القروض.
- 2- القروض على عكس الأسهم، لها تاريخ استحقاق ومن ثمة ينبغي على المنشأة العمل على توفير قدر كبير من النقدية لاستخدامها في سداد الديون عندما يحين أجلها.
- 3- قد يؤدي الفشل في سداد الفوائد وأصل الدين إلى تعرض المنشأة إلى الإفلاس، ويؤدي الاقتراض إلى تعريض المنشأة إلى نوع من المخاطر يطلق عليها المخاطر المالية. ففي حالة وجود القروض يترتب على انخفاض المبيعات بنسبة معينة، إلى انخفاض ربحية السهم العادي بنسبة أكبر.
- 4- قد يعطي عقد الاقتراض الحق في فرض قيود على المنشأة، ومن أمثلة ذلك حظر الحصول على قروض جديدة، وحظر بيع وشراء الأصول الثابتة، ومنع إجراء توزيعات أو على الأقل تخفيض نسبتها

المطلب الثاني: أقسام التمويل من حيث المصدر.

¹ - منير إبراهيم هنيدي، المرجع السابق، ص 556.

² - نفس المرجع، ص 557.

أولاً : التمويل الذاتي.

وهو التمويل الذي يستخدم لتراكم المدخرات المتأتمية من الأرباح التي حققها المشروع للوفاء بالتزاماته المالية، أو هو مجموع الوسائل التمويلية التي أنشأتها المؤسسة بفعل نشاطها العادي أو الاستغلالي والتي تبقى بصورة دائمة أو لمدة طويلة ، ويرجع اختلاف قدرة المشروعات في الاعتماد على هذا المصدر لتمويل احتياجاتها إلى ارتباط توسيع إمكانيات التمويل الذاتي بقدرة المشروع على ضغط تكاليف الإنتاج وزيادة أسعار منتجاته مما يؤدي إلى زيادة أرباح المشروع . كما أن مصادر التمويل الذاتية تختلف باختلاف حجم المشروع، فالمشروع الصغير مصادره الداخلية تعتمد على صاحب المشروع أو أصحاب المشروع، والمشروع الكبير في نطاق القطاع الخاص يعتمد على المساهمين والاحتياجات... الخ . والمشروع العام يعتمد على الأرباح المحجوزة ومساهمة الدولة، والمشروع التعاوني يعتمد على مساهمة الأعضاء.

والمشروع الفردي ككل المشروعات الشخصية وهي التي تعتمد على شخصية صاحب المشروع، فهي بالتالي تعتمد على ما لدى، صاحب المشروع من أموال حاضرة لديه سواء كانت أموال خاصة بالمشروع أو خاصة بصاحب المشروع¹ .

وبغية توضيح مفهوم التمويل الذاتي، لابد من المقارنة بين هذا المفهوم ومفهوم رأس المال الخاص، فمن وجهة النظر القانونية يعرف رأس المال بأنه أحد مصادر التمويل الذي يحدد التزامات صاحب أو أصحاب المنشأة، أو بمعنى آخر الإمكانيات التي يتوجب على أصحاب المشروع توفيرها لممارسة النشاط الاقتصادي، وفي بعض الحالات قد ينسب إلى رأس المال الخاص الممتلكات الشخصية لصاحب المشروع الفردي أو لأصحاب شركات الأشخاص. وهذا النوع من الملكية لا يظهر عادة في ميزانية المنشأة، سواء كانت منشأة

فردية أو شركة أشخاص، ومن البديهي أن يؤخذ بالحسبان في تحديد الملكية الفردية التزامات الفرد اتجاه الغير¹.

¹ - علي سعيد عبد الوهاب مكي، المرجع السابق، ص 120.

❖ مزايا وعيوب التمويل الذاتي²:

1. مزايا التمويل الذاتي:

- يمثل التمويل الذاتي المصدر الأول لتكوين رأس المال الطبيعي بأقل تكلفة.
- يجعل المؤسسة تتمتع باستقلالية مالية و إدارية تامة.
- يزيل على المؤسسة عبء التكاليف المتعلقة بالعمليات المالية.
- وبما أن الاهتلاك يمثل الجزء الأكبر في التمويل الذاتي والذي يعتبر معفى من الضرائب، فإنه يخفض مجموع الضرائب التي تخضع لها أموال المؤسسة.
- التمويل الذاتي يحقق التوازن بين الادخار والاستثمار
- يعطي الحرية للمؤسسة في اختيار نوع الاستثمار دون التقيد بشروط الائتمان.

2. عيوب التمويل الذاتي:

- في غالب الأحيان لا يكفي حجم التمويل الذاتي لتغطية كل حاجيات المؤسسة
- يحقق مردودية أقل من تلك التي تمول بمزيج من الأموال الداخلية والخارجية
- يمنع تجميع الادخارات بصفة عامة ثم إعادة توزيعها على مختلف قطاعات والمشروعات طبقاً لأولويات استثمارية معينة.

- الاعتماد على الأموال الذاتية يؤدي إلى التوسع البطيء مما يؤدي لعدم الاستفادة من القروض الاستثمارية المريحة بسبب عدم كفاية التمويل الذاتي لتلبية الاحتياجات.

¹ - كحمد سعيد النابلسي، التمويل الذاتي، الموسوعة العربية، تاريخ النصف 10/02/2016 الساعة 17:00.

² - مصطفى رشدي شيحة، النقود و المصاريف و الائتمان، دار الجامعة الجديدة للنشر، 1999، ص 193.

ثانيا : التمويل الخارجي .

يلجأ المشروع إلى التمويل الخارجي وذلك في حالة عدم كفاية مصادر التمويل الذاتي المتوفرة لديه، ويتمثل في المدخرات المتاحة في الأسواق المالية محلية كانت أو أجنبية بواسطة التزامات مالية سواء كانت قروض أو سندات أو أسهم لمواجهة احتياجاتها التمويلية، ولهذا التمويل مصدرين، تمويل خاص يأتي من مدخرات القطاع الخاص أفراد أو مؤسسات والذي يكون في شكل أسهم أو سندات، وتمويل عام الذي يكون مصدره موارد الدولة ومؤسساتها والذي يكون في شكل قروض بنكية وسندات خزينة.

المبحث الثالث : آليات اختيار مصادر التمويل.

المطلب الأول :معايير اختيار مصادر التمويل.

أمام متخذ القرار التمويلي مجموعة من المعايير الكمية، والتي تتعلق بقيود التوازن المالي والمردودية، و سنقتصر في هذه الحالة على معايير :المردودية المالية وتكلفة مصدر التمويل.

أولا :معيار المردودية.

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

$$\text{المردودية المالية (RCP) = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة .}$$

إذ تسعى المؤسسة إلى أن تكون نسبة النتيجة الصافية إلى الأموال الخاصة أكبر ما يمكن، أي تحقيق نتيجة موجبة بأقل حجم من الأموال الخاصة، وبالتالي يتعاضد الربح على الأسهم، كما تتعاضد القدرة على التمويل الذاتي.

و يمكن حساب المردودية المالية 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:

$$\text{المردودية المالية} = \text{المردودية الاقتصادية} + \text{أثر الرافعة المالية.}$$

هذا الشكل الجديد للمردودية المالية والذي يحوي العناصر المتحركة في مصادر التمويل يمكن استخدامه كآلية لاتخاذ القرار التمويلي وذلك اعتمادا على حالات أثر الرافعة المالية المتضمنة في المردودية المالية، حيث يمكن إعادة صياغة العلاقة أعلاه كالآتي:

$$RCP=[Re+(Re-i).D/CP].(1-IS)$$

يمكن حصر الحالات التالية:

- $Re > i$ (المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الاستدانة): مجال الاستدانة
- $Re = i$ (المردودية الاقتصادية تساوي تكلفة الاستدانة): ذروة الاستدانة.
- $Re < i$ (المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الاستدانة): التقليل من أثر الاستدانة.

ثانيا: معيار التكلفة.

تتحمل المؤسسة في سعيها نحو تمويل احتياجاتها المالية تكاليف مصادر هذه الاحتياجات، حيث تؤثر هذه التكاليف على النتائج و المردودية الإجمالية، ومنه استوجب الأمر قياس تكلفة كل مصدر على حدى والمتمثلة في تكلفة الأموال الخاصة، تكلفة الديون، تكلفة التمويل الذاتي...الخ.

1. تكلفة الأموال الخاصة¹ :

تتمثل تكلفة الأموال الخاصة بمعدل المردودية المنتظر من طرف المساهمين وتحسب إما بالتحيين، أو

الاستعانة بنموذج توازن الأصول المالية MEDAF.

أ - نماذج التحيين:

تتعلق بنماذج تقييم الأسهم انطلاقاً من أرباح الأسهم المأمول تحقيقها، كما يتعلق بالفترات المستقبلية.

تعتبر النظرية المالية أن قيمة السهم تساوي القيمة الحالية (المحسوبة اعتماداً على معدل المردودية

المنتظرة من طرف المساهمين) لمجموع الأرباح المنتظرة لفترات زمنية مستقبلية.

إذا كان C_0 سعر سهم في الزمن 0 ، و إذا كان $D_1.D_2.D_3.D_N$ الأرباح المنتظرة، و إذا كان C_n سعره

عند n و t معدل المردودية المنتظر من طرف المساهمين، فإن:

$$C_0 = \sum_{i=1}^n D_i(1+t)^{-i} + C_n(1+t)^{-n}$$

هذه العلاقة تسمح بحساب t بدلالة C_0 و مجموع أرباح الأسهم و C_n .

في حالة توجه عدد الفترات n نحو اللانهاية الموجبة ، أو بقاء أرباح الأسهم ثابتة أو بمعدل نمو ثابت g فإن:

❖ في حالة بقاء أرباح الأسهم ثابتة :

$$C_0 = D(1+t)^{-1} + D(1+t)^{-2} + \dots + D(1+t)^{-n} + C_n(1+t)^{-n}$$

أي أن:

$$C_0 = (1 - (1+t)^{-n}) / [t + C_n(1+t)^{-n}]$$

لما يتوجه n نحو اللانهاية الموجبة فإن $(1+t)^{-n}$ يتجه نحو 0 ، وعليه لدينا:

$$T = D/C_0$$

¹ - المرجع السابق، ص 307.

❖ في حالة نمو أرباح الأسهم :

$$C_0 = D_1(1+t)^{-1} + D_1(1+g)(1+t)^{-2} + D_1(1+g)^2(1+t)^{-3} + \dots + D_1(1+g)^{n-1} + C_n(1+t)^{-n}$$

ومنه فإن:

$$\begin{aligned} C_n &= D_1(1+t)^{-1} \cdot [(1+g)(1+t)^{-n} - 1] / (1+g)(1+t)^{-1} - 1 \\ &= D_1 [(1+g)^n (1+t)^{-n} - 1] / (g-1) \end{aligned}$$

لما يتوجه n نحو اللانهاية الموجبة فإن $(1+t)^{-n} (1+g)^{-n}$ يؤؤل إلى الصفر مع $g < t$ ومنه يكون لدينا:

$$t = (D_1/C_0) g$$

- حينها نتحصل على ما يعرف بعلاقة جوردن.

ب - نموذج الأصول المتوازنة: MEDAF

عادة ما يستخدم هذا النموذج في تقييم المردودية المنتظرة من استثمار مرتبط بمخاطر معينة.

حسب هذا الإطار تعرف المردودية المنتظرة من طرف المساهمين على انها مردودية الأصول دون

مخطر، مقدرة بمعدل مخاطر يعادل β مرة مخطر السوق، وتحسب من خلال العلاقة التالية :

$$E(R_t) = R_f + \beta(E(R_M) - R_f)$$

حيث $E(R_x)$: الأمل الرياضي للمردودية المنتظرة من طرف المستثمرين الخاصة بالسهم .

R_f : مردودية الأصول دون مخطر (هو الأصل ذو مردودية متعددة خلال فترة زمنية معينة مثل أدونات

الخبزينة، قروض الدولة...الخ).

$E(R_M)$: الأمل الرياضي للمردودية السوق .

$E(R_M) - R_f$: قسط مخطر السوق.

B : معامل منحنى الانحدار.

2. تكلفة الديون:

تعتبر تكلفة الاقتراض من أهم المحددات المعتمدة في اختيار وسيلة التمويل، وترتبط بعدة عوامل كطبيعة التمويل وحالة السوق ومدة القرض، هذا من جهة. ومن جهة أخرى، فإن ضعف المقدرة على التفاوض مع الوسطاء الماليين يرفع من تكلفة القروض البنكية، وهذا كلما كانت المؤسسات صغيرة.

ويرى " شندلر (CHANDLER) " بأن لتكلفة الاقتراض تأثير على نسبة القروض بالهيكل المالي للمؤسسة، حيث أنه كلما زادت هذه التكلفة عن معدل العائد على الاستثمار، كلما أدى ذلك إلى التقليل من الاقتراض، وهو الأمر الذي أكدته دراسة تاجرت (TAGGART) التي أشارت إلى أن تكلفة الاقتراض تكون محددا أساسيا لنسبة الاقتراض بالهيكل التمويلي تكلفة قرض هي معدل التكلفة المحسوب أخذا بعين الاعتبار الوفورات الضريبية المحققة على الفوائد و على اهتلاكات أقساط القروض المسددة و مصاريف الإصدار.

و يمكن حساب تكلفة الدين، باستخدام العلاقة التالية:

$$D = RDi[1 - (1+t)^{-n}]/t + S(1+t)^{-n}$$

حيث:

D : قيمة الدين.

RDi: القسط السنوي الحقيقي المعرف بالفرق بين القسط السنوي و الوفورات الضريبية على الفوائد.

T: تكلفة الدين.

N : مدة القرض.

مجموع التسديدات في نهاية المدة.

3. التكلفة المرجحة لرأس المال¹.

يمكن تجميع هذه التكاليف و تحديد التكلفة الإجمالية للتمويل، والمصطلح عليها بتكلفة رأس المال. تعرف تكلفة رأس المال على انها المتوسط الحسابي المرجح لتكاليف مختلف مصادر رأس المال و يحسب بالعلاقة التالية.

$$K=K_{cp}.\left[\frac{cp}{cp+D}\right]+i.\left[\frac{D}{cp+D}\right]$$

حيث:

Kcp : (تكلفة الأموال الخاصة) تعطى عادة بمعدل المردودية الأدنى لرأس المال.

I : (تكلفة الديون) تعطى عادة بنسبة المصاريف المالية إلى مجموع الديون.

تستخدم التكلفة المرجحة لرأس المال كالية لاتخاذ القرار حيث يمكن الأخذ بمبدأ التكلفة الدنيا لتشكيلة التمويل رأينا في معيار المردودية عملية اتخاذ القرار التمويلي في حالة وجود الضريبة على الأرباح، أما في حال غياب الضريبة فهناك نتيجة هامة تتمثل في أن تكلفة رأس المال و قيمة المؤسسة مستقلتين عن مصادر تمويل المؤسسة و يمكن أن نبرهن ذلك رياضيا كمايلي:

$$R_{cp}=[Re+(Re+i).D/cp](1+Is)$$

و في غياب الضريبة على الربح نجد أن:

$$R_{cp}=[Re+(Re+i).D/cp]$$

أما التكلفة الإجمالية للتمويل:

$$K=K_{cp}.\left[\frac{cp}{cp+D}\right]+i.\left[\frac{D}{cp+D}\right]$$

بتعويض قيمة **Rcp** في العلاقة 2 نجد :

$$\begin{aligned} K &= (Re+(Re+i).D/cp).\left[\frac{cp}{cp+D}\right]+i.\left[\frac{D}{cp+D}\right] \\ &= [Re.cp+Re.Di.D+i.D]/(cp+D) \end{aligned}$$

¹ - إلياس ساسي، يوسف قريشي، المرجع السابق، ص 310.

$$=Re$$

ومنه نتوصل إلى النتيجة التالية:

$$K=Re$$

أي أنه في حال غياب الضريبة على الأرباح فإن التكلفة المرجحة لرأس المال مستقلة تماما عن المردودية المالية.

المطلب الثاني : قيود اختيار مصادر التمويل¹.

يخضع متخذ قرارات التمويل إلى مجموعة من القيود التي لا يمكن تجاهلها عند اختيار مورد مالي معين، فاتخاذ قرار التمويل دون النظر إلى قيد المردودية على سبيل المثال من شأنه أن يضخم المصاريف المالية و ينعكس ذلك على نتائج المؤسسة، لذا لابد من حصر كل القيود و التقيد بها.

أولا : القيود الكلاسيكية .

هي من أسس التحليل المالي الكلاسيكي، و رغم أن هذا التحليل تم تجاوزه إلا ان مجموعة من قواعده بقيت ثابتة، و تمثل أساسا للكثير من القرارات المالية.

1. قاعدة التوازن المالي الأدنى:

محتواها أن الاستخدامات المستقرة يجب أن تمول بواسطة الموارد الدائمة، فمثلا يجب أن تمول الاستثمارات بديون متوسطة أو طويلة الأجل أو عن طريق التمويل الذاتي.

الإخلال بهذه القاعدة عند اختيار بقرار التمويلي يؤدي إلى عدة مشاكل أهمها عجز مفاجئ في الخزينة و انخفاض حاد في رأس المال العامل، ويحدث ذلك مثلا عن طريق تمويل عملية شراء استثمار باستخدام قرض قصير الأجل.

¹ - المرجع السابق، ص 301 - 304.

2. قاعدة الاستدانة العظمى (الاستقلالية المالية):

وتعني أن مجموع الديون المالية (باستثناء الاعتمادات البنكية الجارية) يجب أن لا يفوق الأموال الخاصة.

و يمكن التعبير عن هذه القاعدة باستخدام نسبة الاستقلالية المالية، والتي يمكن أن تأخذ عدة أشكال كالآتي:

$$\text{الاستقلالية المالية} = \text{الأموال الخاصة} / \text{الديون المالية.}$$

الالتزام بهذه القاعدة يوجب أن تكون النسبة أعلاه أكبر من الواحد.

$$\text{الاستقلالية المالية} = \text{الديون المالية} / \text{الأموال الخاصة.}$$

الالتزام بهذه القاعدة يوجب أن تكون النسبة أعلاه أقل من الواحد

$$\text{الاستقلالية المالية} = \text{الأموال الخاصة} / \text{الموارد الدائمة.}$$

من أجل التقيد هذه القاعدة يجب أن لا يؤثر قرار التمويل على النسبة أعلاه، أي لا تتعدى النصف (1/2).

إن الهدف من هذه القاعدة هو جعل المؤسسة تتمتع بالاستقلالية المالية، أي أن حجم الأموال الخاصة يجب أن يفوق مجموع ديونها.

3. قاعدة القدرة على السداد :

تقوم هذه القاعدة على أن الديون المالية يجب أن لا تفوق ثلاثة أضعاف القدرة على التمويل الذاتي السنوية المقدره تستخدم النسبة التالية لمساعدة متخذ القرار المالي على مراقبة و التقيد بهذه القاعدة:

$$\text{القدرة على السداد} = \text{الديون المالية} / \text{القدرة على التمويل الذاتي.}$$

مراقبة القدرة على السداد يعني أن تكون النسبة أقل من ثلاثة، كما تعبر هذه النسبة مدة السداد المتوسطة بين المؤسسة و دائنيها والتي تقل عن ثلاث سنوات

عدم الالتزام بهذه القاعدة يعني الاستمرار في الاستدانة بغض النظر عن مستوى القدرة التمويلية الذاتية، و ذلك مؤشر عن زيادة احتمال عدم القدرة على السداد، و بالتالي التوقف عن دفع الديون في أجل استحقاقها، وبالتالي ارتفاع احتمال الإفلاس.

كما تعتبر النسبة أعلاه مؤشر للمقرضين، يساعد على منح القروض للمؤسسة من عدمه، ذلك أن ملف القرض يحتوي على كل المعطيات المالية الخاصة بالمؤسسة.

4. قاعدة الحد الأدنى للتمويل الذاتي:

تهدف هذه القاعدة إلى تنويع مصادر التمويل (تمويل المشاريع الاستثمارية)، وذلك عن طريق التمويل الذاتي في حدود الثلث، و الاستدانة في حدود الثلثين، فإذا مولت المؤسسة استثمارا كلياً بواسطة قرض فإن ذلك يزيد من احتمالات تحقق مجموع من المخاطر كتضخم مصاريف الاستدانة مقارنة بمردودية المشروع، و إذا مول المشروع كلياً بمرادودية المشروع، و إذا مول المشروع كلياً بمرادودية ذاتية قد يفوت فرص الاستفادة من الوفورات الضريبية المحققة بواسطة الاستدانة.

ثانياً: قيود أخرى.

إلى جانب القيود المذكورة سابقاً، توجد مجموعة من القيود تفرض على المسؤول المالي مسار محدد

لعملية التمويل نذكر منها:

1. الشكل القانوني للمؤسسة:

تختلف الطبيعة القانونية للمؤسسات، فقد تكون مؤسسة خاصة أو عمومية، كما قد تكون ضمن

شركات الأموال، أو ضمن شركات الأشخاص، وفي كل شكل قانوني هناك مصدراً للتمويل يتوافق مع الأسس

القانونية له، فمثلا يمكن للشركة العمومية إصدار أوراق الاكتتاب العام للجمهور بمختلف أنواعها، و يمكن لشركة المساهمة أن تفتح رأسمالها للمساهمة دون تحديد عدد معين للمساهمين...الخ.

2. حجم المؤسسة:

للحجم أثر في اختيار مصادر التمويل، ومن المنطقي أنه كلما زاد حجم المؤسسة كلما وسع ذلك من إمكانية تنويع مصادر التمويل، وكلما قل حجمها كلما قلص من إمكانية ذلك.

فالمؤسسات الصغيرة لا يمكنها طرح أسهم أو سندات للاكتتاب العام، لأن حجمها لا يتطلب رأس مال كبير، و بالتالي فهي تميل للاقتراض من البنوك، أما المؤسسات الكبيرة فهي بحاجة إلى كل مصادر التمويل تقريبا من فتح رأس المال و الاقتراض و، التمويل الذاتي و التنازل عن بعض الاستثمارات وأشبه الأموال الخاصة... الخ¹.

3. حالة سوق المال²:

أصبح الاستثمار في الأوراق المالية يشكل خطرا لمصدرها أو المستثمرين فيها على حد سواء، لذا فحالة السوق المالي يؤثر على إمكانية تنويع مصادر تمويل المؤسسة.

فإذا كانت السوق غير مشجعة للإصدار، أي أن الأوراق المالية تفقد قيمتها أكثر مما تزداد فمن الأفضل البحث عن موارد بديلة وأهمها الاعتماد على النظام البنكي والائتمان التجاري، أما إذا كانت السوق في حالة طبيعية فأمام المسير مصادر تمويل متنوعة سواء داخل السوق أو خارجها.

¹ - المرجع السابق، ص 304.

² - المرجع السابق، ص 304.

خلاصة:

إن المشاريع الاستثمارية تعتمد في نموها واستمرارها على المال، ورؤوس الأموال قد يكون توفيرها سهلاً في بعض الأحيان وفي كثير من الأحيان يكون توفيرها صعباً، وأياً كانت السهولة أو الصعوبة في توفير رؤوس الأموال، فإن إدارة هذه الأموال هو أهم ما يشغل بال القائمين على إدارة المشروع . ولما كانت الإدارة السيئة لأموال المشروع تعود بالضرر على المشروع وأصحابه وعلى الاقتصاد القومي بآثار سيئة، فإن الإدارة الجيدة لأموال المشروع تعود بالنفع على المشروع وأصحابه بل والاقتصاد القومي كذلك، الأمر الذي يدفعه إلى الأمام وإلى التقدم والاستمرار.

تمهيد:

إن أغلب المشاريع الاستثمارية إن لم نقل كلما تبدأ صغيرة ثم تأخذ في التطور و التوسع إن أهم عامل يؤثر على نشاط المشروع و على نموه و استمراريته ، و هو قرار التمويل الذي يتخذه المؤسس في بداية التأسيس.

و في هذا الفصل سوف نتعرض إلى دراسة حالة كيفية تمويل شركة AGGLO BETTON و هي شركة ذات أسهم، حيث سنرى الدارسة التي قام بها أصحاب المؤسسين للمشروع و أثر قرار التمويل و قد قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول:**تقديم المؤسسة:**

سنتناول فيه نشأة المؤسسة و التعريف بمهامها و إمكانيتها.

المبحث الثاني:

تحليل كيفية تمويل المؤسسة و فيه نتعرض إلى دراسات الجدوى وأثر قرار التمويل في المؤسسة.

المبحث الأول:

المطلب الأول:

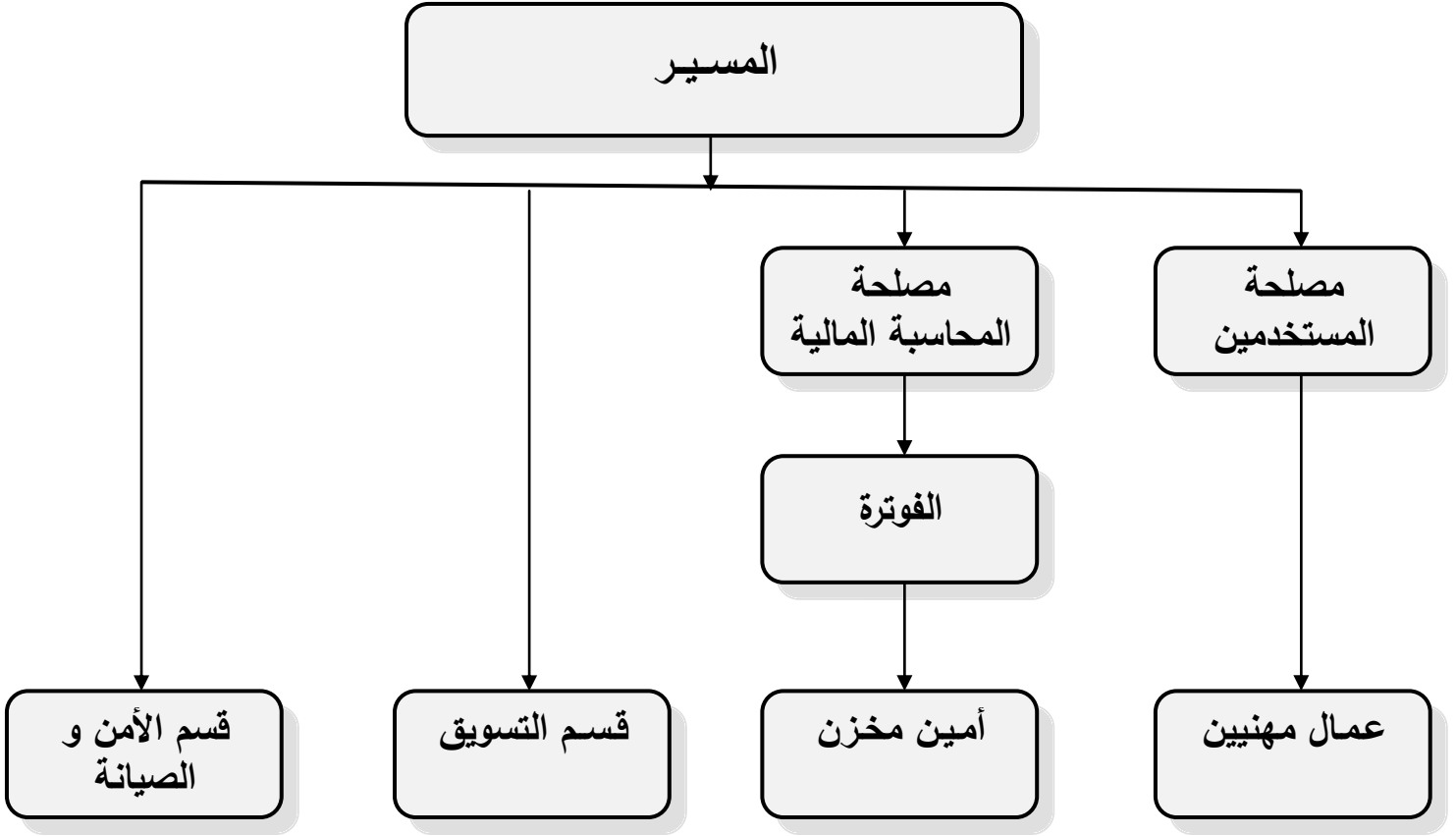
تعريف المؤسسة AGGLO BETTON:

تأسست سنة 2004 بعد أن كانت ذات طابع عمومي منذ سنة 1984 ، و بعد الانتقال من الاقتصاد الموجه إلى الاقتصاد الحر ، و لعد قرار منح مزايا للمشاريع الاستثمارية وفقا لموقعها و أهميتها ، أصبحت هذه المؤسسة ذات أسهم تتكون من : 1092 سهم موزع على 21 شخص ، و هي مختصة في إنتاج مواد البناء و المتمثلة في اللبان بكل أنواعه قنوات صرف المياه بكل أنواعها ، حافيات الرصيف و الخرسانة الجاهزة ، ديكورات المنازل ، زيادة على ذلك تقوم الشركة بكراء معدات مضخة الخرسانة " LA POMPE GIRAFE " وسائل النقل ، و الآلات الثقيلة " LES ENGINES ".

أن الشركة تجمع كتلة من كبار العمال المساهمين من ذوي الخبرة ، فالأغلبية لديهم حوالي 20 سنة خبرة في ميدان اختصاصها حيث أن الخبرة و قدرة الموارد هي قلب ثروة المؤسسة ، كان إنشاء المؤسسة عبارة عن تحدي خاصة مجموعة من المساهمين إذ أن النشاط الذي تقوم به كان مرغوب فيه على مستوى الولاية.

و جاء المشروع بناء على رغبة هؤلاء المساهمين، في استمرارية و تطوير الإنتاج بمختلف أنواعه و تشجيع رغبات المستهلك.

الشكل (3-1): الهيكل التنظيمي لشركة AGGLO BETTON:



ملاحظة :

المسير يعين من طرف مجلس الإدارة ، هنا مجلس الإدارة يتكون من خمسة "05" أفراد.

المطلب الثاني :**إمكانيات المؤسسة و مهامها:****الفرع الأول: مهام المؤسسة.**

إن الهدف من عمل المؤسسة هي الرؤية التي تزيد المنظمة تحقيقها بما فيها البيئة الخارجية أي التعايش مع المنظمات الأخرى و المنافسة في المجال الاقتصادي و الاجتماعي.

➤ صناعة نتائج ملموسة.

➤ الدراسة و التخطيط.

➤ إتخاذ القرار .

➤ إدارة الموارد.

➤ تنظيم العمل.

➤ إدارة العمليات.

➤ المجال المالي.

و من المهام التي تقوم بها الشركة AGGLO BETTON :

توفير الإنتاج و الخدمات للعملاء و الشركات الكبيرة و ذلك لتعين لاستثماراتها، و المساهمة بشكل

مباشر في نمو نشاط العملاء.

الفرع الثاني :**إمكانيات المؤسسة:**

مؤسسة AGGLO BETTON لديها كتلة من ذوي الخبرة في مجال عمل الشركة، فالأغلبية لديهم

حوالي 20 سنة من الخبرة في ميدان اختصاصها و هم مدربون و لهم دراية بعملهم و متمكنون من تنفيذ

القرارات و الأعمال موكلة لهم، لديهم نضج في العمل، في سياق تقديم قيمة الوقت الذي يوفر نقل ملموس من الخبرة و لديهم الاستعداد الكامل مع كل المقومات المطلوبة لتنفيذ المهام الموكلة لهم.

المبحث الثاني: تحليل كيفية تمويل الشركة.

المطلب الأول: دراسات الجدوى الاقتصادية.

تمر مرحلة الدراسة و الأعداد لمجموعة من الخطوات أولها البحث عن الموضوع النشاط أي اختيار فكرة المشروع، أي متى كانت الفكرة ناجحة و قابلة للتطبيق مبدئيا كلما زاد ذلك من احتمال نجاح المشروع و العكس صحيح فمهما امتلك المنشئ من إمكانيات تجارية و مالية و مادية فإن ذلك لن يكون له أي تأثير إذا ما كانت الفكرة غير قابلة للتطبيق أو مستهلكة.

أولا فكرة المشروع:

كانت فكرة المشروع لمواصلة استمرارية عمل مؤسسة AGGLO BETTON منذ سنة 2004 و هذا بعد أن تم غلقها من طرف HOLDING (هولنديف) و تبلورت الفكرة لتصبح مشروع على أرض الواقع بعد اقتراح الفكرة و تنفيذها من طرف العمال و هذا راجع إلى الدراسة المعمقة التي قام بها أصحاب المشروع.

فكرة المشروع مستمدة من مجال عمل مؤسسيها الذين أصبحوا أصحاب أسهم التطوير الإنتاج و الخدمات.

ثانيا موقع المشروع:

تتمركز شركة AGGLO BETTON بمدينة المشرية ولاية النعامة حيث الكثافة السكانية ، و تتمركز مختلف الشركات و المنظمات و توفر النقل ، و مختلف الخدمات و سهولة الانفصال.

ثالثا اسم الشركة: اسم شركة AGGLO BETTON

❖ AGGLO هو اسم مختصر لكل ما ينتج من الصخور و الجبال جيولوجيا.

❖ BETTON الخرسانة.

رابعا دراسة السوق:

بعد الدراسة توصل المساهمين إلى أن حجم العرض في الولاية منخفض أي أنه لا يوجد منافسين يؤثرون على الخدمات و الإنتاج الذي تقدمه الشركة و أن الطلب سيكون بشكل متزايد مع تزايد الكثافة السكانية و إنشاء شركات كبرى سواء كانت تابعة لقطاع العام أو الخاص.

القطاعات التي تموينها شركة AGGLO BETTON

من بين و أهم الشركات التي تموينها الشركة هي :

➤ أصحاب المشاريع الصغرى و المتوسطة.

➤ الخواص.

➤ الشركات الكبرى مثل:

KAHRIF - الشركة الوطنية لأشغال الكهرباء.

SEROR - الشركة الوطنية المختصة في بناء الأنفاق و الجسور.

INERGA - الشركة الوطنية لانجاز المنشآت الأساسية.

GCB - الشركة الوطنية للهندسة المدنية.

APC > المجلس الشعبي البلدي.

رقم الأعمال:

إن تقدير رقم الأعمال يعد أمرا مهما في هذه الدراسة لأنه سيوجه المساهمين إلى تقدير المشروع

المالية و البشرية.

خامسا:

1- احتياجات المشروع:

> الإدارة و الطاقم.

> المسير.

> مكلف بالمستخدمين.

> مكلف بالمحاسبة.

> مكلف بالفوترة.

> أمين المخزن.

> مكلف بالتسويق.

> مكلف بالأمن و الصيانة.

> عمال مهنيين.

2- التجهيزات و اللوازم:

- المبنى و هو المكان الذي أقيمت فيه الشركة مساحته 27000 م².
- ورشة عمل.
- ثلاثة (03) مضخات خرسانة POMPE GIRAFE.
- ثلاثة (03) آلات ثقيلة ENGINES .
- ثلاث (03) شاحنات من 20 طن CAMION.
- أربع (04) آلات لتضيق اللبان و الخافيات.
- مستلزمات المكاتب ، الحواسب طابعة ، مكاتب ، كراسي ، مكيفات،...الخ.
- CLARK.

الجدول (01-03) : سنلخص هذه التجهيزات في جدول يبين تكلفة إنشائها:

التكلفة	المصاريف
170.000.000 دج	❖ مبنى ملك للمؤسسة
1.000.000 دج	❖ مستلزمات المكاتب
90.000.000 دج	❖ 03 مضخات
30.000.000 دج	❖ 03 آلات ثقيلة
30.000.000 دج	❖ 04 آلات لصناعة اللبان والحافيات
2.000.000 دج	❖ CLARK 02
10.000.000 دج	❖ آلات الإنتاج
333.000.000 دج	المجموع

المصدر محاسب الشركة : 2016/04/07

إذن كانت التكلفة الآلية للمشروع 333.000.000 دج ، نلاحظ أن المشروع مكلف للغاية ، و يتطلب

أموال ضخمة.

المطلب الثاني: أثر قرار التمويل على المشروع.

الجدول (02-03): مصادر التمويل.

المصدر	نوع التمويل
المنشئ المساهمين	الأموال الخاصة.
المنشئ المساهمين	المساعدات و المنح.
المنشئ المساهمين	القروض الشرفية.
المنشئ المساهمين	القروض البنكية.
المنشئ المساهمين	مساهمات رأس المال.
المنشئ المساهمين	مساعدات و منح موجهة للمؤسسة.
المنشئ المساهمين	قروض متوسطة الأجل.
المنشئ المساهمين	قروض الإيجار

المصدر محاسب الشركة : 2016/04/07

لقد اعتمدت المؤسسة على رأس المال الخاص، أي أنه لم يتم اللجوء إلى الاقتراض لتمويل مشروع

إنشاء شركة AGGLO BETTON.

لم يلجأ المساهمون إلى الاقتراض من البنوك أو أي جهة أخرى، و هنا راجع لعدة أسباب و يوجد

من الأسباب مت هو ذاتي و موضوعي.

الأسباب الذاتية:

من أهم الأسباب الذاتية هي الفوائد المترتبة عن القروض، إذ أن أحد المساهمين يرفض التعامل

بالربا.

الأسباب الموضوعية:

➤ طول المدة أي أن المدة الفاصلة بين دراسة ملف القرض و بين قبول أو رفض طلب القرض طويلة نوعا ما.

➤ الضمانات المطلوبة من طرف البنك.

مزايا عدم اللجوء إلى الاقتراض :

➤ عدم الخضوع إلى تكلفة القرض و المصاريف المالية المترتبة على ذلك.

➤ عدم الخضوع إلى شروط لا يمكن أن تحد من حرية المساهمين في نشاطهم.

عيوب عدم اللجوء إلى الاقتراض:

➤ الشركة تواجه صعوبات في دفع الرواتب في بداية كل شهر.

➤ الشركة لحد الآن لم تسترجع بعد المبالغ التي صبتها على المشروع.

تحليل و التعريف بالوكالة الوطنية لتطوير الاستثمارات ENDI

حققت المؤسسة رقم أعمال يقدر بـ: 80.000.000 دج في العام الأول.

❖ نلاحظ أن تكلفة المشروع كبيرة و رقم الأعمال المحقق في العام الأول منخفض جدا مقارنة بها.

و لقد توصلنا إلى مجموعة من النتائج نذكرها فيمايلي:

➤ التمويل عن طريق رأس المال الخاص ، عرض الشركة إلى صعوبات في توفير السيولة في الوقت المناسب.

➤ رقم الأعمال منخفض الذي حققته الشركة في العام الأول أدى إلى ضائقة مالية تمثلت في عدم دفع مستحقات و رواتب الموظفين في موعدها المحدد.

➤ بعد مرور العام الأول من النشاط تمكنت الشركة من تحقيق رقم الأعمال أكبر بكثير من ذلك المحقق في العام الأول و هذا نتيجة لزيادة عدد العملاء و كذا زيادة الطلب على الإنتاج و الخدمات.

إن قرار التمويل الذي اتخذه المؤسسون في إنشاء هذه الشركة كان صائبا نوعا ما بالرغم من مشاكل التي تواجههم في تسديد مستحقات الموظفين، و نشاط المؤسسة مستمر نظرا لزيادة الخدمات و الإنتاج و تسعى إدارة الشركة إلى توسيع نشاطها خارج الولاية ، و تهدف إلى زيادة العمال في السنوات القادمة ، نلاحظ أن الشركة تسير في طريق النمو و التوسع.

تقديم كيفية إستفادة الشركة من مزايا ENDI الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمارات ENDI

شهدت الوكالة التي أنشأت في إطار الإصلاحات الأولى التي يتم مباشرتها في الجزائر خلال التسعينات و المكلفة بالاستثمار.

تطورات تهدف للتكيف مع تغيرات الوضعية الاقتصادية و الاجتماعية للبلاد، خولت لهذه المؤسسة الحكومية التي كانت تدعي في الأصل وكالة ترقية و دعم و متابعة الاستثمار من 1993 إلى 2000 ثم أصبحت الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار مهمة لتسهيل و ترقية و اصطخاب الاستثمار لقد تجسد الانتقال من وكالة ترقية و دعم و متابعة الاستثمار إلى الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار هي تعديلات على مستوى الإطارات المؤسساتية.

مهام الوكالة:

تملك الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار سمعة جيدة لدى المستثمرين الوطنيين و الأجانب فيما يخص الخدمات التي تقدمها لهم مجانا حيث:

➤ تستقبل و تنصح و تصطبخب المستثمرين على مستوى هياكلها المركزية و الجهوية.

- تطلع المستثمرين من خلال موقعها على الانترنت و ركائزها الدعائية، و مختلف نقاط الاستعلامات بمناسبة ظواهر اقتصادية منظمة في الجزائر و في الخارج.
- تحرص على التنفيذ المتفق عليه مع مختلف المؤسسات المعنية(الجمارك، الضرائب، ...الخ) لقرارات التشجيع على الاستثمار.
- تساهم في تنفيذ سياسات و استراتيجيات التنمية بالتعاون مع القطاعات المعنية.

معايير انتقاء المشاريع الممولة:

- نوعية المشروع و خاصة من حيث جدوى التقنية و السوق.
- جودة مخطط الأعمال و الربح المالي.
- نوعية الإدارة.
- المساهمة في خلق مناصب شغل.
- المشاركة في التنمية و الاقتصاد المنطقة.
- المساهمة في الحفاظ على البيئة.

مزايا الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار:

- الإعفاء من الحقوق الجمركية فيما يخص السلع غير مستثناة و المستوردة و التي تدخل مباشرة في انجاز الاستثمار.
- الإعفاء من الرسم على القيمة المضافة، فيما يخص السلع و الخدمات غير مستثناة المستوردة أو المقتناة محليا و التي تدخل مباشرة في انجاز الاستثمار.
- الإعفاء من دفع حق نقل الملكية بعوض عن كل المقتنيات العقارية و التي تمت في إطار الاستثمار المعني.

➤ الإعفاء من حقوق التسجيل و مصاريف الإشهار العقاري و مبالغ الأملاك الوطنية المتضمنة حق

الامتياز على الأملاك العقارية المبنية و غير المبنية الممنوحة الموجه لإنجاز المشاريع الاستثمارية.

كما تستفيد من هذه الأحكام الامتيازات الممنوحة للمستثمرين سابقا بموجب قرار مجلس الوزراء

لفائدة المشاريع الاستثنائية.

و عند مرحلة الاستهلاك:

و لمدة ثلاث (03) سنوات بالنسبة للاستثمار المحدثة حتى مائة (100) منصب شغل أو أكثر عند

انطلاق النشاط، أو الاستثمارات في القطاعات الإستراتيجية ، التي يحدد المجلس الاستثمار قائمتها:

➤ الإعفاء من الضريبة على أرباح الشركات (IBS).

➤ الإعفاء من الرسم على النشاط المهني (TAP).

إذن الشركة امتازت بالامتيازات التالية:

➤ الرسم على النشاط المهني (TAP) و الذي يقدر ب: 02% من رقم الأعمال و ذلك لمدة عشرة (10)

سنوات.

➤ الإعفاء على أرباح الشركة (IBS) 19% لمدة عشرة (10) سنوات.

➤ إقتناء العتاد خارج الرسم (T.V.A) 17% على القيمة المضافة.

و ذلك بعد موافقة من طرف مصلحة الضرائب.

خلاصة:

بالرغم من حداثة إنشاء شركة AGGLO BETTON إلا أنها حققت رقم الأعمال الذي كانت تنتظره كما أنها ساهمت في توفير مناصب شغل و منه المساهمة في تخفيض نسبة البطالة.

يعد قرار عدم اللجوء على الاستدانة قرار مهما ، لم يكن للمؤسسين الأخذ به لولا ما يملكونه من أموال خاصة ساعدتهم في إنشاء الشركة دون اللجوء إلى الاقتراض، لكن نرى أن الشركة تواجه بعض الصعوبات نتيجة تمويل المشروع كله بالاعتماد على الأموال الخاصة، خصوصا فيما يتعلق بدفع الرواتب.

و منه نستنتج أنه كان الأحرى أن تلجأ المؤسسة إلى الاقتراض و إن لم تفعل ذلك في إنشاء المشروع، إذن عليها القيام بالاقتراض حاليا لكي تتمكن من مواجهة الصعوبات التي تجدها.

نلاحظ الشيء الايجابي الذي قامت به الشركة هو الامتياز المهم و الأهم الذي منحتهم لهم الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار.

الخاتمة:

حاولنا من خلال هذه الدراسة تسليط الضوء على عملية تمويل المشاريع الاستثمارية (كإنشاء شركة مثلا) حيث تواجه هذه الأخيرة تحديا في توفير الموارد المالية اللازمة لتلبية احتياجات المشروع أو إنشاء شركة ، أين تبرز كفاءة و فعالية المسير أو المستثمر في مدى قدرته على تحقيق الأهداف المسطرة التي تركز على تعظيم العائد و كذا تخفيض التكاليف و المخاطر من جهة أخرى.

و قد تمحورت إشكالية الدراسة حول أثر قرار التمويل على المشاريع الاستثمارية الخدمائية و الافتتاحية ، فانطلقنا من فرضيات مفادها أن قرار التمويل يخضع لدراسة معمقة من طرف المستثمر، أو نتخذ القرار. و أن قرار التمويل يلعب دورا مهما في نجاح المشروع و ضمان استمرارية ، من أجل محاولة الإجابة على التساؤلات المطروحة و تأييد الفرضيات قمنا بدراسة ثلاث محاور أساسية كمايلي:

التعريف بالمشاريع الاستثمارية و قرار الاستثمار ، و هو ذلك القرار الذي ينطوي عليه تخصص قدر المعلوم من الأموال و توظيفها بقصد الحصول على عائد في المستقبل ، و يترتب عن قرار الاستثمار أخطار على المستثمر أو المؤسسة بسبب أن الآثار المستقبلية للمشاريع الاستثمارية لا تكون معروفة بدقة. استعراض احتياجات المشاريع الاستثمارية و كيفية تمويلها، و دراسة قرار التمويل الذي يعد من أصعب القرارات، فقرار التمويل يبحث في الكيفية التي يتحصل بها المستثمر على الأموال الضرورية لقيام مشروع و هو مرتبط ارتباطا وثيقا بقرار الاستثمار.

و لدى تعرفنا على حالة شركة AGGLO BETTON شركة ذات أسهم انطلقا من كيفية تمويل مشروع إنشائها سنة 2004.

التمويل كان المشكلة الأساسية و التحدي الأول في إنشاء شركة AGGLO BETTON و هذا نظرا لأن المشروع تطلب أموالا معتبرة نوعا ما.

خضع قرار التمويل إلى دراسة معمقة من طرف أصحاب المشروع و هذا ما جعل المدة الفاصلة بين بزوغ فكرة المشروع و تطبيقه على ارض الواقع تمتد إلى أكثر من سنة.

صعوبة الحصول على تميل من مصادر الخارجية (الاقتراض من البنك) أدى إلى قرار تمويل المشروع بالأموال الخاصة أي مساهمة الشركاء في إنشاء الشركة و بالتالي تأخير قيام المشروع ليتمكن الشركاء من توفير الأموال اللازمة.

تمويل المشروع بالأموال الخاصة و عدم اللجوء إلى الاقتراض أدى إلى ظهور صعوبات بعد مزاوله الشركة لنشاطها أهمها عدم القدرة على سداد مستحقات و رواتب الموظفين في الوقت المحدد.

مؤسسي الشركة يتقاضون رواتبهم فقط بصفتهم مساهمين و لم يستفدوا من الأرباح.

و بناء على ما تم التوصل إليه من نتائج قمنا باقتراح جملة من التوصيات كمايلي:

➤ ضرورة اللجوء إلى الاقتراض خصوصا في هذه الفترة (بداية المشروع) و يكمن التفاوض مع البنوك

لتسهيل الحصول على قرض إذ أن الأوضاع اختلفت الآن لأن الشركة مستمرة في نشاطها.

➤ تسهيل البنوك لشروط منح القروض خاصة في حالة إنشاء الشركات أو تمويل المشاريع الجديدة و ذلك

بتخفيض الفوائد المطبقة على القروض ، و طلب ضمانات مقبولة يستطيع المستثمر توفيرها.

➤ في حالة رفض اللجوء إلى الاقتراض من البنوك تطبيقا لمبدأ عدم التعامل بالربا يمكن اللجوء إلى البنوك

الإسلامية و التفاوض معها على تمويل بالصيغ المعتمدة لدى هذه البنوك.

➤ إعادة النظر في الرواتب الممنوحة للموظفين إذ أنها تعتبر رواتب مرتفعة نوعا ما.

إن الحديث عن تمويل المشاريع الاستثمارية و اتخاذ قرار التمويل سواء في الاستثمارات الصغيرة أو

الكبيرة يعد أمرا هاما خصوصا في الوقت الراهن الذي تمر به الجزائر لتنمية الاقتصاد الوطني، و يعتبر

البحث لبنة يمكن إثرائه بعدة بحوث أخرى كدراسة مشروع وممول عن طريق مزيج بين رأس المال الخاص و

الاستدانة مثلا.

المراجع:

أولاً : المراجع باللغة العربية.

I.الكتب:

1. أحمد شوقي دنيا، تمويل التنمية في الاقتصاد الاسلامي (دراسة مقارنة)، مؤسسة الرسالة، بيروت، 1984 .
2. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الإدارة المالية، دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر، 2006
3. بن عصمان محفوظ، مدخل في الاقتصاد الحديث، دار العلوم، عنابة، الجزائر، 2006
4. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الأردن، 2004
5. حسن ابراهيم بلوط، ادارة المشاريع ودراسة جدواها الاقتصادية، دار النهضة العربية.
6. حسن أحمد توفيق، التمويل والادارة المالية في المشروعات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1996
7. طلال كداوي، اليازوري، تقييم القرارات الاستثمارية، عمان، 2008
8. محمد بشير عليّة، القاموس الاقتصادي، طبعة 1 ، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، بيروت، 1985
9. محمد مطر، ادارة الاستثمارات، الاطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2004
10. منير ابراهيم هنيدي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، طبعة 5 ، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2003
11. مصطفى رشدي شيحة، النقود والمصارف والائتمان، دار الجامعة الجديدة للنشر، 1999
12. ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر، عمان، 2000
13. سليمان الناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الاسلامية، طبعة 1 ، جمعية التراث، غرداية، 2002

14. عاطف وليم اندراوس، التمويل والادارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2006
15. عبد الرسول عبد الرزاق الموسوي، دراسة الجدوى وتقييم المشروعات، طبعة 1، دار وائل للنشر، عمان، 2004
16. عبد الغفار حنفي، سمية قري لقص، أساسيات الاستثمار و التمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية.
17. علي سعيد عبد الوهاب مكي، تمويل المشروعات في ظل الاسلام (دراسة مقارنة)، دار الفكر العربي، 1979
18. عقيل جاسم عبد الله، مدخل في تقييم المشروعات، طبعة 1، دار مكتبة العامد للنشر، 1999
19. قطب محمد سانو، الاستثمار أحكامه وضوابطه في الفقه الاسلامي، دار النفائس، الأردن، 2000
20. ضرار العتيبي، نضال الحواري، ادارة المشروعات الانمائية، دار المازوري للنشر والتوزيع، 2007
21. ق.و.بيش، ترجمة محمد توفيق ماضي، تمويل المشروعات، دار الفكر العربي، القاهرة، 1972

II. الموسوعات والمعاجم :

22. أبو الفضل جمال الدين، ابن منظور، لسان العرب، دار صادر للنشر والطباعة، دار بيروت للطباعة والنشر، بيروت، 1956 1985.
23. الفيروز آبادي، القاموس المحيط، دار العلم للجميع، بيروت، طبعة 1
24. سيد الهواري، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الاسلامية، الاستثمار، الاتحاد الدولي للبنوك الاسلامية، القاهرة، 1982

III. الرسائل الجامعية :

25. سلفاوي بدر، فعالية سياسة التمويل في المؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب، مذكرة مقدمة لنيل شهادة. الماستر، 2011

26. عبد الله بلعبيدي، التمويل برأس المال المخاطر (دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة)، مذكرة

مقدمة لنيل شهادة الماجستير، 2007، 2008

IV. الملتقيات :

27. بوفليسي نجمة، عثمان شهيرة، المعايير المالية لتمويل المشاريع الاستثمارية، الملتقى الوطني السادس

حول الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات الادارية، جامعة سكيكدة، 2009

V. المقابلات :

28. يوم 17 و 18 أبريل 2012 ، Cap-Ti-28 ابراهيم الحاج قويدر، مدير عام شركة

29. مستشار بالشركة وأحد المؤسسين لها، يوم 17 أبريل 2012 ، Alain Perras -29

VI. الأنترنت:

30. أحمد السيد كردي، سياسات الائتمان، بحث مقدم لقسم الدراسات العليا، كلية التجارة، جامعة نيبها،

مصر، تاريخ التصفح : 2016/04/16، <http://www.Kenanonline.com>

31. ايهاب مقابلة، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات. تاريخ التصفح: 2016/04/17

<http://www.acc4arab.com/acc/showthread.php?t=1888>

32. مليكة زغيب، الياس بجعادة، دراسة أسس صنعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، جامعة 20

أوت 1955، سكيكدة، تاريخ التصفح : 2016/04/15: <http://www.ifpedia.com/arab/wp-2016/04/15>:

content/uploads. الجزائر

33. نشنش سليمة، دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرار الاستثماري المالي.

تاريخ http://www.ostadz.com/index.php?option=com_content&view=article&i

التصفح: 2016/04/10.

34. عبد العال هاشم أبو خشبة، مفاهيم وخصائص القرارات الاستثمارية والعوامل المؤثرة فيها.

www.sharqacademy.com/index.php?...2016/1204 تاريخ التصفح

http://www.Kenanonline.com. 2016/04/17: تاريخ التصفح.

35. عبد العزيز الدغيم، الائتمان المصرفي صافي فلو، الإدارة المالية، 2016/04/16

http://www.arab-ency.com/index.php?modul=pnEncyclopedia&func

ثانيا : المراجع باللغة الأجنبية.

I. Les ouvrages :

36. Pierre-Noel Giraud. Intitiation a l'economie. 2004. 2005.

II. Internet :

37. J. Corey Pierce, Comment prepare et presenter une demande de

38. financement d'affaires reussie, 2007 . http://www.businessfinancecoach.com

39. 10/04/2016, h : 14.00

40. httpM:// www.net-pme.fr. Financement des investissements, 17/04/2016 .

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
92	الهيكل التنظيمي لشركة AGGLO BETTON	جدول (1-3)

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
16	تصنيفات المشاريع الاستثمارية	جدول (1.1)
46	فترة الاسترداد بطريقة الخصم	جدول (2.1)
98	تكلفة اقتناء التجهيزات	جدول (3.1)
99	مصادر تمويل المشروع	جدول (3.2)

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
113	مقرر منح مزايا الاستغلال	الملحق 1
114	فواتير اقتناء أهم السندات	الملحق 2
115	محضر المعاينة	الملحق 3