المحور الثامن: معايير اختيار الاستثمارات
Les Critères De Choix D'investissement

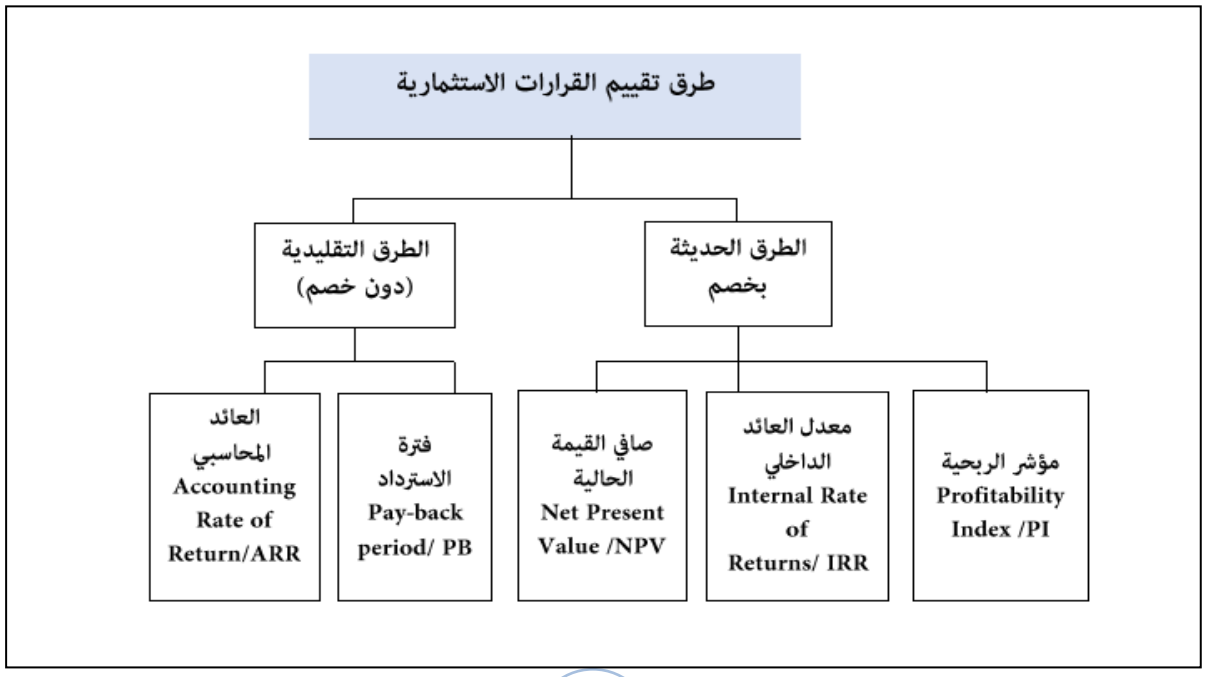
1. **تعريف الاستثمار:** هو استخدام رأس المال في تمويل نشاط معين قصد تحقيق ربح مستقبلي، وطبقا للمعايير الاقتصادية والمالية فإنه يكون الاستثمار مقبولا إذا كان مجموع الأرباح المنتظرة منه أكبر من الأموال المستثمرة فيه خلال فترة زمنية تقدر بمدة حياة المشروع، وعليه فأساس تقييم واختيار الاستثمار يرتكز على العوائد المنتظرة من المشروع وتكلفة الأموال المستثمرة.

2. **خصائص المشروع الاستثماري:** تتمثل في:

- ✓ رأس المال المستثمر وهو جميع النفقات المستخدمة في إنجاز المشروع؛
- ✓ مدة حياة المشروع من أجل التقييم الجيد للأرباح المنتظرة من المشروع من الضروري تحديد مدة الاستثمار والتي تقدر عادة بمدة الإهتلاك؛
- ✓ العوائد النقدية الناتجة عن الفرق بين التدفقات النقدية المتولدة عن المشروع وتتمثل في التحصيلات المستلمة والنفقات المسددة، حيث يعرف التدفق النقدي على أنه المدخلات النقدية السائلة للمشروع والذي يحسب من خلال العلاقة التالية: التدفق النقدي = التحصيلات النقدية – النفقات النقدية.

3. طرق تقييم قرارات الاستثمار:

للحكم على جدوى مشروع استثماري، يجب حساب التدفقات النقدية المحتملة التي يمكن أن يحققها ، ترتبط معايير التقييم إما بربحية المشروع أو بالمخاطر التي قد يتسبب فيها للمؤسسة، أو بكليهما في شكل موازنة بين الربحية والمخاطر، هناك خمسة معايير شائعة يجب تحديدها لكل استثمار:



1.3. الطريق التقليدية: وهي الطرق التي تأخذ في الاعتبار القيمة الزمنية للنقود.

أ. فترة الاسترداد: هي عدد السنوات التي يحتاجها المشروع ليسترجع تكاليفه الأولية من التدفق النقدي الذي يحققه، والإدارة هي التي تحدد المدة القصوى المناسبة لفترة الاسترداد، وبناء على هذه الطريقة، يقبل المشروع الذي يسترد استثماره الأولي خلال الفترة الزمنية التي حددتها الإدارة لاستيراد الاستثمار أو أقل منها، وفي حالة الاسترداد بدفعات سنوية متساوية نحصل على فترة الاسترداد بقسمة الاستثمار المبدئي في المشروع على صافي التدفق النقدي السنوي منه بعد الضريبة.

فترة الاسترداد = تكلفة الاستثمار / التدفق النقدي السنوي

مثال: إذا كان الاستثمار الأولي 100,000 دج وكان المشروع يحقق تدفقا نقديا قدره 25,000 دج سنويا، فإن فترة استرجاع رأس المال تكون كما يلي: 25.000/100000 = **4 سنوات.**

عندما يكون التسديد خلال عدد من السنوات وجزء من سنة لاحقة، تستعمل المعادلة الآتية:

فترة الاسترداد = عدد السنوات السابقة المكتملة + (الجزء غير المسترد من الاستثمار عند السنة المعينة / التدفق النقدي للسنة اللاحقة)

يتم اختيار المشروع ذو الفترة الأقصر؛ إذ كلما قصرت هذه الفترة قلت مخاطر الاستثمار لارتباط الخطر بالزمن.

- من إيجابيات هذه الطريقة بساطة الحساب، وتعتبر مناسبة للمؤسسة التي تعاني نقصان في السيولة أو التي ترغب دائما في استرداد رأسمالها في بأسرع وقت ممكن توفيرا للسيولة، وتعتبر هذه الطريقة مناسبة للمشاريع التي تتزايد التزاماتها قصيرة الآجل، كما تتناسب هذه الطريقة مع المشاريع التي تتميز في عمومها بسرعة التقلب وعدم الاستقرار وتتناسب مع المستثمرين الذين يتجنبون المخاطرة.
- تتجاهل هذه الطريقة القيمة الزمنية للنقود.
- ومن سلبيات هذه الطريقة تجاهلها للتدفقات النقدية التي تحصل بعد فترة الاسترداد ولا تأخذ بعين الاعتبار العمر الاقتصادي للمشروع، كما تتجاهل هذه الطريقة الهيكل الزمني للتدفقات النقدية للمشروع (توقيت تحقق التدفقات).

ب. العائد المحاسبي: يعتمد هذا الأسلوب في التقييم على الأرقام المحاسبية لصافي الدخل والقيمة الدفترية، ويركز على أثر المشروع على الربح المحاسبي، يقيس هذا المعدل الربحية من المنظور المحاسبي التقليدي بقسمة معدل الإيرادات المتوقعة على الاستثمار الرأسمالي، وتستعمل هذه الطريقة الربح المحاسبي وليس التدفق النقدي ولا تأخذ بالاعتبار القيمة الزمنية للنقود.

معدل صافي الربح المحاسبي = معدل العائد المحاسبي / معدل الاستثمار

أو

معدل التدفق النقدي السنوي / الاستثمار الأولي (معدل الاستثمار الأولي)

تقبل المشاريع إذا كان هذا المعدل **يساوي أو أكبر من** معدل العائد المطلوب، ويرفض إن قل عنه.

بالنسبة لتقييم هذه الطريقة فهي تتجاهل في احتساب العائد القيمة الزمنية للنقود وطول حياة المشروع، هناك من يستعمل التدفق النقدي بدلا من الربح المحاسبي ومعدل الاستثمار، ميزة هذه الطريقة هي سهولة الاحتساب، وسهولة الفهم، والاعتماد على البيانات المحاسبية بدلا من بيانات التدفق النقدي.

2.3. الطرق الحديثة:

وهي المعايير التي تأخذ بعين الاعتبار عنصر الزمن في عملية التقييم، أي أنها تركز على القيمة الزمنية للنقود، من أهم هذه المعايير نجد صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي ودليل الربحية.

أ. مؤشر الربحية: يطلق على هذا المؤشر نسبة المنفعة والكلفة، يستعمل في تقدير استثمار معين، ويحسب بقسمة القيمة الحالية (PV) للتدفقات النقدية المستقبلية الداخلة للمشروع على تكلفته الأولية.

$$PI = \frac{\text{إجمالي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية الداخلة بعد الاستثمار}}{\text{الاستثمار الأولي (القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة)}}$$

$$PI = \frac{Total\ PV\ of\ Future\ cash\ Inflow\ After\ Investment}{Initial\ Investment\ (PV\ of\ Cash\ outflow)}$$

$$= \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

مثال: إذا كانت تكلفة مشروع ما 200 ون، وكانت القيمة الحالية لتدفقاته النقدية المتوقعة 220 ون فيكون:

مؤشر الربحية = 200/220 = 1,1

- بما أن القيمة الحالية أكبر من الاستثمار فيه بمقدار 20 ون فيكون الاستثمار مقبولا.
- تقبل المشاريع التي تزيد فيها PI على"**الواحد الصحيح**" وترفض تلك التي تقل عن ذلك.
- ميزة هذا المؤشر أخذه القيمة الزمنية للنقود بعين الاعتبار.
- ترتب المشاريع المتاحة بشكل تنازلي للوقوف على أفضلها.

ويمكن أن يُحسب هذا المؤشر بالطريقة الطويلة التالية:

$$PI = \left[\frac{CF1}{(1+r)^1} + \frac{CF2}{(1+r)^2} + \cdots + \frac{CFn}{(1+r)^n}\right] \div [Initial\ Investment\ (CFo)]$$

$Initial\ Investment$: الاستثمار الأولي

مثال: استُثمر في مشروع 100 ون، ويُتوقع أن يحقق خلال ثلاث سنوات قادمة تدفقا نقديا مقدارهـ10، 60، 80 ون، بإيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية بافتراض سعر فائدة 10%، تكون القيمة الحالية للتدفقات النقدية :

$$PI = \frac{10}{(1.1)^1} + \frac{60}{(1.1)^2} + \frac{80}{(1.1)^3}$$
$$= 9.090 + 49.59 + 60.105 = \$118.705$$
$$PI = \frac{18.705}{100} = 18.705\%$$

ب. صافي القيمة الحالية: من أبسط مقاييس الربحية وتقارن بشكل مباشر بين التكلفة والمردود كما أنها ملخص لجميع التدفقات النقدية (van = القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة – القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة) تحدد هذه الطريقة كميا ما يضيفه مشروع مستهدف إلى ثروة المساهمين، لذا تعتبر من أفضل فنيات التقييم من الناحية النظرية لأنها تهتم بتعظيم ثروة المساهمين.

تعرف van بأنها الفرق بين القيمة الحالية (الوقت صفر) للتدفقات النقدية من المشروع وبين الاستثمار الأولي فيه، تبدأ هذه العملية بتقدير التدفق النقدي الخارج من الاستثمار والتدفق النقدي المقدر أن يحققه المشروع وخصم كلاهما للزمن الحالي بسعر فائدة مقبول.

$$VAN = \left[\frac{CF_1}{(1+r)1} + \frac{CF_2}{(1+r)2} + \cdots + \frac{CF_n}{(1+r)n}\right] - CFO$$

$$VAN = \sum_{t=1}^{n} \frac{CFt}{(1+r)^t} - CFO$$

CFt= صافي التدفق النقدي المتوقع

t= فترة المشروع

r= كلفة رأس المال (WACC أيضاً)

CFo= التدفق النقدي الخارج في الوقت صفر (الاستثمار الأولي).

يعامل التدفق الخارج كتدفق سالب

ملاحظة: CFo هي الاستثمار الرأسمالي الأولي في الفترة صفر ويمثل تدفقاً خارجاً وتكون اشارته سالبة.

جـ. معدل العائد الداخلي: وهو ذلك المعدل الذي إذا ما تم استخدامه كمعدل الاستحداث في صيغة القيمة الحالية الصافية، فإن هذه القيمة تساوي الصفر، أي هو معدل الاستحداث الذي يساوي بين التدفقات النقدية المستحدثة مع التكلفة الأولية للمشروع.

لحساب معدل العائد الداخلي يمكن استخدام المعادلة التالية والتي تعرف بطريقة التقريب الخطي، أن نختار معدلين للخصم احدهما منخفض بحيث يجعل VAN موجبا ويطلق عليه الحد الأدنى وثانيهما مرتفع بحيث تجعل VAN المقابل سالبا ويطلق عليه الحد الأعلى، ثم تستخدم معادلة التقريب الخطي لتقدير TRI :

$$TRI = i1 + \frac{PV(i2-i1)}{PV+NV}$$

حيث:

PV هي القيمة الموجبة ل VAN عند معدل الخصم الأدنى

NV هي القيمة السالبة ل VAN عند معدل الخصم الأكبر

i1 معدل الخصم الأصغر الذي يجعل VAN موجبا .

i2 معدل الخصم الأكبر الذي يجعل VAN سالبا

وفقا لهذه الطريقة يعتبر المشروع مقبولا طالما أن معدل العائد الداخلي للمشروع أعلى من معدل العائد المطلوب أو تكلفة التمويل، ويمكن استعمال هذه الطريقة في حالتين:

- قبول جميع المشروعات الاستثمارية المستقلة التي تكون ذات معدل عائد داخلي أكبر من معدل العائد المطلوب.
- إذا كانت المشروعات الاستثمارية مانعة بالتبادل فانه يجب قبول المشروع ذو معدل العائد الأعلى.