

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير

تخصص: مالية المؤسسة

بعنوان:

التمويل كأداة لاستمرارية المشاريع الاستثمارية

دراسة حالة شركة Cap-Ti للخدمات الاستشارية

خلال الفترة 2009 - 2012

تحت إشراف:

الدكتور عبد الحميد بوخاري

إعداد الطالبة:

- فاطمة الحاج قويدر

السنة الجامعية: 2011 - 2012

إهداء

إلى أعز ما أملك في هذا الوجود والدي الكريمين

إلى أمي التي هي رمز المحبة ومنبع العطف والحنان

إلى أبي الذي كان سندي في هذه الحياة

إلى إخوتي الأعتاء مصدر فخري من الكبير إلى الصغير

إلى كل أهلي وأقاربي

إلى كل من له الفضل في تربيتي وتعليمي، أساتذتي من الابتدائي إلى الجامعي وخاصة الأستاذ بلقاسم بن مسعود

إلى صديقاتي ورفيقات دربي، نوال، مبروكة، زينب، سميحة، يمينة، مديحة، سمية، فضيلة، كلثوم، نورة، إيمان، سهيلة، زينب، فاطمة،

مريم، نور الهدى، فتيحة، كلثوم، وسام، سارة، نفيسة، صبرينة.

إلى هؤلاء أهدي هذا العمل

شكر وعرفان

اللهم لك الحمد والشكر كما ينبغي لجلال وجهك وعظيم سلطانك على ما أنعمت علي من نعم لا تعد ولا تحصى... وعلى
نعمة توفيقك لي لآتمتم هذا البحث (ربي أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل صالحا ترضاه وأدخلني
برحمتك في عبادك الصالحين) .

أتقدم بالشكر والتقدير إلى أستاذي المشرف الدكتور عبد الحميد بوخاري لتفضله بالإشراف على هذه المذكرة وعلى نصائحه
وتوجيهاته القيمة .

كما أتوجه بالشكر إلى الأستاذ الفاضل علي بن ساحة الذي لم يخل بمجهوداته ونصائحه .

أشكر كل الأساتذة والزملاء الذين ساعدوني ووقفوا معي

ولا يفوتني أن أتقدم بخالص شكري إلى كل من قدم لي يد العون والمساعدة، وساهم من قريب أو بعيد، ماديا أو معنويا في إنجاز
هذا العمل .

شكرا للجميع، سدد الله خطاكم

الملخص:

تتناول هذه الدراسة أثر قرار التمويل (اختيار مصادر التمويل المناسبة) على المشاريع الاستثمارية، ودوره في استمرارية ونجاح هذه المشاريع .

وفي إسقاط لهذه الدراسة على حالة شركة Cap-Ti للخدمات الاستشارية خلصنا إلى بعض النتائج التي تؤكد في مجملها على ضرورة ترشيد قرار التمويل، وذلك عن طريق تحليل علمي ودقيق للبدائل التمويلية المتاحة ودراسة تأثيره على المشاريع الاستثمارية خاصة فيما يتعلق بإنشاء الشركات .

Résumé :

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

On a appliqué cette étude sur la société Cap-Ti conseils services, on a obtenu quelques résultats, parmi eux : la nécessité de rationaliser la décision du financement à travers des analyses scientifiques et précisément aux alternatives 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'investissement, la décision du financement, la continuité.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

III	الإهداء
IV	الشكر
V	الملخص
IX	فهرس المحتويات
XI	قائمة الجداول
XII	قائمة الأشكال
XIII	قائمة الملاحق
أ	المقدمة
6	الفصل الأول : المشاريع الاستثمارية
7	تمهيد
8	المبحث الأول : مفهوم المشاريع الاستثمارية
8	المطلب الأول : تعريف الاستثمار وتصنيفاته
14	المطلب الثاني : أهمية وأهداف المشاريع الاستثمارية
15	المطلب الثالث : خصائص ومحددات الاستثمار
21	المبحث الثاني : قرار الاستثمار
21	المطلب الأول : مفهوم قرار الاستثمار وخصائصه
28	المطلب الثاني : خطوات تقييم المشاريع الاستثمارية
29	المطلب الثالث : طرق ومعايير تقييم المشاريع الاستثمارية
35	خلاصة الفصل
36	الفصل الثاني : تمويل احتياجات المشاريع الاستثمارية
37	تمهيد
38	المبحث الأول : قرار التمويل
38	المطلب الأول : اتخاذ القرار
39	المطلب الثاني : مفهوم التمويل وقراره
41	المطلب الثالث : أهمية التمويل
42	المبحث الثاني : أنواع التمويل

42	المطلب الأول : تقسيمات التمويل من حيث الأجل
53	المطلب الثاني : تقسيمات التمويل من حيث المصدر
54	المبحث الثالث : آليات اختيار المشاريع الاستثمارية
54	المطلب الأول : معايير اختيار مصادر التمويل
59	المطلب الثاني : قيود اختيار مصادر التمويل
62	خلاصة الفصل
63	الفصل الثالث : دراسة حالة شركة Cap-Ti للخدمات الاستشارية - الجزائر العاصمة -
64	تمهيد
65	المبحث الأول : تقديم الشركة
65	المطلب الأول : التعريف بالمؤسسة
66	المطلب الثاني : إمكانيات الشركة ومهامها
69	المبحث الثاني : تحليل كيفية تمويل إنشاء الشركة
69	المطلب الأول : دراسات الجدوى الاقتصادية والتمويلية
73	المطلب الثاني : أثر قرار التمويل على الشركة
76	خلاصة الفصل
77	الخاتمة
80	المراجع
84	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
13	تصنيفات المشاريع الاستثمارية	جدول (1.1)
32	فترة الاسترداد بطريقة الخصم	جدول (2 .1)
73	تكلفة اقتناء التجهيزات	جدول (1 .3)
73	مصادر تمويل المشروع	جدول (2 .3)

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
65	المهيكل التنظيمي لشركة Cap-Ti	الشكل (1.3)

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
85	خبرة الاستشاريين في شركة Cap-Ti	الملحق 1

المقدمة

المقدمة

الحمد لله رب العالمين، حمدا يليق بجلاله وكماله، والصلاة والسلام على سيدنا محمد المبعوث رحمة للعالمين، وعلى آله وصحبه أجمعين، وعلى من سار على نهجه إلى يوم الدين .

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 الانتاج 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 التمويلو فالقرارات المتعلقة بالتمويل واختيار مصادر التمويل مهمة ومعقدة، الأمر الذي يستلزم دراسة هذا الأمر دراسة جيدة ومتأنية .

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 .

إشكالية البحث :

إن 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، فإن إشكالية البحث تتركز في التساؤل الرئيسي التالي :

ما أثر قرار التمويل على المشاريع الاستثمارية الخدمائية ؟ .

وتتفرع عن هذه الإشكالية الرئيسية تساؤلات فرعية منها :

- ماذا نقصد بالمشاريع الاستثمارية ؟ وما أهميتها ؟ .
- ما هي أهمية قرار التمويل بالنسبة للمشاريع الاستثمارية ؟ .
- كيف يمكن للمستثمر أن يتخذ قرار التمويل ؟ .
- هل كان لقرار التمويل في إنشاء شركة Cap-Ti أثر ودور في نجاح المشروع واستمراريته ؟ .

فرضيات البحث :

وللاجابة على التساؤلات السابقة للإشكالية المطروحة اعتمدنا على مجموعة من الفرضيات هي بمثابة منطلقات أساسية والمتمثلة فيمايلي :

- المشاريع الاستثمارية وسيلة لاستغلال الطاقات الطبيعية والبشرية والمالية .
- للتمويل أهمية كبيرة بالنسبة للمشروع 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 الاستثمارية والنجاح .

أهداف الدراسة :

- القاء 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 .

- بالنسبة للحدود المكانية فقد تم اختيار شركة Cap-Ti كنموذج باعتبارها كنموذج باعتبارها كانت فكرة مشروع وقد مرت بمرحلة البحث عن مصادر التمويل لتمويل احتياجات إنشائها حتى أصبحت شركة على أرض الواقع .
- بالنسبة للحدود الزمنية فقد تمت دراسة الحالة في شهر أبريل 2012، وتم الاعتماد على المعطيات قبل وبعد إنشاء المؤسسة ابتداء من سنة 2009 .

المنهج المتبع :

للاجابة على الاشكالية 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 اشكالية قرار التمويل في المشاريع الاستثمارية، واختبار صحة الفرضيات المقدمة تم ضمن ثلاثة فصول استهلقت بمقدمة وتلنها 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 Cap-Ti وهذا بالتعرض إلى إحتياجاتها وكيفية تمويلها، حيث خصص المبحث الأول من هذا الفصل لإعطاء تقديم عام للشركة، والمبحث الثاني خصص لتحليل كيفية تمويل إنشاء الشركة .

صعوبات البحث :

تتلخص الصعوبات في ضيق المدة التي تم فيها إنجاز البحث .

الفصل الأول:

المشاريع الاستثمارية

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 الانتاج 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 الاول: تعريف الاستثمار و تصنيفاته

الفرع الاول: تعريف الاستثمار

لغة :

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

جاء في لسان العرب¹: الثمر : حمل الشجر، والثمر : أنواع المال .

والثمر : الذهب والفضة، وفي قوله تعالى : (وكان له ثمر فقال لصاحبه وهو يحاوره أنا أكثر منك مالا وأعز نفرا)²

ما كان في القرآن من ثمر (فتح الثاء) فهو مال وما كان من ثمر (ضم الثاء) فهو من الثمار .

وثمر ماله : نماء، ويقال ثمر الله مالك : أي كثره

وأثمر الرجل : أي أكثر ماله .

وجاء في القاموس المحيط³ : الثمر : حمل الشجر وأنواع المال

وثمر الرجل : تمول .

فالاستثمار لغة يراد به طلب الثمر ، وأما استثمار المال لغة فيراد به طلب ثمر المال هو نماءه ونتاجه⁴ .

اصطلاحا :

الاستثمار أحد المصطلحات الاقتصادية الحديثة، حيث يعتبر أن الاستثمار "نشاط انساني ايجابي، مستمد من الشريعة الاسلامية

ويؤدي إلى تحقيق وتدعيم أهداف النظام الاقتصادي الاسلامي، من خلال الأولويات الاسلامية التي يعكسها واقع الأمة

الاسلامية"⁵ .

¹ ابن منظور، لسان العرب، دار صادر للطباعة والنشر، دار بيروت للطباعة والنشر، بيروت، 1956، ج 4، ص(106، 107) .

² سورة الكهف، الآية 34 . القرآن الكريم .

³ الفيروز آبادي، القاموس المحيط، دار العلم للجميع، بيروت، ج 4، ص383 .

⁴ قطب محمد سانو، الاستثمار أحكامه وضوابطه في الفقه الاسلامي، دار النفائس، الأردن، ط 1، 2000، ص 17 .

⁵ سيد الهواري، الموسوعة العلمية والعلمية للبنوك الاسلامية، الاستثمار، الاتحاد الدولي للبنوك الاسلامية، القاهرة، 1982، ج 6، ص 11 .

- ويعرفه البعض بأنه "جهد واع ورشيد يبذل في الموارد المالية والقدرات البشرية بمف تكثيرها وتنميتها والحصول على منافعها وثمارها¹.
- هو استخدام رأس المال في تمويل نشاط معين قصد تحقيق ربح مستقبلي، بحيث يكون الاستثمار مقبولاً إذا تطابق مع المعايير المعمول بها أو حقق الأرباح المنتظرة².
- 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 معينة³.
- 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 استعمالية 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 والسندات⁴.

الفرع الثاني: تصنيفات المشاريع الاستثمارية

يمكن تصنيف المشاريع الاستثمارية وفق عدة مقاييس وهي:

أولاً: من حيث طبيعة الاستثمار⁵:

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 انتج معين .

وتنقسم إلى :

أ- على أساس المراحل الصناعية: تضم المشاريع الاستخراجية والتحليلية والتكبيبية 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 المكتملة

¹ أحمد شوقي دنيا، تمويل التنمية في الاقتصاد الإسلامي (دراسة مقارنة)، مؤسسة الرسالة، بيروت، 1984، ص 87 .
² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الإدارة المالية-دروس وتطبيقات- ط 1 ، دار وائل للنشر، 2006، ص 313 .
³ ضرار العتيبي، نضال الحواري، إدارة المشروعات الانمائية، دار المازوري للنشر والتوزيع، 2007، ص 116 .
⁴ طلال كداوي، البازوري، تقييم القرارات الاستثمارية، عمان، 2008، ص 13 .
⁵ علي سعيد عيد الوهاب مكي تمويل المشروعات في ظل الاسلام "دراسة مقارنة"، دار الفكر العربي، 1979، ص(16، 17) .

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:

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

ثانيا: من حيث غاية الاستثمار²:

مشاريع الاحلال التي تهدف الحفاظ على النشاط :

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

مشاريع الاحلال بهدف خفض التكلفة:

وتنطوي 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 بالانتاج كأجور العمال والمواد الخام... الخ .

مشاريع التوسع:

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

مشاريع الامان و المشاريع البيئية:

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

¹ سلفاوي بدره، فعالية سياسة التمويل في المؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011، ص 7 .
² عاطف وليم أندراوس، التمويل والادارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2006، ص(258، 259) .

استثمارات أخرى:

وتتضمن أنواع متناثرة من الانفاق الاستثماري كمباني ادارة المشروع، والأراضي المخصصة لحفظ السيارات وغيرها. وتباين هذه الاستثمارات وتختلف حسب طبيعة المشروع

ثالثا: من حيث حجمها¹:

وتنقسم إلى مشاريع صغيرة ومتوسطة وكبيرة أو ضخمة

رابعا: 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 ورقابة الحكومة.

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 الاستثمار³:

فنجد استثمار قصير المدى أو متوسط المدى أو طويل المدى وكذلك استثمار استراتيجي.

سادسا: من حيث المعيار الجغرافي⁴:

هناك استثمار محلي أي الاستثمار في السوق المحلية

واستثمار دولي أي الاستثمار في السوق الاجنبية

سابعا: من حيث رأس المال⁵:

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

ثامنا : حسب القطاعات التي تنفذ المشروع⁶

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

¹ علي سعيد عبد الوهاب مكي، مرجع سابق، ص 17 .

² نفس المرجع، ص 17 .

³ ميلود بن مسعودة، معايير التمويل والاستثمار في البنوك الإسلامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد الإسلامي، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2007-2008، ص 37 .

⁴ نفس المرجع، ص 37 .

⁵ نفس المرجع، ص 37 .

⁶ حسن ابراهيم بلوط، ادارة المشاريع ودراسة جدواها الاقتصادية، دار النهضة العربية، ص 28 .

أ- مشاريع القطاع العام :

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

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 الاحلال التي تهدف إلى الحفاظ على النشاط - مشاريع الاحلال 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 مالى	رأس المال
- مشاريع القطاع العام، مشاريع القطاع الخاص	حسب القطاع الذي ينفذ الاستثمار

المصدر : من اعداد الطالبة اعتمادا على المعطيات السابقة

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 انشاء 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 بسعة 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 رضى العاملين .

2- أهداف المشاريع الاستثمارية العامة :

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

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 اعطائها 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 المشاريع، إذ أن هؤلاء الأفراد يجدون في المشاريع ملاذا لطموحاتهم الشخصية، وابداعا في سيطرتهم على عالمهم الخاص، كلما استطاعوا اقامة مشاريعهم وسارو بها في الاتجاهات التي يرغبون بها، وأيضا للمشاريع أهمية في تحريك وتنشيط اقتصاد البلد، حيث تنشط فيها الحركات الانتاجية والبنوية، والتنمية والتطويرية¹ .

وتبرز 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 الابداع والتطوير والابتكار وتقديم أفضل الخدمات للمستفيدين وفي نفس الوقت يحتاج المشروع الاستثماري لجهود مضاعفة لتحقيق أهدافه .

¹ حسن ابراهيم بلوط، المرجع السابق، ص(15، 16) .

المطلب الثالث: خصائص ومحددات الاستثمار

الفرع الأول : خصائص الاستثمار¹

- 1- رأس المال المستثمر: وهو النفقة المستخدمة في انجاز المشروع، وتتضمن الآتي:
 - سعر الشراء خارج الرسم أو تكلفة الصنع
 - المصاريف الملحقمة بعملية الشراء
 - الرسم على القيمة المضافة غير المسترجعة (بالنسبة للنشاطات) المستفيدة من تخفيضات جبائية فيما يخص الرسم على القيمة المضافة الأقل من 100%
 - الارتفاع في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال BFRex: فأى استثمار جديد يؤدي عادة إلى الارتفاع في المخزونات، حقوق العملاء وديون الموردين.
 - 2- مدة المشروع: من أجل التقييم الجيد للارباح المنتظرة من المشروع، من الضروري تحديد مدة الاستثمار والتي تقدر عادة بمدة الاهتلاك
 - 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 الاهتلاكات التي تسجل محاسبيا و لا تقتطع 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 المتبقية² بحيث تمثل الجزء الذي يهتلك من التكلفة الأولية للاستثمار، ومحاسبيا تحسب القيمة المتبقية بطرح القيمة الأصلية للاستثمار من الاهتلاك المتراكم .
 - 5- تدفقات الخزينة المتولدة عن الاستثمار
 - 6- المخاطرة

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قرشي، مرجع سابق، ص(313، 314) .

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 الانتاجية 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 الا اذا كان ضمن اطار سياسة تنمية 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 الانتاج 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 ينجح عنه زيادة في معدلات الاستهلاك وانخفاض الجزء المخصص للادخار وبالتالي الاستثمار .

¹ ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر، عمان، 2000، ص(52، 61) .

3- التركيب السكاني حسب البيئة :

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

ج-الدخل القومي :

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

1- 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 امكانية تحقيق استثمارات أكبر .

2- تركيب الدخل القومي :

كلما كانت تركيبية القطاعات الاقتصادية متوازنة من حيث التطور، كلما أمكن ذلك من زيادة الادخار ومتى 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 .

3- 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 .

د-الاستهلاك :

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 الانتاجية، والتراكم الاستثماري عن طريق السياسة المالية¹ .

¹ المرجع السابق، ص 58 .

ه-الاختراعات :

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

و-الاتجاه العام للأسعار :

يؤثر ارتفاع الأسعار سلبا 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 المستهلك على معظم الزيادة في الدخل .

2- العوامل غير المباشرة¹ :

تتمثل في :

أ- العوامل الذاتية :

تشمل على العوامل الاجتماعية، أو ما يطلق عليها بالعادات والتقاليد، اضافة 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 والانتاج :

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

ج- سعر الفائدة² :

يلعب سعر الفائدة دورا مهما في عملية الانتاج، 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 والعكس يحصل في حالة انخفاض سعر الفائدة كما أن سعر الفائدة يؤثر على تكلفة الفرصة البديلة للمشروعات الاستثمارية فإذا كان على المنشأة أن تقتصر فإن سعر الفائدة يؤثر مباشرة على الاستثمار في مشروع ما.

¹ المرجع السابق، ص 62 .

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

الفرع الثالث : أدوات الاستثمار

تعرف أداة الاستثمار بأنها الأصل الحقيقي أو المالي الذي يحصل عليه المستثمر لقاء المبلغ الذي يستثمره، ويطلق عليه اصطلاحاً وسائط 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 الايداع وغيرها، ومن حيث الدخل المتوقع منها .

2- العقار²:

ويتم الاستثمار فيه بشكليين :

أ- مباشر : عندما يقوم المستثمر بشراء عقار حقيقي، (مباني وأراضي) .

ب- غير مباشر : عندما يقوم المستثمر بشراء سند صادر عن بنك عقاري بالمشاركة في المحفظة المالية لأحد المؤسسات المالية المتخصصة بالعقارات، وتصدر هذه المؤسسات أوراقاً مالية غالباً ما تكون سندات تحصل بواسطتها على أموال تستخدمها لتمويل بناء أو شراء عقار، وتتميز الاستثمارات بالعقار بدرجة عالية من الأمان، وارتفاع التكاليف لأن تمويل 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 غالباً 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 انتشاراً وتنوعاً 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 الأخرى³ .

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 أيضاً بأنه سوق يفتقد إلى الاطار المادي الذي يتوفر لسوق

¹ محمد مطر، ادارة الاستثمارات، الاطار النظري والتطبيقات العلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص 82 .

² زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والأردن، 2004، ص 42 .

³ نفس المرجع، ص 42 .

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...، مجالاً للاستثمارات الحقيقية، وتتواجد في أسواق مالية منظمة كما للأوراق المالية، ويتخذ الاستثمار في المعادن النفيسة عامة والذهب خاصة صوراً متعددة منها : الشراء والبيع المباشر، ودائع الذهب التي تودع لدى البنوك بفوائد المقايضة والمبادلة بالذهب على نمط ما يحدث في سوق العملات الأجنبية¹ .

7- صناديق الاستثمار² :

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 بيعاً وشراءً، وأيضاً 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 .

¹ محمد مطر، مرجع سابق، ص87.
² نفس المرجع، 92 .

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 و خصائصه

الفرع الأول: مفهوم قرار الاستثمار

- قرار الاستثمار هو القرار الذي يهدف إلى تحديد مبلغ الأموال التي ستستثمر، وكذا اختيار نوع الاصول التي تكون موضوع هذه الاستثمارات ويترب عن قرار الاستثمار أخطار على المؤسسة أو المستثمر بسبب أن الآثار المستقبلية للمشاريع الاستثمارية لا تكون معروفة بدقة¹.
- فرار الاستثمار هو القرار الذي ينطوي عليه تخصيص قدر معلوم من الاموال 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 المستقبل²

مراحل اتخاذ قرار الاستثمار ودراسة المشروع الاستثماري³

يتم اتخاذ قرار الاستثمار وفق مراحل هي:

- 1- تحديد الأهداف الاستراتيجية
- 2- البحث عن المشاريع و الاستثمارات
- 3- جمع المعلومات

وتتم دراسة المشروع الاستثماري كالتالي:

1- الدراسة الفنية للمشروع الاستثماري⁴ :

للتحليل الفني أهمية كبرى أثناء اتخاذ القرار النهائي بالقيام أو عدم القيام بالمشروع ولا شك أنه يعتبر جزءا أساسيا 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

¹ مليكة زغيب، إلياس بوجعادة، دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، -<http://www.ifpedia.com/arab/wp-content/uploads>، تاريخ التصفح: 2012/04/15 .

² عبد العال هاشم أبو خشبة، مفاهيم وخصائص القرارات الاستثمارية والعوامل المؤثرة فيها .تاريخ التصفح 2012/04/12 www.sharqacademy.com/index.php?...

³ سلفاوي بدر، مرجع سابق، ص 7 .

⁴ عقيل جاسم عبد الله، مدخل في تقييم المشروعات، دار مكتبة العائد للنشر، ط 1، 1999، ص 50 .

حجم المشروع ودرجة التقدم التكنولوجي في السلعة وكذلك مدى تعقدها، وعلى البدائل الفنية ودرجة الدقة المرغوب فيها في تقديرات التكلفة .

وتشمل الدراسة الفنية على العديد من الموضوعات التي تمكن القائم بالدراسة من اعداد تصوير نهائي لنتائج الدراسة الفنية وأهمها :

أ- تقدير حجم المشروع، أو الطاقة الانتاجية للمشروع :

بتم تحديد حجم الانتاج الممكن على ضوء البيانات المتجمعة عن الفجوة التسويقية، ويتم تحديد الطاقة الانتاجية للمشروع على أساس سنوي، بتحديد عدد وحدات الانتاج سنويا، وقد يتم تحديد حجم المشروع على أسس أخرى، مثل مراعاة الأحجام الاقتصادية المتعارف عليها مثل 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 الانتاج على اجمالي 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 انشاء المشروع فيها، وقد تكون هذه المنطقة قطاعا جغرافيا أو محافظة، أو مدينة... الخ . ويكون لتكلفة النقل وزن كبير في المفاضلة بين المشاريع، اضافة إلى عوامل أخرى هامة، كقرب السوق من المشروع، وتوافر القوى العاملة الماهرة وغير الماهرة بالنسبة لموقع المشروع، والكثافة السكانية، اضافة 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 الاراضي والمباني¹ :

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 الانتاج والعمليات الانتاجية : ويقصد بذلك الأنشطة الانتاجية التي تستخدم لتحويل المدخلات إلى مخرجات، فإنه يجب تحديد هذه الطرق واجراء المفاضلة بينها واختيار الأنسب منها مع ملاحظة أن الاختيار الأمثل

¹ سلفاوي بدرة، مرجع سابق، ص 8

لطرق الصنع يخضع إلى حد كبير من العوامل الفنية في الصناعة، ويتم تحديد العمليات الانتاجية لمعرفة التكاليف الاستثمارية والتشغيلية .

ج- اختيار الآلات ومعدات الانتاج :

عند اختيار نوعية معينة من المعدات الانتاجية 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 الانتاجية 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 والانشاء .
- 5- العمر الانتاجي المتوقع للآلات والمعدات وقيمة الآلة في نهاية عمرها الانتاجي .

ح- التخطيط الداخلي للمشروع :

إن من أهم القرارات التي تتخذها ادارة المشروع والتي لها أثر حاسم على الكفاءة الانتاجية 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 الانتاج وظروف التشغيل .

خ- تقدير احتياجات المشروع من المواد والخدمات :

حيث لا بد من تقدير الكميات المطلوبة من المواد والخامات اللازمة للانتاج وتكلفتها ويتم ذلك من خلال تحديد المواد المباشرة الداخلة في الانتاج 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 الانشاء 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 والمنتج .

أ- دراسة السوق : إن مفهوم السوق مرتبط دائماً مع مفهوم التبادل والمنفعة المتبادلة، وهدف المستثمر هنا الأخذ بعين الاعتبار تحديد العلاقة بين الكمية والسعر والذي هو الأساس ليس مقدراً ماهية حجم الانتاج القادر على تصوره وتدفعه إلى السوق مستخدماً بذلك أعلى درجات الادارة والفعالية لتحقيق أعلى الأرباح¹ .

¹ عبد الرسول عبد الرزاق الموسوي، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، ط1، دار وائل للنشر، عمان، 2004، ص 25 .

كما تهدف دراسة السوق إلى تحديد مدى امكانية تسويق المنتج (سلعة أو خدمة) المراد انتاجه 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 المستقبل، وتظهر أهمية هذه المرحلة من الدراسة إلى ما يترتب على نتائجها من اتخاذ القرار بالبدء في المرحلة التالية من الدراسات أم التوقف عند هذا الحد .

وتتطلب دراسة السوق تجميع وتحليل بيانات عن السوق الذي سيقدم اليه المنتج وذلك بغرض تعريف وتحديد حجم هذا السوق، وتعتبر الدراسة المتعلقة بالتنبؤ بالطلب على منتجات المشروع من أهم هذه الدراسات لأنه يترتب على تقدير حجم الطلب، تحديد حجم المخرجات المتوقعة وبالتبعية حجم الانتاج المطلوب، ويتوقف استخدام أسلوب معين لتقدير حجم هذا الطلب على طبيعة السلعة وحجم الأموال المخصصة لهذا الغرض، هذا بجانب الوقت المحدد والثقة المطلوبة لاجراء مثل هذه الدراسة، كما تشمل دراسة الجدوى التسويقية تحديد حجم المعروض من المنتجات المماثلة أو البديلة لمنتجات المشروع الذي تدرس جدواه ووضع تقديرات لهذا المعروض سواء المنتج محليا أو المستورد منه¹.

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 ان يكون منتج استبدال، أي امكانية استبداله بمنتج آخر، وعلى المؤسسات المالية ان تقوم بتحديد الحالات الاستراتيجية التي تكون فيها المؤسسات في اطار 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 اقلاع 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 على²:

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 والتمثلة في آجال العملاء، آجال المخزون، آجال الموردون، وبناء على الاحتياج في رأس المال الضروري للعمليات الأساسية للنشاط .

¹ عقيل جاسم عبد الله، مرجع سابق، ص 85 .

² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص(259، 260) .

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

ب- البحث عن مصادر التمويل :

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

الفرع الثاني: خصائص القرار الاستثماري¹

إن من طبيعة القرارات الاستثمارية أنها ترتبط بالأجل الطويل وانفاق مبالغ كبيرة وضخمة، وقد يصعب استردادها ان 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 السمات التي يتميز بها القرار الاستثماري هي كالتالي:

1- خصائص ترتبط بالبعد الزمني:

أ- ترتبط قرارات الاستثمار دائما بالأجل الطويل، وفي هذا يقول أحد الكتاب: "أنه بالرغم من أن الانفاق 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 الانتاج 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 حالي المخاطرة وعدم التأكد.

¹ عبد العال هاشم أبو خشبة، مرجع سابق .

3- الخصائص التي ترتبط بالهيكل التمويلي:

- أ- معظم قرارات الاستثمار تحتاج إلى مبالغ ضخمة مما قد يؤثر على حياة المشروع فالعائد المتوقع منه عادة يمتد لفترات زمنية طويلة، ويتطلب هذا التنبؤ باليرادات 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 استراتيجية ملائمة

2- الاسترشاد بالأسس العلمية

3- مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة

ففيما يتعلق بالاستراتيجية 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، فضلاً عن عوامل ذاتية خاصة بالمستثمر مثل العمر، الوظيفة، الدخل، الحالة الاجتماعية، الحالة الصحية... الخ .

فالربحية تتأثر من خلال معدل العائد المتوقع من الاستثمار، بينما السيولة والأمان فيعبر عنهما بالمخاطرة التي يكون المستثمر مستعداً لقبولها في ضوء العائد المتوقع من الاستثمار، وبذلك فإن النقاط على منحى التفضيل الاستثماري تمثل خيارات المستثمر لعوائد معينة في ظل درجات مقبولة من المخاطرة¹ .

ووفقاً لذلك يمكن أن نصنف المستثمرين إلى² :

1- المستثمر المتحفظ: هذا النوع من المستثمرين يهاب المخاطرة، وبالتالي لا يقبل الدخول 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 .

¹ طلال كداوي، البازوري، مرجع سابق، ص 17 .

² سليمة نشتن، دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرار الاستثماري المالي. تاريخ التصفح: 2012/04/10
http://www.ostadz.com/index.php?option=com_content&view=article&id

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 للاستثمار بالأسس العلمية في اتخاذ القرار الاستثماري فهو يقصد أن يكون القرار رشيد . وحتى يكون القرار رشيدا، فعلى المستثمر أن يوظف أولا 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 .

والمسألة 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 اجراء 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 امكانيات فنية وعلمية قد لا تتوافر لدى العديد من المستثمرين، الأمر الذي يستلزم الاستعانة بمشورة المختصين في هذا المجال .

3- مبدأ الملائمة :

بمعنى اختيار المجال الاستثماري المناسب، وكذلك الأداة الاستثمارية المناسبة في ذلك المجال بما ينسجم وظروف المستثمر سواء كان فردا 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 .
- ودرجة المخاطرة المرافقة للأداة الاستثمارية .

¹ طلال كداوي، البازوري، مرجع سابق، ص(18، 19) .

ولهذا على المستثمر قبل أن يتخذ قراره الاستثماري أن يعرف مقدما كل من العائد المتوقع ودرجة المخاطرة بمعنى أن 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 الاحصائية التي يمكن الاستعانة بها في التنبؤ والشائع منها كل من التباين والانحراف المعياري¹ .

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 أكبر² .

المطلب الثاني: خطوات تقييم المشاريع الاستثمارية

يخضع تقييم المشاريع الاستثمارية لعدة خطوات وهي³:

- 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 لحصم 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 أهمها⁴:

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: يتطلب تنفيذ أي مشروع انفاق مبالغ نقدية، والتدفق النقدي قد يكون خارجا(سالبا) مثل الانفاق الاستثماري، و المصروفات النقدية الدورية التي يتحملها المشروع، وقد يكون التدفق النقدي داخلا(موجبا) ويتمثل في الإيراد النقدي من المبيعات و غيرها .

¹ المرجع السابق، ص 20 .

² سليمة نشنن، مرجع سابق .

³ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 260 .

⁴ نفس المرجع ، ص(261، 265) .

وفي مجال الانفاق يتم التفرقة بين كل من الانفاق الاستثماري والانفاق النقدي الجاري حيث أن:

1- الانفاق الاستثماري: هو تدفق نقدي خارج ويتكون من الآتي:

الاستثمار المبدئي، ويشمل الانفاق الاستثماري اللازم لبناء المشروع حتى يصبح جاهزا للتشغيل والانتاج ويسمى كذلك بالإنفاق الرأسمالي

2- الانفاق الجاري النقدي: وهو الانفاق الذي يلزم لتشغيل المشروع سنويا طوال عمره الانتاجي، 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 الانتاجي 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 الأفضليات. هذه العملية وأن أيًا 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 يسعد في اعتماد معيار دون غيره هو طبيعة المشروع تحت الدراسة، فضلا عن هدف المستثمر¹.

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 الانفاق الاستثماري والوصول إلى قرار بشأن قبول و تنفيذ المقترح الاستثماري أو رفضه وعدم تنفيذه، يمكن أن تقسم هذه المعايير إلى²:

1- المعايير التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود.

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

أو يمكن تقسيمها إلى¹:

¹ طلال كداوي، البازوري، مرجع سابق، ص 123 .
² عاطف وليم أندراوس، المرجع السابق، ص 267 .

1- معايير التقييم التي لا تهتم بتوقيت التدفقات.

2- معايير التقييم التي تهتم بعامل الوقت.

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 اجراء عملية الخصم عليها ومن أشهر هذه المعايير:

1- معيار متوسط العائد السنوي²:

أو كما يسمى أحيان معدل العائد على رأس المال، ويعبر 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 انفاق استثماري أولي بدون اضافات رأسمالية لاحقة (ثناء التشغيل) وعدم وجود قيمة خردية للمشروع عند التصفية فإن:

متوسط العائد السنوي = الربح السنوي الصافي / قيمة الاستثمار الأولي

فعلى سبيل المثال، او كانت الكلفة الاولية للمشروع (50) مليون دينار، وحجم الانتاج السنوي يقدر ب(100) ألف وحدة، وسعر بيع الوحدة (250) دينار، والكلفة الاجمالية 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 اضافات رأسمالية لاحقة فإن:

متوسط العائد السنوي = الربح السنوي الصافي / قيمة الاستثمار الأولي + الاضافات - الخردة

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

متوسط العائد السنوي = [مجموع الارباح الصافية / عمر المشروع] / قيمة الاستثمار الأولي + الاضافات - الخردة

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

¹ طلال كداوي، البازوري، مرجع سابق، ص 125 .
² نفس المرجع، ص (126، 128) .

وعلى الرغم من بساطة وسهولة هذا المعيار، إلا أنه متقد 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. ويعد المشروع ذا جدوى وفقا لهذا المعيار اذا 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 جدوى¹. وينتق عن هذا المعيار معيار آخر هو معيار الفترة الفاصلة، حيث يقوم على اعتماد فترة زمنية محددة تعتبر فاصلة، فيكون المشروع مقبولا اذا تمكن من تغطية كافة تكاليفه في هذه الفترة. علما بأن تحديد الفترة الفاصلة يتم إما بناء على الخبرة أو طبيعة المشروع أو النشرات الاحصائية 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 إيجابية على كل من السيولة و الربحية و المخاطرة حيث أنها تؤدي إلى سرعة توافر النقدية المستردة بالإضافة إلى امكانية إعادة استثمارها و تحقيق عائد، وبقصر فترة الاسترداد تنخفض درجة المخاطرة المحتملة².

وهناك أكثر من طريقة لحساب فترة الاسترداد منها:

- في حالة التدفقات النقدية السنوية الصافية متساوية³ فإن:
فترة الاسترداد=قيمة الاستثمار الأولي/صافي التدفق النقدي

مثال: لدينا مشروع كلفته الأولية (100) مليون دينار، وأن صافي التدفق النقدي السنوي (30) مليون دينار، فإن:

$$\text{فترة الاسترداد} = 100/30$$

$$= 3.33 \text{ سنة}$$

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

- في حالة عدم تساوي التدفقات السنوية اصفية، فهناك طريقتين لحساب فترة الاسترداد¹.

¹ ايهاب مقابلة، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، تاريخ النسخ: 2012/04/17، الساعة: 00.15
<http://www.acc4arab.com/acc/showthread.php?t=1888>

² طلال كداوي، البازوري، مرجع سابق، ص 129 .

الأولى: ويطلق عليها طريقة المتوسطات و صيغتها كالتالي:

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

الثانية: ويطلق عليها طريقة الخصم المتتابع:

فعلى سبيل المثال اذا كان لدينا مشروع تكلفته الأولية (200) مليون دينار، وأن صافي تدفقاته النقدية خلال

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

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

56/200=

3.6= سنة

أما بطريقة الخصم:

الجدول (1 . 2) : فترة الاسترداد بطريقة الخصم

السنة	الربح السنوي الصافي (مليون دينار)	
1	170	(30-200)
2	130	(40-170)
3	70	(60-130)
4	0	(70-70)

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

اذا 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 مالا يحدث في الطريقة الثانية مما يجعلها أدق².

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 عديدة³:

¹ المرجع السابق، ص 129 .

² المرجع السابق، ص 130 .

³ نفس المرجع ، ص 131 .

فمن ناحية لا يأخذ هذا المعيار بعين الاعتبار التدفقات النقدية خارج فترة الاسترداد المحسبة، ومن ناحية ثانية، لا يأخذ هذا المعيار في اعتباره القيمة الزمنية للنقود ، فضلا عن أنه لا يعير أهمية لتوقيت التدفقات النقدية السنوية.

ثانيا: 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 حسابها مفهوم القيمة الزمنية للنقود.

ومن بين أهم هذه المعايير نجد¹:

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 وفقا لقيمتها الحالية الصافية والمشروع ذو القيمة الحالية الصافية الأكبر هو الذي نفضله، وأما اذا كان هناك مشروع واحد فإن المشروع يكون ذا جدوى اذا كانت القيمة الحالية الصافية المحسوبة موجبة. أما المشاريع التي قيمتها الحالية الصافية سالبة فهي مشاريع عديمة الجدوى². وتكون صيغة القيمة الحالية الصافية للمشروع كمايلي³:

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

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 المقاضلة بين المشروعات الاستثمارية المختلفة، ويستخدمه البنك الدولي حاليا في كل أنواع التحليل المالي والاقتصادي للمشروعات وكذلك تستخدمه معظم مؤسسات التمويل الدولية عند دراسة مدى قبول أو رفض المشروعات المقدمة اليها بغرض التمويل، كما أنه يأخذ بعين الاعتبار العامل الزمني للنقود¹.

¹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 267 .

² طلال كداوي، البازوري، مرجع سابق، ص 132 .

³ Pierre.Noël Giraud، Intitacion a l'économie، 2004،2005، p 54 .

رياضيا 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 كالتالي²:

$$TRI=I=\sum_{1}^n F_t/(1+r)^t$$

إذا السؤال المطروح هو: ماهو معدل الخصم الواجب تطبيقه لانعدام القيمة الحالية. ومن هنا نكون بصدد القيام بعملية فرض لمعدلات مختلفة حتى نحصل على النتيجة السابقة الذكر.

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

إن طريقة احتساب معدل العائد الداخلي هي نفسها المستخدمة في احتساب القيمة الحالية الصافية. لكن بدلا من خصم التدفقات النقدية بمعدل خصم محدد مسبقا، 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 تخصم به هذه التدفقات النقدية لن حصل على القيمة الحالية. فإذا ظهر لنا أن القيمة الحالية موجبة نجرب سعر خصم أعلى، وإذا ظهر عند هذا السعر أن القيمة الحالية الصافية سالبة، معنى هذا أن معدل العائد الداخلي يقع بين هذين السعرين³. ويعد معيار العائد الداخلي من المعايير المستخدمة على نطاق واسع في دراسة جدوى الاستثمارات، حيث أنه يعكس فعالية المشروع عبر مقارنته بكلفة 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 السنوية⁴.

3- مؤشر الربحية⁵:

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 الانفاق الأولية مضافا إليها الواحد الصحيح ، و يعبر عنها بالصيغة التالي :

$$IP=1+VAN/I_0$$

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

² Pierre.Noël Giraude،p55 .

³ طلال كداوي، البازوري، مرجع سابق، ص(150، 151) .

⁴ المرجع السابق، ص 153 .

⁵ نجمة بوفليسي، شهيرة بن عثمان، مرجع سابق .

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 مراحله .

وإن القرار الاستثماري هو قرار اداري يتضمن تخصيص أموال ضخمة لخلق طاقات انتاجية جديدة أو لزيادة الطاقات الانتاجية 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

الفصل الثاني :

تمويل احتياجات

المشاريع الاستثمارية

تمهيد:

في الآونة الأخيرة تم الاهتمام بما يسمى بدراسات الجدوى وطرق تمويل المشاريع وامداد 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 ثانوية. والمجال المالي كغيره من المجالات الإدارية، يتطلب الصلاحية في اتخاذ القرار، وأن يمتلك متخذ القرار من الصفات والمهارات ما تمكنه من اتخاذ النسبة العظمى من القرارات السديدة².

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 وتمثل هذه الخطوات في³:

أ- تحديد المشكلة : أول خطوة في عملية اتخاذ القرار هي تحديد المشكلة أو الموضوع الواجب لتخاذ 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 ملائمتة للمشكلة .

¹ نجمة بوفليسي، شهيرة بن عثمان، المرجع السابق .

² نفس المرجع .

³ عبد الغفار حنفي، سمية قرياقص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، ص 34 .

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 تتمكن 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 الا مستقبلا .

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

أولا : مفهوم التمويل

لغة:

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

"وملت تمال وملت وتمولت واستملت : كثر مالك... وملته (بالضم) : أعطيته المال"³ .

اصطلاحا :

جاء في القاموس الاقتصادي ماييلي : "عندما تريد منشأة زيادة طاقتها الانتاجية أو انتاج مادة جديدة أو اعادة تنظيم أجهزتها.. فإنها تضع برنامجا يعتمد على الناحيتين التاليتين :

1- ناحية مادية : أي حصر كل الوسائل المادية الضرورية لانجاح المشروع(عدد وطبيعة الأبنية، الآلات، الأشغال، اليد العاملة...).

2- ناحية مالية : تتضمن كلفة ومصادر الأموال وكيفية استعمالها، وهذه الناحية هي التي تسمى بالتمويل⁴

¹ سليمة نشنش ، مرجع سابق .

² ابن منظور، لسان العرب، مرجع سابق، ص 636، (مادة : مول) .

³ الفيروز آبادي، القاموس المحيط، مرجع سابق، ص 52، (مادة : المال) .

⁴ محمد بشير عليّة، القاموس الاقتصادي، ط 1، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، بيروت، 1985، ص 127 .

أي أن التمويل في الاصطلاح الاقتصادي الحديث أعم منه في اللغة، فحسب التعريف السابق فهو يشمل : كلفة الأموال(سعر الفائدة مثلا)، مصدرها(تعبئة الموارد المالية)، وأخيرا وهو الأهم_ كيفية استعمال هذه الأموال وطريقة انفاقها وتسيير هذا الانفاق ومحاولة ترشيده. لذلك فحيثما نجد كلمة : تمويل، نجد عادة وفي العبارة ذاتها ما يفيدنا عن مصدر الأموال ومجال انفاقها، وقد نجد أيضا ما يفيدنا عن كيفية هذا الانفاق. وباختصار 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 الانتاج على مستوى الاقتصاد الوطني ومستوى المنشأة سواء كانت انتاجية 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 اطار معين "الميزانية" مصادر رأس المال ومكوناته والحقوق والالتزامات المالية الأخرى .

وتعتبر المهمة الأساسية للتمويل في اطار عام هي تكييف الوسائل النقدية المتوفرة مع العمليات المادية بمختلف أنواعها الضرورية اجتماعيا، لتحقيق أعلى عائد ممكن، وتحقيق مبدأ العقلانية والتوفير عند انفاق 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 المبنية لتحقيق ربطها مع سياسة الأنشطة المختلفة كأسلوب دقيق وهادف للاستخدام الأمثل للامكانيات والقدرات التمويلية المتاحة في المؤسسات الانتاجية أو الخدمية، بغية الوصول إلى أهدافها المحددة عبر تحقيق التوليفة المثلى، لضمان استمرارية المؤسسات والمشاريع الاستثمارية وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها².

ثانيا : مفهوم قرار التمويل

يبحث قرار التمويل في الكيفية التي تحصل بها المؤسسة أو المستثمر على الأموال الضرورية للاستثمارات . وهذا القرار (قرار التمويل) مرتبط ارتباطا وثيقا 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 الافلاس³.

¹ سليمان الناصر، مرجع سابق، ص 38 .

² الموسوعة العربية، مفهوم التمويل، تاريخ التصفح: 2012/04/15، الساعة: 21.00

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

³ مليكة ز غيب، إلياس بوجعادة، مرجع سابق .

المطلب الثالث : أهمية التمويل¹

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 كما يلي :

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

وللاشارة 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 تعني 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 يعبر أساس السياسة المالية .

¹ عبد الله بلعبيدي، مرجع سابق، ص 10 .

المبحث الثاني : مصادر التمويل

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 أنواع¹:

1- التمويل قصير الأجل

2- التمويل متوسط الأجل

3- التمويل طويل الأجل

الفرع الأول : أهمية تقسيم التمويل من حيث الأجل²

أ- 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 لانها أساسا كانت تتم عن طريق الصيرفة والتجار والمرايين، 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.

ب- حاضرا:

وأما 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 والابجار 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 بهذا النوع من التمويل فهي البنوك التجارية أو بنوك الودائع.

¹ سليمان الناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الاسلامية، جمعية التراث، غرداية، ط 1، 2002، ص 38 .
² نفس المرجع، ص 39 .

وبالنسبة للتمويل طويل الأجل فهو الذي يوجه أساسا لتمويل رأس المال الثابت للمؤسسة كالأبنية والمعدات والآلات أي الموجودات التي لا تنوي المؤسسة بيعها بل استخدامها في عملية الانتاج طوال فترة بقائها، وهذا يتطلب تمويلا استثماريا ولفترة طويلة نسبيا، ولا يوفر هذا النوع من التمويل الا 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 الانتاجية، 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 الأسناد 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 هما³:

1- التكلفة ، أي الأعباء التي تتحملها المنشأة

2- درجة اتاحة المصدر ، أي مدى امكانية الاعتماد على المصدر في تزويد المنشأة بالاحتياجات المطلوبة في الوقت الذي تظهر فيه هذه الاحتياجات.

¹ سليمان الناصر، المرجع السابق، ص 38 .

² صافي فلوح، الادارة المالية، الموسوعة العربية، تاريخ التصفح 2012/04/16. الساعة:00:00
<http://www.arab-ency.com/index.php?modul=pnEncyclopedia&func>

³ منير ابراهيم هنيدي، الادارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، ط 5، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2003، ص(545، 546) .

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، حتى 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 نظراً لأنه عادة ما يكون متاح بالقدر الملائم وفي الوقت المناسب. وتعد هذه واحدة من أهم مزايا الائتمان التجاري، يضاف إليها أنه يتم دون اجراءات 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 جداً إذا لم تحسن المنشأة استخدامه فعدم قيام المنشأة بسداد مستحقات الموردين في الوقت المناسب، قد يترتب عليه الاساءة 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 خصماً نقدياً لعملائهم، فإن تكلفة الائتمان التجاري سوف تتوقف على ما إذا كانت المنشأة تستفيد من الخصم أم لا. بعبارة أكثر تحديداً يعتبر الائتمان التجاري مجاني في حالة قيام المنشأة بسداد قيمة الفواتير خلال فترة الخصم، بينما يعتبر غير مجاني إذا تم السداد بعد فترة الخصم².

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. ويتميز الائتمان المصرفي بأنه أقل تكلفة من الائتمان التجاري، كما أنه يعتبر مصدراً 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 تلقائياً مع تغير حجم النشاط³.

وهناك معايير وأسس يكون وفقها منح الائتمان المصرفي نذكر منها⁴:

أولاً : 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 .

¹ أحمد السيد كردي، سياسات الائتمان، بحث مقدم لقسم الدراسات العليا، كلية التجارة، جامعة بنها، مصر، 2009، <http://www.Kenanonline.com> ، تاريخ التصفح 2012/04/16، الساعة:15.30 .

² منير ابراهيم هنيدي، مرجع سابق، ص546 .

³ نفس المرجع، ص 547 .

⁴ عبد العزيز الدغيم، الائتمان المصرفي، <http://www.Kenanonline.com> تاريخ التصفح 2012/04/17، الساعة:22.15 .

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 .

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 اما بالبيع أو بالاقتراض بضمائنها 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 ادارة المصرف الناححة مهمة الموازنة بين هدي الربحية والسيولة .

ويقوم كل مصرف بوضع سياسته الائتمانية بعد مراعاة الأسس أعلاه وطبقا لحاجة السوق، وهي عبارة عن اطار يتضمن مجموعة المعايير والشروط الارشادية _تزود بها ادارة 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 اليهم .

ثانيا : معايير منح الائتمان

هناك مجموعة من المعايير التي تعتمدها 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 اجراء التحليل الائتماني هو تحديد شخصية العميل بدقة، فكلما كان العميل يتمتع بشخصية أمينة ونزيهة وسمعة طيبة في الأوساط المالية، وملتزما بكافة تعهداته وحريصا على الوفاء بالتزاماته كان أقدر على اقناع 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 هذع المنشآت تقديم رهونات، كما قد تطلب توقيع طرف ثالث كضمان للتعاقد، أو تطلب سداد الفائدة مقدما أو سداد قيمة القرض على دفعات"¹.

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 لا بد للمصرف عند دراسة هذا المعيار من التعرف على الخبرة الماضية للعميل المقترض وتفصيل مركزه المالي، وتعاملاته المصرفية السابقة سواء مع نفس المصرف أو أية مصارف أخرى، ويمكن الوقوف على الكثير من التفصيل التي تساعد متخذ القرار الائتماني من خلال استقراء العديد من المؤشرات التي تعكسها القوائم المالية الخاصة بالمقترض . فكلما كانت نتائج

¹ منير ابراهيم هنيدي، مرجع سابق، ص 548 .

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 الاتفاق 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 الاضائي 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، اذ كلما كان رأس المال كبيرا انخفضت المخاطر الائتمانية والعكس صحيح في ذلك، فرأس مال العميل يمثل قوته المالية .

ويرتبط 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 للعميل 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 ادارة 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 بالعميل طالب الائتمان على النشاط أو المشروع المطلوب تمويله، ويقصد هنا بالظروف العامة المناخ الاقتصادي العام في المجتمع، وكذلك الاطار التشريعي والقانوني الذي تعمل المنشأة في اطاره 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، شكا المنافسة، دورة حياة المنتج 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 .

¹ عبد الله بلعبيدي، التمويل برأس المال المخاطر(دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2007- 2008، ص 7 .

- سهولة الحصول عليه مقارنة من الحصول على القروض متوسطة أو طويلة الأجل وذلك بسبب قلة المخاطرة التي يتحملها المستثمرون الذين يقرضون أموالهم لفترة قصيرة، وهي أيضا أكثر مرونة من القروض متوسطة أو طويلة الأجل، وهذا من سهولة الحصول عليها كلما ظهرت الحاجة اليها وكذلك من ناحية سدادها كلما دعت الحاجة اليها، وبهذا 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 احتياجاتها 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 .

2- التمويل متوسط الأجل :

تعريف:

التمويل متوسط الاجل تكون مدته من سنتين إلى خمس سنوات، وقد يمتد إلى حده الأقصى إلى سبع سنوات¹ . وفي 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 الاضافات على أصولها طويلة الأجل، وتتصف هذه المصادر بكونها تستحق السداد خلال فترة تزيد عن السنة وتقل عن عشر سنوات . وبشكل عام تشتمل مصادر التمويل متوسط الأجل على مصدرين رئيسيين هما القروض المصرفية، والاستئجار³ .

أولا : 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 وتثل 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% و60% من قيمة القرض .

ب- فترة السداد تتراوح بين سنة وعشر سنوات

¹ سليمان الناصر، مرجع سابق، ص 38 .

² www.net-pme.fr.Financement des investissements، 17/04/2012 .

³ عبد الله بلعبيدي، مرجع سابق، ص(24، 25) .

ويتم اللجوء إلى هذا النوع من الاقتراض لأن المنشأة تحصل على احتياجاتها المالية بسرعة من ناحية، ومن ناحية أخرى يمكن تغيير بنود التعاقد (المرونة)، وتكلفته تتمثل في سعر الفائدة الثابت أو المتغير حسب الشروط الموضوعية 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:

- التأجير 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 الغائه 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 اعداد جدول سداد الايجار 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 واعادة تأجيرها لها، شركات التأمين والشركات المالية والبنوك .
- التأجير 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 الانتاجي الأصل، ويتوقع المالك المؤجر في هذه الحالة ان يحصل على فرق القيمة باعادة التأجير 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، وامكانية انهاء الاستئجار ومزايا ضريبية أخرى وكذلك الاحتفاظ برأس المال طالما أنها تحصل على خدمات الأصل الذي تحتاج إليه دون الحاجة إلى شرائه¹.

¹ المرجع السابق، ص 26 .

3- التمويل طويل الأجل :

تعريف :

التمويل طويل الأجل هو التمويل الذي تزيد مدته عن الخمس أو السبع سنوات وليس له حد أقصى . اذ يمكن أن يصل إلى عشرون سنة أو أكثر¹ .

وتنشأ الحاجة إلى مصادر التمويل طويل الأجل، نتيجة للتوسعات التي تنوي المنشآت القيام بها . وهذا النوع من التمويل يستحق الدفع يعد 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 تديره من المهام الأساسية للمدير المالي، وذلك تلبية لاحتياجات المنشأة من الأموال المطلوبة سواء لعملياته الحالية، أو لأغراض التوسع والتحسينات² . ويمكن تقسيم المصادر الرئيسية للتمويل طويل الأجل إلى³ :

أولا : 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 عضوا 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 تنشيء أي التزامات ثابتة، فلا يوجد أي التزام قانوني على المؤسسة لدفع التوزيعات .

وعلى الرغم من هذه المزايا هناك عدة عيوب نذكر منها :

- ارتفاع تكلفة اصدار الأسهم العادية .

¹ سليمان الناصر، مرجع سابق، ص 38 .

² منتدى المحاسبين العرب، مصادر التمويل وتكاليفها، تاريخ التصفح 2012/04/17، الساعة: 11.00 .

www.acc4arab.com/acc/forumdisplay.php?f=62

³ عبد الله بلعبيدي، مرجع سابق، ص(27- 31) .

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

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

2- الأرباح المحتجزة :

هو ذلك الجزء من حقوق الملكية الذي تستمده الشركة من ممارسة عملياتها المرعبة ويتمثل هذا الجزء في المتبقي من أرباح السنة بعد تجنب الاحتياطات المختلفة والتوزيعات المقررة، أي الأرباح المحتزة تكون بنجاح المشروع بعد تنفيذه وتحقيقه الأرباح، اذ تم الاحتفاظ بجزء منها بغرض اعادة 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 اتباع 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 تصاعديا .

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 .

وتشترك 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 بها حامل السهم العادي .

4- إن اصدار الأسهم الممتازة يؤدي إلى زيادة الموارد المالية المتاحة للشركة والمتاجرة بالملكية واستعمال أموال الغير دون

اشتراكهم في الادارة¹

¹ المرجع السابق، ص 28 .

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

- أ- لا يترتب على اصدارها أي التزام قانوني بدفع توزيعات الأرباح اذا 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 لحملتها التصويت الا في الحالات العويصة وأن التوزيعات محددة بمقدار معين يتمثل في نسبة معينة من القيمة الاسمية .
- بالرغم من هذه المزايا، الا أن هناك عيوب نوجزها فيمايلي :

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

ثانيا : الأموال المقترضة¹

وتنقسم إلى قسمين :

1- السندات :

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

والسند هو صك تصدره المؤسسة وهو يمثل عقد بين المؤسسة (المقترض) والمستثمر (المقرض)، وبمقتضى هذا الاتفاق يقترض 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 :

ويكون 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 :

¹ المرجع السابق، ص 29 .

تلتزم المنشأة بدفع فوائد هذه السندات فقط في حالة تحقيقها لأرباح كافية لدفع هذه 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 اشراكهم في الادارة وهو ذو تكلفة منخفضة، اذ أن العائد المتوقع للسند أقل مما هو متوقع للسهم العادي .
- ب- السندات تؤدي إلى زيادة موارد التمويل المتاحة للشركة بالاضافة إلى المتاجرة والملكية .
ومن العيوب التي تشوب هذه الأسلوب التمويلي نذكر مايلي :
- ت- انشاء التزامات ثابتة مما قد يعرض المؤسسة لخطر الافلاس في حالة تعذر الوفاء بهذه الالتزامات .
- ث- وجود تواريخ محددة لهذه الالتزامات .
- ج- 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 نسبيا 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 متاحا 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 ثمه بنبغي على المنشأة العمل على توفير قدر كبير من النقدية لاستخدامها في سداد الديون عندما يحين أجلها .

¹ منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص 556 .
² نفس المرجع ، ص 557 .

3- قد يؤدي الفشل في سداد الفوائد وأصل الدين إلى تعرض المنشأة إلى الافلاس، 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 اجراء توزيعات أو على الأقل تخفيض نسبتها .

المطلب الثاني : أقسام التمويل من حيث المصدر

أولاً : التمويل الذاتي

وهو التمويل الذي يستخدم لتراكم المدخرات المتأنية من الأرباح التي حققها المشروع للوفاء بالتزاماته المالية، أو هو مجموع الوسائل التمويلية التي أنشأها 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 امكانيات التمويل الذاتي بقدرة المشروع على ضغط تكاليف الانتاج 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 والاحتياطيات... 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 الامكانيات 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 الغير² .

*مزاي وعيوب التمويل الذاتي³ :

¹ علي سعيد عبد الوهاب مكي، مرجع سابق، ص 120 .

² محمد سعيد النابلسي، التمويل الذاتي، الموسوعة العربية، تاريخ التصفح: 2012/04/10، الساعة: 17.00

http://www.arab-ency.com/index.php?module=pnEncyclopedia&func=display_term&id=912&m=1m

³ مصطفى رشدي شبيحة، النقود والمصارف والائتمان، دار الجامعة الجديدة للنشر، 1999، ص 193 .

1- مزايا التمويل الذاتي:

- يمثل التمويل الذاتي المصدر الأول لتكوين رأس المال الطبيعي بأقل تكلفة .
- يجعل المؤسسة تتمتع باستقلالية مالية وإدارية تامة
- يزيل على المؤسسة عبء التكاليف المتعلقة بالعمليات المالية
- وبما أن الاهتلاك يمثل الجزء الأكبر في التمويل الذاتي والذي يعتبر معنى 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 المرحة بسبب عدم كفاية التمويل الذاتي لتلبية الاحتياجات .

ثانياً : التمويل الخارجي¹

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 التمويل¹

¹ حسن أحمد توفيق، التمويل والإدارة المالية في المشروعات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1996، ص 387 .

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

أولاً: معيار المردودية:

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

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

اذ 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 كالية لاتخاذ القرار التمويلي وذلك اعتمادًا على حالات أثر الرافعة المالية المتضمنة في المردودية المالية، حيث يمكن إعادة صياغة العلاقة أعلاه كالآتي:

$$\text{RCP} = [\text{Re} + (\text{Re} - i) \cdot \text{D} / \text{CP}] \cdot (1 - \text{IS})$$

يمكن حصر الحالات التالية:

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

ثانياً: معيار التكلفة

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

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص(305-311).

1- تكلفة الأموال الخاصة¹:

تمثل تكلفة الأموال الخاصة بمعدل المردودية المنتظر من طرف المساهمين وتحسب إما بالتحسين، أو الاستعانة بنموذج توازن

الأصول المالية MEDAF

أ- نماذج التحسين:

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، وإذا كان $D_1, D_2, D_3, \dots, D_n$ الأرباح المنتظرة، وإذا كان C_n سعره عند t_n 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 ومجموع أرباح الأسهم و C_n ، حيث نبرهن ذلك فيما يلي:

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:

$$T = D/C_0$$

• في حالة نمو أرباح الأسهم:

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

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 $(1+g)^n (1+t)^{-n}$ يتحول إلى الصفر مع $g < t$ ومنه يكون لدينا:

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

حينها نتحصل على ما يعرف بعلاقة جوردن

¹ المرجع السابق، ص 307.

ب- نموذج الأصول المتوازنة MEDAF

عادة ما يستخدم هذا النموذج في تقييم المردودية المنتظرة من استثمار مرتبط بمخاطر معينة. حسب هذا الاطار تعرف المردودية المنتظرة من طرف المساهمين على انها مردودية الأصول دون مخطر، مقدره بمعدل مخاطر يعادل β مرة مخطر السوق، وتحسب من خلال العلاقة التالية:

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

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

R_f : مردودية الأصول دون مخطر (هو الأصل ذو مردودية متعددة خلال فترة زمنية معينة مثل أذونات الخزينة، قروض الدولة... الخ).

$E(RM)$: الأمل الرياضي لمردودية السوق

$E(RM) - R_f$: 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 يهيكّل 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 محددًا أساسيًا لنسبة الاقتراض بالهيكّل التمويلي¹.

تكلفة قرض هي معدل التكلفة المحسوب أخذًا بعين الاعتبار الوفورات الضريبية المحققة على الفوائد و على اهتلاكات أقساط القروض المسددة و مصاريف الاصدار.

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 المعروف بالفرق بين القسط السنوي و الوفورات الضريبية على الفوائد

¹ ملكة زغيب، إلياس بوجعادة، مرجع سابق .

T : تكلفة الدين

N : مدة القرض

مجموع التسديدات في نهاية المدة

3- التكلفة المرجحة لرأس المال¹:

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

$$K = K_{cp} \cdot [cp / (cp + D)] + i \cdot [D / (cp + D)]$$

حيث:

K_{cp} : تكلفة الاموال 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:

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

و في غياب الضريبة على الربح نجد أن:

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

أما التكلفة الاجمالية للتمويل:

$$K = K_{cp} \cdot [cp / (cp + D)] + i \cdot [D / (cp + D)]$$

بتعويض قيمة R_{cp} في العلاقة 2 نجد:

$$K = (Re + (Re + i) \cdot D / cp) \cdot [cp / (cp + D)] + i \cdot [D / (cp + D)]$$

$$= [Re \cdot cp + Re \cdot Di \cdot D + i \cdot D] / (cp + D)$$

$$= Re$$

ومنه نتوصل إلى النتيجة التالية:

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 310 .

$$K=Re$$

أي أنه في حال غياب الضريبة على الارباح 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 ان يضخم المصاريف المالية و ينعكس ذلك على نتائج المؤسسة، لذا لا بد من حصر كل القيود و التقيد بها.

أولا : القيود الكلاسيكية :

هي من اسس 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 تمويل بواسطة الموارد الدائمة، فمثلا يجب أن تمويل الاستثمارات

بديون متوسطة أو طويلة الأجل أو عن طريق التمويل الذاتي.

الاحلال بهذه القاعدة عند اختيار لقرار 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.

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:

$$\text{الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الديون المالية}}$$

الالتزام بهذه القاعدة يوجب أن تكون النسبة أعلاه أكبر من الواحد

$$\text{الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الديون المالية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

الالتزام بهذه القاعدة يوجب أن تكون النسبة أعلاه أقل من الواحد

¹ المرجع السابق، ص(301- 304) .

الاستقلالية المالية=الأموال الخاصة/الموارد الدائمة

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

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

3- قاعدة القدرة على السداد¹:

تقوم هذه القاعدة على أن الديون المالية يجب أن لا تفوق ثلاثة أضعاف القدرة على التمويل الذاتي السنوية المقدرة.

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

القدرة على السداد=الديون المالية/القدرة على التمويل الذاتي

مراقبة القدرة على السداد يعني ان تكون النسبة أقل من ثلاثة، كما تعبر هذه النسبة مدة السداد المتوسطة بين المؤسسة و دائئها و التي 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 اجال 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 كليا بواسطة قرض فإن ذلك يزيد من احتمالات تحقق مجموع من المخاطر كتضخم مصاريف الاستدانة مقارنة بمردودية المشروع، و اذا مول المشروع كليا بموارد ذاتية قد يفوت فرص الاستفادة من الوفورات الضريبية المحققة بواسطة الاستدانة.

ثانيا قيود أخرى:

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

1- الشكل القانوني للمؤسسة:

¹ المرجع السابق، ص 302 .

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 مصدرا للتمويل يتوافق مع الأسس القانونية له، فمثلا يمكن للشركة العمومية اصدار 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 امكانية تنويع مصادر التمويل، وكلما قل حجمها كلما قلص من امكانية 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 وأشباه 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 امكانية تنويع مصادر تمويل المؤسسة.

فاذا كانت السوق غير مشجعة للاصدار، أي أن الاوراق المالية تفقد قيمتها أكثر مما تزداد فمن الأفضل البحث عن موارد بديلة وأهمها الاعتماد على النظام البنكي والائتمان التجاري، أما اذا 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 سهلا في بعض الأحيان وفي كثير من الأحيان يكون توفيرها صعبا، وأيا 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 .

وعليه فإن الخيار الأمثل لمصادر التمويل وأساليب التمويل يعد ضرورة لا بد منها عند بداية أي مشروع وهذا لضمان استمراريته ونجاحه في المستقبل .

وفي الفصل التالي سنتناول كيفية تمويل مشروع والذي هو عبارة عن إنشاء شركة خدماتية، ومنه نقوم باستعراض جميع المراحل التي مر بها المشروع ابتداء من كونه فكرة الى غاية تطبيقه على أرض الواقع .

الفصل الثالث

دراسة حالة إنشاء شركة

Cap-Ti

تمهيد :

إن أغلب المشاريع الاستثمارية إن لم نقل كلها تبدأ صغيرة ثم تأخذ في التطور والتوسع، وإن أهم عامل يؤثر على نشاط المشروع وعلى نموه واستمراره هو قرار التمويل الذي يتخذه المؤسس في بداية التأسيس .

وفي هذا الفصل سوف نتعرض إلى دراسة حالة مشروع إنشاء شركة Cap-Ti، حيث سنرى الدراسات التي قام بها أصحاب ومؤسسي المشروع، وكيفية تمويل المشروع -وهو الأهم- وأثر قرار التمويل على استمرارية الشركة في النشاط .

وقد قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين :

المبحث الأول :تقديم المؤسسة

ونتناول فيه نشأة المؤسسة، والتعريف بمهامها وامكانياتها .

المبحث الثاني : تحليل كيفية تمويل المؤسسة

وفيه نتعرض إلى دراسات الجدوى، وأثر قرار التمويل على المؤسسة .

المبحث الأول : تقديم المؤسسة Cap-Ti

المطلب الأول : التعريف بالمؤسسة

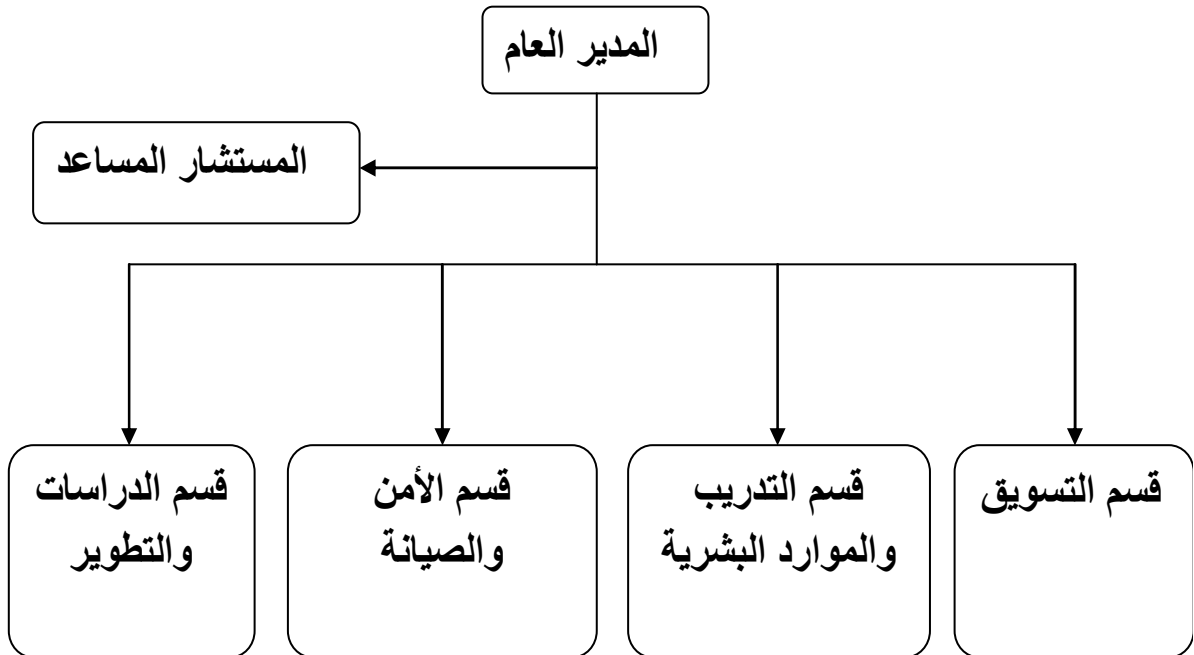
Cap-Ti هي مؤسسة مختصة في الاستشارات وادارة تكنولوجيا المعلومات وهي عبارة عن شركة ذات مسؤولية محدودة تأسست عام 2010 وتعد هذه الشركة الأولى من نوعها في الجزائر، ومقرها يوجد بالجزائر العاصمة، وتعتبر المؤسسة ملك لمجموعة من المساهمين الجزائريين والأجانب .

ان الشركة تجمع كتلة من كبار الاستشاريين من ذوي الخبرة، فالأغلبية لديها حوالي عشرون سنة من الخبرة في ميدان اختصاصها . حيث أن الخبرة وقدرة الموارد هي قلب وثروة المؤسسة .

كان انشاء المؤسسة عبارة عن تحدي خاضه مجموعة من المستثمرين اذ أن النشاط الذي تقوم به هو جديد عن الساحة الجزائرية أو حتى العربية . وقد جاء المشروع بناء على رغبة هؤلاء المستثمرين في نقل المعرفة وتطوير العمل المؤسسي في مختلف القطاعات الاقتصادية والاجتماعية وحتى الحكومية . اذ أن المجال الذي تعمل به حديث النشأة خصوصا في الدول النامية مثل الجزائر.

الهيكل التنظيمي:

الشكل (1.3) : الهيكل التنظيمي لشركة Cap-Ti



المؤسسين وكبار المساهمين :

1- الرئيس : Alain Perras

- مستشار الادارة الاستراتيجية لتكنولوجيا المعلومات .
- رئيس تطوير الأعمال في كندا ودعم المبادرات وتطوير السوق في الاقتصاديات الناشئة .
- المسؤول عن الخدمات الاستشارية .

2- نائب الرئيس : Pagnavuth Tan

- مستشار الادارة الاستراتيجية لتكنولوجيا المعلومات .
- رئيس تطوير الأعمال في كمبوديا .
- المسؤول عن جميع الأنشطة والاستشارات الادارية في كمبوديا .

3- نائب الرئيس لعمليات الجزائر : Brahim Hadj kouider

- مستشار ادارة وتسيير تكنولوجيا المعلومات .
- رئيس تطوير الأعمال بالجزائر .
- المسؤول عن ادارة الخدمات الاستشارية في الجزائر .

الموظفين :

الشركة تضم بعض الموظفين وقد تم اختيارهم على أساس الشهادات والخبرة

- 1- مساعدة مدير عام
- 2- مكلف بالتسويق
- 3- مكلفة بشؤون المستخدمين
- 4- مكلف بالوسائل العامة والصيانة
- 5- مساعد مدير عام مكلف بالدراسات
- 6- حارس

المطلب الثاني : إمكانيات المؤسسة ومهامها

الفرع الأول : مهام المؤسسة

إن الهدف من عمل المؤسسة هو توجيه العملاء ففي قراراتهم الاستثمارية، ويتلخص ذلك فيما يلي :

- تدريب المديرين .
- دعم المهنيين .
- صناعة نتائج ملموسة في :

- الدراسة والتخطيط .
- اتخاذ القرار .
- تنظيم العمل .
- موارد تكنولوجيا المعلومات .
- ادارة الموارد .
- ادارة العمليات .
- المجال المالي .
- رؤية الهدف الذي تريد المنظمة تحقيقه .
- البيئة الخارجية (التعايش مع المنظمات الأخرى، والمنافسة، المجال الاقتصادي والاجتماعي) .

من المهام التي تقوم بها الشركة :

- 1- توفير الخدمات الاستشارية للوكالات الحكومية والشركات الكبيرة، لتحسين استثماراتها في مجال تكنولوجيا المعلومات وضمان الفوائد الكاملة التي تعطيها حلول تكنولوجيا المعلومات .
- 2- دعم الحلول الاستثمارية في التخطيط والهندسة .
- 3- متابعة موارد العملاء وتقديم الخدمات الملموسة التي تضمن استمرارية الأعمال (المؤسسة تزود العملاء بوسائل لتحقيق نتائج وتنفيذ رؤيتهم المستقبلية) .
- 4- المساهمة وبشكل مباشر في نمو نشاط العملاء من خلال نقل المعلومة بطرق متطورة وحديثة .
- 5- دراسات الفرص والجدوى .
- 6- الادارة والمتابعة .
- 7- الادارة المالية للمشاريع
- 8- ادارة محفظة المشاريع .
- 9- الالتزام بتقديم الاستشارات والخدمات باستقلالية .
- 10- الشركة لا تستعين بمصادر خارجية .

الفرع الثاني : إمكانيات المؤسسة

قلب وثرة المؤسسة تكمن في الخبرة وقدرة مواردها، شركة Cap-Ti تجمع كتلة من كبار الاستشاريين من ذوي الخبرة في مجال عمل الشركة .

الأغلبية لديها حوالي عشرون سنة من الخبرة في ميدان اختصاصها، وهم مدربون على سياق المنظمات التي تخدمها الشركة . هم على دراية بعملهم ومتمكنون من تنفيذ القرارات والأعمال الموكلة لهم، لديهم نضج في العمل في سياق تقدم قيمة للوقت الذي يوفر نقل ملموس من الخبرة .

لديهم الاستعداد الكامل للتنقل الجغرافي، وكل الاستشاريين لديهم كل المقومات المطلوبة لتنفيذ المهام الموكلة لهم .

وبخصوص هذا الأمر سنرى ما هي خبرات وكفاءات الاستشاريين في شركة Cap-Ti كالتالي :

Alain Perras: استشاري الادارة الاستراتيجية لتكنولوجيا المعلومات، 28 سنة خبرة في هذا المجال .

Pangnavuth Than : استشاري هندسة الحلول وتكنولوجيا المعلومات، 28 سنة خبرة .

François Castelnérac : استشاري الادارة الاستراتيجية لتكنولوجيا المعلومات، 30 سنة خبرة .

Hugues Langlois : استشاري الادارة الاستراتيجية لتكنولوجيا المعلومات، 30 سنة خبرة .

Michel Desrosiers : استشاري في ادارة المشاريع، 27 سنة خبرة .

Dany Pageau : استشاري ومدرب في ادارة المشاريع، 25 سنة من الخبرة .

André Dearufel : استشاري ومدرب في ادارة المشاريع، 15 سنة من الخبرة .

Guillaume Clément : استشاري في الأمن المعلوماتي، 18 سنة خبرة .

Louis Audet : استشاري في هندسة الحلول، 15 سنة خبرة .

Eric Blouin : استشاري ومهندس، 26 سنة خبرة .

André Langevin : استشاري في الأمن المعلوماتي، 22 سنة خبرة .

Eric Dubeau : استشاري و مهندس مسار العمل، 22 سنة خبرة .

المبحث الثاني : تحليل كيفية تمويل انشاء الشركة

المطلب الأول : دراسات الجدوى الاقتصادية

تمر مرحلة الدراسة والاعداد بمجموعة من الخطوات، أولها البحث عن موضوع النشاط أي اختيار فكرة المشروع، وهي المرحلة التي تحتاج إلى الابتكار والاختراع في ظل المنافسة والتطور التكنولوجي . وتعتبر فكرة مشروع المؤسسة اللبنة الأولى لبنائها، اذ تعبر عن موضوع النشاط أو السبب الذي ستنشأ المؤسسة لأجله، ومتى كانت الفكرة ناجحة وقابلة للتطبيق ميدانيا، كلما زاد ذلك من احتمال نجاح المشروع والعكس صحيح، فمهما امتلك المنشئ من امكانيات تجارية ومالية ومادية فإن ذلك لن يكون له أي تأثير اذا ما كانت الفكرة غير قابلة للتطبيق أو مستهلكة .

أولا : فكرة المشروع

كانت فكرة مشروع إنشاء شركة **Cap-Ti¹** منذ عام 2009 وتبلورت الفكرة لتصبح مشروعا على أرض الواقع فس سنة 2010 ومن هنا نلاحظ أن المدة الفاصلة بين اقتراح الفكرة وتنفيذها مدة معتبرة نوعا ما وهذا راجع إلى الدراسات المعمقة التي قام بها أصحاب المشروع والبحث الدقيق في مجال عمل هذا المشروع .

فكرة المشروع مستمدة من مجال عمل مؤسسيها وهو مجال تكنولوجيا المعلومات رغبة منهم في نقل المعرفة وتطوير أسلوب عمل المؤسسات والمنظمات في مختلف القطاعات .

ثانيا : موقع المشروع

تم اختيار موقع المشروع بعناية تامة، وبعد القيام بالدراسات الدقيقة، حيث أن شركة Cap-Ti تتموقع بالجزائر العاصمة وهذا القرار اتخذ لعدة أسباب :

- 1- الكثافة السكانية وتمركز مختلف الشركات والمنظمات في العاصمة .
- 2- توفر النقل ومختلف الخدمات .
- 3- سهولة الاتصال .

ثالثا : اسم الشركة

اسم الشركة هو Cap-Ti و كان هذا الاختيار بناء على المجال الذي تعمل به الشركة فهناك شركة في كندا تعمل في نفس المجال أخذ منها هذا الاسم .

¹ Cap-Ti : شركة استشارات و خدمات في مجال تكنولوجيا المعلومات .

رابعاً : السوق

بعد اختيار الفكرة والموقع تأتي مرحلة اختبار مدى امكانية النجاح، وتبدأ هذه العملية باختبار السوق، وهو مدى قابلية هذه الفكرة على اشباع حاجات المستهلكين .

لقد تم دراسة السوق بشكل جيد حيث تم معرفة الشركات التي تعمل في نفس المجال، والعملاء أو الهيئات والمنظمات التي ستوجه إليها خدمات شركة Cap-Ti أي تم دراسة العرض والطلب على حد سواء .

وبعد الدراسة توصل المؤسسين إلى أن حجم العرض في الجزائر منخفض أي أنه لا يوجد منافسين يؤثران على الخدمات التي سوف تقدمها شركة Cap-Ti . وأن الطلب سيكون بشكل متزايد على الخدمات التي تقدمها الشركة، وهذا نظراً للمتطلبات والحاجة إلى مثل هذه الخدمات خصوصاً في القطاع الاقتصادي، والمشاريع الجديدة وحتى في المنظمات الكبيرة سواء كانت تابعة للقطاع العام أو الخاص .

القطاعات التي ستوجه لها خدمات شركة Cap-Ti :

- القطاع الحكومي

- الوزارات

- المؤسسات الحكومية

- الوكالات الحكومية

مستويات العمل الحكومي :

- مستوى وطني ومستوى فيديرالي (كندا)

- مقاطعة كيبك (كندا)

- الدولية (افريقيا، كمبوديا)

الشركات الكبرى :

- مؤسسات مالية

- شركات التأمين

مجالات العمل الحكومي :

- الصحة والخدمات الاجتماعية

- العدالة

- النقل

- المالية
- الطاقات والموارد
- المعاشات التقاعدية (التحويلات الاجتماعية)
- الحكومة الالكترونية
- العملاء :**
- القطاع الحكومي :
- حكومة مقاطعة Québec (كندا)
- وزارة الصحة والخدمات الاجتماعية
- الضمان الصحي
- وزارة العدل
- ادارة الإيرادات
- مؤسسة التمويل الزراعي
- وزارة الموارد الطبيعية
- وزارة المالية
- مجلس المعاشات التقاعدية
- لجنة السلامة والصحة في العمل
- مؤسسة التأمين على السيارات (الترخيص والتسجيل)
- الحكومة الفيدرالية الكندية
- العدالة الكندية
- النقل (كندا) خفر السواحل
- الدفاع الوطني
- الشركات الكبرى :**
- Desjardin للخدمات المالية (المالية التعاونية)
- Promutuel للتأمين
- SSQ للتأمين

رقم الأعمال التقديري :

إن تقدير رقم الأعمال يعد أمراً مهماً في هذه الدراسة لأنه سيوجه أصحاب المشروع إلى تقدير احتياجات المشروع المالية، لكن هناك صعوبة كبيرة في تقدير رقم الأعمال لأن طبيعة المشروع لا تسمح بذلك فالشركة هي عبارة عن مؤسسة خدمية وتسعير الخدمة أمر ليس بالسهل إذ أنه يتطلب دراسة جد دقيقة وعميقة .
لدينا :

تسعير الخدمة :

يخضع تسعير الخدمة إلى عدة محددات وهي¹ :

- مرتبة الاستشاري الذي يقوم بالخدمة
- المدة التي يتطلبها إنجاز الخدمة
- عدد الوحدات (الخدمة) المقدرة : خمسة عملاء في العام

خامساً : احتياجات المشروع

1- الإدارة والطاقم :

بالإضافة للمؤسسين هناك مجموعة من الموظفين :

- مساعدة مدير عام
- مكلف بالتسويق
- مكلفة بشؤون المستخدمين
- مكلف بالوسائل العامة والصيانة
- مساعد مكلف عام مكلف بالدراسات
- حارس

2- التجهيزات واللوازم :

أ- المبنى : هو المكان الذي أقيمت فيه الشركة

ب- المستلزمات : الحواسيب (يتم اقتناء حواسيب)، طابعة، مكاتب، كراسي، أدوات مكتبية (ملفات، أقلام...الخ)، المكيفات، الستائر، أدوات النظافة...الخ .

¹ Alain Perras، أحد المؤسسين لشركة Cap-Ti، استشاري ومسؤول العمليات بكندا، 2012/04/17 .

سنلخص هذه التجهيزات في جدول يبين تكلفة اقتنائها :

جدول (3. 1) : تكلفة اقتناء التجهيزات

المصاريف	التكلفة
ايجار المبنى	70000,00 دج * 12 شهر
الحواسيب	60000.00 دج * 10
تجهيزات المكاتب	500000,00 دج
المجموع	194,000,000 دينار جزائري

المصدر : ابراهيم الحاج قويدر، مدير عام الشركة، 2012/04/17 .

اذن كانت التكلفة الأولية للمشروع هي 194,000,000 دينار جزائري .

نلاحظ أن المشروع مكلف للغاية، ويتطلب أموال ضخمة للقيام به .

المطلب الثاني : أثر قرار التمويل على المشروع

الجدول (3. 2) : مصادر تمويل المشروع

نوع التمويل	المصدر
الأموال الخاصة	المنشئ، الشركاء
المساعدات والمنح	/
القروض الشرفية	/
القروض البنكية	/
مساهمات رأس المال	/
مساعدات ومنح موجهة للمؤسسة	/
قروض متوسطة الأجل	/
قروض الائجار	/

المصدر : ابراهيم الحاج قويدر، مدير عام الشركة، 2012/04/17 .

لقد اعتمد المؤسسون على رأس المال الخاص، أي أنه لم يتم اللجوء إلى الاقتراض لتمويل مشروع إنشاء شركة Cap-Ti . وكانت

حصة كل شريك في رأس المال كالتالي :

الشريك الأول : 51%

الشريك الثاني :49%

وتم اقتناء التجهيزات المختلفة للمشروع، وتكلفة الايجار أيضا بالاعتماد على أموال الشركاء، والتي كانت تكلفتها مقدرة ب 194,000,000 دج .

التكلفة الأولية للمشروع : 194,000,000 دينار جزائري .

ملاحظة :

- المساهم الأول يملك 51% من هذا الرأسمال، والمساهم الثاني يملك 49% .
- لم يلجأ المساهمون إلى الاقتراض من البنوك أو أي جهة أخرى، وهذا راجع لعدة أسباب ويوجد من الأسباب ما هو ذاتي وما هو موضوعي .

الأسباب الذاتية :

من أهم الأسباب الذاتية هي الفوائد المترتبة عن القرض، إذ أن أحد المساهمين يرفض التعامل بالربا .

الأسباب الموضوعية :

- طول المدة، أي أن المدة الفاصلة بين دراسة ملف القرض وبين قبول أو رفض طلب القرض طويلة نوعا ما .
- الضمان المطلوب من طرف البنك .
- ارتفاع معدل الفائدة المطبق على القروض .

مزايا عدم اللجوء إلى الاقتراض :

- عدم الخضوع إلى تكلفة القرض والمصاريف المالية المترتبة على ذلك .
- عدم الخضوع إلى شروط يمكن ان 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 في المشروع .
- لو أن الشركة لجأت إلى الاقتراض كان هذا سينخفض من الضرائب المترتبة على الشركة .

التحليل :

رأس المال المستثمر: 294,000,000 دج (194,000,000 دج + 100,000,000 دج)

تكلفة التجهيزات: 194,000,000 دج

100,000,000 دج وضعت تحت تصرف الشركة بعد بداية النشاط .

حققت المؤسسة رقم أعمال يقدر ب 100000,00 دج في العام الأول من النشاط .

نلاحظ أن تكلفة المشروع كبيرة و رقم الأعمال المحقق في العام الأول منخفض جدا مقارنة بما ولقد توصلنا إلى مجموعة من النتائج نذكرها فيما يلي:

- التمويل عن طريق رأس المال الخاص عرض الشركة إلى صعوبات في توفير السيولة في الوقت المناسب .
- رقم الأعمال المنخفض الذي حققته الشركة في العام الأول أدى إلى ضائقة مالية تمثلت في عدم دفع مستحقات ورواتب الموظفين في موعدها المحدد .
- تكلفة الإيجار كبيرة حيث تمثل حوالي نصف تكلفة التجهيزات، وعليه كان يمكن لأصحاب الشركة شراء المبنى عوضا عن استئجاره وهذا للتخلص من مصاريف الاستئجار التي تدفع كل سنة دفعة واحدة .
- لو أن الشركة قامت باقتناء التجهيزات المكتبية (الحواسيب، المكاتب...)، بالائتمان التجاري أو بالتقسيط لكان أفضل وهذا لتوفير مبلغ من السيولة تستخدمه عند الحاجة إليه .
- بعد مرور العام الأول من النشاط تمكنت الشركة من تحقيق رقم أعمال أكبر بكثير من ذلك المحقق في العام الأول وهذا نتيجة لزيادة عدد العملاء وكذا زيادة الطلب على خدمات الشركة .

إن قرار التمويل الذي اتخذته المؤسسون في إنشاء هذه الشركة كان صائبا نوعا ما بالرغم من المشاكل التي تواجههم في تسديد مستحقات الموظفين، ونشاط المؤسسة مستمر نظرا لزيادة الطلب على الخدمات التي تقدمها الشركة في مجال تكنولوجيا المعلومات وتوسع إدارة الشركة إلى توسيع نشاطها خارج الوطن وزيادة عدد من الاستشاريين المتخصصين محليا، حيث تهدف إلى الوصول لمجموع 125 استشاري¹ في الأعوام القليلة القادمة ومنه نرى أن الشركة تسير في طريق النمو والتوسع .

¹ Alain Perras، أحد المؤسسين لشركة Cap-ti، استشاري ومسؤول العمليات بكندا، 2012/04/18 .

خلاصة :

بالرغم من حداثة إنشاء شركة Cap-Ti اذ أنها تنشط في مدة أقل من ثلاث سنوات، إلا أنها حققت رقم الأعمال الذي كانت تنتظره، كما أنها ساهمت في توفير مناصب شغل ومنه المساهمة في تخفيض نسبة البطالة .

يعد قرار عدم اللجوء إلى الاستدانة قرارا 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 .

ومنه نستنتج أنه كان بالأحرى أن تلجأ المؤسسة إلى الاقتراض، وإن لم تفعل ذلك في إنشاء المشروع، اذن عليها القيام بالاقتراض حاليا لكي تتمكن من مواجهة الصعوبات التي تجدها، أو كان يجب عليها الاعتماد على الائتمان التجاري في شراء التجهيزات بدلا من دفع المبلغ في الحين، اذ أن التجهيزات كانت مكلفة .

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 الشركة، أين تبرز كفاءة وفعالية المسير أو المستثمر في مدى قدرته على تحقيق الأهداف المسطرة التي تركز على تعظيم العائد وكذا تخفيض التكاليف والمخاطر من جهة أخرى .

وقد تمحورت اشكالية الدراسة حول أثر قرار التمويل على المشاريع الاستثمارية الخدمائية، فانطلقنا من فرضيات مفادها أن قرار التمويل يخضع لدراسة معمقة من طرف المستثمر أو متخذ القرار . وأن قرار التمويل يلعب دورا مهما في نجاح المشروع وضمان استمراريته، ومن أجل محاولة الاجابة على التساؤلات المطروحة وتأكيد الفرضيات قمنا بدراسة ثلاثة محاور أساسية كمايلي :

- التعريف بالمشاريع الاستثمارية وقرار الاستثمار، وهو ذلك القرار الذي ينطوي عليه تخصيص قدر معلوم من الأموال وتوظيفها بقصد الحصول على عائد في المستقبل، ويترتب عن قرار الاستثمار أخطار على المستثمر أو المؤسسة بسبب أن الآثار المستقبلية للمشاريع الاستثمارية لا تكون معروفة بدقة .
- استعراض احتياجات المشاريع الاستثمارية وكيفية تمويلها، ودراسة قرار التمويل الذي يعد من أصعب القرارات. فقرار التمويل يبحث في الكيفية التي يتحصل بها المستثمر على الأموال الضرورية لقيام مشروع، وهو مرتبط ارتباطا وثيقا بقرار الاستثمار .

ولدى تعريجننا على حالة شركة Cap-Ti انطلاقا من كيفية تمويل مشروع إنشائها خلال سنة 2010 بدءا من فكرة المشروع سنة 2009 . خالصنا إلى النتائج التالية :

- التمويل كان المشكلة الأساسية والتحدي الأول في إنشاء شركة Cap-Ti وهذا نظرا لأن المشروع تطلب أموالا معتبرة نوعا ما .
- خضع قرار التمويل إلى دراسة معمقة من طرف أصحاب المشروع وهذا ما جعل المدة الفاصلة بين بزوغ فكرة المشروع وتطبيقه علا أرض الواقع تمتد إلى أكثر من سنة .
- صعوبة الحصول على تمويل من المصادر الخارجية (الاقتراض من البنوك) أدى إلى قرار تمويل المشروع بالأموال الخاصة أي مساهمة الشركاء في إنشاء الشركة وبالتالي تأخير قيام المشروع ليتمكن الشركاء من توفير الأموال اللازمة .
- الشركة تواجه صعوبات في تسديد رواتب الموظفين بداية كل شهر وهذه تعد المشكلة الأساسية بسبب نقص السيولة والأموال .
- تمويل المشروع بالأموال الخاصة وعدم اللجوء إلى الاقتراض أدى إلى ظهور صعوبات بعد مزاوله الشركة لنشاطها أهمها عدم القدرة على سداد مستحقات ورواتب الموظفين في الوقت المحدد .

- مؤسسي الشركة يتقاضون رواتبهم فقط بصفتهم استشاريين ولم يستفيدوا من الأرباح .
- بالرغم من هذه الصعوبات مازالت الشركة مستمرة في نشاطها بل وفي طور النمو وتسعى لتحقيق أكبر عائد وتوفير مناصب شغل أخرى بالإضافة إلى ضم استشاريين آخرين حيث تهدف للوصول إلى 125 استشاري في السنوات القليلة القادمة وتطوير خدماتها إلى الخارج .

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

- ضرورة اللجوء إلى الاقتراض خصوصا في هذه الفترة (بداية و نمو النشاط)، ويمكن 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 وذلك بتخفيض الفوائد المطبقة على القروض وطلب ضمانات مقبولة يستطيع المشتتم توفيرها .
 - في حالة رفض اللجوء إلى الاقتراض من البنوك تطبيقا لمبدأ عدم التعامل بالريا يمكن اللجوء إلى البنوك الاسلامية والتفاوض معها على تمويلها بالصيغ المعتمدة لدى هذه البنوك .
 - إعادة النظر في الرواتب الممنوحة للموظفين إذ أنها تعتبر رواتب مرتفعة نوعا ما والشركة في بداية نشاطها .
- 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، ويعتبر البحث لبنة يمكن إثرائه بعدة بحوث أخرى كدراسة مشروع مول عن طريق الميزج ما بين رأس المال الخاص والاستدانة مثلا .

المراجع

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 علي، 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 قريلقص، 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 الحوار، 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.
- 23- الفيروز آبادي، القاموس المحيط، دار العلم للجميع، بيروت، طبعة 1، 1985.

- 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- ابراهيم الحاج قويدر، مدير عام شركة Cap-Ti، يوم 17 و18 أبريل 2012 .
- 29- Alain Perras، مستشار بالشركة وأحد المؤسسين لها، يوم 17 أبريل 2012 .
- VI. الأتزيات :
- 30- أحمد السيد كردي، سياسات الائتمان، بحث مقدم لقسم الدراسات العليا، كلية التجارة، جامعة نهبها، مصر، 2009.
- <http://www.Kenanonline.com>، تاريخ التصفح : 2012/04/16
- 31- ايهاب مقابلة، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات.
- <http://www.acc4arab.com/acc/showthread.php?t=1888> ، تاريخ التصفح : 2012/04/17
- 32- مليكة زغيب، الياس بجعادة، دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، الجزائر. <http://www.ifpedia.com/arab/wp-content/uploads>. تاريخ التصفح: 2012/04/15.
- 33- نشنش سليمة، دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرار الاستثماري المالي .
- http://www.ostadz.com/index.php?option=com_content&view=article&i
- تاريخ التصفح : 2012/04/10 .
- 34- عبد العال هاشم أبو خشبة، مفاهيم وخصائص القرارات الاستثمارية والعوامل المؤثرة فيها .
- www.sharqacademy.com/index.php? تاريخ التصفح : 2012/04/12 .
- 35- عبد العزيز الدغيم، الائتمان المصرفي. <http://www.Kenanonline.com> تاريخ التصفح : 2012/04/17.
- 36- صافي فلوح، الإدارة المالية،

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

. 2012/04/16 :

ثانيا : المراجع باللغة الأجنبية

I. Les ouvrages :

37-Pierre-Noel Giraud. Intitation a l'économie.2004.2005.

II. Internet :

38-J.Corey Pierce, Comment préparé et présenter une demande de financement d'affaires réussie, 2007 . <http://www.businessfinancecoach.com>
10/04/2012, h : 14.00

39- [httpM:// www.net-pme.fr](httpM://www.net-pme.fr).Financement des investissements, 17/04/2012 .

الملاحق