

المحاضرة الثالثة : قرار الإستثمار (Décision d'investissement)

محتويات المحاضرة:

1. مفهوم الإستثمار.
2. محددات الإستثمار.
3. الإستثمار والنمو.
4. معايير تقييم واختبار الاستثمارات.

1. مفهوم الإستثمار:

1.1. قرار الإستثمار:

يعتبر قرار الاستثمار إحدى القرارات المالية الهامة بالنسبة للمسير أو المدير المالي، و هو القرار الذي يتم من خلاله تقييم الاستثمار و اختياره من بين مجموعة من البدائل المتاحة، و هذا ما يحمل متخذ القرار مسؤولية النجاح أو الفشل فكل استثمار له هدف معين و خطورة محتملة، لذلك يجب على متخذ القرار أن يقوم بدراسة معمقة للمشروع الاستثماري و محاولة تقييمه قبل إنجازه، و هذا ما يقودنا إلى طرح الإشكالية التالية : كيف يمكن للمسير المالي أن يقيم المشروع الاستثماري ؟ و كيف يمكنه التنبؤ بنجاح الاستثمار أو فشله ؟ و على أي أساس يقوم باختيار استثمار معين على حساب استثمار آخر ؟ نحاول من خلال هذه المحاضرة الإجابة على الإشكالية المطروحة من خلال التطرق إلى مفهوم الإستثمار ومحدداته والأدوات المستخدمة في تقييم الاستثمارات و اختيارها.

2.1. تعريف الإستثمار:

يرى البعض منهم أن كلمة استثمار يقتصر استخدامها على شراء الأصول الرأسمالية التي تقدم خدمات و منافع مثل الآلات والمصانع والخدمات فهي التي تدر خدمات أو سلع إنتاجية حقيقية خلال الزمن، بينما يطلق على شراء الأصول المالية (الأسهم والسندات) كلمة استثمار مالي وتطلق كلمة ثروة Wealth لتعني الأصول الحقيقية والأصول المالية.

ويرى البعض الآخر أن الاستثمار يمثل تضحية بقيم حالية مؤكدة في سبيل الحصول على قيم غير مؤكدة في المستقبل ويعتبر الاستثمار أحد مكوني الطلب الفعال إلى جانب الاستهلاك، ويعني ببساطة الإضافة إلى الثروة المتراكمة، حيث يؤدي إلى الزيادة المحافظة على رأس المال.

❖ **التعريف الأول:** "يرى البعض أن الاستثمار يعني التضحية بمنفعة حالية يمكن تحقيقها من إشباع استهلاكي حالي من أجل الحصول على منفعة مستقبلية يمكن الحصول عليها من استهلاك مستقبلية أكبر."

❖ **التعريف الثاني:** "يعرف الاستثمار بأنه التخلي عن استخدام أموال حالية ولفترة زمنية معينة من أجل الحصول على مزيد من التدفقات. النقدية في المستقبل تكون بمثابة تعويض عن الفرصة الضائعة للأموال المستمرة، وكذلك تعويض عن الانخفاض المتوقع للقوة الشرائية للأموال المستثمرة بسبب التضخم مع إمكانية الحصول على عائد معقول مقابل الحمل عنصر المخاطرة". وهنا تجدر الإشارة إلى أن الفرق بين الادخار والاستثمار هو عنصر المخاطرة، فالادخار هو احتفاظ برأس المال من أجل المستقبل دون التعرض لخطر خسارته أو خسارة جزء منه بينما الاستثمار يتعرض لذلك.

❖ **التعريف الثالث:** "يمكن تعريف الاستثمار بأنه التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة معينة الدارة معينة من الزمن قد تطول أو القصر وربطها بأصل أو أكثر من الأصول بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن:

- القيمة الحالية لتلك الأموال التي تخرى عنها في سبيل الحصول على ذلك الأصل أو الأصول.
- النقص المتوقع في قوة تلك الأموال الشرائية بفعل التضخم.
- المخاطرة الناشئة عن احتمال عدم حصول التدفقات المالية المرغوب فيها كما هو متوقع.

3.1. أنواع الإستثمار: هناك نوعين:

- **الاستثمار الحقيقي:** هو الإستثمار في الأصول الحقيقية (المفهوم الاقتصادي)، أي حيازة أو إنشاء أو تأجير عناصر ملموسة بهدف استغلالها في الأنشطة لتحقيق مردودية مستقبلية، ويتخذ عدة صور الأراضي والعقارات، تجهيزات الإنتاج، معدات

وادوات الإنتاج.

- **الإستثمار المالي:** فهو الذي يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية كالأسهم والسندات وشهادات الإيداع وغيرها، أي توظيف الفوائض المالية المحققة لحياسة أوراق مالية تشكل مساهمات متوسطة وطويلة الأجل في مؤسسات أخرى بهدف تحقيق عوائد مالية مستقبلية.
- **الإستثمار المعنوي:** هو حياسة أو إنشاء أو تأجير عناصر غير ملموسة بهدف استغلالها في الأنشطة لتحقيق مردودية مستقبلية، ويتخذ عدة صور: العبتكار، الإختراعات، العلامات التجارية، البحث والتطوير، حقوق الملكية الفكرية والصناعية رخص الإستخدام.

2. محددات الإستثمار (Les déterminants de l'investissement):

تسهم جملة من العوامل الاقتصادية في تحديد الأستثمار منها مدى توافر السوق المالية الفعالة والشلة وبعضها ما يرتبط بمدى توافر الوعي الادخاري والاستثماري لدى أفراد المجتمع .

1.2. سعر الفائدة :

والمقصود بسعر الفائدة تكلفة رأس المال المستثمر فالعلاقة بينها وبين حجم الأموال المستثمرة هي علامة عكسية. فزيادة سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض حجم الاقتراض ومن ثم انخفاض الأستثمار نتيجة ارتفاع سعر الاقتراض . أما عند نقصان سعر الفائدة فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع حجم الاقتراض ، ومن ثم ارتفاع الأستثمار نتيجة انخفاض تكلفة الاقتراض . ففي حالة التضخم تقوم الدولة برفع سعر الفائدة أما في حالة الركود العمل على تخفيض سعر الفائدة .

2.2. الكفاية الحدية لرأس المال:

والمقصود بالكفاية الحدية لرأس المال هي الإنتاجية الحدية لرأس المال ، او العائد المتوقع الحصول عليه من أستثمار حجم معين من الأموال ، فالعلاقة بين الإنتاجية الحدية لرأس المال والأموال المستثمرة هي علاقة طرية فعند ارتفاع الإنتاجية الحدية فإن ذلك يسهم في ارتفاع الدخل ومن ثم يسهم ذلك في التشجيع على الأستثمار وفي زيادة الأموال المستثمرة.

3.2. التقدم العلمي والتكنولوجي:

يعد التقدم العلمي والتكنولوجي من العوامل الرئيسية المحددة للأستثمار فهو يؤدي إلى ظهور نوع جديد من الآلات المتطورة ذات الطاقة الإنتاجية العالية والتي تعمل على رفع المنتج أو المستثمر إلى العمل على إبدال المكان القديمة بأخرى جديدة وذلك في ظل المنافسة السائدة في السوق.

4.2. درجة المخاطرة:

من العوامل الأخرى المحددة للأستثمار عامل درجة المخاطرة إذ إن علاقته بالأستثمار هي علاقة عكسية ، فمن الملاحظ في هذه العلاقة أنه كلما زادت درجة المخاطرة انخفضت معها كمية الأستثمار . ولكن من جهة ثانية نجد العلاقة بين درجة المخاطرة والعائد هي علاقة طردية . وانطلاقاً من أن توفير الضمانات في إطار القوانين المشجعة للأستثمار ضرورة خاصة في الدول النامية .

5.2. التوقعات:

تؤثر التوقعات على القرار الاستثماري بشكل لا يقل أهمية على التمويل، إذ أن نظرة الإدارة الدقيقة نحو المستقبل، تؤدي بها الى تقليل الانحرافات، وبالتالي تساعد على الوصول إلى أهدافها المبرمجة والمخططة بكفاءة عالية من جهة، كما تؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة من جهة أخرى.

3. الإستثمار والنمو (L'investissement et la croissance):

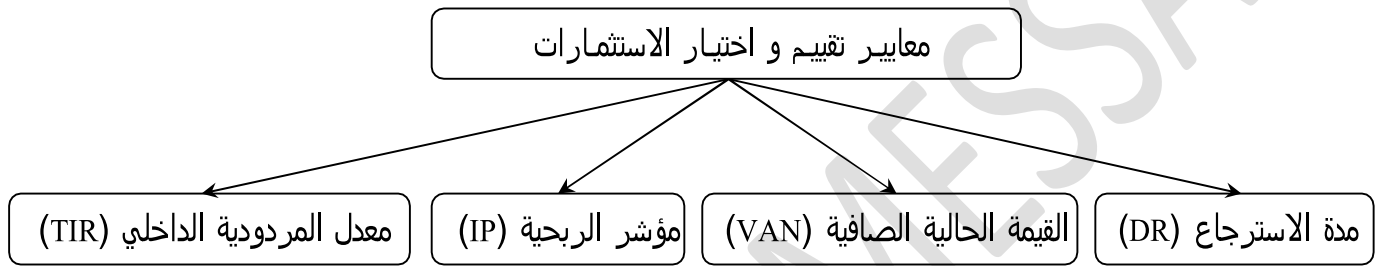
لو تم إقرار عدم التوسع في الطاقة الإنتاجية في المؤسسة، بينما يشهد السوق توسعا في الطلب على منتجات المؤسسة، فإن الأخيرة تفوت فرصا كبيرة للنمو والتوسع من ناحية الحصة السوقية، ونعطي المنافسين الأكثر دراية وإماما في توقعاتهم، والعكس صحيح، فلو أن الإدارة قامت بإتقال الأصول الثابتة الإنتاجية، وتوسعت فيها، في حين وجود كبت في الطلب الكلي على المنتجات، بالتالي مردودية المؤسسة لا تغطي تكاليف تلك الأصول، سيؤدي ذلك إلى تحقيق خسائر مكلفة نوعا ما، تضطر حينها إلى وقف العملية الإنتاجية نتيجة سوء التوقعات

والواقع أن الإدارة تبدل قصارى جهدها في التنبؤ حول مدى توسع السوق في المستقبل، لكن هناك عوامل أخرى عديدة يمكن أن تؤثر على مدى هذا التوسع في السوق، على غرار أعداد مستهلكي منتجات المؤسسة، السياسة الضريبية المفروضة على الأفراد والمنتجات ظهور منتجات منافسة أو بديلة، أو توافر فرص بديلة أكثر ربحية، أو الظروف السياسية المحلية الهامة والتي تؤثر على النشاط الاقتصادي.

وتقوم هذه التوقعات على شخص طبيعي، قد تشوبه حالة من التشاؤم بحكم أن التوقع لا يقوم على الأساليب العلمية و الكمية فقط، بل يتعدى كذلك إلى نفسية المكلف بالعملية، يمكن أن تتبلور في نقص عام في الانفاق الاستثماري، كما قد يحدث العكس في حال تفاؤل المكلف بعملية التوقعات، يؤدي ذلك إلى النمو في الاستثمار.

4. معايير تقييم و اختيار الاستثمارات (Critères d'évaluation et de choix d'investissement):

هناك عدة معايير لتقييم و اختيار الاستثمارات، يمكننا توضيح أهمها من خلال الشكل التالي :



الشكل رقم (03) : معايير تقييم و اختيار الاستثمارات

DR : Délai de récupération.

VAN : Valeur actuelle nette.

IP : Indice de profitabilité.

TIR : Taux interne de rentabilité.

1.4.1.4 مدة الاسترجاع (DR) Le délai de récupération actualisé هي المدة

الضرورية لاسترجاع رأس المال المستثمر في المشروع من خلال تجميع العوائد المنتظرة منه، و تحسب مدة الاسترجاع بالعلاقة التالية :

$$DR = \text{Rأس المال المستثمر} / \text{التدفق النقدي السنوي}$$

إذا كنا بصدد المفاضلة بين مجموعة من البدائل الاستثمارية فالبدل الاستثماري المناسب هو الذي يسترجع رأسماله في أقصر مدة زمنية .

مثال : بصفتك مسير مالي في مؤسسة تقوم بإنتاج و توزيع مادة الجبن، و قصد توسيع نشاط المؤسسة تقرر شراء شاحنة توزيع (استثمار)، و لديك الخيارين التاليين :

- شاحنة من نوع (HARBIN) سعرها 670.000 دج، و مدة حياتها 5 سنوات، تعود على المؤسسة بقيمة مضافة (تدفق نقدي) قدرها 200.000 دج سنويا.
- شاحنة من نوع (KIA) سعرها 1.450.000 دج، و مدة حياتها 5 سنوات، تعود على المؤسسة بقيمة مضافة (تدفق نقدي) قدرها 362.500 دج سنويا.

المطلوب : اتخذ قرار الاستثمار.

الحل : نقوم بحساب مدة الاسترجاع في الحالتين و نأخذ الاستثمار الأقل من حيث المدة.

الحالة (01): مدة الاسترجاع $DR = 200.000/670.000 = 3.35$ (ثلاث سنوات و أربعة أشهر).
 الحالة (02): مدة الاسترجاع $DR = 362.500/1.450.000 = 4$ (أربع سنوات).
 نختار الاستثمار الأول و هو الذي نسترجع فيه رأس المال المستثمر في مدة ثلاث سنوات و أربعة أشهر.

2.4. القيمة الحالية الصافية (VAN) :La valeur actuelle nette

القيمة الحالية الصافية هي الفرق بين القيمة الحالية و تكلفة الاستثمار، أي الفرق بين مجموع التدفقات النقدية المتولدة عن الاستثمار و المحينة إلى زمن بداية النشاط، و رأس المال المستثمر في المشروع، و تحسب القيمة الحالية الصافية وفق العلاقة التالية:

$$VAN = \sum_{i=1}^n V_i (1+t)^{-i} - I_0$$

حيث :

i : السنة.

n : مدة حياة الاستثمار.

V_i : التدفق النقدي للسنة i.

$(1+t)^{-i}$: معامل التحيين.

t : معدل التحيين.

I : رأس المال المستثمر.

الدلالة المالية للقيمة الحالية الصافية :

• $0 < VAN$: استثمار جيد (العائد أكبر من رأس المال المستثمر).

• $0 = VAN$: استثمار بدون جدوى (العائد يساوي رأس المال المستثمر).

• $0 > VAN$: استثمار سيئ (العائد أقل من رأس المال المستثمر).

مثال : إذا كان معدل التحيين $t = 10\%$ (نفس المثال السابق).

المطلوب : اتخاذ قرار الاستثمار.

الحل : نقوم بحساب القيمة الحالية الصافية لكلا الحالتين ثم نأخذ الاستثمار الذي قيمته الحالية الصافية أكبر.

$$\begin{aligned} VAN(1) &= [200.000 (1.1)^{-1} + 200.000 (1.1)^{-2} + 200.000 (1.1)^{-3} + 200.000 (1.1)^{-4} + 200.000 (1.1)^{-5}] - 670.000 \\ &= 200.000 (0.909 + 0.826 + 0.751 + 0.683 + 0.62) - 670.000 \\ &= 200.000 (3.789) - 670.000 \\ &= 757.800 - 670.000 = 87.800 \end{aligned}$$

$$\boxed{VAN(1) = 87.800}$$

$$\begin{aligned} VAN(2) &= 362.500 (3.789) - 1.450.000 \\ &= 1.373.512,5 - 1.450.000 = - 76.487,5 \end{aligned}$$

$$\boxed{VAN(2) = - 76.487,5}$$

نختار الاستثمار الأول (قيمة حالية صافية موجبة)، الاستثمار الثاني مرفوض لأن قيمته الحالية الصافية

سالبة .

3.4. مؤشر الربحية (IP) :Indice de profiabilité

مؤشر الربحية هو مؤشر يقيس نسبة مجموع التدفقات النقدية المحينة إلى تكلفة الاستثمار، و يحسب اعتمادا على العلاقة التالية :

$$IP = (VAN / I) + 1$$

.الدلالة المالية لمؤشر الربحية :

▪ $IP < 1$ الاستثمار مقبول.

▪ $IP \geq 1$ الاستثمار مرفوض.

مثال : نفس المثال السابق

المطلوب: اتخذ قرار الاستثمار.

الحل : نقوم بحساب مؤشر الربحية لكلا الحالتين ثم نأخذ الاستثمار ذو المؤشر الجيد.

$$IP = (87.800/670.000) + 1 = 1.13 \quad \bullet \text{ (مقبول)}$$

$$IP = (-76.487,5/1.450.000) + 1 = 0.94 \quad \bullet \text{ (مرفوض)}$$

4.3. معدل المردودية الداخلي (TIR) :Le taux interne de rendement

معدل المردودية الداخلي هو معدل التحيين الذي يحقق التعادل بين تكلفة الاستثمار و مجموع التدفقات المحينة، أي هو معدل المردودية عند مستوى قيمة حالية صافية معدومة، و يحسب من خلال العلاقة التالية (في حالة تدفقات نقدية سنوية متساوية) :

$$TRI = t_1 + \frac{VAN_{t_1}}{VAN_{t_1} - VAN_{t_2}} (t_2 - t_1)$$

حيث :

t_1 : معدل الإستحداث الذي يجعل القيمة الحالية الصافية موجبة

t_2 : معدل الإستحداث الذي يجعل القيمة الحالية الصافية سالبة

VAN_{t_1} : القيمة الحالية الصافية موجبة

VAN_{t_2} : القيمة الحالية الصافية سالبة

$C =$ (رأس المال المستثمر/التدفق النقدي السنوي)

ثم نبحث في الجداول المالية عن المعدل t الذي يناسب القيمة C و يكون : $TIR = t$

مثال : (نفس المثال السابق).

المطلوب : اتخذ قرار الاستثمار.

الحل: نقوم بحساب معدل المردودية الداخلي لكلا الحالتين ثم نحدد المجال الذي يكون فيه الاستثمار ذو مردودية

$$\bullet [1 - (1+t)^{-5} / t] = 670.000 / 200.000 = 3.35 \quad TIR = t = 15 \%$$

$$\bullet [1 - (1+t)^{-5} / t] = 1.450.000 / 362.500 = 4 \quad TIR = t = 8 \%$$

الإستثمار الأول يجب أن لا يزيد معدل التحيين عن 15 % والإستثمار الثاني ان لايزيد معدل التحيين عن 8 %

DR. SOUMIA MESSAT