

## المحور الثالث: إدارة الاستثمارات

### الفصل الثاني: عناصر القرار الاستثماري

يتطلب القرار الاستثماري الرشيد تحديد خمس عناصر لكل بديل استثماري قبل عملية المقارنة والاختيار من بينها، هذه العناصر هي: تكلفة الاستثمار، عمر الاستثمار، التدفقات النقدية السنوية الصافية، القيمة المتبقية، ومعدل الخصم. وفيما يلي توضيحها.

#### 1. مدة حياة الاستثمار (العمر الاقتصادي):

تتمثل في فترة استغلال الاستثمار والتي يحقق فيها معدلات العائد المرغوب فيها أو المخططة. وهي المدة التي يستخدم فيها الأصل الاستثماري في النشاط ويولد إيرادات تفوق نفقاته، وهي تختلف عن العمر الإنتاجي الذي يتحدد بالفترة الزمنية التي يمكن خلالها مزاولة الاستثمار لنشاطه الإنتاجي والخدمي، إن مدة حياة المشروع غالبا تتحدد بناء على ثلاث أنواع من الحياة وهي:

- مدة الحياة الفنية أو الفيزيائية: يقوم بتقديرها القسم التقني، وذلك بدقة مقبولة وتمثل عادة بساعات التشغيل.
- مدة الحياة التكنولوجية: هي المدة التي تفصل بين تاريخ تشغيل الأصل وتاريخ ظهور آلة جديدة تقوم بنفس الدور ولكن بإنتاجية وجودة أعلى، وهي دوما أقل من مدة الحياة الفيزيائية.
- مدة حياة المنتج: في حالة استثمارات خاصة بمنتج معين، ولا يمكن تحويل استغلال الاستثمار في حالة زوال المنتج، فإن مدة حياة المنتج هي التي تصبح الملائمة للاستثمار، إذا كانت أقل من مدة حياة الاستثمار الفيزيائية والتكنولوجية.

#### 2. تكلفة الاستثمار:

هي كل ما ينفق على المشروع من لحظة التفكير الجدي في إقامته وحتى بداية أول دورة تشغيلية، وترتبط تلك التكاليف بفترة الإنشاء، والتي تختلف من مشروع لآخر، حيث ممكن أن تصل فترة الإنشاء إلى عدة سنوات في بعض المشروعات، وممكن أن تكون فترة الإنشاء لحظة (صفر) في مشروعات أخرى تعرف بالمشروعات الاستثمارية الفورية مثل شراء مشروع قائم.

تضم تكلفة الاستثمار بدورها الكثير من العناصر منها:

- سعر حيازة الأصل الاستثماري وهو عادة سهل التحديد من خلال كتالوجات البائعين.
- تكاليف ملحقة بالشراء (نقل وجمركة)، تكاليف تركيب، مصاريف تأسيس، تكاليف التشغيل وتكوين العمال (في حالة تكنولوجيا جديدة).
- تكاليف الاستثمارات الإضافية المرتبطة بالاستثمار الرئيسي (نقل العمال، مباني اجتماعية...).
- في حالة استثمارات الإحلال يجب طرح صافي سعر التنازل عن الأصل القديم المستبدل من تكلفة شراء الأصل الجديد.
- بالنسبة لاستثمارات التوسع أو الاستثمارات الجديدة، يجب تحديد الاحتياج إلى رأس المال العامل للاستغلال  $BFR_{sup}$  الإضافي الذي يترتب عن هذا الاستثمارات، فكل زيادة في النشاط تؤدي إلى زيادة في قيم الأصول المتداولة (مخزونات، ذمم، TVA للاسترجاع...)، وفي المقابل ارتفاع في الخصوم قصيرة الأجل (الموردون، أجور، ضمان اجتماعي، TVA للدفع...)، وهذا الارتفاع في الموارد المرتبطة بحجم النشاط عادة ما تكون أقل من الزيادة في الاستخدامات، هذا الفارق يجب أن يمول بأموال دائمة، ومنه يتشكل الاحتياج الإضافي لرأس المال العامل للاستغلال.

$$BFR = \text{المخزون} + \text{حقوق الاستغلال} - \text{ديون الاستغلال}$$

#### ملاحظات:

- ✓ يتم استرجاع احتياج رأس المال العامل الإضافي بعد نهاية المشروع في شكل مواد ومنتجات متبقية تباع، تحصيل مبيعات متأخرة، تضاف للسنة الأخيرة من عمر المشروع.
- ✓ التكاليف التي تتحملها المؤسسة سواء نفذ المشروع أم لا، مثل دراسة جدوى المشروع، لا تدخل ضمن تكلفة الاستثمار، وتسمى التكاليف الغارقة.
- ✓ عند استخدام موارد المؤسسة في المشروع الاستثماري، يجب إدراج تكلفة الفرصة الضائعة لهذه الموارد ضمن تكاليف المشروع (تدفقات نقدية خارجة).

#### مثال:

تملك مؤسسة قطعة أرض تكلفة حيازتها 50000، تريد استخدامها في استثمار توسعي، ولكن لديها فرصة بديلة لبيعها بـ 200000، قيمة تكلفة الأرض التي يجب إدراجها في التكلفة الاستثمارية هي 200000 وليس 50000.

#### 3. التدفقات النقدية الصافية (تدفقات الخزينة):

أ. تعريف التدفق النقدي:

يشير التدفق النقدي إلى حركة النقدية إلى داخل أو إلى خارج المشروع أو المؤسسة، وتتمثل التدفقات النقدية الداخلة (تحصيلات) في المبيعات، استرجاع BFR في نهاية المشروع، القيمة المتبقية، أما التدفقات الخارجة (تسديدات) فتتمثل في الإنفاق الاستثماري المبدئي (تكاليف رأسمالية)، التكاليف الجارية للتشغيل كالأجور والمشتريات، الضريبة على الأرباح....  
**ب. حساب التدفقات النقدية:**

التدفقات النقدية السنوية الصافية تمثل الفرق بين الإيرادات النقدية والنفقات النقدية المتولدة من الاستثمار خلال فترة حياته، وتحسب بطريقتين:  
الطريقة المباشرة:

التدفق النقدي الصافي = التدفقات النقدية الداخلة (المقبوضات) - التدفقات النقدية الخارجة (المدفوعات)  
الطريقة غير المباشرة:

التدفق النقدي الصافي = الربح المحاسبي الصافي - الإيرادات غير النقدية + الأعباء غير النقدية

**التدفق النقدي الصافي = ربح محاسبي صافي + مخصصات الاهتلاك والمؤنات - الانفاق الاستثماري + صافي النازل - تغير في BFR**

إن التدفق النقدي السنوي المعبر عنه بالعلاقة السابقة يمثل المقياس الموضوعي لمردودية الاستثمار، باعتبار أن كل استثمار لابد أن يدر مداخيل تغطي تكلفة حيازته، وتسمح بالحصول على قدرة تمويل ذاتية كافية للتوسع، على اعتبار أن غاية المؤسسة هي البقاء، والبقاء يكون بالتوسع، والتوسع يكون بالقدرة على التمويل، والقدرة على التمويل تكون بالأموال الخاصة والقدرة على الاستدانة، وكلاهما له ثمن، فالمساهمون لن يقبلوا باستثمارات قليلة العوائد، والمقرضون لن يجازفوا بأموالهم في استثمارات غير مضمونة النتائج.

**ج. أنواع التدفقات النقدية:**

تصنف التدفقات النقدية إلى:

■ التدفقات النقدية التشغيلية: النقدية المنفقة أو المكتسبة نتيجة الأنشطة والأعمال التجارية الداخلية، وتشمل المبيعات، المشتريات، الأجور، مصاريف الخدمات، الضرائب على النتائج... إلخ، وعلى المدى المتوسط يجب أن يبقى صافي التدفقات النقدية التشغيلية موجبا لتظل المؤسسة قادرة على الوفاء باحتياجاتها والتزاماتها.

■ التدفقات النقدية الاستثمارية: وهي النقدية المكتسبة من بيع الأصول طويلة المدى، أو التي يتم إنفاقها لحيازة الاستثمار.

■ التدفقات النقدية التمويلية: وهي النقدية التي تحققت من الحصول على ديون أو إصدار أسهم، أو المدفوعة لسداد إعادة شراء الأسهم أو تسديدات الديون.

**ملاحظات:**

■ أقساط سداد القروض لا تعتبر تدفقات نقدية، وإلا تم حسابها مرة ثانية، حيث تم إدراجها في المرة الأولى عند حساب تكلفة الاستثمار كتدفقات نقدية خارجة، أما فوائد القروض أثناء فترة الإنشاء فتعتبر جزء من تكلفة الاستثمار، أما أثناء فترة الاستغلال فتعتبر مصاريف مالية ولا تدخل في حساب تدفقات المشروع، بل يتم خصمها أثناء التقييم المالي للمشروع كتكلفة لرأس المال.

■ الاهتلاكات لا يترتب عنها خروج للنقدية، وإنما تعتبر كأعباء محاسبية، وتؤخذ في الاعتبار فقط لحساب القاعدة الضريبية.

■ لا تحسب إلا التدفقات النقدية التفاضلية للمشروع، أي الزيادة والنقصان في التدفقات النقدية للمؤسسة بفعل المشروع الجديد.

**د. مزايا استخدام التدفقات النقدية:**

■ يسمح بتحديد قيمة العائد المالي للمشروع، ويستفاد من الوقت المستخدم في التدفقات النقدية الداخلة والخارجة من المشاريع كمدخلات في النماذج المالية مثل معدل العائد الداخلي، وصافي القيمة الحالية.

■ يسمح بتحديد مشاكل السيولة في النشاط، فالأرباح لا تكون بالضرورة سيولة مادية، ويمكن للمؤسسة أن تفشل بسبب النقص في الأموال النقدية، حتى وإن كانت لديها أرباح.

■ أداة لتقييم جودة الدخل المتولد من المحاسبة المبنية على أساس الاستحقاق، فعندما يتكون صافي الدخل من بنود كثيرة غير نقدية يعتبر منخفض الجودة.

■ مقياس بديل للربح المحاسبي، حيث أن مفاهيم المحاسبة على أساس الاستحقاق لا تمثل الواقع الاقتصادي، فمثلا قد تكون المؤسسة رابحة نظريا ولكن قليلة توليد النقدية، كما قد يكون الحال بالنسبة للمؤسسة التي تقيض على منتجاتها بدلا من بيعها نقدا، في مثل هذه الحالة، يمكن أن تستمد المؤسسة النقدية من خلال إصدار أسهم إضافية، أو رفع مستوى تمويل الديون الإضافية.

**هـ. الفروق بين الربح المحاسبي والتدفق النقدي:**

■ إن اختلاف الطرق المحاسبية المتبعة للوصول للربح المحاسبي بسبب الاختلاف في طرق الاهتلاك، طرق تقييم المخزون، معالجة الحقوق المشكوك في تحصيلها، وكذا الاختلاف في تقييم محافظ الاستثمارات المالية، وبالتالي الاختلاف في تكوين المخصصات المالية التي تشكل عبء على الربح المحاسبي.

- إن الاختلاف حول بعض المصاريف هل هي رأسمالية تستهلك على فترات بدلا من فترة واحدة، أم هي جارية تتعلق بفترة معينة، هذا الاختلاف يؤثر على الربح المحاسبي، وهو ما يؤثر على قرار قبول المشاريع لاختلاف الربح المحاسبي.
- إن الربح المحاسبي هو مجرد مقياس لقيمة زائدة (ما زاد من الإيرادات عن الأعباء)، بينما التدفق النقدي مقدار ملموس (نفدا) يمكن التصرف فيه بالاستثمار، لذا فهو مؤشر مهم لدى المؤسسة، إذ يعبر عما هو متوفر لديها لإعادة الاستثمار وكسب دخول إضافية.
- إن التدفق النقدي الذي يمثل الفرق بين النقدية المستلمة والمدفوعة هو أكثر وضوحا من الربح المحاسبي الذي يتبع يخضع للسياسات والقواعد المحاسبية المتبعة
- إن التدفق النقدي يمكن اخضاعه لعملية الخصم التي تسهل تقييم المشاريع الاستثمارية، وهذا عكس الأرباح المحاسبية التي يصعب خصمها لأنها لا تعبر عن تقييم حقيقي.

#### 4. القيمة المتبقية:

هي المبلغ الصافي المنتظر الحصول عليه عند بيع الأصل الاستثماري كخردة في نهاية عمره الاقتصادي، وذلك بعد طرح مصاريف الإزالة والبيع، والضريبة على الأرباح الرأسمالية إن وجدت، وتضاف القيمة المتبقية إلى إيرادات السنة الأخيرة من حياة المشروع بعد اقتطاع الضريبة على الأرباح الرأسمالية منها، كما يجب استبعاد هذه القيمة من تكلفة الاستثمار قبل حساب الاهتلاك في حالة مشاريع الإحلال.

أحيانا تساهم القيمة المتبقية في اختيار وقبول المشاريع الجديدة، فالقيمة البيعية الناتجة عن بيع الأصول القديمة تؤدي إلى تخفيض مبلغ التكاليف الاستثمارية اللازمة لإقامة المشروع الجديد، مما يزيد من حظوظ القيام به. توجد ثلاث حالات لمعالجة القيمة المتبقية لأي أصل استثماري:

- **الحالة الأولى:** صافي سعر التنازل (صافي القيمة البيعية) أكبر من القيمة المحاسبية الصافية: هنا يوجد ربح رأسمالي (فائض تنازل) تفرض عليه ضريبة (ضريبة الأرباح الرأسمالية)، في هذه الحالة يعتبر صافي القيمة البيعية تدفق نقدي داخل، والضريبة على الأرباح الرأسمالية تدفق نقدي خارج للسنة الأخيرة.
- **الحالة الثانية:** صافي سعر التنازل يساوي القيمة المحاسبية الصافية: هنا لا يوجد فائض تنازل، وبالتالي لا توجد ضريبة على الأرباح الرأسمالية، وصافي القيمة البيعية فقط هو تدفق داخل يزيد من التدفق النقدي للسنة الأخيرة.
- **الحالة الثالثة:** صافي سعر التنازل أقل من القيمة المحاسبية الصافية: هنا توجد خسارة رأسمالية تسمح للمؤسسة بالاستفادة من  $d'impôt \text{ Crédit}$  يضاف كتدفق داخل للسنة الأخيرة، وبالتالي يعتبر كل من صافي القيمة البيعية و  $\text{Crédit } d'impôt$  تدفق نقدي داخل للسنة الأخيرة.

#### 5. معدل الخصم $Taux d'actualisation$

- هو تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر، أي معدل العائد الذي يمكن الحصول عليه عند استثمار نفس رأس المال في مجال مماثل (بنفس درجة المخاطرة)، أو هو تكلفة التمويل المتوسطة المرجحة لرأس المال المستثمر (تكلفة الديون، معدل العائد المطلوب من المساهمين)، ويتم تحديد معدل الخصم بناء على عدة عوامل منها:
- معدل عائد السوق المالي الذي قد يعرف تغيرات تبعا لشروط الإقراض.
- الخطر المرتبط بالمشروع: بما أن الخطر يترجم احتمال فشل مشروع ما، لذا يجب أخذه في الاعتبار في حساب معدل الخصم.
- الزمن: إذ كلما كانت مدة سداد رأس المال طويلة، زاد احتمال احتمال عدم السداد، وهو ما يرفع تكلفة رأس المال (معدل خصم أعلى).
- الوزن الذي يعطيه المستثمرين أو المساهمين للعوائد المستقبلية للمشروع وطبيعة النشاط، حيث يرتفع معدل الخصم في المشاريع ذات العائد السريع.