

المحاضرة الأولى: الاستثمار

تمهيد

تلعب المشاريع الاستثمارية بمختلف مجالات أنشطتها (زراعية، صناعية وخدمية) دوراً جدياً هاماً في تطور اقتصاديات الدول، لهذا تعمل هذه الأخيرة لإيجاد البيئة الاستثمارية الملائمة لنشوء ونمو واستمرار مثل تلك المشاريع. وقبل تناول بعض المفاهيم المتعلقة بالمشاريع الاستثمارية، سنتطرق أولاً إلى بعض المفاهيم المتعلقة بالاستثمار.

1- مفاهيم حول الاستثمار

1-1- تعريف وأهداف الاستثمار

يقصد بالاستثمار تلك الأموال المنفقة من طرف المنظمون، رجال الأعمال والمشروعات على شراء، تكوين أو إنشاء الأصول الإنتاجية والسلع الرأسمالية الجديدة بمختلف أنواعها (آلات، معدات، وتجهيزات فنية، عقارات،...)، وزيادة المخزون (مواد أولية، سلع وسيطة،...) خلال فترة زمنية محددة. وبهذا المعنى فهذا الاستثمار يطلق عليه بالاستثمار الحقيقي تمييزاً له عن الاستثمار غير الحقيقي أو الاستثمار المالي والذي يتمثل في شراء وبيع الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات. لكن ينبغي ملاحظة أن عملية الشراء لأول مرة لأسهم مصنع جديد مثلاً تعتبر استثماراً حقيقياً وليس مالياً، وهذه العملية تتم في السوق الأولي، في حين أن عملية تداول الأسهم بعد الشراء الأول تتم في السوق الثانوي.

ويتضمن الاستثمار جانبين:

المستثمر: قد يكون المستثمر شخصاً طبيعياً أو شخصاً اعتبارياً، والشخص الاعتباري يمكن أن يكون مؤسسة خاصة وقد يكون مؤسسة عامة.

موضوع الاستثمار: يقصد به الميادين والمجالات التي ينصب عليها فعل الاستثمار وكذلك في الأشكال المختلفة للاستثمار.

ويهدف المستثمرون من الاستثمار إلى:

- تحقيق عائد مرضٍ، يساعد المستثمر على الاستمرار في مشروعه الاستثماري؛
- المحافظة على قيمة الأصول الحقيقية، أي المحافظة على قيمة رأس المال الأصلي للمستثمر في المشروع، وحتى تتم المحافظة على قيمة رأس المال لابد من اختيار البديل الاستثماري من بين عدة بدائل مقترحة، بحيث يتم اختيار البديل الاستثماري الذي يحقق أكبر عائد وأقل درجة من المخاطر، كما يمكن للمستثمر أن يحافظ على أصوله الاستثمارية من خلال تنويع الاستثمارات (تكوين محفظة استثمارية)؛

- العمل باستمرار على زيادة العائد المتحقق من الاستثمار وتنميته؛

- توفير مستوى مناسب من السيولة لضمان تغطية متطلبات عمليات النشاط، وكذلك العملية الإنتاجية للمشروع الاستثماري.

1-2- المبادئ التي يقوم عليها قرار الاستثمار

هناك مجموعة من المبادئ العامة التي يجب على المستثمر أن يقوم بمراعاتها عندما يريد أن يتخذ قراراً استثمارياً باختيار أحد البدائل المتاحة، ومن هذه المبادئ ما يلي:

- **مبدأ الاختيار:** إن المستثمر الرشيد يبحث دائماً عن فرص استثمارية متعددة لما لديه من مدخرات ليقوم باختيار المناسب منها بدلاً من توظيفها في أول فرصة تتاح له، كما يفرض هذا المبدأ على المستثمر الذي ليست لديه خبرة في الاستثمار بأن يستخدم الوسطاء الحاليين ممن لديهم خبرة في هذا المجال؛

- **مبدأ المقارنة:** أي المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة لاختيار المناسب منها، وتتم المقارنة بالاستعانة بالتحليل الفني أو الأساسي لكل بديل ومقارنة نتائج هذا التحليل لاختيار البديل الأفضل من وجهة نظر المستثمر حسب مبدأ الملائمة؛

- **مبدأ الملاءمة:** يطبق المستثمر هذا المبدأ عملياً عندما يختار من بين مجالات الاستثمار وأدواته ما يلائم رغباته وميوله التي يحددها دخله وعمره وعمله وكذلك حالته الاجتماعية، ويقوم هذا المبدأ على أساس أن لكل مستثمر نمط تفضيل يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية لقرار الاستثمار والتي يكشفها التحليل الفني أو الأساسي وهي:

- معدل العائد على الاستثمار؛

- درجة المخاطرة التي يتصف بها ذلك الاستثمار؛

- مستوى السيولة التي يتمتع بها كل من المستثمر وأداة الاستثمار.

- **مبدأ التنوع:** حيث يلجأ المستثمر لتوزيع استثماراته وذلك للحد من المخاطر الاستثمارية وتجنب المخاطر غير النظامية.

1-3- أنواع الاستثمار

يمكن تصنيف الاستثمارات إلى:

- **الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي:** الاستثمار الحقيقي هو الاستثمار في الأصول الحقيقية (المفهوم الاقتصادي)، أما الاستثمار المالي فهو الذي يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية كأسهم والسندات وشهادات الإيداع وغيرها؛

- **الاستثمار طويل الأجل والاستثمار قصير الأجل:** الاستثمار طويل الأجل هو الذي يأخذ شكل الأسهم والسندات ويطلق عليه الاستثمار الرأسمالي، أما الاستثمار قصير الأجل فيتمثل بالاستثمار في الأوراق المالية التي تأخذ شكل أذونات الخزينة والقبولات البنكية أو بشكل شهادات الإيداع ويطلق عليه الاستثمار النقدي؛

- الاستثمار المستقل والاستثمار المحفز: الاستثمار المستقل هو الأساس في زيادة الدخل والنتاج القومي من قبل قطاع الأعمال أو الحكومة أو من الاستثمار الأجنبي، أما الاستثمار المحفز فهو الذي يأتي نتيجة لزيادة الدخل (العلاقة بينهما طردية)؛

- الاستثمار المادي والاستثمار البشري: الاستثمار المادي هو الذي يمثل الشكل التقليدي للاستثمار، أي الاستثمار الحقيقي، أما الاستثمار البشري فيتمثل بالاهتمام بالعنصر البشري من خلال التعليم والتدريب؛

- الاستثمار في مجالات البحث والتطوير: يحتل هذا النوع من الاستثمار أهمية خاصة في الدول المتقدمة حيث تخصص له هذه الدول مبالغ طائلة لأنه يساعد على زيادة القدرة التنافسية لمنتجاتها في السوق العالمية، وأيضاً إيجاد طرق جديدة في الإنتاج.

1-4- الإنفاق الرأسمالي (الاستثماري) ومخاطر الاستثمار

يقسم الإنفاق الذي تقوم به المنشآت إلى قسمين: الإنفاق الجاري والإنفاق الرأسمالي، فالأول هو إنفاق متكرر الحدوث ويختص بفترة زمنية واحدة، والمبالغ المنفقة هي مبالغ صغيرة نسبياً، ومن أمثلة الإنفاق الجاري نجد نفقات الكهرباء، الماء، رواتب الموظفين،... أما الثاني فهو إنفاق غير متكرر ويختص بفترة طويلة والمبالغ المنفقة هي كبيرة نسبياً، ومن أمثلة الإنفاق الرأسمالي شراء الأصول الثابتة كالمباني، الآلات والمصانع.

ويقصد بالإنفاق الرأسمالي "قرار المنشأة باستثمار الأموال بطريقة مثالية بنشاطات طويلة الأجل، يتوقع منها خط من العوائد النقدية لعدة سنين".

وتتميز قرارات الإنفاق الرأسمالي بـ:

- أن تلك القرارات ما هي إلا مبادلة للأموال في الوقت الحاضر بعوائد متوقعة بالمستقبل، بمعنى مبادلة للكلفة المبدئية بالتدفقات النقدية المتوقعة؛

- أن تلك المبالغ تنفق على استثمارات طويلة الأجل؛

- العوائد تكون متوقعة في المستقبل وعلى عدد من السنين.

وتكمن أهمية الإنفاق الاستثماري (الرأسمالي) في:

- إن قرار الإنفاق الرأسمالي يتضمن نتائج طويلة المدى ويؤثر على مؤشرات المخاطر في الشركة، ومن المؤكد أن القرارات الاستثمارية تمتد نتائجها إلى المستقبل ولفترة تزيد عن تلك المتوقعة من الاستثمارات في الموجودات المتداولة أو النفقات التشغيلية المختلفة، كما أن القرارات الاستثمارية تحدد سرعة واتجاه نمو الشركة، وبالتالي فإن القرارات الاستثمارية الخاطئة قد تؤدي إلى كوارث تؤثر على وجود وحياء الشركة نفسها، فالتوسع في شراء الموجودات الثابتة غير المرغوب فيها أو غير الملائمة يؤدي إلى زيادة كبيرة في النفقات التشغيلية، ومن جهة أخرى فإن نقص الاستثمارات أو الإنفاق على الموجودات الضرورية واللازمة من شأنه أن يجعل القدرة

التنافسية للشركة محدودة، مما يعرضها لاحتمال تحقيق الخسائر المالية، كما أن تخصيص الأموال للإنفاق الرأسمالي يغير من طبيعة المخاطر التي تتعرض لها الشركة، فإذا قبلت الشركة عرضاً جديداً للاستثمار يزيد من متوسط العوائد ولكن بسبب زيادة بفروق الأرباح من سنة إلى أخرى، فإن مثل هذا العرض الجديد يؤدي إلى زيادة مخاطر الشركة، وهكذا يمكن القول أن قرارات الإنفاق الرأسمالي تشكل أساساً مهماً لاتجاه الشركة ومدى تقبلها للمخاطر؛

- القرارات الاستثمارية تحتاج لمبالغ كبيرة، وكون المبالغ المستثمرة كبيرة فإنه يجب على الشركة أن تخطط جيداً لتلك الاستثمارات سواء في تدبيرها أو في استخدامها؛
- القرارات الاستثمارية لا يمكن الرجوع عنها أو عكسها خاصة بعد أن يتم تنفيذ جزء منها، والسبب في ذلك يعود إلى صعوبة بيع الأجهزة والمعدات والتركيبات بعد أن يتم شراؤها؛
- إن طبيعة القرارات الاستثمارية تستوجب عملية تقييم لأحداث المستقبل وهي عملية غير دقيقة بطبيعتها، فمحاولة التنبؤ بالتدفقات النقدية المتأتية بالمستقبل تعتبر من أعقد العمليات، وذلك لأن هذه التنبؤات مرتبطة بأحداث عديدة منها ما هو اقتصادي، أو سياسي، أو اجتماعي، أو تكنولوجي.

ويترتب على الإنفاق الاستثماري اتخاذ مجموعة من القرارات، من أهمها:

- قرارات تنطوي على الحصول على أصول جديدة لزيادة الطاقة الإنتاجية للمنشأة؛
 - قرارات تنطوي على استبدال الأصول الثابتة المستهلكة؛
 - قرارات تنطوي على إحلال آلات ومعدات حديثة تكنولوجياً محل أخرى متقدمة أقل كفاية.
- وتؤثر مثل هذه القرارات بطريقة مباشرة على ربحية المنشأة، حيث يؤدي النوع الأول من اتخاذ القرارات إلى زيادة الإيرادات، بينما النوع الثاني من اتخاذ القرارات وبالنظر لبقاء الطاقة الإنتاجية على حالها فإنه يؤدي إلى الاحتفاظ بمستوى الإيرادات الحالي، أما النوع الأخير من اتخاذ القرارات فهو يهدف إلى زيادة مستوى الأرباح من خلال تخفيض إلى أدنى حد ممكن مستوى التكاليف مع ثبات حجم الإنتاج والمبيعات.

ويترافق مع أي قرار للاستثمار أو للتمويل شيء من عدم التأكد (Uncertainty) من النتائج التي ستتحقق. وبالرغم من أن مصطلحي عدم التأكد والمخاطرة (Risk) يستخدمان في أغلب الأحيان للتعبير عن المعنى نفسه، إلا أن هناك فارق بين المصطلحين، فالأول يشير إلى عدم معرفة ماذا سيحدث بالضبط في المستقبل، في حين أن الثاني يشير إلى درجة عدم التأكد الموجود، وبهذا المعنى، فإن عدم تأكد عال معناه مخاطرة عالية.

ويمكن تعريف المخاطر الاستثمارية بأنها "عدم التأكد من المردود (العائد) سواء من حيث حجمه أو انتظامه أو توقيت الحصول عليه أو من جميع هذه الأمور معاً".

كما يمكن تعريف المخاطر الاستثمارية أيضاً بأنها درجة التباين بين العوائد الفعلية والعوائد المتوقعة، حيث أنه كلما ارتفع التباين بين العائدين ارتفعت درجة المخاطر.

وعنصر العائد والمخاطرة يرتبطان معاً في علاقة طردية، فكلما كان العائد المطلوب على الاستثمار مرتفعاً، فإن المستثمر يجب أن يكون مهياً لتحمل مخاطر أعلى ناتجة عن عدم احتمال تحقق العوائد المتوقعة، والعكس صحيح، فكلما كان العائد المتوقع منخفضاً، كلما تكون المخاطر التي يمكن أن يتحملها المستثمر قليلة.

وتوجد علاقة ارتباط بين طبيعة المستثمر ودرجات المخاطرة التي هو مستعد لتحملها عند اتخاذ قراراته الاستثمارية كما يلي:

- **المستثمر المتحفظ:** وهذا النوع من المستثمرين يقبل أن تكون عوائد استثماراته منخفضة مقابل أن تكون المخاطر منخفضة؛

- **المستثمر المضارب:** يتوجه نحو استثمارات تتميز بدرجة معينة من المخاطر من أجل الحصول على عائد مرتفع يتناسب مع هذه المخاطر.

- **المستثمر المتوازن:** ويتميز هذا النوع من المستثمرين بأنه أكثر عقلانية حيث يوازن بين العائد والمخاطرة.

وتوجد علاقة طردية بين طول الفترة الزمنية للاستثمار ودرجة المخاطرة، حيث أنه كلما تطول هذه الفترة ترتفع درجة المخاطرة بسبب تأثر احتمال تحقق أو عدم تحقق العائد بطول هذه الفترة. فطول الفترة الزمنية للاستثمار يقلل من القدرة على التنبؤ بما سيحدث في المستقبل، وهو ما يزيد من درجة المخاطرة فيما يتعلق بالتدفقات النقدية المستقبلية.

وهناك العديد من الأسباب لتكوين المخاطرة منها ما هو داخلي ومنها ما هو خارجي:

- **نوع السلع والمنتجات:** حيث يقبل المستثمرون على الاستثمار في المشروعات المجزية أو شراء الأسهم لشركات ذات عوائد جيدة، وإذا ما تعرضت منتجات هذه الشركات إلى المنافسة الحادة وبدأت تفقد تميزها، فإن حجم مبيعاتها وربحيتها سيتراجع، ويتبعه هبوط في قيمة هذه المنشآت وأسعارها السوقية؛

- **تقلبات سوقية عامة:** يتعرض سوق أي سلعة أو مشروع معين أو سعر الورقة المالية إلى مجموعة من التقلبات السريعة والمفاجئة تتسبب في حالة من الهبوط العام والسبب في ذلك قد يكون التقلبات الاقتصادية والسياسية؛

- **تغير أسعار الفائدة:** إذا ارتفعت أسعار الفائدة فإن تكلفة الاقتراض سوف ترتفع، وكذلك معدل الخصم الذي تخصم به التدفقات النقدية المستقبلية، وتصبح بعض المشروعات غير مجزية، مما ينعكس في التراجع في أرباحها، والعكس صحيح في حالة انخفاض أسعار الفائدة؛

- **التضخم:** ويقصد به انخفاض القيمة الشرائية للنقد المتداول، وينعكس ذلك في ارتفاع التكاليف وانخفاض هوامش الأرباح؛

- **التغير في القوانين والتشريعات:** إن استقرار الاقتصاد واستقرار القوانين يؤديان عموماً إلى استقرار الأسعار وعدم تعرضها إلى مخاطر الانخفاض، في حين يعتبر صدور عدد من القوانين لدعم الاستثمار عاملاً محفزاً مثل الإعفاءات الضريبية والجمركية وتشجيع الصادرات، وبالتالي انخفاض مخاطر الاستثمار، في حين أن صدور عدد من القوانين التي تحمل المنشأة مزيد من التكاليف يزيد من تقلب ومخاطر الإيرادات مثل رفع الدعم عن قطاع اقتصادي معين وتثبيت أسعار بعض السلع وغيرها.

1-5- مناخ الاستثمار وعوامل جذب وطرد الاستثمار

يقصد بمناخ الاستثمار "مجملة الأوضاع والظروف الاقتصادية، الاجتماعية، السياسية، المؤسسية والقانونية التي يمكن أن تؤثر على قرار الاستثمار وعلى فرص نجاح المشروع الاستثماري في دولة ما أو قطاع معين. وتعد هذه الأوضاع والظروف عناصر متداخلة تؤثر وتتأثر ببعضها البعض، ومعظمها عناصر متغيرة يخلق تفاعلها أو تداعياها أوضاعاً جديدة بمعطيات مختلفة وتترجم محصلتها كعوامل جاذبة أو طاردة لرأس المال."

وهناك العديد من العوامل التي تؤثر على مناخ الاستثمار في البلد، حيث يمكن أن تشكل عوامل طرد أو عوامل جذب للاستثمارات. والمناخ الاستثماري الذي يؤثر سلباً على حجم الاستثمارات في البلد يدل على غلبة عوامل الطرد، في حين أن المناخ الاستثماري الذي يؤثر إيجاباً على حجم الاستثمارات في البلد يدل على غلبة عوامل الجذب. وتتعدد العوامل المؤثرة على المناخ الاستثماري:

- **العوامل السياسية والأمنية:** إن العوامل السياسية تؤثر سلباً أو إيجاباً في عملية جذب أو طرد المشروعات الاستثمارية، وهذه العوامل مرتبطة بالنظام السياسي القائم في البلد، فالأنظمة الحرة تشكل عوامل جذب للاستثمارات، والأنظمة المتسلطة تشكل عوامل طرد لها. كما أن الاستقرار الأمني يشكل عامل جذب للاستثمارات، والاضطرابات الأمنية تشكل عامل طرد لها؛

- **العوامل الاقتصادية:** حيث ترتبط العوامل الاقتصادية بنمط النظام الاقتصادي الموجود في البلد، فالنظام الاقتصادي الحر يمثل مناخاً ملائماً للاستثمارات (عامل جذب) نتيجة لحرية تدفق رأس المال من وإلى البلد الذي ستقام فيه المشروعات الاستثمارية، أما نظام الاقتصاد الموجه فلا يوفر مناخاً ملائماً للاستثمارات (عامل طرد)، وذلك بسبب القيود أمام الاستثمار تحت مسميات مختلفة؛

- **العوامل الاجتماعية:** ويقصد بالعوامل الاجتماعية القيم والعادات والتقاليد السائدة في المجتمع، فإذا كان المشروع الاستثماري المقترح ينسجم مع هذه العوامل الاجتماعية فإن ذلك يعني أن

المناخ الاستثماري مناسب، وهو عامل جذب، أما إذا كان المشروع الاستثماري يتعارض مع العوامل الاجتماعية فهذا يعني أن المناخ الاستثماري غير مناسب لإقامة المشروع؛

- **العوامل الإدارية:** ويقصد بها مجموعة الإجراءات الإدارية المتعلقة بتنفيذ المشروعات الاستثمارية، فإذا كانت الإجراءات الإدارية تتسم بالسهولة والوضوح عندها نستطيع القول أن العوامل الإدارية تشكل عامل جذب للاستثمارات، أما إذا كانت الإجراءات الإدارية معقدة وغير واضحة وتأخذ وقت طويل عندها نقول أن العوامل الإدارية تشكل عامل طرد للاستثمارات؛

- **السياسة النقدية:** ويقصد بها مجموعة الإجراءات والتدابير التي تتخذها السلطات النقدية ممثلة بالبنك المركزي للتأثير في عرض النقد وذلك من خلال التحكم بأدوات السياسة النقدية (عمليات السوق المفتوحة، سعر الخصم وإعادة الخصم، الاحتياطي الإلزامي، معدلات الفائدة)، فإذا كانت السياسة النقدية توسعية فهي تمثل عامل جذب للاستثمارات، أما إذا كانت السياسة النقدية انكماشية فهي تمثل عامل طرد للاستثمارات؛

- **السياسة المالية:** إذا كانت السياسة المالية (السياسة الضريبية وسياسة الإنفاق العام) تتميز بالوضوح والعدالة في التطبيق، بالإضافة إلى منح إعفاءات وتسهيلات للمستثمرين، فإن ذلك يساعد على جذب الاستثمارات، والعكس صحيح؛

- **العلاقات التجارية والدولية:** ويقصد بها الاتفاقيات الثنائية (وحتى الاتفاقيات متعددة الأطراف) بين البلد المعني والدول الأخرى، فكلما زادت الاتفاقيات الموقعة بين البلد المعني والدول الأخرى، كان ذلك مؤشراً على الانفتاح الاقتصادي لهذا البلد وتعززت عوامل الجذب للاستثمارات، والعكس صحيح؛

- **السياسات السعرية:** ويقصد بها مدى تدخل الدولة في تحديد أسعار السلع والخدمات في البلد، فكلما كان تدخل الدولة واسعاً في تحديد أسعار السلع والخدمات، كان ذلك عامل طرد للاستثمارات، وإذا كانت الأسعار تتحدد بقوة السوق، كان ذلك عامل جذب للاستثمارات؛

- **مؤشرات الاقتصاد القومي:** وأهم هذه المؤشرات: نسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي، معدل نمو الصادرات، معدل العائد على الاستثمارات، حجم الاحتياطيات من العملات الأجنبية، نسبة خدمة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي، مؤشر الفائض أو العجز في الموازنة العامة للدولة وميزان المدفوعات ومعدل البطالة والتضخم.

المرجع مطبوعة: محاضرات وتطبيقات في مادة التقييم المالي للمشاريع، ريغي هشام