



---

## الأكاديمية العربية الدولية

## المقررات الجامعية

---

# ادارة الاشئارات والمحافظ المالية

الدكتور  
خلفان حمد عيسى



\$

---

# إدارة الاستثمار والمحافظ المالية

---

د. خلفان حمد عيسى

الطبعة الأولى 2016



ISBN: 978-9957-580-77-3

## المملكة الأردنية الهاشمية

رقم الإيداع في المكتبة الوطنية

2015/10/4533

332.6

إسم الكتاب: إدارة الاستثمار والمحافظ المالية

إسم المؤلف: خلفان حمد عيسى

الوصفات: الاستثمار المالي//المالية//الاقتصاد



### حقوق الطبع محفوظة للناشر

يمنع إعادة نشر او طباعة او تصوير الكتاب او محتوياته، وينبغي سحب نسخ الكترونية من الكتاب وتوزيعها ونشرها دون إذن خطى من الناشر.

وأي مخالفة لما ذكر يعتبر إساءة لحقوق الملكية الفكرية للناشر والمؤلف ويعرض للمسائلة القانونية والقضائية.

الأردن- عمان

جوال: 962796296514

تلفاكس: 96264778770

ص.ب 520651 عمان 11152 الأردن

E-mail: dar\_janadria@yahoo.com

## المقدمة

تظهر الأهمية الاقتصادية لعنصر الاستثمار كمتغير اقتصادي. من خلال الدور الذي يلعبه في مسار النظام الاقتصادي، وتطوره حركيا. ولاسيما وأنه وثيق الارتباط والصلة بصورة مباشرة أو غير مباشرة، بمتغيرات الادخار والدخل والاستهلاك، ومستوى التشغيل، ومستوى النمو والتنمية الاقتصادية.

مما يجدر بنا تناول بعض الجوانب الهامة لعنصر الاستثمار، من خلال الدراسات التحليلية للأفكار الاقتصادية لمختلف المدارس الاقتصادية الهامة.

وفي هذا الشأن يفسر الاستثمار، الفكر الاقتصادي الكلاسيكي، من خلال علاقته بالادخار. وفي الفكر الاقتصادي الماركسي، يفسر مفهوم الاستثمار من خلال تطرق كارل ماركس إلى نظرية القيمة وفائض القيمة، وكذا علاقته بالتراكم والفائض الاقتصادي، ورأس المال. أما المدرسة الكينزية وضحت متغير الاستثمار عن طريق العلاقة التي تربطه بالاستهلاك والادخار والدخل، وأيضا الكفاية الحدية لرأس المال، والنمو الاقتصادي. في حين نجد الاستثمار في المنهج الإسلامي يفسر على أساس أحكام الشريعة الإسلامية ومقاصدها الشرعية، وهذا ما يختلف عن المناهج الوضعية السابقة.

وعلى هذا الأساس نتساءل عن ماهية الاستثمار؟ ماذا يقصد بالاستثمار وأنواعه المختلفة؟ ما هي المجالات التي يتم فيها الاستثمار والأدوات المستعملة والمتحدة له؟ وأخيراً ماهية طبيعة الاستثمارات وأهميتها الاقتصادية والاجتماعية؟

### مؤلف الكتاب

## الفصل الأول

### ماهية الاستثمار



## الاستثمار في الفكر الاقتصادي الكلاسيكي

إن النموذج النظري الكلاسيكي يقوم بتحليل وتحديد مفهوم الاستثمار من خلال إبراز العلاقة التي تربط الدخول بالاستثمار، في حين يعتبر الفكر الكلاسيكي أن التراكم كمصدر للنمو الاقتصادي مثلما أوضحه آدم سميث (A.smith). وفي هذا الشأن نتطرق في هذا البحث إلى كيفية تحديد الدخول لمتغير الاستثمار، ثم إظهار الأسباب التي تدعو إلى الدخول، ووظيفة تقسيم العمل ودوره في تراكم رأس المال، وأخيراً تقييم النظرية الكلاسيكية لمفهوم الاستثمار.

### الدخل وعلاقته بالاستثمار

إن الكلاسيكيين ركزوا اهتمامهم على شروط التطور والنمو الاقتصادي، واهتدوا فعلاً إلى فكرة الفائض الاقتصادي المتمثل في الدخول، وحاولوا إيجاد العلاقة التي تربط الدخول بالاستثمار. وأقاموا عليها تحليلهم المعروف بنظرية تكوين رأس المال.

الدخل في النظرية الرأسمالية الكلاسيكية هو القوى الشرائية السائلة والمتوفرة، والتي يتم أستبعد استعمالها في الاستهلاك، بقصد استخدامها على أوجه الحصول على اللوازم من المواد الغذائية للعمال، والمأوى الأولية وأدوات العمل في مختلف الورشات. وهو إذن عملية استثمار يترتب عنها بناء طاقة إنتاجية جديدة أو إحداث تراكم وبالتالي فإن الكلاسيكيين قد نظروا إلى الدخول على أنه مصدر للاستثمار والعلاقة بينهما علاقة وطيدة ويعتبر آدم سميث (A. Smith) أن الدخول والعمل شرطين ضروريين لإثراء الأمة، ويشاركه في الرأي

جميع رواد الفكر الكلاسيكي منهم ديفيد ريكاردو (D. Ricardo) وجان باتيست ساي (J. B. Say)

(

وطالما أن الادخار يعتبر مصدر التراكم الرأسمالي، وبالتالي مصدر للثروة كما يرى آدم سميث. فإن ارتفاع حجمه يستلزم انخفاض الأجور، مما يجعل الاثنين إذن في حالة عكسية ولا يكفي انخفاض الأجور لإحداث التراكم الكبير وال سريع عند الفكر التقليدي بل لابد أيضا من تخفيف الريع. لأن الصناعة هي النشاط الذي يتم فيه تكوين رأس المال و ليس الزراعة أي أن الطبقة الرأسمالية تخصص جزءا كبيرا من الأرباح لأغراض التراكم، وبالتالي يعتبر الربح مصدر أساسي للادخار والعلاقة التي تربطهما علاقة طردية. وهكذا اهتم التحليل الكلاسيكي بالادخار لاعتباره كشرط ضروري الذي يسبق العمل لتدعم التنموية الاقتصادية، ولما له علاقة دائمة بالاستثمار.

## دور تقسيم العمل في تراكم رأس المال

إن رأس المال مرتبط بالنظرية الخاصة بتقسيم العمل عند آدم سميث (A.Smith) في 1790-1723) الموضحة في مؤلفه "ثروة الأمم" حيث يذكر ➤ عندما لا يكون هناك تقسيم للعمل لا يكون قسط متراكم متجمعا مسبقا قصد تسيير شؤون المجتمع ↙ بمعنى أن تراكم رأس المال ضروري لتقسيم العمل الذي يتربّع عنه زيادة التشغيل والإنتاج. في حين كلما تعدد تقسيم العمل أدى إلى زيادة جديدة في تراكم المواد الغذائية والمواد الأولية والأدوات.

وأن أصل تقسيم العمل يهدف أساساً إلى البحث عن الكفاءة في العمليات الإنتاجية المتخصصة بالنسبة للأفراد المنتجين المستقلين، فتقسيم العمل يؤهل الأفراد في تخصصهم في شكل واحد من النشاط الاقتصادي، وهذا ما يشجع مبادلة وتجارة السلع.

يتضح لنا من خلال نظرية آدم سميث أن التأثير متبادل بين رأس المال وتقسيم العمل، تجعل العمل محور الإنتاج والتراكم. حيث يعتبر آدم سميث أن رأس المال هو مفهوم مادي، يتمثل في الأموال التي يترتب عنها خلق دخل إضافي أو ربح، بمعنى إنتاج قيمة مادية جديدة.

لذا يعتبر العمل كقوة محركة لرأس المال، وتمثل ديناميكية الإنتاج، وهذا من خلال تقسيمه للعمل إلى عمل منتج وعمل غير منتج. فال الأول يخلق قيمة جديدة تمكن من تقديم خدمات جديدة مثل العمل الزراعي والعمل الصناعي والعمل التجاري. لأن هذه الأعمال يترتب عنها خلق قيمة مادية أو ناتج يؤدي إلى رأس مال متراكم يزيد مع حجم تشغيل العمال. أما العمل غير المنتج هو الذي لا يترتب عنه خلق أو زيادة قيمة أي نوع من أنواع الناتج السابق ذكرها.

وبذلك يعتبر آدم سميث أن العمل المنتج مصدر تراكم رأس المال، وهذا الأخير يوسع نطاق الإنتاج، ويخلق حركة نشيطة من العمل المنتج في المجتمع.

- أما ديفيد ريكاردو (1823- 1772): David Ricardo

يركز اهتمامه في تحديد مفهوم القيمة، ويرى أن ما يحددها عنصران:

وقت العمل ووقت الحصول على رأس المال أي أنه يفرق بين نوعين من العمل أحدهما هو وقت العمل الحي الذي يبذله حاليا المنتجون، وثانيهما هو كمية العمل القديم الذي بذله المنتجون السابقون والمتمثل في وسائل الإنتاج التي يستعملها العمل الحاضر. ومن ثم يبدو واضحاً أن رأس المال عند ريكاردو هو مال اقتصادي يساهم في خلق القيمة ووسيلة للإنتاج، وهي وسيلة قديمة قدم الإنسان.

غير أن ريكاردو اكتشف أن العمل عنصر من عناصر رأس المال، وأن التراكم يتمثل في زيادة رأس المال الذي يعبر عنه بتشغيل عدد إضافي من العمال ويعتقد ريكاردو. أن تراكم رأس المال يؤدي على زيادة التشغيل، ويترتب عن ذلك ارتفاع الأجور وارتفاع سعر الفائدة، وهذا ما يؤدي حتماً إلى انخفاض الأرباح.

-أما جان بابتيست ساي J. B.Say (1767- 1832):

وهو فرنسي كلاسيكي، أعطى مفهوماً خاصاً لرأس المال يختلف عن الاقتصاديين السابقين آدم سميث و دافيد ريكاردو. حيث قسمه إلى:

رأس مال منتج، ورأس مال غير منتج، أما رأس المال المنتج يتمثل في الأموال الاقتصادية التي تستخدم في إنتاج منفعة، سواء كانت هذه المنفعة متجسدة في مادة أو خدمة. أما رأس المال غير المنتج يتمثل في نوع من القيم المنتجة التي لا توجه إلى الإنتاج ولا إلى الاستهلاك، وإنما يحتفظ بها لأغراض المستقبل للظهور بالفضفضة والثراء لدى طبقة الأسياد.

حيث يعتبر أن مصدر التراكم يتمثل في الفائض عن الاستهلاك. أما التراكم يتشخص فقط في الاستثمار الصافي. فيرى أن التراكم الذي يكون رأس مال جديد، لا يبدأ إلا بعد التعويض الكامل لرأس المال القديم. ولا يحدث التراكم إلا بالإنتاج المادي، فقيمة هذه المواد هي التي تؤدي إلى زيادة رأس المال، ومن ثم يستبعد حدوث التراكم عن طريق الإنتاج غير المادي.

#### تقييم النظرية الكلاسيكية حول مفهوم الاستثمار

يمكن أن نلخص الفكر الكلاسيكي حول تحديد مفهوم الاستثمار في النقاط التالية:

- ☒ أنه في الواقع العملي قد يكون الادخار أكبر أو أقل من الاستثمار.
- ☒ إن تحقيق التوازن بين الادخار والاستثمار، أي عرض رأس المال والطلب على رأس المال يحدد مستوى سعر الفائدة.
- ☒ زيادة الادخار تؤدي إلى الطلب الكلي على الاستثمار، وإلى انخفاض الطلب الكلي على الاستهلاك، مع ثبات مستوى الدخل الكلي والعكس صحيح.

إن العرض يخلق الطلب عليه، أو ما يسمى (بقانون ساي في الأسواق). وعلى ذلك فالطلب الكلي على الاستهلاك والاستثمار يقابل عرض كلي للسلع الاستهلاكية والاستثمارية ومساويه في القيمة. وهذا يعني أن الطلب الكلي على الاستهلاك والاستثمار معاً سيظل متواصلاً مع العرض الكلي. ورغم أن النظرية الكلاسيكية قد وضعت الحجر الأساس لمفهوم الاستثمار ورأس المال، ودوره في

التنمية والتطور الاقتصادي. غير أن هذه النظرية لا تنجو من انتقادات من طرف رواد ومفكري

#### المدارس الاقتصادية الماركسية والكينزية

ومن بين الانتقادات الموجهة لآدم سميث في تصوره لتراث رأس المال، أنه مفهوم ضيق يقتصر على زيادة تشغيل العمال المنتجين، أو زيادة قدرتهم الإنتاجية، مثلما يذكر في كتابه ثروة الأمم  $\blacktriangleleft$  لي نرفع قيمة الناتج السنوي للأرض وللعمل في أمة، لا يوجد سبيل آخر غير زيادة العمال المنتجين، أو زيادة القدرة الإنتاجية للعمال  $\blacktriangleright$ . وهي زيادة تتطلب زيادة رؤوس الأموال لمواجهة العدد الإضافي من العمال المشغلين في الإنتاج. وهنا يظهر فشل آدم سميث في تشخيص العمل من ضمن عناصر رأس المال. ورغم هذه الانتقادات فإن آدم سميث أسس نظرية علمية هامة لرأس المال.

في حين جرى الخلط عند ريكاردو بين علاقة رأس المال المتغير بالدائم، وكذا رأس المال المتداول بالثابت .

#### الاستثمار في الفكر الاقتصادي الماركسي

إن النتائج التي توصلت إليها المدرسة، الكلاسيكية، كانت مخالفة لنتائج أفكار المدرسة الماركسية، رغم وجود بعض التشابه في التحليل. حيث أخذ: كارل ماركس (Karl- Marx) (\*) مفهوم نظرية القيمة عن الكلاسيكيين. غير أنه وصف النظام الرأسمالي الذي حكم عليه بالزوال، ويرى أن العلاقات الاجتماعية

---

(\*) (1818-1883) KARL MARX: ولد كارل ماركس في ألمانيا وأصبح أستاذًا للفلسفة، ولعب دوراً كبيراً في الحركات التحريرية الثورية، فطرد من ألمانيا إلى إنجلترا ومن أهم مؤلفاته "رأس المال"

مرتبطة ارتباط وثيق بقوى الإنتاج. وفي هذا المضمار نتطرق لبعض الأفكار المهمة لدى ماركس

وعلاقتها بالاستثمار حسب المحاور التالية:

☒ نظرية القيمة وفائض القيمة.

☒ الاستثمار وعلاقته بالتراكم و الفائض الاقتصادي.

☒ الاستثمار وعلاقته برأس المال.

**نظرية القيمة وفائض القيمة**

**1- نظرية القيمة (La théorie de la valeur)**

يعتبر Karl Marx أن قيمة سلعة ما تقايس بالعمل الذي تضمنته تلك السلعة. أي بعدد الساعات التي استغرقتها تحويل وإنتاج السلعة .

من هذا التعريف يتبيّن أن قيمة السلعة تتجلّى في الحجم الساعي الذي يقضّه العامل لإنتاج مادة ما، على أساس توفر مستوى معين من وسائل الإنتاج.

ومن ثمة فإن كل المواد المنتجة، ما هي إلا مجرد تراكم للعمل البشري الذي يعتبر أساس الإنتاج.

**2- نظرية فائض القيمة (La théorie de la plus value)**

يتمحور تحليل كارل ماركس في نظرية فائض القيمة (la plus value) على أن الرأسمالي يشتري من العامل قوة عمله ويدفع له قيمة لقاء ذلك، ويتحدد قيمة قوة العمل كأي سلعة أخرى بوقت العمل الضروري لإنتاج السلع التي يحتاج

إليها معيشته ومعيشة عائلته. بمعنى أن العمال يضطرون للاشتغال كحساب صاحب رأس المال، ويترافقون في عرض عملهم. وبالتالي ينحهم الرأسمالي أقل أجر يمكنهم من العيش، وفي نفس الوقت يتوجون لصالح صاحب رأس المال مواد تساوي قيمتها مقدار العمل المتراكم اللازم لصناعة المادلة.

وهكذا يجعل صاحب رأس المال على الفارق الموجود بين قيمة المادلة، أي العمل وقيمة الأجر، وهذا الفرق يسمى "فائض القيمة"، وهذا المفهوم الأساسي للماركسيين لتحليل النظام الرأسمالي، أي استغلال الرأسمالي للعامل.

### الاستثمار وعلاقته بالتراكم والفائض الاقتصادي

#### 1- علاقة الاستثمار بالتراكم:

يستطيع أصحاب رؤوس الأموال من جمع وتدليس الأموال نتيجة للأرباح التي يحصلون عليها نتيجة حصولهم على فائض القيمة. ويستعملون هذه الأموال في عملية الاستثمار، أي شراء رأس المال. ولقد قسم كارل ماركس رأس المال إلى قسمين:

☒ رأس المال الثابت والذي يتكون من الآلات والمعدات والمواد الأولية.

☒ رأس المال المتغير أو الدائر وهو الذي تدفع منه الأجور.

☒ أما فائض القيمة مصدره رأس المال المتغير.

وعندما يتحول رأس المال الثابت ورأس المال المتغير إلى نقود تتحول معه فائض القيمة إلى نقود أيضاً. وفائض القيمة المحول بهذا الشكل يعيد الرأسمالي

تحويله إلى عناصر طبيعية من رأس المال الإنتاجي، من أجل تحديد عملية الإنتاج وهو ما يحدث عملية التراكم الرأسمالي.

وما يمكن استخلاصه أن رأس المال المتغير هو مصدر فائض القيمة، وهو عين التراكم. وأن الأدخار هو مصدر التراكم، وأن عملية التراكم هذه مرتبطة بالاستثمار الذي هو في حد ذاته أداة عملية إعادة الإنتاج الموسع، أي تجديد وتوسيع الطاقة الإنتاجية للمجتمع.

وأن الاستثمار يؤدي إلى خلق موارد إنتاجية، وبالتالي فإن سياسة التراكم تقتضي إعطاء الأولوية لقطاع إنتاج الوسائل الإنتاجية أو التوسيع في الاستثمار.

## 2- علاقة الاستثمار بالفائض الاقتصادي:

حسب كارل ماركس فإن الفائض الاقتصادي يقصد به: الزيادة في مجموع العمل تحت شكله المادي أو شكله القيمي بالنسبة للعمل الضروري بمعنى هو عبارة عن فائض الناتج الاجتماعي الصافي عن العمل الضروري اجتماعياً للإنتاج . وفي تعريف الاقتصادي الاشتراكي الأمريكي بول بارا (P.Baran) لمفهوم الفائض، هو ► ذلك الناتج عن الزيادة في الإنتاج الجاري الفعلي للمجتمع عن الاستهلاك الفعلي له ↙. ويقصد بالإنتاج الجاري الفعلي للمجتمع هو الناتج الاجتماعي الصافي، ويعني بالفائض الاقتصادي، الجزء المترافق من فائض القيمة. أما المقصود بالاستهلاك الفعلي هو مجموع استهلاك الطبقة

العاملة المتمثل في رأس المال المتغير، واستهلاك الطبقة الرأسمالية المتمثل في جزء من فائض القيمة.

وي يكن استنتاج العلاقة التي تربط الفائض الاقتصادي بالاستثمار، في أن عملية الاستثمار مرتبطة بإعادة الإنتاج الموسع، وهو يستمد مصدره من الفائض الاقتصادي الذي هو أكثر شمولية من الاستثمار ومن الأدخار. ويعتمد الاستثمار في تمويله على الفائض الاقتصادي، وهو عملية خلق شروط موضوعية وذاتية للإنتاج، أي ما يبذله الإنسان من جهد فكري وعضلي على مختلف الموارد الإنتاجية المعمرة وال دائرة من أجل خلق مادة نافعة للإنسان.

### الاستثمار وعلاقته برأس المال

تبرز علاقة الاستثمار برأس المال، في طبيعة العلاقتين الاجتماعية والفنية بينهما، وفي التفرقة ما بينهما من حيث دراسة طبيعة العلاقة القائمة بينهما.

- أما من حيث العلاقة الإجتماعية والفنية للاستثمار ورأس المال:

الاستثمار هو علاقة اجتماعية وعملية اقتصادية، تتم بين عدد من الأفراد يشكلون جماعة عمل استثماري في وحدة اقتصادية معينة. وفي نفس الوقت يعتبر الاستثمار علاقة فنية، لأن وظيفته خلق وسائل العمل التي تمكن من تجديد وتوسيع الطاقة الإنتاجية للمجتمع.

في حين رأس المال أيضًا علاقة اجتماعية وفنية. ويدرك كارل ماركس  إن تداول السلع هو نقطة انطلاق رأس المال، ويظهر حيث الإنتاج السلعي والتجارة قد بلغا درجة ما من التطور  بمعنى أن رأس المال علاقة اجتماعية لها طبيعة

تبادلية، لأنها سلعة متبادلة بين الأفراد وتحكمها علاقـة الملكية الخاصة. وكذلك رأس المال هو علاقـة فنية متمثلة في ذلك الجزء من الإنتاج الذي يعيد المجتمع استخدامه في الإنتاج بدلاً من استهلاكه، ويسمى كارل ماركس هذا الجزء من الإنتاج "وسائل الإنتاج"، وهي بالنسبة للاستثمار وسائل استثمارية.

- أما طبيعة علاقـة الاستثمار برأس المال، تتجلى في كونهما علاقـتين اجتماعيةـتين وفنيـتين، وإن الذي يحدد حجم رأس المال هو الاستثمار.

وفي هذا الصدد يقول كارل ماركس ➤ إن طرق الاستثمار قيمة لتشغيلها كرأس مال من أجل أن يعيد مالـكه فائض قيمة.◀. بمعنى أن عملية الاستثمار هي تشغيل لرأس المال، أي أن رأس المال يشكل وسيلة استثمارية. وأن الاستثمار هو متغير مستقل يؤدي تطوره إلى تطور جزء من رأس المال كمتغير تابـع.

وإن الاستثمار قسمان: أحدهما استثمار تعويضي لرأس المال. بسبب الاندثار، والثاني استثمار إضافي لرأس المال، فالحالة الأولى هي ➤ إعادة الإنتاج البسيط.◀. أما الاستثمار الإضافي لرأس المال، فهو يمثل توسيع رأس المال الثابت، عن طريق تخصيص جزء من فائض القيمة، وتحويلـ إلى رأس مال نقدـي ورأس مال إنتاجـي (المتغير والثابت)، وأن إعادة الإنتاج في هذه الحالة تعبـر عن ➤ إعادة الإنتاج الموسـع.◀.

#### الاستثمار في الفكر الاقتصادي الـكـينـزي

إن حدوث الأزمة الاقتصادية العالمية الكبرى سنة 1929 في الدول الرأسمالية، التي تمثلت أساساً في تقلص الطلب وانتشار البطالة، كانت نقطة الانطلاق

لصدر كتاب **» النظرية العامة للاستخدام والنقود والفائدة «** لصاحبه جون مينارد كينز<sup>(\*)</sup> **» John Maynard Keynes** سنة 1936، مفسراً أسباب الظواهر الخطيرة التي تنخر النظام الرأسمالي مبيناً وسائل العلاج، منتقداً النظرية الكلاسيكية قبل أن يضع منهجه الجديد. في حين وصف كينز كتاب **» رأس المال «** بأنه كتاب اقتصادي مضي عليه الزمن، ولا مكانة له في العالم المعاصر.

وفي إطار دراسة مفهوم الاستثمار في النظرية الكنزية نتطرق إلى المحاور الرئيسية التالية:

**☒ الاستثمار وعلاقته بالاستهلاك والادخار.**

**☒ الطلب على الاستثمار والكافية الحدية لرأس المال.**

**☒ الدخل وعلاقته بمضاعف الاستثمار.**

**☒ الاستثمار والنمو الاقتصادي.**

---

(\*) JHAN MAGNARD KEYNES (1883 – 1946): ولد في كمبردج نفس العام الذي توفي فيه ماركس، وهو إقتصادي إنجليزي و تلميذ لألفريد مارشال. درس في جامعة كمبردج، ثم أصبح أستاذاً في نفس الجامعة. سافر إلى الهند و عمل موضفاً بها، أصدر كتابه الأول "تداول نقدi والتمويل، في الهند" في سنة 1913. وشارك في مفاوضات فرساي بعد الحرب العالمية الأولى. وفي عام 1936 أصدر كتابه المشهور "النظرية العامة في العمالة و الفائدة و النقود". مثل بريطانيا في مفاوضات بريتون - و ودز سنة 1945 حيث وضع أساس المسائل النقدية و نظام النقد الدولي.

## الاستثمار وعلاقته بالاستهلاك والادخار

إن زيادة الدخل عن الاحتياجات المعيشية ( الاستهلاك ) لأي شخص، يتولد لدى هذا الشخص فائضا يطلق عليه للادخار (L'épargne). وفي حالة توظيف هذا الجزء المدخر فيتم تسميته بالاستثمار (L'investissement). وفي هذا الشأن يرى كينز (Keynes) هناك تعادل بالضرورة بين الادخار وهو الفائض من الدخل بعد الاستهلاك، وبين الاستثمار وهو عبارة عن الجزء من الدخل الذي يذهب لزيادة التجهيزات. لذلك يتساوى الادخار مع الاستثمار، لأن كل منهما يساوي ذلك الجزء من الدخل الذي لم يستهلك في نهاية المرحلة. ومن هنا يمكن استنتاج تساوي الادخار بالاستثمار كما يلي :

الدخل (Revenu) = قيمة الإنتاج = الاستهلاك (La consommation) + الاستثمار..

ولدينا كذلك: الادخار = الدخل - الاستهلاك.....

ومن المعادلة نستنتج أن:

الاستثمار = الدخل - الاستهلاك.....

وبتطابق المعادلة مع المعادلة نجد أن:

الادخار = الاستثمار.

وفي حالة الدخل الشخصي يكون مساوياً لتلبية الاحتياجات الأساسية المعيشية، دون توفر فائض لديه، في هذه الحالة يكون الدخل مساوياً للاستهلاك. أي أن:  $\text{الدخل} = \text{الاستهلاك}$ .

ويتبين مما سبق، بأن علاقة الاستثمار بالاستهلاك والدخل ، تتم عن طريق الدخل. ففي بعض الأحيان ما يكون الدخل مساوياً للاستهلاك، وفي بعض الأحيان ما يكون الدخل مساوياً للاستهلاك والادخار، (أو مساوياً للاستهلاك والاستثمار)، وأحياناً أخرى ما يكون الدخل أقل من الاستهلاك، حيث يكون الدخل في هذه الحالة مساوياً للاستهلاك ناقصاً الاقتراض أي أن:

$$\text{الدخل} = \text{الاستهلاك} - \text{الاقتراض}$$

وبحسب الكلاسيكيين يرون أن الادخار يسبق الاستثمار، فالاستثمار هو نتيجة لادخار وتتابع له. بينما كينز يرى أن الادخار يلي الاستثمار ويكون تابع له، بحيث أن الاستثمار يؤدي إلى خلق الدخل الذي يخلق بدوره الادخار.

#### الطلب على الاستثمار والكافية الحدية لرأس المال

##### 1- الكافية الحدية لرأس المال ↘ L'efficacité marginale du capitale ↗

إن المستثمر يفكر في مقدار العائدات التي يدرها الاستثمار أو الأصل الرأسمالي الجديد طول مدة حياة الاستثمار. و فضلاً عن ذلك فإن المستثمر يفكر أيضاً في بديل هذا الاستثمار، إذ يمكنه مثلاً شراء سندات مدرة للفائدة، أو إيداع أمواله لدى البنوك مما يعود عليه بفائدة. وهنا يقارن المستثمر بين

العوائد التي يحصل عليها من جراء الاستثمار في الأصول الرأسمالية الجديدة، والفوائد التي يحصل عليها من جراء إيداع أمواله لدى المصارف أو في شراء السندات. و من هنا لكي يكون ثمة حافز للاستثمار لدى رجال الأعمال، لابد أن يكون العائد من الاستثمار أعلى من سعر الفائدة، أو على الأقل مساوياً لها.

وأن العلاقة بين المردود المرتقب من الرأس المال وسعر عرضه أو كلفة استبداله، أي كلفة إنتاج وحدة إضافية من هذا الرأس المال، تعطينا الكفاية الحدية لرأس المال. ويعرف جون منارد كينز (keynes) الكفاية (الفعالية) الحدية لرأس المال كما يلي:

هي سعر الخصم الذي يطبق على المردودات السنوية المتوقعة لرأس المال طول مدة حياته، يجعل القيمة الحالية لهذه المردودات متساوية لسعر عرض هذا الرأس المال .

ومن هذا التعريف تتضح العلاقة بين الغلة المتوقعة من الأصل الرأسمالي الجديد وبين سعر عرض هذا الأصل. ولا يقصد كينز بتكلفة العرض ثمن الأصل الموجود فعلا، بل بتكلفة إحلال (coût de remplacement) هذا الأصل، بأصل جديد يشبه تماماً الأصل الذي سيتم الاستثمار فيه، لذا سمي كينز ثمن عرض الأصل الرأسمالي الجديد " بتكلفة الإحلال ".

وبالتالي تعرف الكفاية الحدية لرأس المال بصفة عامة: بأنها نسبة ، الغلة المتوقعة من الاستثمار في

أصل من الأصول إلى ثمن عرض هذا الأصل أو تكلفة إحالله.

إذا افترضنا آلة سوف تعطي عوائد مستقبلية سنويًّا عن طريق تشغيلها، ولتكن هذه العوائد خلال

عمر المشروع كما يلي:

$$R_1, R_2, R_3, \dots, R_n$$

حيث أن:  $R_1$  هي عائد تشغيل الآلة في السنة الأولى

و  $R_n$  هي عائد تشغيل الآلة في السنة n.

ولحساب الكفاية الحدية برأس المال، نحسب معدل الخصم (discount Rate) الذي يجعل

مجموع القيم الحالية للفوائد متساوية إلى ثمن رأس المال أي ثمن الآلة.

ونفترض أن  $P_K^p$  تمثل ثمن رأس المال، و (e) تمثل الكفاية الحدية لرأس المال تكون لدينا المعادلة

التالية:

القيم الحالية للفوائد المتوقعة المخصومة =  $(P_K)$  ثمن رأس المال، أي أن:

$$P_K = \frac{R_1}{(1+e)^1} + \frac{R_2}{(1+e)^2} + \frac{R_3}{(1+e)^3} + \dots + \frac{R_n}{(1+e)^n}$$

إذا تم معرفة قيم  $P_K$ ،  $R_1, R_2, \dots, R_n$  يمكننا معرفة قيمة الكفاية الحدية لرأس المال (e).

إذا كانت الكفاية الحدية لرأس المال أكبر من معدل الفائدة السائد في السوق، أي ( $i < e$ ) فإن المستثمر في هذه الحالة يقدم على الاستثمار.

و إذا كان معدل الفائدة ( $i$ ) أكبر من الكفاية الحدية لرأس المال ( $e$ )، أي ( $i > e$ ) فإن المستثمر في هذه الحالة يتوقف عن الاستثمار.

## 2- منحنى الطلب الاستثماري " la courbe de la demande d'investissement "

حسب التحليل الكينزي فإن زيادة التوظيف في رؤوس الأموال خلال فترة معينة، تؤدي إلى تناقص الفعالية الحدية لهذا الرأس المال الموظف لعدة أسباب منها:

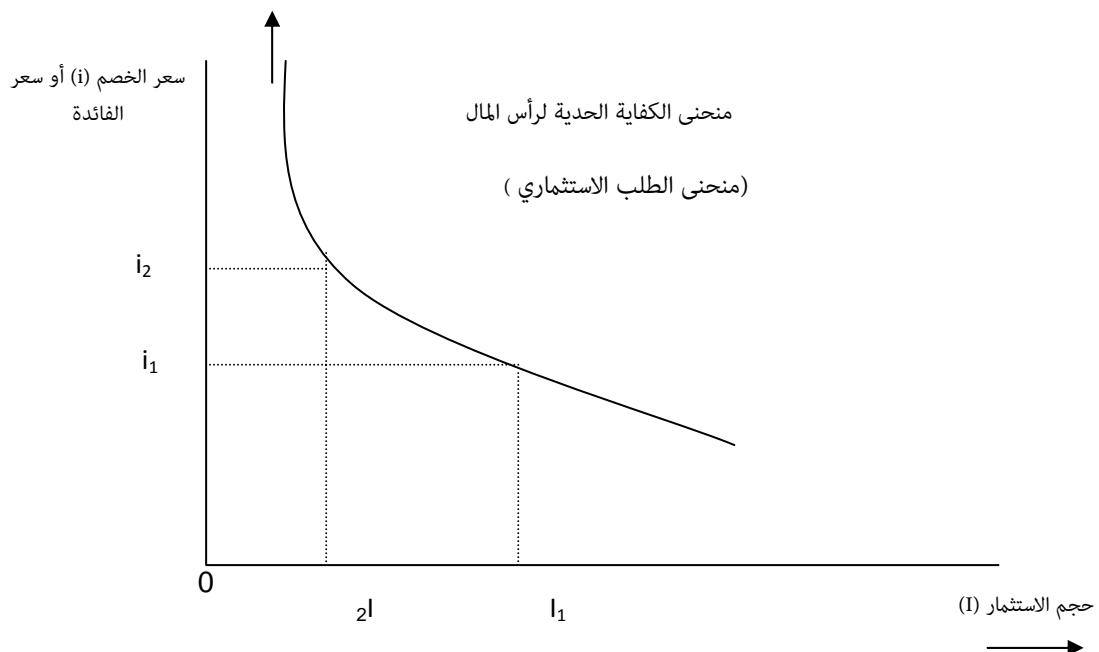
- أن امداد المترقب من هذا الرأس المال يتناقص حينما يزداد عرض رأس المال.

- إن زيادة الأصول الرأسمالية يؤدي إلى زيادة الإنتاج، وبزيادة الإنتاج والعرض يؤدي إلى انخفاض سعر المنتجات، وتقل بالتألي امدادية المتوقعة لهذه الأصول.

- إن زيادة الأصول الرأسمالية، يؤدي إلى ارتفاع تكلفة إنتاجها، بافتراض أن إنتاج هذه الأصول يتم في ظل تناقص الغلة، أو زيادة التكاليف، أي يميل سعر هذه الأصول أو تكلفة إحلالها أي الارتفاع .

وعلى هذا الأساس إذا زاد حجم الاستثمارات في الأصول الرأسمالية، هذا يؤدي بالكفاية الحدية لرأس المال إلى الانخفاض حسب الشكل التالي:

الشكل رقم (01): منحنى الطلب الاستثماري



كل نقطة من المنحنى تمثل مستوى معين من أسعار الخصم، ومستوى الاستثمارات الذي يتماشى مع هذه الأسعار.

ومن هذا الشكل تظهر العلاقة العكسية بين حجم الاستثمار وسعر الخصم المتوقع.

إذ كلما زاد حجم الاستثمار انخفض سعر الخصم المتوقع و العكس الصحيح.

### الدخل وعلاقته بمضاعف الاستثمار

كما أوضحنا سابقاً أن هناك علاقة تربط الدخل بالاستثمار، إذ أن الدخل يؤثر في الاستثمار ويتأثر به، "ومضاعف الاستثمار" يعني كيفية تأثير الاستثمار على الدخل، أما حالة تأثير الدخل على الاستثمار تسمى "معدل الاستثمار".

ويقصد بمضاعف الاستثمار (Le multiplicateur d'investissement)، ذلك المعدل العددي الذي يعبر عن مقدار الزيادة في الدخل المترتبة عن كل زيادة في الاستثمار، ويرمز بالرمز (ع) إلى مضاعف الاستثمار.

٥Δ

\_\_\_\_\_  
ثΔ

حيث أن:  $ع = \frac{5\Delta}{\Delta}$ : مقدار التغير في الدخل

$\Delta$ : مقدار التغير في الاستثمار

.....  $ع = \frac{5\Delta}{\Delta}$  ←

و نعلم أن الدخل = الاستهلاك + الاستثمار.

$$\text{أي: } \Delta_s + \Delta_i$$

$$\text{و أن: } \Delta_s + \Delta_i = \Delta_d$$

لأن الدخل الزائد ينفق في شراء مواد الاستهلاك ( $\Delta_s$ ) وفي شراء مواد الاستثمار ( $\Delta_i$ ).

وبقسمة 1 على كل من طرفي المعادلة الأخيرة نحصل على:

$$\frac{\Delta_d}{\Delta_s} = \frac{\frac{1}{\Delta_s - 1}}{\frac{1}{\Delta_d - 1}} \Leftrightarrow \frac{\Delta_d}{\Delta_s} = \frac{\frac{1}{\Delta_d - 1}}{\frac{1}{\Delta_s - 1}}$$

$$\frac{\Delta_d}{\Delta_s} = \frac{1}{\Delta_d - 1} \quad \text{و نعلم سابقاً أن } \Delta_d = \text{مضاعف الاستثمار}$$

$$\frac{\Delta_s}{\Delta_d} = \frac{1}{\Delta_s - 1} \quad \text{إذن: } \Delta_s = \frac{1}{\Delta_d - 1} \quad \text{، وبما أن الميل الحدي للإستهلاك } (m) =$$

$$\frac{1}{1 - \frac{1}{m}} = \frac{1}{m - 1} \quad \text{نحصل على ما يلي: } \Delta_s = \frac{1}{m - 1}$$

ونستنتج من المعادلة أنه ارتفع الميل الحدي للإستهلاك كلما ارتفع مضاعف الاستثمار ( $\Delta_s$ ) والعكس صحيح.

وتتجدر الملاحظة في هذا الشأن أن الميل الحدي للإدخار = 1 - الميل الحدي للاستهلاك. ويكون

مضاعف الاستثمار في هذه الحالة كما يلي:

1

---

## الميل الحدي للإدخار

### الاستثمار والنمو الاقتصادي

ينبغي التفرقة بين التنمية والنمو، لأن هناك اختلاط موجود بين المصطلحين فالنمو يشير إلى تحقيق معدلات مرتفعة في التغيرات الكلية كالدخل القومي، والناتج القومي، والعمالة، والاستهلاك، والإدخار، وتكون رأس المال بما يحقق الرفاهية لأفراد هذا الاقتصاد. أما التنمية الاقتصادية فيقصد بها أسلوب التوصل لهذا النمو، وتستهدف دخول الاقتصاد في مرحلة النمو السريع المطرد، فهي عملية شاملة متشابكة مرتقبة بالبيان الاقتصادي والاجتماعي التي تقوم بتطويره، وتعني انبات ونمو كل الإمكانيات والطاقة الكامنة بشكل كامل وشامل ومتوازن.

ويعتبر النظام الكينزي أن الاستثمارات الإنتاجية وغير الإنتاجية الخاصة، والحكومة بصفتها خالفة للدخل، تشكل أساس نمو الدخل القومي في المدى القصير، وأيضا العامل الرئيسي المضاد للآزمات. فالاستثمارات في النماذج الكينزية للنمو تعتبر المؤشر الأساسي في توسيع الطاقة الإنتاجية، والعامل الرئيسي في رفع معدلات النمو في الأجل الطويل .

وباعتبار أن الدخل هو جزء من قيمة الإنتاج الكلي ومن ثم فإن أي زيادة مستهدفة في الدخل الكلي لا يمكن أن تتحقق إلا بزيادة قيمة الإنتاج الكلي، وهذا لا يتأق إلا بزيادة قيمة الاستثمار العيني، أي زيادة في الطاقات الإنتاجية الازمة لتحقيق التوسيع في قيمة وكمية الإنتاج.

من هنا ندرك الأهمية البالغة لرقم الاستثمار العيني باعتبار مفتاح الموقف في تحقيق أي معدل سريع للنمو الاقتصادي.

ولقد بدأت محاولات تكيف نظرية كينز لتحليل مشكلات تجديد الإنتاج في نهاية الثلاثينات، متجسدة في نموذج روبي هارود Ray Harrod بصياغة المبادئ الأساسية للنظرية الديناميكية. وظهرت أعمال أكبر الكينزيين الأمريكيين "هانسن" الذي اشتهر بتطوير نظرية الركود، وفي نفس الوقت تقريباً ظهرت في أوروبا مقالات دومار DOMAR في تحليله للنمو الاقتصادي.

كما توصل التحليل الكلاسيكي الجديد (Neo-classique) لعوامل النمو الاقتصادي، بواسطة دلالات الإنتاج من نماذج كوب دوغلاس<sup>(\*)</sup>. استنتاج بأن الدور الحاسم في رفع معدلات النمو في الرأسمالية المعاصرة، يرجع إلى التقدم التقني أو ارتفاع فعالية عوامل الإنتاج. ولقد آثار صولو Solow في هذا الصدد باعتماده على دالة كوب دوغلاس، أن التكنولوجيا المتضمنة في السلع

---

<sup>(\*)</sup> دالة الإنتاج ل Cobb - Dauglas تأخذ الشكل التالي:  $y = \delta K^\alpha L^\beta$  .. حيث أن  $y$  هم على التوالي الناتج، رأس المال، العمل، أما  $\delta$  هي ثابت ومؤشر مستوى التكنولوجيا السائد، أما  $\alpha$ ،  $\beta$  فيشيران إلى مرونة رأس المال و العمل بالنسبة للناتج على التوالي.

الرأسمالية ستؤدي إلى زيادة الإنتاجية، وبهذا أعطى صولو ثقل لعنصر التكنولوجيا في زيادة الإنتاجية، وبالتالي معدل النمو.

### 1- نموذج هارود - دومار Harrod Domar في إطار نظرية Keynes

لقد بينت النظرية الكينزية أنه من الممكن للاقتصاد أن يتوازن و يستقر عند معدل أقل من التشغيل الكامل، وذلك بسبب المستوى غير الكافي من الطلب الكلي.

وفي إطار نظام كينز ظهرت نماذج للتنمية معروضة من طرف الأمريكي هارود Ray Harrod في سنة 1939 في كتابه "النظرية الديناميكية الاقتصادية"، ومن طرف الاقتصادي الأوروبي دومار DOMAR سنة 1946.

ولقد اهتم هارود في أدب كينز بتحديد معدل النمو اللازم من فترة لأخرى، والذي يكفي للمحافظة على مستوى التشغيل الكامل، وبدون تحقيق هذا المعدل من النمو في الدخل القومي، فإن الطاقة الإنتاجية والعمل في الاقتصاد ستعطل أو تستخدم بأقل من طاقتها ويقول هارود " عند دراسة الاقتصاد المتنامي يجب علينا أن ندرس العلاقات المتبادلة التي تظهر مع تنامي العناصر الأساسية الثلاثة:

قوة العمل - وكمية المنتجات أو الدخل بالنسبة للفرد الواحد من السكان - وحجم رأس المال المنتاج " .

وتدرس هذه العلاقات على أساس وضع معادلات إجمالية للنمو الاقتصادي، تقوم على ربط و تأثير النمو بمعدل تراكم رأس المال.

ولقد عبر نموذج Domar-Harrod رياضياً عن معدل النمو اللازم للمحافظة على مستوى

التشغيل الكامل كما يلي :

إذا كان:  $G$ : يمثل معدل النمو،  $S$ : يمثل الادخار في فترة ما.

$Y$ : الدخل القومي في نفس الفترة،  $K$ : معامل رأس المال / الدخل.

$$G = \frac{S}{Y} \cdot \frac{1}{K}$$
  
فإن معدل النمو يكون كما يلي:

ووفقاً لهذا النموذج فإن معدل الادخار  $\left(\frac{S}{Y}\right)$  ، ومقلوب رأس المال / الدخل.

$$\left(\frac{1}{K}\right)$$
 هما العاملان المتحكمان في معدل النمو.

ويبين معامل رأس المال / الدخل العلاقة بين ما يستثمر وبين ما ينتج عنه بين دخل، أي ما يجب أن يستثمر من رأس المال لتحقيق زيادة معينة في الدخل ومن هنا تبرز أهمية نموذج هارود - دومار في تحديد معدل الاستثمار (نسبة الادخار إلى الدخل) الضرورية لتحقيق نسبة معينة من النمو الاقتصادي.

كما يبين هذا النموذج، إمكانية زيادة معدل النمو الاقتصادي بطريقة تخفيف معامل رأس المال/الدخل، أو بطريقة زيادة معدل الاستثمار (نسبة الادخار إلى الدخل).

## 2- تقييم نموذج Harrod Domar

هناك عدة انتقادات وجهت لنموذج هارود - دومار، ومنطلقها الأساسي صعوبة وجود فرضه في الواقع العملي:

- افترض النموذج أن الادخار نسبة ثابتة من الدخل، وقد أغفل أن الادخار يتوقف على عوامل أخرى غير الدخل، وذلك لاختلاف دوافع تفضيل الادخار عن السيولة النقدية، فدافع الادخار في القطاع العائلي يختلف عن دافع الادخار في القطاع الحكومي، أو قطاع الأعمال.
- افترض النموذج أن معامل رأس المال والعمل للناتج ثابتة، ولم يتعرض إلى التقدم التكنولوجي الذي يؤثر في هذه المعاملات عن تأثيره في الإنتاجية.
- أغفل نموذج هارود - دومار العالم الخارجي، بحيث أنه يعتبر أن الاقتصاد مغلق. إذ عن طريق الاستثمارات الأجنبية يمكن تحقيق وفرة في رأس المال.
- رغم عيوب فرضيات النموذج، إلا أن النموذج أفاد في إلقاء الضوء على عنصرين هامين في عملية التنمية، وهما الحاجة إلى وجود مدخلات، وكذلك أهمية الاستفادة بقدر الإمكان للموارد الرأسمالية النادرة.

## الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي

تدرج البلدان الإسلامية ضمن إطار البلدان النامية، والتي تعاني من التخلف الاقتصادي. وتتصف هذه البلدان بانخفاض مستوى الدخل القومي من جهة، وضعف الكفاءة الإنتاجية من جهة أخرى. ومن أهم مميزات العصر الحاضر، زيادة حدة الانقسام واتساع الفجوة بين البلدان المتقدمة اقتصادياً، والبلدان النامية بما فيها البلدان الإسلامية، نظراً لارتفاع معدلات النمو في الدول المتقدمة عنها في الدول المتخلفة، المركزة عموماً في آسيا وإفريقيا وأمريكا الجنوبية. مما يوضح مدى قصور المنهج الوضعي عن علاج مشكلة الفقر والتخلف على مستوى أغلبية الجنس البشري، حيث أن ثلث العالم ما زال متاخلاً. وأن هذا المنهج الوضعي لم يكن فعالاً حتى في مكان نشأته في أوروبا وأمريكا، وقد حقق المنهج الوضعي نجاحاً ملماً في الدول المتقدمة، إلا أنه لم يحقق نفس النجاح بالنسبة للدول النامية. فقد دخلت الاستثمارات الأجنبية إلى هذه الأخيرة تحت حماية القوانين الوضعية غير الإسلامية.

في ظل النشاط الاقتصادي الربوي، الذي يسهل نقل رؤوس الأموال من البلدان الصناعية للبلدان الإسلامية، من أجل الاستثمار في عمليات إنتاج وتمويل وتصدير السلع الأولية و كل هذا الخدمة النشاط الإنتاجي في البلدان الصناعية، وهذا ما أدى إلى تبعية ظروف الإنتاج في البلدان النامية، بما فيها البلدان الإسلامية لظروف الطلب في البلدان المتقدمة.

من هذا المنطلق يجب على كل بلد متختلف أن يبحث في تراثه، وأصالته عن المنهج والأسلوب الذي يخرجه من كابوس التخلف. وعليه نتطرق في هذا

الصدد إلى مفهوم ودّافع وأهداف الاستثمار، والضوابط الشرعية له، في إطار الفكر الاقتصادي الإسلامي.

## مفهوم الاستثمار والتنمية في الفكر الإسلامي

### 1- التنمية الاقتصادية في الإسلام:

يقصد بالتنمية في الإسلام تحقيق الإنسان من خلال عمله، درجات متزايدة من السيطرة على الموارد المتاحة في الكون والتي سخرها الله - سبحانه وتعالى - لخدمته. وذلك لتحقيق قوام الكفاية، وتحقيق مستويات متزايدة من الدخل، ومن عناصر القدرة الاقتصادية وإلى جانب مشاركة الدولة في إشباع الحاجات الأساسية الغير قادرين، وتوفيرها للاستقرار والأمن الداخلي والخارجي وبذلك تعتبر التنمية الاقتصادية بأبعادها الإسلامية، هي فرض مقدس على الفرد والجماعة الإسلامية، والدولة المسلمة. قال تعالى: " هو الذي جعل لكم الأرض ذلولا فامشو في مناكبها وكلوا من رزقه وإليه النشور " .

ويقول أيضا: " فإذا قضيت الصلاة فانتشروا في الأرض وابتغوا من فضل الله " .

ويقول تعالى: " يا أيها الذين آمنوا أنفقوا من طيبات ما كسبتم " .

وكل هذه الأوامر والمشي في مناكب الأرض والانتشار فيها، والابتغاء عن فضل الله، يعبر عنها اقتصاديا بمارسة مختلف العمليات الإنتاجية، والإسلام يهدف إلى تحسين معاش الأفراد وترقية مستواهم الاقتصادي والاجتماعي. ويتجسد مفهوم التنمية في تحقيق مجتمع القدوة والقوة، أي توفير عناصر القوة

الاقتصادية والحضارية والعسكرية الازمة لحماية وتأمين المجتمع. فالإسلام دين قوة لا دين ضعف، ومنهج للحياة يقوم على العلم والعمل .

"يقول تعالى: "وأعدوا لهم ما استطعتم من قوة ومن رباط الخيل ترهبون به عدو الله وعدوكم

وقال رسول الله صلى الله عليه وسلم: "المؤمن القوي خير وأحب إلى الله من المؤمن الضعيف وفي كل خير" ، (رواه مسلم وابن ماجة والنسائي).

وما يمكن استخلاصه أن المعيار الاقتصادي في المنهج الإسلامي هو الدخل الحقيقي للفرد والذي يحقق له حد الكفاية كحد أدنى. وبهذا يختلف جذرياً عن المناهج الوضعية، التي اختلفت الآراء فيها حول صدق المعيار "متوسط الدخل الفردي" وكفايته كمعيار للتقدم الاقتصادي .

## 2- الاستثمار في المنهج الإسلامي:

الاستثمار في اللغة: مشتق من الشمر أي حمل الشجر، وأنواع المطال والولد (ثمرة القلب). والثمر أنواع المال، والثمر الذهب والفضة، وثمر ماله أي نماء، ويقال ثمر الله مالك أي كثره، وأثمر الرجل أي كثر ماله .

وكلمة استثمار مصدر الفعل استثمر، الدال على الطلب، وهي تعني استخدام المال أو تشغيله بقصد تحقيق ثمرة هذا الاستخدام، فيكثر المال وينمو بذلك على مدى الزمن

والاستثمار في الشريعة الإسلامية يتجلّى في الجهد الذي يبذله الإنسان، من أجل تنمية المال وزيادته، وذلك باستغلال الثروات الطبيعية المتاحة، استغلالاً أمثل. ولا بد أن تتم عملية الاستثمار في ظل الأحكام الشرعية، وتوجه إلى تنمية الطاقات الإنتاجية التي تلبي حاجات المجتمع، وفقاً لأولويات التنمية الإسلامية.

والقيام بالنشاط الاستثماري ينبغي أن يتقيّد بقواعد المعاملات الإسلامية، ويستند على العقيدة الإسلامية والقيم الأخلاقية الناتجة عنها، ومراعاة الصالح العام فيما يقوم به من نشاط.

ولقد حث الإسلام الاستثمار وتنمية المال في عدة آيات. قال تعالى: "هو الذي جعل لكم الأرض ذلولاً فامشو في مناكبها وكلوا من رزقه وإليه النشور". وقال أيضاً: "هو أنشأكم من الأرض وإستعمركم فيها".

ويتجلى من هذه الآيات الكريمة دعوة كريمة صريحة للعمل والكسب في الأرض، واستثمار طيباتها التي سخرها الله للبشرية. وفي هذا السياق قال تعالى أيضاً: "وآخرون يضربون في الأرض يبتغون من فضل الله وآخرون يقاتلون في سبيل الله". وهنا وضح الله سبحانه وتعالى مرتبة الضرب في الأرض وكسب الرزق، في مرتبة الجهاد في سبيل الله.

ويقول - صل الله عليه وسلم -: "كسب الحلال فريضة بعد الفريضة". (رواه الطبراني والبيهقي). ويقول عمر بن الخطاب - رضي الله تعالى عنه -: "إن الله قد إستخلفنا على عباده لنسد جوعهم و نستر عورتهم ونوفر لهم حرفتهم".

فمسؤلية الحاكم يلخصها عمر في تحقيق التنمية الاقتصادية بكل أبعادها.

ونستخلص من هذه النصوص أن تنمية الدخل والاستثمار، مفروض على كل إنسان، وعلى الحكام أيضا. وأن الإسلام يحرص على المحافظة على رأس المال، مثلما نهى رسول الله (ص)، من بيع وسائل الإنتاج وإنفاق ثمنها، لاقتناء طيبات استهلاكية. عن حذيفة أن رسول الله - صلى الله عليه وسلم - قال: " من باع دارا ثم لم يجعل ثمنها في مثلها لم يبارك له فيها " .

ومن بين رواد الفكر الاقتصادي الإسلامي: عبد الرحمن بن خلدون <sup>(\*)</sup> والذي كان أول من درس بأسلوب يغلب عليه الطابع العلمي قضية التنمية الاقتصادية، ورأس المال وهي أفكار جد متطورة بالنسبة إلى تقدم مستوى الفكر الاقتصادي آنذاك. وقد تناول ابن خلدون في مقدمته: قضية التخصص وتقسيم العمل، موضحا مدى أهمية ذلك في رفع إنتاجية العمل. وهي نفس الفكرة التي تبناها فيما بعد المفكر الاقتصادي الغربي (آدم سميث)، والتي أكسيته شهرة فائقة في المحيط الاقتصادي.

ولقد عرف ابن خلدون رأس المال في مقدمته، عندما كان يتحدث عن العمran وما يستلزمها من تنوع الحاجات، وتنوع النشاطات الاقتصادية، وحدوث التقسيمات الاجتماعية للعمل، ويدرك أن العمran يحتاج إلى موعين وآلات لا تتم إلا بصناعات متعددة من حداد ونجار وفاحوري " .

---

<sup>(\*)</sup> عبد الرحمن بن خلدون (1332 - 1406): هو أحد كبار المفكرين الاجتماعيين، الذي يعتز بهم الفكر العلمي الحديث باعتباره مفكر قد تجاوز عصره بقرون.

ونستخلص من هنا أن رأس المال عند ابن خلدون يتمثل في السلع المادية التي يستعين بها الإنسان في عمله، من أجل تحصيل القوت الذي ليس إلا قيمة العمل، ولا ييدو أن ابن خلدون قد فكر في اعتبار قوة العمل المبذول في الإنتاج، والمعبر عنه باموال الاستهلاكية للعمال المنتجين، ضمن عناصر رأس المال كما هو عند آدم سميث و ريكاردو أو عند كال ماركس.

### **أهداف الاستثمار في الإسلام**

إن الهدف العام للاستثمار في النظم الوضعية، هو تعظيم الربح بأقصى قدر ممكן. ويعتبر سعر الفائدة من العوامل المؤثرة على اتخاذ قرار الاستثمار في الاقتصاديات الوضعية، إلا أن هذا العامل غير وارد في الاقتصاد الإسلامي، حيث أن الرّبا محظ شرعا. أما الاستثمار الإسلامي لا يهمل تعظيم الأرباح و لكن يجعل هذه الأرباح هدفاً أساسيا، وينظر إلى المادة كوسيلة لتحقيق هدف أسمى، هو مصلحة الجماعة الإسلامية.

لذلك فإن الاستثمار الإسلامي يستهدف أساسا التنمية بأبعادها المختلفة الاقتصادية والاجتماعية، والتي تحقق منفعة الجميع، والتي تمثل في مقاصص الشريعة الإسلامية وهي كما يلي:

#### **1- الاهتمام بالضروريات:**

وهي تلك الضروريات المتعلقة بالمنتجات والخدمات الأساسية لحفظ الدين، والنفس، والعقل، والنساء، والمال.

- **يقتضي حفظ الدين:** تطبيق أركانه وأحكامه وواجباته، وتوفير القوة الداعية من جيش وسلاح، وإتباع أوامر الله واجتناب نواهيه، والدعوة في سبيل الله.
- **حفظ النفس:** يستلزم توفير المأكل والمشرب والملابس والمسكن والدواء، وكل ما يصون النفس ويسترها، كتوفير الأمن والخدمات الضرورية. لذا ينبغي أن يكون الاستثمار في المشاريع التي تحقق صيانة النفس، كالزراعة والصناعة، وأنشطة التجارة، ومشاريع الصناعات الحربية التي توفر الأمن.
- **حفظ العقل:** يقتضي تدميته بعلوم الدين والدنيا، والامتناع عن كل ما يغيب العقل من مس克رات مخدرات، وأنواع الملاهي والمؤسسات التي تنشر الأفكار الهدامة للإسلام. ولذا لا يجوز الاستثمار في الصناعات المحرّمة، كصناعة الخمور، ومشروعات اللهو المحرم، والعبث التي يكون فيها خطرا على عقل الإنسان.
- **حفظ النسل:** يستلزم الزواج الشرعي وتوفير متطلباته، كالاستثمار في بناء المساكن للمتزوجين.
- **حفظ المال:** يقصد به أن المال لله، وأن الإنسان خليفة الله في هذا المال، فينبغي المحافظة عليه وتنميته، فيما أباحه الله من أعمال ومشروعات مثمرة اقتصادية واجتماعية، وكذا أداء الحقوق الواجبة في

هذا المال، وتطبيق أوامر الله وحكامه، وعدم التعامل به في المحرمات.

ومن ثم فإن الهدف من الاستثمار في الإسلام، هو المحافظة على هذه الأركان الخمسة. والاهتمام أو العمل على إنتاج ما يشبع هذه الضروريات، وعند توفر هذا القدر من الضروريات تكون قد حققنا الهدف الأساسي الأول للاستثمار الإسلامي.

## 2- الحاجيات:

هي ما يزيد عن الحد الأدنى الإسلامي من الضروريات، بقصد التخفيف عن العباد، ويعتبر توفيرها من السنة المؤكدة . ومن ثم فإن الاستثمار الإسلامي يهدف إلى المرحلة الثانية إلى إشباع الحاجات لأجل التوسيعة ورفع الحرج والمشقة، كوسائل النقل العامة، وخدمات تصفية المياه، والري وتنمية البيئة، وبصفة عامة فإن الحاجيات تسهل وتساعد من أجل المحافظة على الضروريات، فهي مكملة لها.

## 3- التحسينات (الكماليات):

يقصد بها "الأخذ بما يليق من محسن العادات، وتجنب الأحوال المدنسات التي تألفها العقول الراجحات، وهي أمور راجعة إلى محسن زائدة على أصل المصالح الضرورية والجاجية، إذ ليس فقدانها بمخل بأمر ضروري ولا حاجي وإنما جرت مجرى التحسين والتزيين " .

وعليه يحتاج الأمر إلى تحسين نوعية المنتجات، وتوفير الراحة للإنسان بإيجاد المشاريع التي توفر الحياة السليمة، والسلع والخدمات التي تدخل في الطبيات من الرزق التي أحلها الله. قال تعالى: " فَكُلُوا مَا رَزَقَكُمُ اللَّهُ حَلَالًا طَيْبًا وَاشْكُرُوا نِعْمَةَ اللَّهِ إِنْ كُنْتُمْ إِيمَانًا تَعْبُدُونَ " . وهذه التحسينات تمثل في صناعة الكماليات، فهي مكملة لل حاجيات، قد يستطيع الإنسان أن يستغني عنها، كما أن الحاجيات تكمل الضروريات، وأن الضروريات تعتبر هي أصل المصالح. وفي هذا السياق لابد من ضرورة توجيه الاستثمارات في المجتمع الإسلامي أولاً إلى كافة الأنشطة التي تشبع الحاجات الأساسية للسكان، ثم الانطلاق في القيام باستثمار تؤدي إلى إشباع الحاجات الكمالية للمجتمع.

#### **نموذج مقترن لتقدير المشروعات من وجهة نظر إسلامية**

لقد اقترح الدكتور محمد أنس الزرقا<sup>(\*)</sup> دراسة رائدة في مجال دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية من وجهة النظر الإسلامية. والمتعلقة بمعايير التي تعبر عن القيم الإسلامية، ذات العلاقة بالاستثمار والتي على أساسها، يمكن المفاضلة بين المشروعات، والمعبر عنها رياضياً في شكل " دالة مصلحة إسلامية " وكيفية استخدام هذه الدالة في تقدير المشروعات تطبيقياً.

وان دالة المصلحة الإسلامية تعبر عن المعايير الإسلامية المتعلقة باختيار المشروعات. ويمكن تلخيص خطوات إعداد هذه الدالة كما يلي :

---

<sup>(\*)</sup> الأستاذ الدكتور / محمد أنس الزرقا: هو أستاذ بجامعة الملك عبد العزيز بجدة - السعودية.

1- اختيار الصيغة الملائمة للنموذج: تعتبر الصيغة الخطية هي الصيغة المثلى للنموذج، وتظهر في

شكل دالة الهدف كالتالي:

$$U = N_1 \cdot H_1 + N_2 \cdot H_2 + N_3 \cdot H_3 + \dots + N_s \cdot H_s$$

حيث أن:  $U$  هي مؤشر المصلحة.

$H_1, H_2, \dots, H_s$ : تعبّر عن مقدار تأثير المشروع على كل من الأهداف الإسلامية (القيمة الرقمية لكل هدف إسلامي).

$N_1, N_2, \dots, N_s$ : تمثل الترجيح الرقمي أو الوزن الذي يعبر عن درجة الأهمية الإسلامية لكل هدف.

2- اختيار مقياس رقمي للتعبير عن كل هدف إسلامي ( $H_1$  إلى  $H_s$ ):

حتى يمكن التقدير الرقمي لمدى تأثير المشروع المقترن على كل هدف إسلامي، فيما يتعلق باختيار طبيات المشروع وفقاً للأولويات الإسلامية، يمكن استخدام أسلوب "المتغيرات الوهمية" المستعملة في البرمجة الخطية.

وفي هذه الحالة يستخدم متغيران صوريان فقط (Dummy variables) بالنسبة لأنواع الثلاثة من السلع (الضروريات، الحاجيات، الكماليات).

وبهذا يمكن التعبير رقمياً عن أهداف وصفية محضرّة و ذلك باستخدام نعم أو لا فقط.

### 3- تقدير الترجيحات أو الأوزان (معاملات المعادلة $n_1, \dots, n_s$ ):

يقترح الدكتور محمد انس الزرقا الاعتماد على الاستنتاج الرياضي للأوزان من التفضيلات الفعلية، التي يعبر عنها المتخصصون في الشريعة الإسلامية بالنسبة لمجموعة المشاريع المقترحة عليهم، وملحوظاتهم لآثار المشاريع على الأهداف الإسلامية المحددة. ثم إعطاء كل مشروع قيمة المؤشر (ع) بين الصفر ومائة، حسب أهمية المشروع من الناحية الشرعية. وحسب هذا النموذج تكون معروفة قيم المؤشر (ع)، وكذلك قيم (هـ)، أما قيم (ن) أي الوزان يمكن استنتاجها كما يلي:

☒ في حالة تساوي عدد المشاريع مع عدد الأهداف الإسلامية، يمكن حل المعادلات

بالطريقة الجبرية العادية للحصول على قيم المجاهيل ( $n_1, n_2, \dots, n_s$ ).

☒ عندما يكون عدد المشاريع أكبر من عدد الأهداف، يمكن إتباع طريقة "المربعات

الصغري" <sup>(\*)</sup>. وعندما تصبح هذه الثوابت معاملات الانحدار المتعدد للتتابع (ع) على

المتغيرات (هـ).

☒ و إذا كان عدد المشاريع أقل من عدد الأهداف، فإن التوصل إلى قيم (ن) يكون غير

ممكنا.

---

<sup>(\*)</sup> للإطلاع المفصل حول طريقة المربعات الصغرى، و كيفية استخدامها، أنظر الفصل الثاني من هذه الأطروحة.

وما ينقص هذا النموذج المقترن من طرف الأستاذ محمد أنس الزرقا، أنه ربما تكرر حالة ازدياد عدد المشاريع على عدد الأهداف فيما هو الحل بالنسبة لهذه الحالة؟.

وهناك تساؤل آخر حول طريقة البدء بتحديد قيمة (ع) ثم نستنتج قيم (ن) حسب هذه الطريقة، أم أن العكس هو الصحيح، حيث أن قيمة (ع) تتحدد بعد معرفة قيم (ن)؟.

ولهذه الأسباب ينبغي إجراء مناقشات شرعية واقتصادية دقيقة يشارك فيها عدة متخصصون في الاقتصاد والشريعة الإسلامية و ذلك لاختيار القيم النسبية للأوزان، تكون كدليل وموجه للقائمين على إجراء دراسات الجدوى على أساس إسلامي.

### تقييم النموذج الإسلامي

إن الإسلام هو منهج حياة متكامل، وصالح لكل زمان ومكان، والشريعة الإسلامية تجمع بين العبادات والمعاملات، ويشكل الاقتصاد جزءاً أساسياً في النظام الإسلامي. يرتبط بعقيدته وأحكامه الشرعية، وأن النظام الاقتصادي الإسلامي نظام متكامل وشامل وموازن.

بالنسبة للنشاط الاستثماري توجد مجموعة من الدوافع العامة للاستثمار في الإسلام. فاستخلاف الله للإنسان في الأرض يقع عليه مسؤولية إعمارها، وتشمير طيباتها في إطار المبادئ والتعاليم الشرعية من أجل تحقيق الحياة الطيبة للأمة الإسلامية. ومن هنا تظهر الوجهة الإنمائية للنظام الإسلامي لما يتضمنه من

حت الأفراد على العمل واستثمار الطبيات، ويعتبر التقصير في أداء هذا الواجب من أهم أسباب مشكلة الندرة النسبية، مقابل حاجات الأفراد المتعددة والمتزايدة.

إن المفكرين المسلمين كانوا أول من درسوا بأسلوب يغلب عليه الطابع العلمي لقضايا الاقتصاد والتربية، مثل عبد الرحمن بن خلدون (1332 م - 1406 م). الذي تطرق في مقدمته إلى تحديد المشكلة الاقتصادية تحديدا علميا، بعيدا عن الاعتبارات الغيبية والدينية، وقضية التخصص وتقسيم العمل موضحا مدى أهمية ذلك في رفع إنتاجية العمل، وهي نفس الفكرة التي تبناها فيما بعد المفكر الاقتصادي العربي آدم سميث (1723 - 1790)، وتطرقه إلى ترتيب النشاطات والقطاعات الاقتصادية، إلى فلاحه وصناعة وتجارة، وكيفية تنمية كل نشاط.

كما تناول المفكر - أحمد الدلجمي - في كتابه "الفلاكة و المفلكون "، أي الفقر والفقراء، حيث ذكر قضية التخلف الاقتصادي موضحا أسبابها ومساوئها وعلاجها، وذلك في القرن الخامس عشر. وقد ألف جعفر الدمشقي - كتاب بعنوان "الإشارة إلى محاسن التجارة" في فترة سابقة للقرن 15. ففي هذا الكتاب الكثير من الجوانب التي تتعلق بقضية التنمية، وهذه الأفكار هي صالحة للتطبيق حتى في وقتنا الحاضر، وتعد خطوة أولى في طريق البحث الاقتصادي لمشكلة الفقر وكيفية علاجها، وهناك مؤلفات ومصادر أخرى مهمة في الفكر الاقتصادي الإسلامي، منها "الحسية في الإسلام" لابن تيمية... إلخ.

إلا أن السؤال المطروح في هذا الشأن، لماذا لم تهتم الدراسات الاقتصادية المعاصرة بالنموذج الاقتصادي الإسلامي؟. فمعظم المؤلفات لا يعرف إلا ما

يدور في فلك المنهج الاشتراكي والرأسمالي، كما أن التطبيق لا يعرف إلا الصور المشتقة منها أو الجامحة بينهما، ويمكن إرجاع أسباب هذه الظاهرة إلى أسلوب التعليم في المجال الاقتصادي. حيث أن أغلبية الدارسين في هذا المجال تلقوا تعليمهم بالدول الغربية، وتأثروا بهذا الفكر بالإضافة إلى جهل بعض الباحثين بتراثهم الثقافي الإسلامي، وفي بعض الأحيان تنكرهم له.

كما أن الدراسات الاقتصادية الإسلامية، لم تدعم باستعمال الوسائل والتقنيات العلمية الدقيقة، كاستخدام المعادلات الرياضية، والأسكال البيانية والإحصاءات. ومن هنا يجب دراسة الاقتصاد الإسلامي دراسة دقيقة، من أجل تطويره، وبما يتماشى مع عصرنا من تطورات و تغيرات اقتصادية دولية.

### مفاهيم أساسية حول الاستثمار

يعتبر عنصر الاستثمار كمتغير اقتصادي، يستمد مفهومه كأصل من أصول علم الاقتصاد، ماله من علاقة وصلة وطيدة، بمجموعة من المتغيرات والمفاهيم الاقتصادية، كمفهوم الدخل، والادخار، والاستهلاك والاقتراض. إذ لا يمكن فهم الاستثمار بصفة جيدة، ما لم تحلل العلاقة التي تربطه بالمفاهيم الاقتصادية الآنفة الذكر وفي هذا المضمار ينبغي التطرق إلى:

☒ تعريف الاستثمار - المفهوم المحاسبي والاقتصادي، والمالي للاستثمار.

☒ التفرقة بين الاستثمار، والمضاربة، والمقامرة.

☒ وأخيراً محفزات الاستثمار.

## تعريف ومفاهيم مختلفة للاستثمار

### 1- تعريف الاستثمار:

لقد تعددت التعاريف والمفاهيم المتعلقة بالاستثمار، عند الكثير من الكتاب والخبراء الاقتصاديين، إلا أن هذه التعاريف تتضمن الكثير من التشابه.

فيقوم "الاستثمار على التضحية بإشباع رغبة استهلاكية حاضرة، وليس مجرد تأجيلها فقط كما هو الحال بالنسبة للادخار، وذلك أملًا في الحصول على إشباع أكثر في المستقبل".

وعموماً يمكن تعريف الاستثمار على أنه ذلك الجزء المقطوع من الدخل القومي، والمسمى بالادخار والمحول إلى تكوين الطاقات الإنتاجية الجديدة، من وسائل إنتاج ومكائن ومعدات رأسمالية، من أجل خلق سلع وخدمات جديدة، وكذا المحافظة على الطاقات الإنتاجية القائمة وتجديدها، بهدف تلبية حاجيات المستهلكين. وطالما أن المستثمر مستعد لقبول مبدأ التضحية برغبته الاستهلاكية الحاضرة، يكون مستعداً أيضاً لتحمل درجة معينة من المخاطرة.

### 2- المفاهيم المختلفة للاستثمار:

هناك ثلاثة مفاهيم مختلفة للاستثمار نذكرها كما يلي:

#### أ- المفهوم المحاسبي للاستثمار:

"تمثل الاستثمارات في تلك الوسائل المادية، والقيم غير المادية، ذات المبالغ الضخمة، اشتراها أو إنشأتها المؤسسة، لا من أجل بيعها، بل استخدامها في

نشاطها ملدة طويلة " . إذن الاستثمار المحاسبي هو كل سلعة منقوله أو عقار، أو سلعة معنوية (خدمة)، أو مادية متحصل عليها، ومنتجة من طرف المؤسسة. وهو موجه للبقاء مدة طويلة ومستمرة في المؤسسة. وهذا حسب المخطط الوطني الجزائري للمحاسبة (P CN).

وبحسب المنظور المحاسبي للاستثمار، هو عبارة عن اكتساب للمؤسسة يسجل في جانب الأصول من الميزانية ، تسجل تحت الصنف الثاني، وهو يشمل ما يلي:

- الاستثمارات المادية (أراضي، مباني، تجهيزات، لوازم، عتاد،... إلخ).

- الاستثمارات المعنوية ( محلات تجارية، براءات، العلامات التجارية، المصادر الإعدادية....)

- الاستثمارات المالية (سندات، قروض، كفالات،... إلخ).

#### **ب- المفهوم الاقتصادي للاستثمار:**

التعريف الاقتصادي للاستثمار يتحدد حسب مفهوم المسيطر، فهذا الأخير " يعتبر الاستثمار هو التضخيمية بالموارد التي يستخدمها في الحاضر، على أمل الحصول في المستقبل على إيرادات، أو فوائد خلال فترة زمنية معينة. حيث أن العائد الكلي يكون أكبر من النفقات الأولية للاستثمار " .

ونستنتج من هذا التعريف، أن الاستثمار يتمحور حول: - مدة حياة الاستثمار - المردودية وفعالية العملية الاستثمارية - الخطر المتعلق بمستقبل الاستثمار.

وعلى هذا الأساس فإن المستثمر يقبل بمبدأ التضحية برغبته في الاستهلاك الحاضر. ويكون مستعداً لتحمل درجة معينة من المخاطرة. وبناءً عليه يكون من حقه أن يتوقع الحصول على عائد مكافأة ملحوظة في فترة زمنية معينة.

#### جـ- المفهوم المالي للاستثمار:

يعرف الاستثمار من المنظور المالي على أنه: " كل النفقات التي تولد مداخيل جديدة على المدى الطويل. والممول يعرفه كعمل طويل يتطلب تمويل طويل المدى، أو ما يسمى بالأصول الدائمة (الأصول الثابتة + الديون المتوسطة وطويلة الأجل) ". وهذا التعريف يشترك مع التعريف المحاسبي، في أنهما يركزان على عامل الزمن طويلاً المدى.

#### الاستثمار و مفاهيم أخرى

##### 1- الاستثمار و المضاربة (l'investissement et spéculation )

حتى تكون للمستثمر فرصة في تحقيق الأرباح، فهناك احتمال للخسارة التي يمكن أن يقع فيها. وبالتالي ينبغي عليه الموازنة بين العائد من الاستثمار، والمخاطرة التي تواجهه. وعندما يكون المستثمر مستعداً لتحمل درجة عالية نوعاً ما من المخاطرة وعدم التأكد من النتائج، ولكنها مدرستها بطريقة أو بأخرى أولاً في الحصول على عوائد وأرباح، فإنه يطلق على هذه العملية بالمضاربة.

وفي غالب الأحيان فإن عمليات المضاربة تكون في أسواق الأوراق المالية، التي تشهد فيها حركة تداول سريعة، أو عندما تزداد تقلبات أسعار الأوراق المالية لأسعار الأسهم والسنادات.

وي يكن التمييز بين الاستثمار والمضاربة من حيث التركيز على ثلاثة معايير أساسية، وهي العوائد المتوقعة، والمخاطر المحتملة والمدة أو الأفق الزمني للعائد.

- منه حيث المدة الزمنية نلاحظ أن المضاربة يغلب عليها طابع الأجل القصير لتحقيق أكبر قدر ممكн من الأرباح الرأسمالية، أي أن المضارب يركز في قراراته على موعد الاستحقاق.

في حين المستثمر يركز على الأجل الطويل، ويهتم بتحقيق أكبر قدر ممكн من العوائد، وأططول فترة ممكنة.

- من حيث العوائد التي يمكن تحقيقها من عمليات المضاربة تفوق وتتجاوز العوائد والأرباح التي يمكن تحقيقها من عمليات الاستثمار، بحيث يتميز المضاربون بنشاط غير عادي بالسوق واقتئائهم للمعلومات من جميع المصادر، وإلا توقف نشاطهم وتحولوا إلى مستثمرين عاديين. وبالتالي يسعى المضارب لتحقيق أرباح رأسمالية سريعة، بينما يهدف المستثمر إلى تحقيق أرباح مستمرة وللأجل الطويل".

- أما من حيث درجة المخاطرة، فالاستثمار الفعلي يتطلب استعداد الشخص لتحمل درجة معقولة من المخاطرة وعدم التأكد من النتائج، أما المضاربة يكون فيها الشخص مستعدا لتحمل درجة عالية أكبر من درجة مخاطرة المستثمر الفعلي، بهدف الحصول على أرباح كبيرة وفي أقصر فترة ممكنة.

## 2- الاستثمار والمقامرة :

يستعمل مفهوم "المقامرة" كمعيار للتمييز بين المضاربة والاستثمار.

فتعرف "المقامرة" بأنها مراهنة على دخل غير مؤكد". أي أنه عندما تتوفر لدى المستثمر رغبة كبيرة جدا في تحمل درجة عالية جدا من عدم التأكيد من النتائج سعيا وراء الربح، فإنه يتحول حينئذ إلى مقامر.

ورغم عدم مشروعية هذه المراهنة والمجازفة، فإنه يمكن للبعض اعتبارها ضربا من ضروب الاستثمار، بحجة أن المراهن أو المقامر فيها يضحى أملا في الحصول على عائد محتمل يعوضه عن تلك التضحية.

واعتمادا على أن معيار التفرقة بين الاستثمار والمضاربة، هو المقامرة فإنه يمكن اعتبار أن المضاربة تحتل مركزا وسطا بين المقامرة والاستثمار.

محفزات الاستثمار.

إن مجرد توفر فوائض نقدية أو مدخلات، لدى الأفراد والمؤسسات، لا يكفي لكي تنشط حركة الاستثمار. بل يجب أن يرافق ذلك توفر مجموعة من العوامل التي تخلق حافزا لدى من لديهم مدخلات لتحويلها إلى استثمارات نذكر منها

1- توفر درجة عالية من "الوعي الاستثماري" لدى الأفراد والمؤسسات.

لأن مثل هذا الوعي يجعل المدخرين يشعرون بالحس الاستثماري، الذي يجعلهم يقدرون الإيرادات المترتبة عن توظيف مدخلاتهم في شراء الأصول المنتجة،

وليس مجرد تجميداً في شكل أوراق بنكية، ربما تتناقص قيمتها الشرائية في المستقبل، بفعل عامل التضخم والأزمات المالية المحتملة.

2- ينبغي توفير المناخ الاجتماعي والسياسي الملائم لعمليات الاستثمار، وذلك بتوفير الحد الأدنى من الأمان، الذي يشجع المدخرين على تقبل المخاطرة المصاحبة للاستثمار، ومن أهم عوامل توفير المناخ المناسب للاستثمار، خلق قوانين وتشريعات، تنظم وتشجع عمليات الاستثمار، وتحفز وتحمي حقوق المستثمرين، سواء كانوا محليين أو أجانب، وتنظم المعاملات في الأسواق المالية.

ويتجزأ عن توفير جو الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي، جعل الطمأنينة، وعدم الخوف في نفوس المدخرين والمستثمرين.

3- من دوافع الاستثمار، توفر سوق مالي كفؤ وفعال، يوفر المكان والزمان المناسبين، يعطي للمدخرين فرصة في استثمار أموالهم، وللمقترضين في الحصول على تلك الأموال. وبصفة عامة يعطي فرص الاستثمار لكل واحد منهم في اختيار المجال المناسب، من حيث أداة الاستثمار، والتكلفة والمخاطرة. وما يميز السوق المالي، من حيث الكفاءة في توفير صفة الديناميكية، وسرعة الاستجابة للأحداث. وتوسيع هذا السوق، والتسهيلات المناسبة، وقنوات الاتصال النشطة، بالإضافة إلى التقنيات الخاصة بهذه المعاملات المالية في مجال الاستثمار.

## أشكال وأنواع الاستثمار

بعد تعريفنا لمفهوم الاستثمار من وجهة النظر المحاسبية والاقتصادية وأمالية، وبالتالي تفرقة بينه وبين المقامرة والمضاربة، يمكن تحديد مختلف أنواع الاستثمار المختلفة وهي كما يلي:

☒ الاستثمار الحقيقي أو المادي.

☒ الاستثمار المالي.

☒ استثمار الموارد البشرية والاستثمار الاجتماعي.

☒ الاستثمار التجاري، والاستثمار في البحث والتطوير.

### الاستثمار الحقيقي أو المادي

إن الاستثمار الحقيقي "يشمل الاستثمارات التي من شأنها أن تؤدي إلى زيادة التكوين الرأسمالي في المجتمع، أي زيادة طاقته الإنتاجية، كشراء آلات ومعدات ومصانع جديدة". ويعتبر الاستثمار حقيقياً متى وفر للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي، كالعقار والسلع. في حين لهذه الاستثمارات علاقة بالطبيعة والبيئة، ولها كيان مادي ملموس، ويترتب عنها منافع اقتصادية إضافية تزيد من ثروة المجتمع.

وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين الاستثمار المستقر، والاستثمار المستقل أو المباشر.

فالاستثمار المستقرًّا ينجم عن زيادة الطلب على منتج معين، مما يدفع بالمؤسسة إلى الزيادة في الإنتاج، وتشمل هذه الحالة تحديث مشاريع المؤسسة، تهدف إلى زيادة قدرتها التنافسية عن طريق تدئنة تكاليف الإنتاج وتحسين النوعية.

- أما الاستثمار المباشر أو المستقل، يحدث نتيجة لقرار إداري، له علاقة بالسياسة العامة للمؤسسة الإنتاجية، فالتحجيم في نوع المنتوج، أو طرح منتج جديد، أو خلق شركة جديدة.

وتنقسم أنواع الاستثمار الحقيقي أو المادي إلى ما يلي:

#### 1- الاستثمار في تكوين رأس المال الثابت:

وهو يمثل كل إضافة إلى الأصول، المؤدية إلى توسيع الطاقات الإنتاجية في المجتمع، أو المحافظة عليها وصيانتها وتجديدها. وهذه الأصول هي دائمة الاستعمال، أو ما تسمى "الأصول المعمرة" تحددها الاعتبارات الفنية، وتكون صالحة الاستعمال خلال فترة زمنية معينة، يهدف خلق سبل متدفق من السلع والخدمات.

وفي نهاية هذه الفترة، فإن هذه الأصول تهلك، بمعنى تفقد صلاحيتها للاستعمال، وتقوم المؤسسات على تخصيص جزء من الأرباح المحصلة، لتعويض ما اهلك خلال العمليات الإنتاجية عند انتهاء العمر الإنتاجي للأصول، وذلك بشراء أصول جديدة لتعويض الأصول القديمة المستهلكة.

#### 2- الاستثمار في المخزون

إن التوسيع في المخزون السلعي، يعمل على تسهيل العمليات الإنتاجية واستمرارها دون تعطل.

بحيث تكون مستلزمات الإنتاج معدة للتشغيل دون توقف. فالتغير في المخزون السلعي، إنما

ينعكس أساساً في التغير في الاستثمار من سنة إلى أخرى.

وأن المخزون السلعي يتكون من سلع تامة الصنع، وسلع نصف مصنعة، ومواد أولوية تعد

ضرورية لمختلف العمليات الإنتاجية لدى الأنشطة والقطاعات الاقتصادية في المجتمع، لأن هذه

السلع المنتجة ليست كلها استهلاكية، بل تشمل أيضاً سلع وسيطة، وسلع استثمارية، وعليه فإن

التغير في المخزون، أي بالإضافة إلى الرصيد الكمي للمخزون يعتبر شكلاً من أشكال الاستثمار.

### الاستثمار المالي

يتجسد هذا النوع من الاستثمار، من خلال استخدام الفائض من أرباح آية منشأة في شراء الأسهم

والسنادات<sup>\*</sup>. الأمر الذي يقوي من مركز تلك المنشأة، وقد ينعكس في تحسين إنتاجيتها.

فالاستثمارات المالية، هي عبارة عن حقوق تنشأ عن معاملات مالية بين الأفراد

والمؤسسات. ويكون التعبير عن هذه الحقوق بوثائق أو مستندات، تسمى

(\*) السهم: هو عبارة عن وثيقة تبرهن أن لصاحبها الحق بطالبة المؤسسة و التي أصدرت هذا السهم بالأرباح عند التوزيع، و حق المطالبة بنصيبيه من نتائج عملية تصفيه الشركة.  
أما السند: هو أصل مالي آخر، يعطي لصاحبها الحق بطالبة الفوائد المنصوص عليها في عقد إصدار السند عند موعد الاستحقاق، و كذا المطالبة بالمبلغ الاسمي للسندي عند موعد استحقاقه.

بالأصول المالية، وهذه الأخيرة تبرهن لصاحبها الحق في مطالبة الجهة التي أصدرتها بقيمتها وعوائدها. وبالتالي فإن الأصل المالي يرتب لحاملة الحق في الحصول على جزء من عائد الأصول الحقيقة للشركة مصدرة الورقة المالية. في حين يرتب على الاستثمار في الأصول المالية قيمة مضافة، ومثال ذلك عند إصدار شركة صناعية أسهماً إضافية لتمويل عملية توسيع في الشركة. فهذه العملية تحمل في طياتها استثماراً حقيقياً أو اقتصادياً، لأن الأموال والمبالغ التي ستحصل عليها الشركات، عند إصدار السندات أو الأسهم، ستستخدمها في شراء أصول حقيقية جديدة كالآلات والمعدات. وهذه الأصول يرتب عنها خلق منافع جديدة، متمثلة في شكل سلع أو خدمات.

وما يمكن ملاحظته في هذا المضمار، أن المدلول الاقتصادي للأسهم المصدرة، سينتهي في السوق الأولية. أي بعد الانتهاء من عملية الإصدار. أما العمليات التي تطرأ على تداول الأسهم المصدرة في السوق الثانوي فيما بعد، فسيدخل تحت باب الاستثمار المالي.

#### استثمار المواد البشرية، والاستثمار الاجتماعي

- إن الرأسمال البشري، يظهر كنفقات عند استعماله، كعامل من عوامل الإنتاج، والتي تمثل مجموع الكفاءات، الإنتاجية الفردية المتعلقة بصحة الفرد، والكفاءة الفيزيولوجية، وخبرته في العمل، وتكوينه و تدريبه المهني في الميدان .

وعليه فإن توظيف فرد معين ذو كفاءات عالية في مشروع استثماري معين، يعتبر ضربا من الاستثمار. نظرا لما يؤديه من خدمات ومهام اتجاه مؤسسته، وهذا ما يؤدي إلى الإضافة في أرباحها وإنتاجيتها.

وهذه المداخل التي تترتب عن توظيف هذا الشخص في هذه المؤسسة، تكبر بكثير تكاليفه عليها. في حين تكاليف التكوين والرسكلة الخاصة بالعمال، بهدف رفع كفاءاتهم الإنتاجية يعتبر نوع من الاستثمار في المجال البشري.

- أما الاستثمار الاجتماعي: يقصد به إذا كان آثار الاستثمار لا يؤدي إلى رفع القدرة الإنتاجية بتاتا مثل بناء التجهيزات العسكرية والأمنية، أو تؤدي إلى رفع القدرة الإنتاجية، ولكن بطريقة غير مباشرة، كمؤسسات التكوين والتعليم، فإن هذا الاستثمار يسمى "استثمار غير إنتاجي".

وهذا الاستثمار الذي يؤثر بصفة غير مباشرة على قدرة المجتمع، على خلق الإنتاج، مثل تكوين وتدريب العمال، وتحسين مستواهم المعيشي، نظرا لما يتربت عن ذلك من رفع إنتاجيتهم.

ولذلك يغلب على الاستثمار الاجتماعي، الطابع الكيفي والنوعي، على الطابع المادي، مثل إنشاء الملاعب والنوادي الرياضية والترفيهية والثقافية والسياحية ... إلخ. فتقاس المردودية في هذا النوع من الاستثمار، بمدى التحسن والتطور الذي يحصل في طبيعة العلاقات الاجتماعية بين أفراد المؤسسة.

ويندرج في إطار الاستثمار الاستراتيجي أو الاجتماعي، جملة من المشاريع الحكومية، كمشاريع مراكز الأمن، والصحة العمومية، وشق الطرق، أي المشاريع ذات الطابع الاجتماعي.

الاستثمار التجاري، والاستثمار في البحث والتطوير.

#### 1- الاستثمار التجاري:

إن المبالغ المنفقة في مجال الدعاية والاستثمار في المنشآت التجارية ، بهدف الأعمال التجارية وتصريف السلع، تعتبر استثمارات قائمة بذاتها. فالمربود المتوقع من وراء مصاريف الدعاية والإعلان يختلف عن المردود المتوقع من الاستثمارات المختلفة الأخرى.

#### 2- الاستثمار في البحث و التطوير:

يكتسي هذا النوع من الاستثمار، أهمية بالغة بالنسبة للمؤسسات والمشاريع الضخمة، لما له من أهمية في استعمال الآلات والتجهيزات المتطورة تقنيا. وهذا ما يسمح للمشروع بمضاعفة الإنتاج والإنتاجية، وتحسين جودة المنتوج، وتدنئة تكاليفه.

لأن المؤسسة تكون دائما في وضع منافسة أمام عدة منشآت أخرى، وبالتالي عندما تستثمر في مجال البحوث العلمية، وتطوير المنتجات يعطي للمؤسسة وضعيا جد حسن في السوق المحلي والأسواق العالمية.

## مجالات و أدوات الاستثمار

عند التمييز بين الاستثمار ذو الطابع المحلي، والاستثمار ذو الطابع الخارجي. عندئذ تكون أمام مجالات الاستثمار من حيث التصنيف الجغرافي أما لو اتجه مستثمر ما في توظيف أمواله نحو سوق السلع، أو سوق العقارات، أو سوق الأوراق المالية كالأسهم والسندات، أو نحو قطاع الزراعة والصناعة، فهنا التفكير يتجه نحو أداة الاستثمار.

## مجالات الاستثمار

يراد بـمجالات الاستثمار، هو ذلك المحيط أو الرقعة الاقتصادية التي يريد مستثمر ما، أن يستثمر أمواله فيها بهدف تحقيق عوائد مالية. وتقسم مجالات الاستثمار بناء على المعيار الجغرافي، إلى استثمارات محلية واستثمارات خارجية.

### 1- الاستثمارات المحلية:

"الاستثمارات المحلية هي جميع الفرص المتاحة للاستثمار في السوق المحلية، بغض النظر عن أداة الاستثمار المستعملة، مثل العقارات والأوراق المالية والذهب والمشروعات التجارية... إلخ".

على أساس هذا التعريف يتبيّن لنا أن الاستثمارات المحلية تتضمّن جميع الفرص المتاحة لكل أنواع الاستثمارات المذكورة سابقا في السوق المحلي أي داخل حدود الدولة الواحدة. بغض النظر عن أداة الاستثمار المستخدمة، و هل

المشروع الذي يستثمر فيه الأموال يتبع القطاع الخاص أو يتبع القطاع الحكومي.

## 2- الاستثمارات الخارجية:

"الاستثمارات الخارجية، هي جميع الفرص المتاحة للاستثمار في الأسواق الأجنبية، مهما كانت أدوات الاستثمار المستعملة، وتم هذه الاستثمارات إما بشكل مباشر أو غير مباشر".

إذا قام مثلاً شخص يقطن في الجزائر بشراء عقار معين بفرنسا بهدف المتاجرة. أو قامت الدولة الجزائرية بشراء حصة في شركة "RENOULT" ، فإن الاستثمار في الحالتين يعتبر استثماراً خارجياً مباشراً.

أما لو قام ذلك الشخص بشراء حصة من محفظة مالية لشركة استثمار جزائرية، تستثمر أموالها في بورصة باريس مثلاً، فإن الاستثمار يكون في هذه الحالة استثماراً خارجياً غير مباشر، بالنسبة للشخص المستثمر، ومباشراً بالنسبة لشركة الاستثمار.

### أدوات الاستثمار

يقصد بأداة الاستثمار، ذلك الأصل الحقيقي أو المالي الذي يحصل عليه المستثمر، مقابل المبلغ الذي يستثمره، وهناك عدة أدوات للاستثمار متاحة في المجالات الاستثمارية، وهي كما يلي:

## ١- الأوراق المالية:

تعتبر الأوراق المالية من أهم وأبرز أدوات الاستثمار، لما تتميز به من امتيازات هامة للمستثمر، لا تتوفر في أدوات أخرى للاستثمار. وللأوراق المالية عدة أصناف تختلف عن بعضها حسب معايير ومقاييس مختلفة.

- حسب معيار الحقوق التي تعود لحامليها، منها ما هو أدوات ملكية، مثل الأسهم (les actions) بأنواعها المختلفة، كالأسهم العادية والممتازة، ومنها ما هو أدوات دين مثل السندات (les obligations)، والأوراق التجارية وغيرها.
- أما من حيث معيار الدخل المتوقع من كل ورقة مالية، هناك أوراق مالية متغيرة الدخل، كالأسهم التي يتغير دخلها من سنة إلى أخرى.
- في حين هناك أوراق مالية أخرى كالسندات التي تكون مداخيلها ثابتة ومحددة بنسبة ثابتة من قيمتها الاسمية.
- كما تختلف أيضاً الأوراق المالية من حيث درجة الأمان التي توفرها بالنسبة لحامليها، إذ نلاحظ أن السهم الممتاز يوفر درجة أمان أعلى من السهم العادي، والسند المضمون بعقار مثلاً يوفر درجة أمان أكثر نظراً لما يوفره لحامليه، من حيازة الأصل الحقيقي المرهون لصاحب السند، في حالة توقف المدين عن دفع الدين.

## 2- العقارات كأداة للاستثمار:

يتم الاستثمار في العقارات إما بشكل مباشر، كشراء عقار حقيقي (مباني أو أراضي). وإما بشكل غير مباشر عندما يشتري المستثمر سند عقاري، صادر عن بنك استثماري في مجال العقارات، أو بالمشاركة في محفظة مالية لإحدى "صناديق الاستثمار" العقارية. وتقوم هذه المؤسسات بشراء سندات تحصل بواسطتها على أموال تستعملها فيما بعد لشراء أراضي أو إنجاز مباني.

## 3- المشروعات الاقتصادية كأداة للاستثمار:

إن المشروعات الاقتصادية، يمكن اعتبارها من أكثر وأشهر أدوات الاستثمار الحقيقي، منها ما هو صناعي وزراعي وتجاري، ومن ثم فإنها تعتمد على أموال حقيقة، كالآلات والمعدات والمباني، ووسائل النقل والعمال والموظفين. وبالتالي فإن مزج كل هذه العوامل (عوامل الإنتاج) يؤدي إلى خلق "قيمة مضافة" (\*). وتنعكس في شكل زيادة في الناتج الداخلي الخام (PIB) للوطن، لهذه الأسباب فإن الاستثمار في المشروعات الاقتصادية له علاقة مباشرة بالتنمية الاقتصادية للمجتمع.

---

\*- حتى يستطيع المجتمع أن يحصل على منتجات نهائية، لابد أن يستخدم سلع وسيطة، يدخل عليها بعض التعديلات التي تجعلها في النهاية صالحة لإشباع حاجات الاستهلاك النهائي، ولكن هذه التعديلات تقضي تضافر جملة من العوامل، كالآلات والموارد البشرية والمهارات الفنية والقدرات الإدارية، من أجل خلق منتجات جديدة، تضاف إلى قيمة السلع وسيطة، وهو ما يعبر عنها بالقيمة المضافة أي القيمة التي تضاف إلى قيمة السلع وسيطة كنتيجة للعملية الإنتاجية أي أن: القيمة المضافة=قيمة الإنتاج - قيمة مستلزمات الإنتاج.

#### 4- العملات الأجنبية كأدوات للاستثمار:

تعتبر العملات الأجنبية من بين أهم أدوات الاستثمار في أسواق المال العالمية، خاصة في العصر الحاضر. إذ أنها أصبحت منتشرة في جميع أنحاء العالم وتحتل حيزاً كبيراً في عمليات البورصة. فهناك أسواق مالية موجودة في نيويورك، وطوكيو، وباريس، وفرانكفورت، ولندن و غيرها.

ومن أهم مميزات سوق العملات الأجنبية أنه يتأثر بعدها عوامل اقتصادية وسياسية، كعوامل ميزان المدفوعات، والقروض الدولية، وأسعار الفائدة، وظروف التضخم والانكماش الاقتصادي، والأحداث السياسية، وعامل العرض والطلب... إلخ.

#### 5- المعادن النفيسة كأدوات للاستثمار:

لقد أصبحت المعادن النفيسة، كالذهب والفضة والبلاتين، أداة من أدوات الاستثمار الحقيقي. تنظم لها أسواق خاصة يتم التعامل فيها، عن طريق الشراء والبيع المباشر، وإيداع الذهب لدى البنوك، من أجل الحصول على أرباح، أو تتم على شكل مبادلة أو مقايضة، مثلما يحدث في سوق المعاملات الأجنبية.

كما أن أسعار المعادن النفيسة شهدت في الآونة الأخيرة تدهوراً حاداً بعدها وصلت إلى ذروتها في بداية الثمانينيات. ثم انخفض سعرها عندما ارتفع سعر الدولار. لذا أصبح المستثمرون يفضلون استثمار أموالهم في شراء الدولار.

#### 6- صناديق الاستثمار كأدوات للاستثمار:

صندوق الاستثمار هو عبارة عن أداة مالية، تكونه مؤسسة مالية متخصصة، كالبنوك أو شركة استثمار لها دراية وخبرة في مجال تسيير الاستثمارات، وذلك بهدف تجميع مدخلات الأفراد من أجل استخدامها في المجالات المختلفة للاستثمار، تحقق للمشاركين في هذا الصندوق إيراداً، وفي حدود معقولة من المخاطرة.

وفي هذا المضمار يمكن اعتبار صندوق الاستثمار، كأداة استثمار مركبة، بحكم تنوع الأصول التي تستثمر فيها. حيث أن القائمين على تسيير شؤون الصندوق يمارسون التجارة بالأوراق المالية، بيعاً وشراء، أو المتاجرة بالعقارات والسلع إلى غير ذلك من أدوات الاستثمار المختلفة.

وأهم المزايا التي يقدمها صندوق الاستثمار للمدخرين، هي أنه يمنح فرصة مهمة لمن يحوزون على مدخلات، ولا تتوفر لديهم خبرة ودرأية ب مجال الاستثمار. على استثمار أموالهم في مجالات مختلفة، مقابل الحصول على عمولة معينة من طرف الخبراء والمحترفين الذين يتولون إدارة هذه الصناديق.

#### طبيعة وأهمية الاستثمارات:

نتناول في هذا المبحث طبيعة الاستثمارات أي تصنيفها حسب الأهداف، وזמן دخول وخروج التدفقات المالية، وأيضا حسب العلاقة التي تربط المشروعات الاستثمارية، ثم نتطرق إلى أهمية الاستثمارات، من حيث أبعاده الاستراتيجية والمالية.

## طبيعة الاستثمارات (Natures d'investissement)

ترتبط الاستثمارات وتصنيف حسب الأهداف، و زمن دخول وخروج التدفقات المالية، وحسب علاقتها المتبادلة في البرنامج الاستثماري.

### 1- تصنیف الاستثمارات حسب أهدافها:

إن اتخاذ أي قرار استثماري مرتبط بهدف تحقيق جملة من الأهداف المنشودة، التي على أساسها يتم تحديد مستقبل ومصير المؤسسة ونذكرها كما يلي:

- المحافظة والإبقاء على قدرات المؤسسة، وذلك عن طريق صيانة الآلات والمعدات والتحديث المستمر لها، للبقاء على قدراتها الإنتاجية.

☒ زیادة القدرات الإنتاجية الموجودة، بالاعتماد على وسائل إنتاجية إضافية.

☒ تطوير وتحسين الإنتاجية (productivité) عن طريق تحديث وعصرنة وسائل الإنتاج التقنية بهدف تحسين الجودة و النوعية للمنتجات.

☒ تحسين البيئة الاجتماعية، عن طريق تسهيل شروط العمل، وتوفير وسائل الراحة، والمحافظة على النظافة، و مكافحة تلوث البيئة.

وفي صدد الحديث عن الاستثمارات من حيث أهدافها يمكن تصنیفها إلى ما يلي:

#### **أ- الاستثمارات المباشرة المنتجة:**

تنطوي تحت هذا الصنف من الاستثمارات طائفة من الأنواع أهمها:

##### **- استثمارات الاستبدال**

يقوم هذا الاستثمار على أساس استبدال تجهيزات ووسائل قديمة غير صالحة للاستعمال بتجهيزات جديدة. و الهدف هذا هو المحافظة والإبقاء على رأس المال التقى على حاله.

##### **- استثمارات التطوير والإنتاجية**

الهدف من هذه الاستثمارات، هو تخفيف تكاليف اليد العاملة، وبصفة عامة، تهدف إلى تدفئة تكاليف التصنيع ومضاعفة وتحسين نوعية وجودة الإنتاج.

##### **- استثمارات التجديد:**

الهدف من هذا الاستثمار، هو خلق منتجات جديدة، وذلك بالاعتماد على آلات جديدة ذات نوعية رفيعة.

##### **- استثمارات التوسيع**

هدف هذا الاستثمار، هو زيارة القدرة الإنتاجية للمؤسسة. وهو يتمثل في التوسيع الكمي للمنتجات، من أجل زيادة الزيادة المستقبلية للطلب في هذه الحالة تلجم المؤسسة إلى إضافة آلات جديدة مع آلات قديمة. كما يتمثل هذا النوع من

الاستثمار في التوسيع النوعي، وذلك بالاعتماد على وسائل إنتاج حديثة، بغرض تحسين نوعية وجودة المنتوج.

#### **ب- الاستثمارات الإجبارية**

وهي تلك الاستثمارات.التي يحددها القانون والمناشير التنظيمية والتي تطالب بها نقابات العمال، المتعلقة بالنظافة ومكافحة التلوث والوقاية من الحرائق، وتوفير وسائل الراحة من نقل ومطاعم وعيادات طبية.

#### **ج- الاستثمارات الاستراتيجية**

هذا النوع من الاستثمارات تكون نتائجه غير قابلة للقياس، وذلك بخلق شروط أكثر ملائمة لضمان مستقبل المؤسسة، بهدف المحافظة على سمعة المؤسسة والشهرة التجارية والأسواق التي اكتسابها سابقا. وتهدف أيضا إلى غزو أسواق جديدة عن طريق تحسين النوعية وتوسيع وحدات المؤسسة وزيادة الابتكارات.

#### **2- تصنيف الاستثمارات حسب زمن التدفقات المالية:**

تصنف هذه الاستثمارات، انتلاقا من زمن دخول وخروج التدفقات المالية لخزينة المشروع وهي كما يلي:

- الاستثمار الذي يترتب عليه، إنفاق تكاليف الاستثمار دفعة واحدة، ويترتب عن ذلك الحصول على إيرادات الاستثمار دفعة واحدة، مثل النشاط الزراعي.

- الاستثمار الذي تستعمل نفقاته لفترات متعددة من أجل الحصول على إيراد واحد في فترة زمنية واحدة، مثل ذلك حالة الاستثمار في البناء.

- الاستثمار الذي يقتضي استعمال نفقاته مرة واحدة، و يكون متبعاً بإيرادات على شكل دفعات مستمرة، مثل استثمار رأس المال الثابت.

- الاستثمار يستعمل في هذه الحالة نفقاته لفترات متعددة خلال عمر المشروع، للحصول على إيرادات مستمرة و متولدة، أيضاً أثناء مدة حياة المشروع، مثل استثمارات المشاريع الصناعية.

### 3- ترتيب الاستثمارات حسب طبيعة علاقتها المتبادلة في البرنامج الاستثماري:

تصنف هذه الاستثمارات وفقاً لدرجة التبعية المتبادلة للمشاريع، أو العلاقة الموجودة بين البرامج الاستثمارية، وفي هذا الصدد يفرق بين ثلاثة أنواع من الاستثمارات كما يلي:

- **المشاريع المستقلة:** وهي المشاريع التي تكون التدفقات النقدية لأحدهما لا تتأثر بقبول أو رفض المشروع الثاني، أي عند إنجاز أحد المشاريع، هذا لا يقتضي بالضرورة إنجاز المشاريع الأخرى.

- **المشاريع المكملة:** يتجسد هذا النوع من الاستثمارات إذا نتج عن اختيار أحد المشروعين، يؤدي إلى زيادة في إيرادات المشروع الثاني، أو انخفاض في نفقاته.

- **المشاريع المترافقية:** نفترض لدينا مشروعين استثماريين ونقول أنهما مترافقان إذا أدى قبول أحدهما، هذا يؤدي إلى ضرورة قبول الثاني وإذا أدى رفض أحدهما يؤدي إلى ضرورة رفض الثاني.

## أهمية الاستثمارات

### 1- أبعاد الاستراتيجية و المالية:

يعتبر قرار الاستثمار ذو أهمية بالغة حيث أنه متعلق باستراتيجية المؤسسة على المدى الطويل، أي متعلق بمستقبل المؤسسة، إذ ينبغي خلق واستغلال إمكانيات جديدة، من أجل توسيع حجم المؤسسة، في حين أن قرارات الاستثمار في المدى القصير هي قرارات تكتيكية تدرج في إطار الهيكل والإمكانيات المتاحة و المتوفرة لدى المؤسسة.

أما تحديد الأبعاد الاستراتيجية للاستثمارات مرتبطة بتحديد الأهداف المستقبلية، بالاعتماد على المعطيات والإحصائيات، ومعرفة المخاطر التي ستواجه استثمار المؤسسة، ولذا ينبغي تحليل وتفسير نقاط القوة والضعف للمؤسسة، ثم يأتي التنبؤ فيما بعد بالمردودية المالية للمشروع.

وتكتسي هذه الاستثمارات أهمية قصوى و ذات خطورة على مستقبل المؤسسة، كاستثمارات تحسين القدرة الإنتاجية و الاحتكارية، لأن هذا النوع من الاستثمار يؤدي إلى تغيير بنية المؤسسة، وبالتالي تحويلها من الواقع الحاضر الذي تعمل فيه إلى المستقبل المجهول.

وعليه ينبغي على المؤسسة التنبؤ بالصعوبات، التي قد تتعرض لها من ناحية تسويق المنتجات، أي مواجهة طلبات المستهلكين.

## 2- قرارات الاستثمار قىتص الموارد المالية:

إن الموارد المالية للمؤسسة محدودة. والاستثمار على المدى الطويل يستلزم أصول دائمة ولاقتناء هذه الأصول ينبغي أن نلجم إلى عدة موارد منها مثلا: التمويل الذاتي للمؤسسة تقليل مناصب العمل، حيث أن كل منصب عمل ناقص يمثل مورد لهذه المؤسسة، أو تتجه إلى التمويل الخارجي للحصول على الموارد والأصول الدائمة.

وعليه يمكن استخراج علاقة خاصة بالمشروع الاستثماري كما يلي:

مشروع استثماري = الطلب على الأصول الدائمة.

وعليه يجب على كل مشروع استثماري أن يدرس بدقة القرارات المتخذة، لأنها هي التي تحدد مستقبل ومصير المؤسسة. وبالتالي فإن أي خطأ في التقدير يؤدي إلى إفلاس المشروع. ولا يمكن التراجع عنه عند تحديد النفقات الأولية للاستثمار، ومن ثم ينبغي إتمام هذا المشروع، مهما كانت النتائج الناجمة في مرحلة الاستغلال.



## الفصل الثاني

### إدارة المحفظة الاستثمارية



## مقدمة

يؤدي الإستثمار دوراً هاماً في النشاط الاقتصادي خاصة مع التحولات الجارية، لذا فإن وسائله وأساليبه تعددت وتنوعت وفقاً لرؤية المستثمر ميله، و لعل من أهم هذه الوسائل أو الأدوات هو تكوين محفظة إستثمارية التي وضع نظريتها Markowitz عام 1956 ثم تناولها آخرون بعده بالدراسة و التطوير أمثال Turner و غيرهم.

ويهدف تكوين المحفظة إلى تعظيم الثروة عبر زيادة المنفعة، إضافة إلى التقليل من حجم الأخطار التي قد تواجه المستثمر، ولكن الإشكالية المطروحة هنا هي: كيف يتم تحديد التركيبة أو التشكيلة الأساسية لأصول المحفظة الإستثمارية وفقاً لمعايير العائد و المخاطرة ؟

### الإستثمار و أداة المحافظ الإستثمارية:

#### مفهوم الإستثمار و إستراتيجيته:

يعتبر الإستثمار أحد مكوني الطلب الفعّال إلى جانب الإستهلاك، و يعني ببساطة الإضافة إلى الثروة المتراكمة، حيث يؤدي إلى الزيادة أو المحافظة على رأس المال، وتعد إستراتيجية الإستثمار الخطوة الأولى عند إتخاذ قرار إستثماري و هناك إستراتيجيتان هما:

أ- إستراتيجية حذرة: تهدف إلى تحقيق الربح ببطء من إستثمار مرتفع المخاطر.

ب- إستراتيجية نشطة: تهدف إلى تحقيق ربح سريع من خلال المضاربة على الأوراق المالية.

و هناك عاملين أساسين في اختيار هاتين الإستراتيجيتين:

أ- التكلفة: حيث تتحمل الإستراتيجية النشطة تكلفة أكبر من الإستراتيجية الحذرة.

ب- التنويع: فاستراتيجية المحفظة عادة ما تكون أقل تنوعاً من المحفظة الحذرة.

#### **مفهوم المحفظة الاستثمارية:**

هي أداة مركبة من أدوات الاستثمار، تتكون من أصلين أو أكثر و تخضع لأداة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، الذي يكون مالكاً لها أو مأجوراً فقط.

و تتنوع المحفظة حسب أصولها إلى ثلاثة أنواع:

- المحفظة ذات الأصول المالية

الحقيقية

- المحفظة ذات الأصول المختلطة، و هو النوع الغالب، و تتنوع سياسات إدارتها إلى ثلاثة سياسات.

### **أهم أنماط السياسات المتبعة في إدارة المحفظة الاستثمارية:**

إنَّ السياسات المتعارف عليها لدى رجال الأعمال في مجال إدارة المحفظة هي:

#### **أ- السياسة العمومية:**

و هي سياسة يفضل فيها العائد عن الأمان، والنموذج الشائع لهذه المحفظة المثلث لهذه السياسة هي محفظة رأس المال، التي تهدف لجني عائد عن طريق النمو الحاصل في قيم الأصول، و غالباً ما يتم شراء أسهم لشركات في بداية نموها بجني أرباح رأسمالية مستقبلية ترجع لازدهار إقتصادي محتمل.

#### **ب- السياسة الدفاعية:**

يعطي فيها عنصر الأمان أولوية على حساب عنصر العائد من خلال التركيز على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، ويطلق على هذا النوع من المحفظة، محافظ الدخل و التي تتكون أساساً من سندات حكومية، أسهم ممتازة، عقارات...أ الخ.

#### **ج- السياسة المتوازنة:**

تعتبر هذه السياسة وسطاً بين النمطين السابقين، و يراعي فيها تحقيق إستقرار نسبي في المحفظة مع عائد مقبول، ومستوى مقبول من المخاطرة. ويتم ذلك بتنويع رأس المال المحفظة بأدوات إستثمارية منوعة، وتسمى المحفظة من هذا النوع المحفظة المتوازنة. إذن كيف يتم بناء هذه المحفظة المتوازنة أو المثلث ؟

## بناء المحفظة الاستثمارية المثلثي:

### 1-مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلثي و مواصفاتها:

المحفظة الاستثمارية المثلثي هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة و متوازنة من الأصول أو الأدوات الاستثمارية، و بكيفية تجعلها الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها، أو بمعنى آخر هي التشكيلة التي تحقق أكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبول، وبالتالي نستطيع القول أن المحفظة المثلثي هي التي توفر فيها المواصفات التالية:

أ- تحقيق توازن للمستثمرين بين العائد و الأمان

ب- تتميز أصولها بقدر كافي من التنويع الإيجابي

ت- أن تحقق أدوات المحفظة حدًّا من السيولة أو القابلية للتسويق التي تمكّن المدير من إجراء أية تعديلات جوهرية.

و انطلاقاً من كون العائد و المخاطرة معيارين أساسيين في تحديد أمثلية المحفظة لا بدّ من تحديد مفهومهما.

### 2- مفهوم العائد والمخاطرة:

\* العائد على الاستثمار هو الزيادة الحقيقية في القيمة الإجمالية لأصول المحفظة خلال العام منسوبة إلى القيمة للأصول في بداية العام.

\* أًما مستوى المخاطرة المقبول فيقصد به الإنحراف المعياري الحادث في عائداتها الفعلي عن

عائدتها المتوقع، وقد تم تقسيم المستثمرين وفقاً لمدى تقليلهم لمخاطر الاستثمار إلى فئتين:

1- فئة المستثمرين الراشدين، و تبدي تحفظاً إتجاه المخاطرة،

2- فئة المستثمرين المضاربين: و تبدي توجهاً نحو المخاطرة.

3-الطرق المعتمدة لتحديد العائد: و تنحصر هذه الطرق في:

أ- طريقة الرسم البياني:

و هي تمثل نقاط الفترة المالية مع العائد، وتجمع بخط بياني يقع في وسط هذه النقاط،

ولكن هذه الطريقة لا تعطي صورة واضحة للأمور لأنها لا يأخذ بعين الاعتبار درجة المخاطرة.

ب- طريقة معدل النمو المتوسطي:

تستخدم هذه الطريقة فقط في حال أن العائد على المحفظة كان في زيادة مستمرة،

وتعتمد على حساب الزيادة الحاصلة في العائد بين فترة و أخرى بناءً على المعادلات التالية:

مقدار النمو الوسطي =  $\frac{\text{أكبر عائد (خلال الفترة)} - \text{أصغر عائد}}{\text{عدد السنوات}}$

$$\text{معدل النمو الوسطي} = \frac{\text{مقدار النمو الوسطي}}{(\text{أكبر عائد} + \text{أصغر عائد})} \times 100$$

فمعدل النمو الوسطي، يستعمل في تحديد معدل العائد للسنوات المقللة، لكن هذه الطريقة غير منطقية، لأنها تفترض أن العائد في زيادة مستمرة.

### ث- طريقة المتوسط الحسابي:

و تعتمد على مبدأ تجميع نسب العائد للفترات السابقة و قسمة هذه المجموع على عدد الفترات، و اعتبار الحاصل متوسط عائد هذه المحفظة، وفي حالة عدم التأكيد يجب تحديد درجة المخاطرة بحساب التشتت و الإنحراف المعياري.

### ج- طريقة القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية:

و تعتمد على حساب التدفقات النقدية الداخلة أو الخارجة المتوقعة من هذا الإستثمار و ذلك بالقيمة الحالية، و هو ما يسمى بالقيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية  $van$

و لكن الحصول على  $van$  موجبة لا يكفي لاختيار هذه المحفظة، بل يجب حساب مؤشر الربحية ويساوي مؤشر الربحية =  $[van / \text{كلفة الإستثمار}] \times 100$

و مقارنته بحجم المخاطرة المتوقعة على هذا الإستثمار.

#### د - طريقة معدل المردود الداخلي:

و يقصد به معدل الخصم الذي يجعل من  $van$  مساوية للصفر، وطبقاً لهذه الطريقة نختار المحفظة ذات المعدل الأعلى. و إذا كانت محفظة واحدة فتقبل إذا كان هذا المعدل أعلى من كلفة رأس المال، ونفترض هذه الطريقة أنّ الأصول سوف يعاد إستثمارها بنفس نسبة المعدل طوال فترة المشروع.

و بعد تحديد نسبة المخاطرة و قيمة العائد للمحفظة، ويتم اختيار المحفظة المثلث وفق مبادئ محددة.

#### 4- مبادئ بناء المحفظة الإستثمارية المثلث:

و تتلخص في:

1- اختيار المحفظة ذات المخاطرة الأقل في حالة تساوي العائد.

2- اختيار المحفظة ذات العائد الأعلى في حالة تساوي درجة المخاطرة.

3- اختيار المحفظة ذات الأعلى عائد و الأقل مخاطرة في باقي الحالات.

الناحية النظرية تحدد المحفظة المثلث في أية نقطة من نقاط القطاع غير المظلل مع قبول نسبة محددة من المخاطرة، ولكن عملياً هذا النوع من المحافظ غير متاح لهذا سوف يختارا لمستثمر محفظته المثلث في نقطة من نقاط المنحنى  $M$  باعتباره أبعد حد في قطاع المحافظ الممكنة.

و لتحديد نقطة المحفظة المثلثى نستعين بمفهوم منحنيات السواء الذى يعكس ميل المستثمر في ميادين العائد بالمخاطر.

**إختيار المحفظة المثلثى عن طريق منحنيات السواء:**

**خصائص منحنيات السواء:**

أ- إتجاه منحنى السواء من الأسفل إلى الأعلى ومن اليمين إلى اليسار، يعكس العلاقة الطردية بين المخاطرة و العائد.

ب- مستوى منحنيات السواء هابط من أعلى لأسفل، بمعنى أن المستثمر إذا لم يجد محفظة مثلثى وفقاً لمنحنى ، فإنه سيظطر للتنازل و البحث عنها في المحنن .

ت- أن جميع المحافظ التي تقع على منحنى سواء معين لها جاذبية متساوية من وجهة نظر المستثمر.

ث- المحفظة التي تقع على منحنى سوء أعلى، هي أكثر جاذبية للمستثمر عن أي محفظة أخرى تقع على منحنى سوء يقع أسفله، و بلغة الاقتصاديين، المحنن أعلى يكون أكبر منفعة من المحنن الأسفل.

### فرضيات منحنيات السواء:

#### أ- فرض عدم التشبع:

و يقصد به أن المستثمر يفضل دائمًا الإستثمار الذي يحقق أقصى عائد ممكن، و عند المفاضلة بين إستثمرين يختار الإستثمار ذو العائد الأكبر.

#### ب- فرض كراهية المخاطرة:

يعني أنه لو أتيحت للمستثمر المفاضلة بين إستثمرين متساوين من حيث العائد فسوف يختار أقلها مخاطرة.

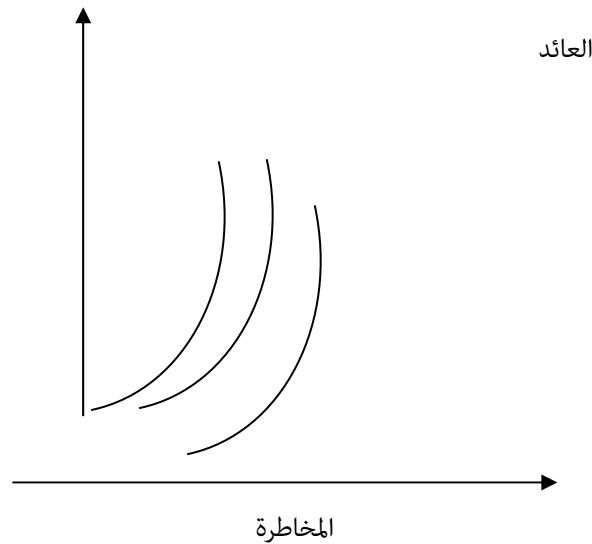
#### مفهوم الحد الكفاء:

في اختيار المحفظة المثلثي، تضع نظرية المجموعة الكفاءة شرطين:

أ- اختيار التوليفة المثلثي التي تحقق أقصى عائد متوقع، في ظل مستوى معين من المخاطر.

ب- اختيار التوليفة التي تتعرض لمخاطر أقل، في ظل مستوى معين من العائد، و يطلق على الإستثمارات التي تتوافر فيها هذين الشرطين " بالمجموعة الكفاءة " من الإستثمارات، وذلك من بين المجموعات الممكنة.

اختيار المحفظة المثلث:



و تتحدد بنقطة قاس الحد الكفاء مع منحنى السواء للمستثمر

مبدأ التنويع للتخفيف من مستوى المخاطرة:

مزايا تنويع المحفظة بالأصول الغير الخطرة:

لتوسيع ذلك نأخذ المثال التالي:

محفظة استثمارية تتكون من سهرين 1, 2، التوزيع الاحتمالي للعائد في كل منها كما يلي:

العائد من السهم 2	العائد من السهم 1(F)	الإحتمال B
0.20	0.20	0.5
0.10	0.10	0.5

نحسب العائد المربع للسهم أ حسب العلاقة:

$$F_1^* = \sum_{p=1} B_p X F_p$$

$$F_1^* = (0.5 \times 0.2) + (0.5 \times 0.1) = 0.1 + 0.5 = 0.15$$

نحسب المخاطرة المربعة للسهم أ حسب العلاقة:

$$R_p^* = \sum_{p=1} B_p (F_p - F_1^*)^2$$

$$R_p^* = 0.5(0.2 - 0.15)^2 + 0.5(0.1 - 0.15)^2 = \sqrt{0.0025} = 0.15$$

$$F_2^* = 0.15 \quad R_2^* = 0.05 \quad \text{وبنفس الطريقة}$$

بعد تكوين محفظة من السهمين معاً، تصبح معادلة العائد المتوقع من المحفظة كما يلي:

$$F_p^* = \sum_{p=1} K_p \cdot F_p^*$$

حيث  $K_p$ : الوزن النسبي لكل سهم في المحفظة

$$F^* = (0.5 \times 0.15) + (0.5 \times 0.15) = 0.15$$

0.5% تعني لأن المحفظة تتكون من السهمين 1, 2 بالتساوي، أما المخاطرة المرجحة للمحفظة

بافتراض معامل الإرتباط بين عائد السهمين معنوم فتحدد بالمعادلة:

$$R^* = \sqrt{(K_1 R_1)^2 + (K_2 R_2)^2 + (K_1)^2 \times (\text{cov})(1,2) + (K_2)^2 \times (\text{cov})(1,2)}$$

0 لأن معامل الإرتباط معنوم =

$$R^* = \sqrt{(0.5 \times 0.05)^2 + (0.5 \times 0.05)^2} = 0.035 < 0.05$$

قللت نسبة المخاطرة بـ 15%.

عوامل نجاح سياسة تنوع المحفظة الاستثمارية:

1- تنوع المخاطر الاستثمارية:

و تصنف المخاطر إلى:

- مخاطر سوقية: وهي مرتبطة بظروف السوق، تميز بالإنتظام و يمكن توقعها و بالتالي تجنبها

- مخاطر غير سوقية: أسبابها خارجة عن ظروف السوق المالي، و يصعب التنبؤ بها، كما أنها غير منتظمة، و سياسة التنوع قد تنجح في تخفيض النوع الثاني من المخاطر لكن لا تفيد في تجنب النوع الأول.

## 2- عدد أصول المحفظة:

فكلاًما زاد عدد أصول المحفظة، كلما تزايدت مزايا سياسة التنويع في تخفيض المخاطر، وهذا طبقاً لقانون العينات العشوائية الذي يشير إلى التناوب العكسي بين عدد عناصر المحفظة واحتمال تركز الخسارة في عنصر معين.

## 3- معامل الإرتباط بين أصول المحفظة:

\* من حيث نوع الإرتباط: فقد يكون موجباً كما يحدث بين أسعار الأسهم و أسعار العقار ، وقد يكون سالباً كما حدث في أزمة الولول ستريت ، عندما أدى الإنخفاض الحاد في أسعار الأسهم إلى إرتفاع حاد في أسعار السندات.

\* من حيث قوة أو ضعف معامل الإرتباط: تتراوح بين  $-1$  و  $+1$  ، فعلى مدير المحفظة في تنويع الأصول أن يراعي كلاً من نوع الإلابط و قوة معامله.

ففي حالة الإرتباط السالب، تزداد مزايا التنويع كلما قوى معامل الإرتباط بين عوائد الأصول ، بينما في حالة الإرتباط الموجب تزداد مزايا التنويع كلما ضعف معامل الإرتباط.

حساسية التنويع لا تنجح في تخفيض المخاطر الغير سوقية إذا كان الإرتباط موجباً و قوياً ، لأن عملية التنويع ماهي إلا تكرار لأصل من الأصول ، على العكس، عندما يكون الارتباط سالباً أو معدوماً ، فالتنويع يكون موجباً و مفيدة في تخفيض المخاطر، لأن الآثار ستعم و في إتجاهات متعاكسة.

ذكرنا أنّ عوامل نجاح سياسة التنويع هو تنوع المخاطر خاصة تلك المتعلقة بالسوق ، والتي يمكن التنبؤ بها ، وذلك عن طريق معامل  $\beta$  ، فكيف يكون ذلك ؟؟

التنبؤ بمخاطر المحفظة باستخدام معامل  $\beta$  :

النموذج الرياضي البسيط لتطبيق هذا المعامل هو

$dF = A + (\beta x dF.S)$   $dF$ : معدل التغير في العائد للمحفظة.

$S$ : معدل التغير في متوسط معدلات العائد لجميع أدوات الاستثمار.

$A$ : ثابت المعادلة.  $\beta$ : يمثل درجة حساسية عائد المحفظة للمخاطرة

إذا يمكن تعريف  $\beta$  ، بأنه مقدار التغير النسبي المتوقع حدوثه في عائد أسهم المحفظة بالقياس للتغير الحادث في متوسط عائد الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية .

- إذا كان المعامل  $\beta = 1$  ، معناه معدل تغير العائد المتوقع للمحفظة هو نفس معدل التغير الحادث في العائد السوقي بشكل عام ، فإذا انخفض هذا الأخير بنسبة 20% بسبب حادث فإن عائد سهم المحفظة سوف ينخفض بنسبة 20% كذلك ، وهذا ما يطلق عليه بالمخاطرية السوقية العادية.

و نستفيد من معادل  $\beta$  في بناء أو إحلال الأصول المكونة للمحفظة، ففي حالة انتعاش محتمل في السوق المالي ، فيتم احلالاً أصول استثمارية ذات معامل  $\beta$  منخفض، وفي حالة الإنكماش يتم العكس.

لنأخذ محفظة تتكون من 4 أصول مالية حسب الجدول التالي: مثال:

معامل $\beta$	القيمة V	بيان أصول المحفظة
0.75	1000	A سهم
1.25	1000	B سهم
1.40	1000	C سهم
0.2	500	عملات أجنبية

$$\beta^* = \frac{\sum V \beta}{\sum V}$$

$$1 = (1000 \times 0.75) + (1000 \times 1.25) + (1000 \times 1.4) + (500 \times 0.2) =$$

$$1000 + 1000 + 1000 + 500$$

إذا كانت لدينا توقعات بانتعاش السوق المالي، فإننا نسعى للإستفادة منه عن طريق رفع معامل

D وذلك باستبدال الأصل (عملات أجنبية) ذو معامل منخفض بأصل آخر ، ولتكن السهم  $\beta$

$$\beta^* = 3 - \beta$$

$$\beta^* = (1000 \times 0.75) + (1000 \times 1.25) + (1000 \times 1.4) + (500 \times 3) = 1.4$$

$$3500$$

إذا سيترتب زيادة أكبر في العائد المتوقع من المحفظة بنسبة إذا انتعشت السوق المالية ب 10%

$$\text{و ذلك ب } 1.4 \times 10\% = 14\%$$

رغم أن كلما ذكرناه في الفصول السابقة صالح لكل نوع من أنواع المحافظ، إلا أن هناك ظوابط و

قيود لتكوين محافظ الأوراق المالية و عوامل يجب مراعاتها عند إدارة هذه الأخيرة

#### **خصائص محافظ الأوراق المالية:**

##### **ضوابط و قيود تكوين محافظ الوراق المالية:**

-1 ظوابط و قيود زمنية: أي المدى الزمني الذي يرغب صاحب المحفظة الإستمرار فيه

مستثمرا لأمواله (قصير، طويلا، متوسطا، لمدة سنة....)

-2 ظوابط و قيود مالية و رأسمالية: وهي حجم و نوع الأموال المتاحة لمدير المحفظة

و التي يتم من خلالها شراء و حيازة الأوراق المالية و تكوين التوليفة أو المزيج

المناسب في الأوراق المالية.

-3 ظوابط أو قيود الحاجة إلى تسليم المحفظة: وهو القيد الذي يضعه صاحب

المحفظة على مديرها في شكل إمكانية تسليم المحفظة بالكامل أو بجزء كبير منها أو

بشكل فجائي أو في أجل قصير، مما يجعل مدير المحفظة ينجز أنواعا معينة من

الأوراق المالية التي تحقق هذا الهدف.

-4 ظوابط و قيود ضريبية و إلتزامية: كثيرا ما تعرض قوانين أو تشريعات تعطي مزايا أو

إعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية معينة قد تكون لفترات زمنية منصوص عليها و

من ثم يكون سعر المحفظة على علم بهذا كله، وبالتالي يجب مراعاته عند تكوين

المحفظة

-5 ظوابط و قيود الأخطار و المخاطر: يقوم مدير الإستثمار باختيار الأوراق المالية التي

يتناسب درجة الخطر في الإستثمار فيها مع استعداد المستثمر و قدرته على قبول و

تحمل المخاطر.

**العوامل التي يجب مراعاتها عند إدارة الأوراق المالية:**

-1 معدل الفائدة و سعر الورقة المالية: إن عملية إدارة المحفظة تقوم على متابعة تطور

العائد الذي تتحققه الورقة ، وذلك بـمتابعة الأوراق المالية الجديدة التي تطرح في

السوق لأول مرة ، ومقارنة العائد عليها بـعائد الخاص بالورقة المحافظ عليها في

المحفظة.

-2 مدى التقلبات في معدل الفائدة: يرتبط الإستثمار في الورقة المالية ليس فقط بمعدل

العائد ، ولكن أيضا بمدى الاستقرار في معدل العائد و اتجاهات هذا السعر في الأجلين

القصير و الطويل أيضا.

-3 مدى التقلبات في سعر الورقة المالية ذاتها: فكلما كان سعر الورقة المالية يزداد في

السوق بشكل تراكمي فإن هذا أدعى إلى الإحتفاظ بها، فالزيادة التراكمية التي تطرأ

على القيمة السوقية للورقة تشجع المستثمرين على طلبها نظراً لما تتحققه من ربح

رأسمالي.

4- تأثير تآكل القوة الشرائية للنقدود: في حالة التضخم، الإحتفاظ بالنقدود أمر غير رشيد ، لذا يزداد إقبال الأفراد على الإستثمار في الأصول العينية و الوراق المالية، خاصة تلك التي ترفع قيمتها السوقية مع ازدياد قيمة الأصول التي سبق شراؤها بأسعار منخفضة.

#### الاعتبارات الفتية في إدارة محفظة الأوراق المالية:

1- الاعتبارات الزمنية و المكانية: حيث تتدخل اعتبارات التوقيت في قرار الإحتفاظ بالورقة المالية في المحفظة أو التخلص منها ، و كمثال على ذلك توقيت استحقاق سداد الورقة المالية، أما اعتبارات المكان ، فتتعلق بالمخاطر التي قد يتعرض لها الإستثمار في مكان معين.

2- مستوى جودة الورقة المالية: و يتم ذلك من خلال تحليل البيانات المتوفّرة عنها، حيث يتم تصنیف الأوراق المالية و ترتيباتها بنا على نتائج التحليل الذي تم.

3- السياسات المالية و النقدية للدولة: كسياسة التوسيع في الإصدار النقدي ، وفي الإنفاق الحكومي الجاري و الإستثماري، و سياسات التكميش و تعقيم الكتلة النقدية ، وتأثير ذلك على اتجاهات أسعار الأسهم و فوائد عوائد الأسهم.

4- عمليات معالجة الأخطار: تتأثر عمليات الاستثمار و قرارات البيع و الشراء للأوراق المالية المتداولة بكم ونوع المخاطر التي تواجهها من حيث الآتي:

- أ- عمليات تحليل و تحديد الأخطار.
- ب- عمليات توزيع الخطر و تحديد مصادر التعامل معه و نشر مجالاته
- ج- عمليات توزيع الخطر و تحديد مصادر التعامل معه و نشر مجالاته
- د- عمليات تنويع الأخطار ، وعدم تركيزها في إطار سياسة تثبيت الخطر و تسهيلا لإدارة مثل هذا النوع من المحافظ و تشجيعا للإستثمار فيه تم إنشاء ما يسمى بشركات الإستثمار.

#### شركات الإستثمار:

هي شركات تتلقى أموال من المستثمرين من مختلف الفئات ، ل تقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية، يتحدد نصيب المستثمر بعدد الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله، أما الأوراق المكونة للتشكيلة ، فهي من النوع ذو التداول العام مثل الأسهم و السندات و أدوات الخزينة...الخ.

و ليس من حق المستثمر أن يدعى ملكية أوراق مالية معينة داخل التشكيلة ، و يمكن القول أن شركة الإستثمار هي عدد من الصناديق يدير كل منها فريق إدارة مستقل ، ويمكن تصنيف الصندوق على أساس تشكيلة الأوراق المالية المكونة لها.

## تصنيف صناديق استثمار وفقاً لمكونات التشكيلة:

### 1- صناديق الأسهم العاديّة:

و تكون من الأسهم العاديّة فقط ، إلاً أنّا نميز فيها بين الصناديق التي تدار باستمرار و يقظة ، والصناديق التي لا تحظى سوى بقدر ظئيل من اهتمام الإداره ، وهي تلك التي لا تبدل الإداره من جانبها مجهوداً لإختيار التشكيلة، لأنها تسعى إلى تحقيق عائد مماثل لعائد السوق.

### 2- صناديق السندات:

و تكون من سندات فقط ، قد تكون مرتفعة الجودة ، وتولد عائدً منخفضاً نسبياً و ولكنها لا تتطوّي على مستوى منخفض من المخاطر أو قد تكون متباعدة من حيث الجودة و المخاطر و العائد.

### 3- الصناديق المتوازنة:

و تتمثل على مزيج من أسهم عاديّة و أوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت و محدد مثل السندات التي تصدرها الحكومة و منشآت الأعمال، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عاديّة ، والأسهم الممتازة و وتميّز التشكيلة بمعامل  $\beta$  أقل من الواحد الصحيح ، بمعنى أنّ القيمة السوقية للأوراق المالية المكونة للصندوق لا ترتفع أو تنخفض بنفس مستوى التغيير في السوق.

#### 4- صناديق سوق النقد:

و هي تلك الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل كأذونات الخزينة، وشهادات الإيداع التي عادة ما تتداول في سوق النقد أي من خلال مؤسسات مالية كالبنوك التجارية.

تعتبر المحفظة الاستثمارية من أهم الأدوات الاستثمارية التي ظهرت حديثاً، وهي مجموعة من الأصول المختلطة المالية والحقيقة تدار من طرف شخص يدعى مدير المحفظة، هذا الأخير يحاول تحقيق أهداف المستثمر من خلال اختيار تشكيلة تحقق أكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبول، وهم المعيارين الأساسيين في تحديد أمثلية المحفظة.

ولبلوغ هذا الهدف، يتم اللجوء عادة إلى التنويع و إدراج بعض الأصول الغير خطيرة، وتنجح هذه السياسة عندما يكون معامل الإرتباط بين الأصول مدعوماً أو ضعيفاً.

كل هذه المبادئ صالحة لكل أنواع المحافظ المالية، و نظراً لأهميتها و حساسيتها الامتناعية للأحداث الجارية في السوق المالي، تنفرد بعض الخصائص لذا لها اعتبارات و قيود و ظوابط خاصة يجب مراعاتها سواء في تكوين أو إدارة مثل هذه المحافظ.

و في الأخير يمكن القول أن هذا البحث، ركز على النقاط الأساسية في كيفية تكوين و إدارة المحافظ الاستثمارية رغم ذلك يبقى غير شامل، ولأننا لم نتطرق

فيه إلى نوع معاصر من المحافظ و هو المحافظ الدولي و تنفرد هذه الأخيرة بخصائص معقدة و  
كثيرة تجعلها جديرة بالبحث.

### الفصل الثالث

#### الاستثمار المصرفي وقياس المخاطر



## مقدمة

أن الاستثمار الذي نقصده هنا هو النشاط الاقتصادي ، الذي يتحدد في شراء و بيع الاسهم و السندات ، أي شراء و بيع الاوراق المالية (Securities) و يأتي الاستثمار المالي في المرحلة التالية و بعد الائتمان المالي من حيث الامانة ، كمجال لتوظيف الموارد المالية للمصارف أو مايعرف بادارة اصولها (Assets Management).

و تتحدد معظم المصارف الاستثمار في الاوراق المالية كبديل للنقدية (Substitute for Cash) ، أي أن المصارف بدلا من أن تحفظ بارصدة نقدية كبيرة في خزائنهما تحقيقا لهدف السيولة ( Liquidity ) التي لا يتولد عنها أي عائد ، تقوم باستثمار جزء من تلك النقدية في اوراق مالية يتولد عنها عائد يحقق لها هدف الربحية ( Profitability ) ، و في الوقت نفسه يمكن تحويلها إلى نقدية بصورة سريعة ، عندما يتضي الامر ذلك ، و هو ما يحقق هدف السيولة و هذا يعني أن الاستثمار في الاوراق المالية يستهدف تحقيق الربحية و السيولة معا.

و يعرف المستثمر في الاوراق المالية ، بأنه توظيف الاموال الفائضة عن حاجة المستثمر الحالية في شراء اوراق مالية ، املا في الحصول على عوائد مستقبلية تعوضه عن امكانية تأجيل اشباع حاجات استهلاكية حالية ، و عما يمكن أن يتعرض له من مخاطر في سبيل ذلك ، و يعرف الاستثمار في الاوراق المالية كذلك ، بأنه تخصيص جزء من الاموال لتوظيفه في الاصول المالية لفترة من الزمن بهدف الحصول على تدفقات نقدية في المستقبل لمواجهة الزيادة في

معدل التضخم و تغطية المخاطر المصاحبة لتدفقات الاموال. و الاستثمار أما أن يكون فردي ( Fradi ) أو متعددة ( Multiple ) و يقصد بالاستثمار الفردي شراء اصل واحد فقط حتى لو تكررت الوحدات المشتراء من هذه الاصول ( Assets ) بينما يكون الاستثمار متعددا إذا شمل نوعين أو أكثر من الاصول ( محفظة الاستثمار ).

و المحفظة ( Portfolio ) مفهوم يطلق على مجموع ما يملكه المستثمر من اصول بشرط أن يكون الهدف من هذا الامتلاك هو تنمية القيمة السوقية لها و تحقيق التوظيف الامثل لما تمتلكه هذه الاصول من اموال. و بطبيعة الحال فان امتلاك الاوراق المالية كالاسهم و السندات ، يعتبر جزءا هاما من اية محفظة استثمارية ( Investment Portfolio ) ، و موضوع المحفظة الاستثمارية من الموارد الجديدة في عالم الاستثمار و في عموم الاسواق المالية في العالم ، و قد وضع ماركويتز نظرية المحفظة ( Portfolio Theory ) عام 1952 ، و تطورت بعد ذلك من قبل عدد من المحللين الماليين.

## عناصر محفظة المصرف الاستثمارية

يمكن أن تناول أهم عناصر محفظة المصرف الاستثمارية و هي كما يلي:

### 1- الاسهم Stocks

تعد الاسهم بثابة صكوك ملكية طويلة الاجل ( Long - Term Equity ) بمعنى انها ليست لها تاريخ استحقاق ، و أن مسؤولية حاملها ( المصرف ) محددة بقيمة السهم ، و لا يحق المطالبة بارباح ألا إذا قررت الجهة المصدرة للاسهم ذلك ، و يلاحظ هنا انه في حالة تعرض هذه الجهة للافلاس ، فان حملة الاسهم يحصلون على ما تبقى من اموال التصفية و التي قد تكفي أو لا تكفي لسداد مستحقاتهم أو اموالهم التي اشتروا بها تلك الاسهم لغرض الاستثمار.

و هذا يعني أن الاسهم تتعرض لمخاطر عدم استرداد القيمة بصورة اكبر بكثير من السندات ، لذا فمن الطبيعي أن تميل السياسات الاستثمارية في المصارف إلى تفضيل الاستثمار في السندات عن الاسهم العادية ، لانه من المفترض أن تسعى المصارف إلى حماية اموال مودعيها من خلال الاحجام عن الاستثمارات في مجالات تنطوي على قدر مرتفع من المخاطر ، و يمكن التفرقة بين نوعين من الاسهم و هما:

#### (أ) الاسهم الممتازة Preferred Stocks

تتيح هذه النوعية من الاسهم لحامليها الحصول على نصاب ثابت من التوزيعات الدورية ( Fixed Dividend ) ، و يلاحظ أن هذه التوزيعات عادة ما تكون

نسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم الممتاز ، و يaci حملة الاسهم الممتازة بعد حملة السندات من حيث حصولهم على المستحقات في حالة التصفية ، لذا فان مخاطر عدم السداد التي ينطوي عليها السهم الممتاز اعلى من مخاطر السندات ، و من ثم فان العائد المطلوب على الاستثمار فيها يكون وبالتالي اكبر من العائد المطلوب على السندات.

و يتبيّن مما تقدّم أن الاسهم الممتازة ذات طبيعة مختلطة ( Hybrid Nature ) أي انها خليط بين السندات و الاسهم العاديّة فهي تتشابه مع السندات في أنها يتولّد عنها عائد ثابت بينما تتشابه مع الاسهم العاديّة في أن كلاهما ليس له تاريخ استحقاق ، و أن مسؤولية حاملهم محدودة بقيمة الاسهم.

#### Common Stocks (ب) الاسهم العاديّة

لا يحصل حامل هذه النوعية من الاسهم ( أي المصرف المستثمر ) على عائد ثابت ، حيث يتوقف العائد المتولّد من الاسهم العاديّة على حجم الارباح التي حققتها المنظمة المصدرة لها. و وبالتالي فإن في حالة تعرض هذه المنظمة لخسائر ( في احدى السنوات ) و تقرر عدم توزيعات فإن حملة الاسهم العاديّة لا يحصلون مطلقا على أي عائد ، فضلا عن انه إذا افلست المنشاة المصدرة للاسهم ، فإن حملة الاسهم العاديّة آخر من يحصلون على مستحقاتهم من اموال التصفية و ذلك إذا ما تبقى شيء منها يمكن اخذه.

و يستخلص ما سبق أن الاسهم العاديّة تعد اكثرا انواع الاوراق الماليّة التي تضمنها محفظة المصرف الاستثمارية تعرضا لمخاطر عدم السداد ، لذا فمن المتوقع أن يكون العائد المطلوب للاستثمار فيها هو أعلى العوائد المطلوبة بالنسبة للاوراق الماليّة.

## 2- السندات

تعتبر السندات بمثابة عقد أو اتفاق بين الجهة المصدرة و المستثمر و يقتضي هذا الاتفاق بان يقرض المستثمر ( المصرف ) الجهة المصدرة مبلغاً ملدة محدودة و سعر فائدة معين و السند يختلف عن القرض لانه قابل للتداول حيث يمكن بيعه و هو بذلك يحتفظ بسيولة عالية لحامله ، بمعنى أن السند بمثابة صك مديونية يعطي لحامله ( المصرف المستثمر ) الحق في استرداد قيمته الاسمية عندما يحين تاريخ الاستحقاق ، و يحصل بمقتضاه على فائدة بصفة دورية وفقا للمعدل المحرر على السند.

و من الملاحظ انه في حالة تعرض المنشاة المصدرة للسند للافلاس فان حملة السندات يكون لهم الاولوية في الحصول على مستحقاتهم من اموال التصفية ، أما من حيث العائد فيحصل حملة السندات على قدر ثابت من الفوائد في تواريخ محددة بغض النظر عن الارباح و الخسائر التي نجم عنها نشاط الجهة المصدرة للسند و نظرا للثبات النسبي في العائد المتولد من السندات ، فعادة ما تكون القيمة السوقية ( السعر الذي يباع به السند في سوق المال ) ثابتة نسبيا ايضا ، و هو ما يعني تعرض السندات لقدر اقل من مخاطر انخفاض القيمة السوقية.

ويستخلص مما تقدم ان السندات تتصف بثلاثة خصائص رئيسية هي:

أ- استقرار العائد الدوري.

ب- التعرض لدرجة اقل من مخاطر انخفاض القيمة السوقية.

ج- التعرض لدرجة اقل من مخاطر الافلاس.

ويمكن تصنيف السندات إلى نوعين اساسيين هما:

(أ) السندات الحكومية Government Banks

وتمثل في الصكوك التي تصدرها الحكومة و اذونات الخزانة و ما شابه ذلك ، لأن هذا النوع من السندات لا يتعرض تقريباً لمخاطر عدم استرداد القيمة فعادة ما يكون معدل الفائدة عليه منخفضاً نسبياً.

ويرجع انخفاض تعرض السندات لمخاطر عدم الاسترداد إلى أن قدرة الحكومة تعتبر لا نهائية على السداد ، طالما أنها تستطيع إصدار المزيد من أوراق النقد حال رغبتها في ذلك.

(ب) السندات غير الحكومية Non - Government Bonds

وهي الصكوك المصدرة من الجهات غير الحكومية و من امثلتها شهادات الایداع القابلة للتداول التي تصدرها المصارف التجارية الأخرى أو ما تصدره منشآت الاعمال من السندات ، و غني عن البيان أن هذه السندات تتعرض نسبياً لمخاطر عدم استرداد القيمة بدرجة أعلى من السندات الحكومية ، و بالتالي فالفائدة عليها مرتفعة مقارنة بفوائد السندات الحكومية

### ثالثا: الفرق بين الاسهم العادية والسنادات

تختلف الاسهم العادية عن السنادات في ثلاثة جوانب رئيسية ، تتعلق ب مدى استقرار العائد ، و مدى التعرض لمخاطر انخفاض القيمة السوقية ، و مدى التعرض لمخاطر الافلاس:

#### مدى استقرار العائد

يتحقق حملة السنادات على قدر ثابت من الفوائد في تواريخ محددة ، بعض النظر عن ارباح أو خسائر المنشاة التي اصدرتها ، أما حملة الاسهم فيحصلون على ارباح يتوقف حجمها إلى حد كبير على حجم الارباح المتولدة و إذا ما اسفر نشاط المنشاة عن خسائر فقد لا يحصلون على شيء بالمرة.

#### مخاطر انخفاض القيمة السوقية

ان القيمة السوقية للاسهم تتقلب بقدر اكبر من تقلب القيمة السوقية للسنادات، مع ثبات الاشياء الاخرى وان السبب في ذلك يعود الى تقلب العائد الدوري المتولد عنها مقارنة بوضع العائد المتحقق للسنادات، اضافة الى ذلك قد تتعرض الاسهم الى خسائر عندما تنخفض القيمة السوقية لها.

#### مخاطر الافلاس

يعد السند صك مديونية بينما يمثل السهم صك ملكية ، و هذا يعني انه في حالة افلاس المنشاة يكون لحملة السنادات الاولوية في الحصول على مستحقاتهم من اموال التصفية ، أما حملة الاسهم فيحصلون على ما تبقى من

تلك الاموال ، و التي قد تكفي أو لا تكفي لاسترداد اموالهم التي سبق أن استثمروها في تلك المنشاة.

#### اهداف محفظة الأوراق المالية

يتمثل العائد على محفظة الأوراق المالية، المتباع الرئيسي الذي يعتمد عليه المصرف مواجهة التزاماته الأساسية، مثل سداد الفوائد المستحقة على الودائع، واجراء توزيعات على المساهمين، وزيادة الأرباح المحتجزة لمقابلة التوسعات المستقبلية، لذا فمن المتوقع أن يكون للنجاح في ادارة محفظة المصرف، آثار جيدة على قدرة المصرف على الإضطلاع بتلك الأعباء، وتقضي الأدارة الناجحة لمحفظة المصرف ضرورة تحديد اهدافها، على اعتبار أن الاهداف هي الإطار الذي تصاغ على ضوئها السياسات الخاصة بالمحفظة .

ومن الأهداف التي يسعى إلى تتحققها المصرف ما يأتي:

1- الوفاء بمتطلبات السيولة النقدية وتجنب مخاطر العسر المالي، إذ تعد محافظ الأوراق المالية من اهم مصادر السيولة، حيث يستطيع المصرف اللجوء إلى بيع محتوياتها في السوق المالي حيث تستدعي الحاجة.

2- استثمار الفائض من اموال المصرف عندما تكون الطلبات على القروض والسلف لديه قليلة، ففي هذه الحالة يكون لدى المصرف أموالا فائضة لابد أن يسعى إلى استثمارها بدلا من تركها مجتمدة في خزائنه.

3- تحقيق الأرباح للمصرف، إذ تشكل أرباح محافظ الأوراق المالية في كثير من الأحيان نسبة كبيرة من مجموع ارباح المصرف.

4- توثيق العلاقة مع كبار المودعين، مثلاً تقوم المصارف باستثمار جزء من مواردها في شراء السندات الحكومية، على الرغم من انخفاض العائد على هذه السندات، إلا أن المصارف تستطيع أن تغوص هذا الإنخفاض في عائد السندات الحكومية، بالأرباح المتولدة من استثمار ودائع الحكومة، باعتبارها من كبار المودعين.

ومن الملاحظ على هذه الأهداف، أن هناك تعارض بين هدف الربح وهدف الوفاء بمتطلبات السيولة، إذ أن تحقق الاستغلال الأمثل للموارد المالية المتاحة للمصرف، وبما يحقق أقصى عائد ممكن له، فان ذلك يقتضي القيام باستثمار كافة الموارد المالية المتاحة بطريقة تمنع وجود أي أرصدة نقدية فائضة، غير أن قيام المصرف باستثمار موارده المتاحة على هذا النحو، سيعني عدم وجود أية اموال سائلة، وهذا الموقف قد يعرض المصرف لمخاطر الفشل في تلبية الإلتزامات المالية المتربعة عليه تجاه الغير، ومن هنا يبدو التعارض واضحًا بين هذين الهدفين، مما يتطلب اجراء الموازنة الدقيقة بينهما.

### الاستثمار المصرفي و القروض

يختلف الاستثمار المصرفي في الأوراق المالية عن الاقراض في جوانب معينة من أهمها ما يأتي:

- (1) أن المقترض وهو الغير، هو الذي ينشأ القرض، أما في حالة الاستثمار فان المصرف هو الذي ينشيء العملية من خلال الدخول في اسواق المال لشراء الأوراق المالية.

(2) في حالة القروض يكون المصرف هو الدائن الأساسي أما في حالة الاستثمار فان المصرف يكون واحداً من عديد من الاشخاص المستثمرين.

(3) يحمل القرض معه مفهوم الاحتفاظ بشيء ملدة قصيرة نسبياً على أساس أن المبلغ سيرد بقيمته ، أما الاستثمار فان الهدف منه الحصول على تدفق سنوي ملدة طويلة قبل أن يتم استرداد الاصل.

(4) في الاقراض المصرفي علاقة شخصية بين المقترض والمصرف أما في الاستثمار المصرفي فلا يوجد مثل تلك العلاقة الشخصية.

#### **معدل العائد على استثمارات المحفظة**

محفظة الاستثمار المصرفي، تتكون من عدد من الاستثمارات، تتبادر من حيث القيمة ومن حيث معدل العائد المتولد عنها، وتمثل قيمة الاستثمار في حجم الموارد المالية التي وجهت إلى ذلك الاستثمار، أما معدل العائد، فيتمثل في ناتج قسمة صافي الربح المتولد عن الاستثمار على قيمة ذلك الاستثمار ، ويتوقف صافي الربح على حجم الاموال المستثمرة، كما يتوقف على عنصرين آخرين هما: مجمل العائد المتولد، والتكاليف المصاحبة لشراء وخدمة الاستثمار، و اذا ما توفرت بيانات عن قيمة كل استثمار تتضمنه المحفظة، وعن معدل العائد المتولد عن كل منها فانه يمكن بسهولة حساب معدل العائد على الاستثمار الكلي في المحفظة، فوفقاً لما أشار اليه ماركوز ( Markwitz ) يتمثل عائد المحفظة في المتوسط الحسابي المرجح بالوزان لـمعدل العائد على

الاستثمارات الفردية المكونة لها، حيث يقاس الوزن بالقيمة النسبية للاستثمار، فلو أن محفظة مصرف ما، تتكون من عدد من الاستثمارات قدره ( n )، فإنه يمكن حساب معدل العائد على الأموال المستثمرة في تلك المحفظة باستخدام المعادلة :

$$RR = \sum_{t=1}^n K_t P_t \dots \dots \dots \dots \dots \quad (1)$$

$$\text{Or } RR = K_1 P_1 + K_2 P_2 + \dots + K_n P_n \dots \dots \dots$$

اذ أن:

RR: تمثل معدل العائد على الأموال المستثمرة في المحفظة.

$K_t$ : تمثل وزن الاستثمار الفردي داخل المحفظة.

$P_t$ : تمثل معدل العائد على الاستثمار الفردي.

$n$ : تمثل عدد الاستثمارات المكونة للمحفظة.

وليلين كيف يمكن حساب معدل العائد على الأموال المستثمرة في المحفظة، نورد المثال الآتي،  
نفترض ان محفظة احد المصارف التجارية تتكون من اربعة استثمارات فردية هي: سندات حكومية قيمتها (160) الف دينار، ويبلغ معدل عائدها السنوي (9 %) سندات شركة الامين، تبلغ قيمتها (130) الف دينار، ويبلغ معدل العائد السنوي على الاستثمار فيها 7 % واسهم ممتازة لشركة التقى العربية، قيمتها (90) ألف دينار بمعدل عائد قدره (14%)، وآخرها

اسهم عادية اصدرتها شركة الغدير قيمتها ( 30 ) الف دينار، بينما يبلغ معدل العائد على الاستثمار فيها ( 18% ).

يوضح الجدول كيفية حساب معدل العائد على تلك المحفظة اذ يظهر في العمود الثاني قيمة الاستثمار، بينما يظهر في العمود الثالث وزنه

## جدول رقم

### معدل العائد على محفظة الاوراق المالية لاحد المصارف التجارية

معدل العائد على المحفظة ( $P_t$ , $K_t$ )	معدل العائد $P_t$	الوزن النسبي $K_t$	القيمة	الاستثمار
0.034	0.09	0.381	160000	سندات حكومية
0.021	0.07	0.309	130000	سندات شركة الاستثمار الحديثة
0.029	0.14	0.214	90000	اسهم ممتازة شركة التقى
0.017	0.18	0.095	40000	اسهم عاديّة شركة الغدير
<b>0.101</b>	<b>0.48</b>	<b>1.00</b>	<b>420000</b>	<b>المجموع</b>
<b>10.1%</b>				

النسبي وهو يعادل قيمة الاستثمار مقسوما على القيمة الكلية للاستثمارات، أما العمود الرابع، فيوضح العائد السنوي لكل استثمار، واخيرا يمثل العمود الخامس حاصل ضرب وزن الاستثمار في معدل العائد عليه، أما مجموعه فيمثل

المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لعائد الاستثمارات الفردية التي تتكون منها المحفظة أي عائد المحفظة.

ويشير الجدول إلى أن معدل العائد على الاستثمار في محفظة المصرف المذكور يبلغ 10.1% وبالطبع يمكن حساب هذا المعدل بطريقة مباشرة وذلك باستخدام المعادلة (2).

$$\begin{aligned} RR &= 0.09 \quad (0.380) \quad + \quad 0.07 \quad (0.309) + \quad 0.14 \quad (0.214) \quad + 18 \quad (0.095) \\ &= 0.101 = 10.1 \% \end{aligned}$$

ويبيّن التحليل السابق المعدل العائد الفعلي لمحفظة الأوراق المالية للمصرف المعنى، ويمكن لإدارة هذا المصرف مقارنة هذا المعدل مع معدلات سابقة، ومع معدلات العائد المتولدة عن المحفظة المالية لمصرف آخر. أو مع متوسط معدل العائد لجميع المصارف، وتعطى مثل هذه المقارنات مؤشراً ملدي الكفاءة في تحقيق هدف الربحية.

## الفصل الرابع

### مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية



## مقدمة

عادة لا يحبذ المستثمرون المجازفة و التعرض للمخاطر و على هذا الاساس فهم دائماً يبحثون عن الاستثمارات التي تحقق لهم اعلى الفوائد باقل قدر ممكن من المخاطر، و على الرغم من أن الغالبية العظمى من المستثمرين تقع ضمن هذه الفئة ، الا أن البعض منهم يجازف بالمخاطر ليضاعف عوائده ، و كون المستثمرين يهابون المخاطر لا يعني انهم لا يتعاملون في الاسهم الا إذا كانت خالية من المخاطر ، و بالرغم من انهم يفضلون الاسهم الاقل خطورة عند تساوي العوامل الاخرى كالارباح مثلاً الا انهم قد يتعاملون في اسهم اكثرة خطورة إذا كانت عوائدها اكبر بدرجة تعوضهم عن قلقهم بسبب تلك المخاطر.

### اولا - انواع المخاطر

بدأ مفهوم المخاطر يستحوذ على اهتمام المستثمرين في الآونة الاخيرة و ذلك على اثر تطوير ادارة محفظة الاستثمار و قد قسم خبراء الاستثمار المخاطر إلى نوعين ، مخاطر نظامية و اخرى غير نظامية.

#### المخاطر النظامية Systematic Risk

هي التي تؤثر على عائد و ارباح جميع انواع الاسهم التي تتداول في البورصة و عادة تحدث عند وقوع حدث كبير تتأثر معه السوق بأكملها مثل حدوث حرب أو حوادث طبيعية... الخ ، و يجب على المستثمر أن يعرف مسبقاً مدى تأثر الاسهم التي يمتلكها بهذا النوع من المخاطر و التي تتأثر بها جميع الاسهم بدرجات متفاوتة.

### المخاطر غير النظامية Unsystematic Risk

و هي التي تبقى بعد طرح المخاطر النظامية من اجمالي المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها السهم في السوق و هذا النوع من المخاطر ينبع عن احداث معينة قد يؤثر على عوائد سهم محدد و يستطيع المستثمر حماية نفسه من هذه المخاطر عن طريق تنوع استثماراته و بالإضافة إلى ما سبق فان المستثمر يواجه انواعا اخرى من المخاطر اهمها ما يأتي:

#### **مخاطر السوق Market Risk**

تتأثر اسعار الاسهم بالاحداث الجارية مثل المخاطر النظامية ، أي أن اسعار الاسهم في السوق تتأثر بتوقعات المستثمرين للمستقبل و على هذا يجب على المستثمر أن يدرس بعمق اسعار السهم في الماضي ليعرف مقدار الخطر الذي يتعرض له في اسوأ الحالات ، و يمكنه حماية استثماراته من مخاطر السوق عن طريق التوقيت الصحيح لقراراته المتخذة في الاستثمار ، فلا يشتري و السوق في اوج تحركه و ازدهاره بل يحاول أن يشتري و السوق يشهد بعض الركود في الاسعار ، اذ أن ذلك من شأنه اعطاء المستثمر فرصة الاستفادة من تحرك الاسعار للارتفاع.

#### **مخاطر العمل Business Risk**

يقصد بمخاطر العمل عدم قدرة المنشأة على المنافسة في السوق و فهو و استقرار ارباحها في المستقبل ، اذ أن انخفاض قدرة المنشأة على تحقيق الارباح يؤدي إلى هبوط اسعار اسهمها في السوق و على هذا يجب على المستثمر أن

يكون دقيقاً في اختيار الأسهم التي يشتريها ويتأكد أنها اسهم من منشأة تتمتع بمقدار من النمو وتنتمي إلى صناعة أو قطاع اقتصادي متتطور بالإضافة إلى التأكد من أن منتجات هذه المنشأة سوقاً واسعة.

#### **مخاطر اسعار الفوائد Interest Risk**

توجد علاقة مباشرة بين اسعار الاسهم و اسعار الفوائد السائدة فالودائع في المصارف مثلاً ، هي من الوسائل البديلة للاستثمار في الاسهم ، فإذا ما ارتفعت الفوائد فان اسعار الاسهم تميل إلى انخفاض ، لأن العديد من المستثمرين سيجدون انه من الأفضل ايداع اموالهم في المصارف بفوائد عالية بدلاً من تحمل الاستثمار في الاسهم.

#### **مخاطر التضخم Inflation Risk**

كما هو معلوم يؤدي التضخم إلى تخفيض القوة الشرائية للنقد ، فالاموال التي تستثمر اليوم لها قوة شرائية أكبر من قيمتها بعد عدد من السنوات ، وقد أصبح التضخم سمة العصر ، وبالتالي يجب على المستثمر أن يختار الاستثمارات التي تحمي من مخاطر التضخم ، فالاستثمارات ذات الدخل الثابت عاجزة عن مقاومة التضخم ، وبالتالي فإن ارتفاع الاسعار قد يفوق العوائد التي تتحققها هذه الاستثمارات ، وعلى العموم يمكن للمستثمر أن يتفادى اضرار التضخم بأن ينوع استثماراته و يتفادى الاستثمارات طويلة الاجل الا ان ذلك يتطلب دراسة كبيرة لمختلف المجالات الاستثمارية كالعقارات و الاشياء النادرة.

## مخاطر الادارة Management Risk

ان التدني الاخلاقي و حتى تدني الكفاءة عند فريق الادارة قد يؤدي الى تذبذب مكاسب المساهمين لذا يصبح من الضرورة تقييم فريق الادارة و مع ان هذا التقييم يbedo صعبا و لكن ربما يؤديه بعض المستشارين بالرغم من صعوبته و ذلك ان عائد الاستثمار حساس جداً لسلوك الادارة و ينشأ عن عدم كفاءة الادارة ما يسمى بمخاطر الادارة التي تتعكس سلبيا على اسعار الاوراق المالية الصادرة من الشركة ذات الادارة السيئة.

## مخاطر نوع النشاط الاقتصادي الذي يستثمر به المصرف Risk of Economic Activity Kind in which the Bank Invest

و قد تكون المخاطر غير مرتبطة بالنشاط الاقتصادي ككل بل مرتبطة بنشاط اقتصادي معين ، فقد يكون نتيجة منافسة جديدة أو نتيجة تغير اذواق المستهلكين أو نقص في الموارد المستخدمة في انتاج السلعة أو ارتفاع اسعار المواد الاولية فالصناعات التكنولوجية مثلا صناعات تتعرض لتقادم سريع ، حيث تتولى الاكتشافات من الداخل و الخارج ، و صناعة الاسمنت تتعرض مثلا لمخاطر قوانين تلوث البيئة و قد تكون مخاطر الصناعة مؤقتة أو دائمة.

## مخاطر قانونية و سياسية Legal and Political Risks

تتعرض الاستثمارات لمخاطر نتيجة لتدخل الدولة بسن القوانين سواء في تسعيرو المواد الخام المباعة في السوق أو السماح باستيراد السلع من الخارج ، أو تحديد الحدود الدنيا للاجور أو تحديد الاسعار القصوى لبيع المنتجات أو وضع

شروط معينة للتمويل الخارجي ، أو التأمين أو المصادر ، و هذا التدخل قد يكون جزء من اصلاح اجتماعي أو قانوني أو حتى سياسي نتيجة تغيير في فلسفة الدولة و هذه السياسات قد تكون مضائقات فقط و قد تكون مدمرة. و قد تكون خسارة رغم التعويض في حالة التأمين.

#### ثانياً: قياس مخاطر الاستثمارات الفردية

تسعى المصارف إلى أن تجعل العائد على الاستثمار يكون مناسباً مع المخاطر التي يتعرض لها ذلك العائد، وهذا يعني أن المخاطر هي دالة للعائد، وأنه لا يمكن تقدير العائد المطلوب على الاستثمار قبل تقدير أو قياس المخاطر التي يتعرض لها.

والسؤال الآن هو كيف يمكن قياس المخاطر ؟

توجد عدة مقاييس لقياس المخاطر، ومن أهم هذه المقاييس ما يأتي:

##### 1- الانحراف المعياري ( Standard Deviation )

يقدر هذا المقياس مدى انحراف القيم عن وسطها الحسابي، أي يحسب انحراف العائد على الاستثمار عن الوسط الحسابي لذلك العائد، وتوضح المعادلة رقم كيفية قياس المخاطر باستخدام هذا المقياس:

$$SD = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (K_t - K^{\wedge})^2}{n}} \dots \dots \dots$$

اذ أن:

SD: ممثل الانحراف المعياري

$K_t$ : ممثل معدل العائد السنوي

$K^{\wedge}$  : ممثل الوسط الحسابي للعائد

n: عدد السنوات التي تتوافر فيها بيانات عن العائد

$\sum$ : ممثل علامة مجموع تغطية الفترات من t=1 حتى n

ولبيان كيف يمكن تطبيق هذا المقياس، نورد المثال الآتي:

ت تكون المحفظة الاستثمارية لأحد المصارف من نوعين من السندات هما: سندات شركة الامل، خلال الخمس سنوات المنتهية في عام 2002، قد بلغ (12% ، 9% ، 15% ، 14% ، 10%) على التوالي، اما معدل العائد السنوي على سندات شركة النجاح خلال نفس الفترة، فقد بلغ (18% ، 14% ، 16% ، 12%) على التوالي، وبناءاً على تلك المعلومات يمكن ايجاد الانحراف المعياري لعائد كل استثمار وذلك في ثلاثة خطوات هي:

خطوة الأولى: ايجاد مربع انحراف القيم عن وسطها الحسابي، كما في الجدول

جدول: البيانات اللازمة لحساب الإنحراف المعياري

سندات شركة النجاح				سندات شركة الامل			
n	K <sub>t</sub>	(K <sub>t</sub> - K <sup>^</sup> )	(K <sub>t</sub> - K <sup>^</sup> ) <sup>2</sup>	n	K <sub>t</sub>	(K <sub>t</sub> - K <sup>^</sup> )	(-K <sup>^</sup> ) <sup>2</sup>
1	18	2	4	1	10	-2	4
2	14	-2	4	2	14	2	4
3	16	0	0	3	15	3	9
4	12	-4	16	4	9	-3	9
5	20	4	16	5	12	0	0
5	80	0	40	5	60	0	26

الوسط الحسابي للعائد السنوي لسندات شركة الامل:

$$K^{\wedge} = \frac{\sum K_t}{n} = \frac{10 + 14 + 15 + 9 + 12}{5} = \frac{60}{5} = 12$$

الوسط الحسابي للعائد السنوي لسندات شركة النجاح:

$$K^{\wedge} = \frac{\sum K_t}{n} = \frac{18 + 14 + 16 + 12 + 20}{5} = \frac{80}{5} = 16$$

- الخطوة الثانية: قسمة مربع انحراف القيم عن وسطها الحسابي على عدد السنوات التي تتتوفر فيها بيانات عن العائد.

- الخطوة الثالثة: ايجاد الجذر التربيعي لناتج القسمة.

الانحراف المعياري لسندات شركة الامل يكون كالتالي:

$$\begin{aligned} SD &= \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (K_t - \bar{K})^2}{n}} \\ &= \sqrt{\frac{26}{5}} = \sqrt{5.2} = 2.28 = 2.3\% \end{aligned}$$

والانحراف المعياري لسندات شركة النجاح يكون كالتالي:

$$SD = \sqrt{\frac{40}{5}} = \sqrt{8} = 2.82 = 2.8\%$$

وطالما ان الانحراف المعياري لسندات شركة الامل اقل من الانحراف المعياري لسندات شركة النجاح، فان المخاطر المطلقة لسندات الشركة الاولى اقل من المخاطر المطلقة لسندات الشركة الثانية، وهذا يعني ان المصرف يفضل له ان يختار الاستثمار في سندات شركة الامل على الاستثمار في سندات شركة النجاح.

## 2- معامل الاختلاف ( Coefficient Of Variation )

يعد معامل الاختلاف مقياساً نسبياً للمخاطر، إذ يتم قياس مخاطر الاستثمار على ضوء العائد المترتب عليه، وتوضح المعادلة كيفية احتساب هذا المعامل:

$$CV = \frac{SD}{K^{\wedge}} \dots \dots \dots$$

اذ أن:

CV: تمثل معامل الاختلاف

SD: تمثل الانحراف المعياري

$K^{\wedge}$  : تمثل الوسط الحسابي للعائد

تبين المعادلة أن معامل الاختلاف يحسب حجم المخاطر لكل (1%) من متوسط العائد على الاستثمار، أي أنه يناسب المخاطر إلى العائد، ويمكن استخدام معامل الاختلاف لعائد الاستثمارات الموضحة بالجدول (11) وفق الشكل الآتي:

معامل الاختلاف لبيانات شركة الامل يكون الآتي:

$$CV = \frac{SD}{K^{\wedge}} = \frac{2.3}{12} = 0.19$$

معامل الاختلاف لسندات شركة النجاح يكون الآتي:

$$CV = \frac{SD}{K} = \frac{2.8}{16} = 0.17$$

تشير النتائج الى ان استخدام مقياس معامل الاختلاف، قد اعطى نتائج مختلفة اذ يبين هذا المقياس أن عائد سندات شركة الامل، يتعرض لمخاطر اكبر من المخاطر التي يتعرض لها عائد سندات شركة النجاح، فمعامل الاختلاف لسندات شركة الامل (0.19%) بينما معامل الاختلاف لسندات شركة النجاح (0.17%).

### ثالثا: قياس مخاطر المحفظة Risk Measures Of Portfolio

تشير مخاطر محفظة الاوراق المالية، مدى تقلب العائد المتحقق عن مجموع الاستثمارات التي تتكون منها تلك المحفظة، ويكون قياس مخاطر المحفظة التي تتكون من استثمرين فقط.

$$S = \sqrt{P_1^2 K_1^2 + P_2^2 K_2^2 + 2 P_1 P_2 K_1 K_2 r_{12}}$$

اذ أن:

S: تمثل الانحراف المعياري

Kt: تمثل الوزن النسبي للاستثمار الفردي

P<sub>t</sub>: تمثل معدل العائد على الاستثمار الفردي

وكما هو واضح من المعادلة (10) فإن المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة تتوقف على مخاطر الاستثمارات الفردية، ووزان تلك الاستثمارات وهو ما يعكسه الجزء الأول والثاني من المعادلة ، كما تتوقف ايضا على درجة الارتباط بين تلك الاستثمارات وهو ما يعكسه الجزء الثالث منها.

بمعنى يتطلب حساب الانحراف المعياري لعائد محفظة المصرف ( أي المخاطر التي تنتهي عليها المحفظة ) معرفة كل من الانحراف المعياري لعائد الاستثمارات الفردية، وزن كل استثمار داخل المحفظة ومعامل الارتباط بين عائد تلك الاستثمارات، وقد تم بيان كيف يمكن حساب كل من وزن الاستثمار والانحراف المعياري وما تبقى هو توضيح كيفية ايجاد معامل الارتباط بين الاستثمارات المكونة للمحفظة.

على افتراض ان محفظة المصرف تتكون من استثمرين فقط، فانه يمكن حساب معامل الارتباط بين عائد هذين الاستثمارين وذلك باستخدام المعادلة .

$$r = \frac{\sum X_i y_i - \frac{(\sum X_i)(\sum y_i)}{n}}{\sqrt{(\sum X_i^2 - \frac{(\sum X_i)^2}{n})(\sum y_i^2 - \frac{(\sum y_i)^2}{n})}}$$

.....

اذ أن:

r: معامل الارتباط بين عائد تلك الاستثمارات

X: معدل العائد لأحد الاستثمارين

y: معدل العائد للاستثمار الآخر

n: عدد السنوات التي يتوفّر فيها بيانات عن عائد الاستثمارات المذكورة

فإذا تم الافتراض أن (X) مثل معدل العائد على سندات شركة الامل التي تظهر في الجدول الآتي، و (y) مثل معدل العائد على سندات شركة النجاح، التي تظهر في نفس الجدول، فانه يمكن اعداد جدول (13) لحساب المتغيرات التي تتكون منها المعادلة وعلى ضوء بيانات ذلك الجدول يمكن حساب معامل الارتباط بين عائد هذين النوعين من السندات، وذلك على النحو التالي: جدول (10)

متغيرات اللازمة لحساب معامل الارتباط

السنة	X %	Y %	X2	Y2	Yx
1998	10	18	100	324	180
1999	14	14	196	196	196
2000	15	16	225	256	1840

2001	9	12	81	144	108
2002	12	20	144	400	240
المجموع	60	80	746	1320	2564

$$r = \frac{2564 - \frac{(60)(80)}{5}}{\sqrt{(746 - \frac{(60)^2}{5})(1320 - \frac{(80)^2}{5})}}$$

$$r = \frac{2564 - \frac{4800}{5}}{\sqrt{(746 - \frac{3600}{5})(1320 - \frac{6400}{5})}}$$

$$r = \frac{2564 - 960}{\sqrt{(746 - 720)(1320 - 1280)}}$$

$$r = \frac{1064}{\sqrt{(26)(40)}} = \frac{1064}{\sqrt{1040}}$$

$$r = \frac{1064}{32.24} = 49.75 = 50\%$$

من خلال النتيجة الاخيرة يتبيّن ان معامل الارتباط بين عائد سندات الشركة

الامل و بين عائد سندات شركة النجاح يبلغ ( 49.75 ) وهو ارتباط موجب و

لكنه غير قوي وعند توفر هذا المعامل وكذلك الانحراف المعياري والوزن النسبي

لكل من الاستثمارين، فإنه يمكن حساب الانحراف المعياري لعائد تلك المحفظة، وبالنسبة للانحراف المعياري، فقد تم حسابه سابقاً وبلغ مقداره (0.19) بالنسبة لسندات شركة الامل، و(0.17) بالنسبة لسندات شركة النجاح، أما بالنسبة للوزن النسبي لكلا الاستثمارين، فسوف نفترض أن الاستثمار الكلي في المحفظة يساوي (320) الف دينار، منها (90) الف دينار مستثمرة في سندات شركة الامل، و (130) الف دينار مستثمرة في سندات شركة النجاح وهذا يعني أن الوزن النسبي لسندات شركة الامل يساوي  $0.28 = 90/320$ ، أما الوزن النسبي لسندات شركة النجاح فيساوي  $0.4 = 130/320$  و بتواافق تلك المعلومات يمكن حساب المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة التي تتكون من هذين الاستثمارين وكما يأتي:-

$$S = \sqrt{P_1^2 K_1^2 + P_2^2 K_2^2 + 2P_1 P_2 K_1 K_2 r_{12}} \quad \dots\dots(1)$$

$$S = \sqrt{(0.28)^2 (0.19)^2 + (0.41)^2 (0.17)^2 + 2(0.28)(0.41)(0.19)(0.17)(0.50)}$$

$$S = \sqrt{(0.078)(0.036) + (0.168)(0.028) + 0.004}$$

$$S = \sqrt{0.002 + 0.004 + 0.004}$$

$$S = \sqrt{0.01} = 0.1$$

ويتضح من النتيجة الأخيرة أن الانحراف المعياري لعائد المحفظة (المخاطر التي تتعرض لها المحفظة) التي تتكون من الاستثمارات المشار

اليهما يقل عن الانحراف المعياري لأي من هذين الاستثماريين مما يمكن معه الادعاء بان تشكيلة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة يحتمل ان تسهم في السيطرة على المخاطر التي تتعرض لها الاستثمارات الفردية المكونة لها.



## الفصل الخامس

### دراسة الجدوى للمشاريع الإستثمارية ومحافظها المتنوعة



## دراسة الجدوى الاقتصادية وتقدير المشروعات

### 1. مفاهيم أساسية حول طبيعة الاستثمار

تحظى عملية الاستثمار من بين العديد من الفعاليات الاقتصادية بأهمية كبيرة كون الاستثمار يمثل العنصر الحيوي والفعال لتحقيق عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية، إذا أخذنا بعين الاعتبار أن أي زيادة أولية في الاستثمار سوف تؤدي إلى زيادات في الدخل من خلال مضاعف الاستثمار. كما أن أي زيادة في الدخل لابد أن يذهب جزء منها لزيادة الاستثمار من خلال ما يسمى بالمعجل (المسار). ومن ناحية أخرى يمكن القول أن كل عملية استثمار لابد أن يرافقها مستوى معين من المخاطرة، ولا بد أيضاً أن تتحقق مستوى معين من العائد.

#### أولاً: مفهوم الاستثمار:

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 مستقبلي أكبر". والبعض الآخر يعرف الاستثمار بأنه "التخلص من استخدام أموال حالية لفترة زمنية معينة من أجل الحصول على مزيد من التدفقات النقدية في المستقبل تكون بمثابة تعويض عن الفرصة الضائعة للأموال المستثمرة، وكذلك تعويض عن الانخفاض المتوقع في القوة الشرائية للأموال المستثمرة بسبب التضخم مع إمكانية الحصول على عائد معقول مقابل تحمل عنصر المخاطرة. وعلى هذا الأساس

يمكن القول أن الاستثمار يختلف عن الادخار الذي يعني "الامتناع عن جزء من الاستهلاك الحالي من أجل الحصول على مزيد من الاستهلاك في المستقبل"، ويختلف الادخار عن الاستثمار بأن الادخار لا يتحمل أي درجة من المخاطرة.

#### ثانياً: أهمية الاستثمار:

يمكن تلخيص أهمية الاستثمار بالنقاط التالية:

- زيادة الدخل القومي
  - خلق فرص عمل.
  - دعم عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية.
  - زيادة الإنتاج ودعم الميزان التجاري وميزان المدفوعات.
- وقد أولت الدول المتقدمة اهتمام كبير للاستثمار من خلال قيامها بإصدار القوانين والتشريعات المشجعة للاستثمار واللزمة لانتقال رؤوس الأموال. أما في الدول النامية فلم يعط هذا الموضوع الاهتمام الكافي على الرغم من ندرة رأس المال في هذه الدول. وتعود هذه الندرة في رأس المال للأسباب التالية:

- انخفاض معدلات نمو الدخل القومي.
- ارتفاع معدلات الاستهلاك.
- ارتفاع معدلات النمو السكاني.

■ عدم توفر البيئة والمناخ الملائم للاستثمار.

■ ضعف الوعي الادخاري والاستثماري.

■ الاستخدام الغير العقلاني لرأس المال المتاح.

### ثالثاً: أهداف الاستثمار:

قد تكون هذه الأهداف من أجل النفع العام ( كالمشروعات العامة التي تقوم بها الدولة) أو من

أجل تحقيق العائد او الربح كالمشروعات الخاصة، ومن الأهداف ايضاً:

■ تحقيق عائد مناسب يساعد على استثمارية المشروع.

■ المحافظة على قيمة الأصول الحقيقية.

■ استثمارية الحصول على الدخل والعمل على زيادته.

■ ضمان السيولة الالزمه.

### رابعاً: أنواع الاستثمار:

■ الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي: الاستثمار الحقيقي هو الاستثمار في الأصول الحقيقية

(المفهوم الاقتصادي)، أما الاستثمار المالي فهو الذي يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية كالأسهم

والسندات وشهادات الإيداع وغيرها.

- **الاستثمار طويل الأجل والاستثمار قصير الأجل:** الاستثمار طويل الأجل هو الذي يأخذ شكل الأسهم والسنادات ويطلق عليه الاستثمار الرأسمالي. أما الاستثمار قصير الأجل فيتمثل بالاستثمار في الأوراق المالية التي تأخذ شكل اذونات الخزينة والقبولات البنكية أو بشكل شهادات الإيداع ويطلق عليه الاستثمار النقدي.
- **الاستثمار المستقل والاستثمار المحفز:** الاستثمار المستقل هو الأساس في زيادة الدخل والنتائج القومي من قبل قطاع الأعمال أو الحكومة أو من استثمار أجنبي. 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 لانه يساعد على زيادة القدرة التنافسية لمنتجاتها في السوق العالمية وأيضاً إيجاد طرق جديدة في الإنتاج.

طبيعة العلاقة بين العائد ودرجة المخاطرة:

عائد الاستثمار هو "العائد الذي يحصل عليه صاحب رأس المال مقابل تخليه عن الاستمتاع به لصاله للغير لفترة زمنية معينة"، أو يمكن أن يعرف على انه "

- **فئة متجنبي المخاطرة:** درجة استعدادها لتحمل المخاطرة ضعيفة وعادة ما تكون هذه الفئة من المستثمرين الجدد.
  - **فئة الباحثين عن المخاطرة:** وتكون على استعداد تام لتحمل المخاطرة وعادة ما تكون هذه الفئة من المستثمرين القدامى.
  - **فئة المستثمرين المحايدين:** وتمثل الحالة الوسط بين الحالتين السابقتين.
  - **خامسًاً: المقومات الأساسية للقرار الاستثماري:**

الاستراتيجية الملازمة للاستثمار: وتخالف هذه الاستراتيجية باختلاف أولويات المستثمرين والتي تتأثر بعدها عوامل: الربحية، السيولة، الأمان. والربحية تمثل بمعدل العائد، أما السيولة والأمان فيتوقفان على مدى تحمل المستثمر لعنصر المخاطرة.

## أنواع المستثمرين:

- **المستثمر المتحفظ:** وهو الذي يعطي عنصر الأمان الأولوية.
- **المستثمر المضارب:** وهو الذي يعطي عنصر الربحية الأولوية.
- **المستثمر المتوازن:** وهذا النوع يمثل النمط الأكثر عقلانية والذي يوازن بين العائد والمخاطر.

سادساً: **الأسس والمبادئ العلمية في اتخاذ القرارات الاستثمارية:**

عند اتخاذ قرار استثماري لا بد منأخذ عاملين بعين الاعتبار:

**العامل الأول:** أن يعتمد اتخاذ القرار الاستثماري على أسس علمية. ولتحقيق ذلك لابد من اتخاذ الخطوات التالية:

- تحديد الهدف الأساسي للاستثمار.
- تجميع المعلومات الازمة لاتخاذ القرار.
- تقييم العوائد المتوقعة للفرص الاستثمارية المقترحة.
- اختيار البديل أو الفرصة الاستثمارية المناسبة للأهداف المحددة.

**العامل الثاني:** يجب على متخد القرارات أن يراعي بعض المبادئ عند اتخاذ القرار منها:

- مبدأ تعدد الخيارات أو الفرص الاستثمارية.

- مبدأ الخبرة والتأهيل.
- مبدأ الملامة (أي اختيار المجال الاستثماري المناسب).
- مبدأ التنوع أوتوزيع المخاطر الاستثمارية.

**سابعاً: محددات الاستثمار:**

- سعر الفائدة (علاقة عكسية طبقاً لمفهوم الاقتصادي للاستثمار).
- الكفاية الحدية لرأس المال (الإنتاجية الحدية لرأس المال المستثمر أو العائد على رأس المال المستثمر).
- التقدم العلمي والتكنولوجي.
- درجة المخاطرة.
- مدى توفر الاستقرار الاقتصادي والسياسي والمناخ الاستثماري.
- عوامل أخرى: مثل توفر الوعي الادخاري والاستثماري وكذلك مدى توفر السوق المالية الفعالة.

**2. طبيعة وأهمية دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية:**

حظي موضوع دراسات الجدوى الاقتصادية بالاهتمام الكبير في تحقيق الاستخدام والتوزيع الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة، فهناك علاقة وثيقة بين دراسات الجدوى الاقتصادية وطبيعة القرارات الاستثمارية، فكلما اعتمد القرار

على دراسات شاملة ودقيقة وموضوعية وعلمية، كلما كانت القرارات أكثر نجاحاً وأماناً في تحقيق الأهداف.

#### **أولاً: مفهوم دراسات الجدوى الاقتصادية:**

هي عبارة عن دراسات علمية شاملة لكافة جوانب المشروع أو المشروعات المقترحة، والتي قد تكون إما بشكل دراسات أولية تفصيلية، والتي من خلالها يمكن التوصل إلى اختيار بديل أوفرصة استثمارية من بين عدة بدائل أوفرص استثمارية مقترحة. ولابد أن تتصف تلك الدراسات بالدقة والموضوعية والشمولية؛ فهي مجموعة من الدراسات المتخصصة التي تجري للتأكد من أن مخرجات المشروع (منافع، ايرادات) أكبر من مدخلاته (تكاليف) أو على الأقل مساوية لها.

#### **ثانياً: أهمية دراسات الجدوى الاقتصادية:**

تكمّن أهمية دراسة الجدوى في أنها الوسيلة التي من خلالها يمكن الاجابة على الأسئلة التالية:

- ما هو أفضل مشروع يمكن القيام به؟
- لماذا يتم القيام بهذا المشروع دون غيره؟
- أين يتم اقامة المشروع؟
- ما هو أفضل وقت لإقامة المشروع وطرح منتجاته؟

- من هي الفئة المستهدفة في المشروع؟
- كيف سيتم اقامة المشروع؟
- ما مدى حاجة المشروع من عمال وآلات...؟
- كم سيكلف المشروع؟
- هل سيحقق أرباح أم لا؟
- ما هي مصادر تمويل المشروع؟
- كيف أختار مشروع من مجموعة مشاريع بديلة؟
- كيف أثبت ان المشروع مجيء اقتصادياً؟
- لماذا نقوم بإعداد دراسات الجدوى الاقتصادية؟
- تقلل من احتمالية فشل المشروع وتقلل من هدر رأس المال.
- تساعد في المفاضلة بين المشاريع المتاحة.
- تحقق الاستغلال الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة.
- تدعم عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

### ثالثاً: أنواع دراسات الجدوى الاقتصادية:

أولاً: دراسات الجدوى الأولية.

ثانياً: دراسات الجدوى التفصيلية.

#### دراسات الجدوى الأولية

وهي عبارة عن دراسة أو تقرير أولي يمثل الخطوط العامة عن كافة جوانب المشروع أو الم المشروعات المقترحة، والتي يمكن من خلالها التوصل إلى اتخاذ قرار إما بالتخلي عن المشروع أو الانتقال إلى دراسة أكثر تفصيلاً. ونتيجة لهذه الدراسة يتم التخلي عن المشروع أو الانتقال إلى الدراسة التفصيلية.

من المسائل التي تعالجها دراسات الجدوى الأولية ما يلي:

- دراسة أولية عن الطلب المحلي والأجنبي المتوقع على منتجات المشروع، ومدى حاجة السوق لها.
- دراسة أولية عن التكاليف الإجمالية للمشروع سواء كانت تكاليف رأسمالية أو تشغيلية.
- دراسة أولية عن مدى جدوى المشروع فنياً، بتحديد احتياجات المشروع من العمال والم蠷اد الأولية.
- دراسة أولية عن المواقع البديلة للمشروع المقترن، و اختيار أفضلها.

- مدى تأثير المشروع على المستوى القومي، وعلى عملية التنمية الاقتصادية.
- دراسة أولية عن مصادر تمويل المشروع سواء كان التمويل ذاتي أو من مصادر أخرى.
- دراسة أولية عن العوائد المتوقعة (الإيرادات) للمشروع المقترن.
- بيان مدى توافق المشروع مع العادات والتقاليد والقوانين السائدة في المجتمع.

**دراسات الجدوى التفصيلية:**

عبارة عن دراسات لاحقة لدراسات الجدوى الأولية، ولكنها أكثر تفصيلاً ودقة وشمولية منها، وهي بمثابة تقرير مفصل يشمل كافة جوانب المشروع المقترن، والتي على أساسها تستطيع الادارة العليا أن تتخذ قرارها، إما بالتخلي عن المشروع نهائياً أو الانتقال إلى مرحلة التنفيذ. وتعتبر دراسات الجدوى الأولية والتفصيلية متكاملة ومتالية، ولا يمكن الالتفاء بدراسة واحدة لكي تكون بديلة عن الدراسة الأخرى أي ليست موضعية، ونتيجة لهذه الدراسة يتم إما التخلص من المشروع أو البدء بعملية التنفيذ.

**مكونات دراسة الجدوى التفصيلية:**

- .1. الدراسة السوقية.
- .2. الدراسة الفنية.

3. الدراسة التمويلية.

4. الدراسة المالية.

5. الدراسة البيئية.

6. المفاضلة بين المشروعات و اختيار المشروع الأفضل (اتخاذ القرار).

تجدر الإشارة إلى أن جميع الدراسات السابقة هي دراسات مكملة لبعضها البعض وليس بديلة.

#### 1. الدراسة السوقية:

و تتمثل بما يلي:

- دراسة العوامل المحددة للطلب على منتجات المشروع المقترن.
- تقدير الطلب الحالي والمتوقع لمنتجات المشروع.
- تقدير حجم السوق من خلال تقدير حجم الطلب.
- تقدير الحصة المتوقعة لمنتجات المشروع من السوق المحلية.
- دراسة الآثار الناجمة عن انتاج السلع المكملة والبديلة للسلع المنتجة.

من خلال الدراسة السوقية يتم تقدير الاموال الكلية المتوقعة للمشروع.

## 2. الدراسة الفنية:

هي تلك الدراسة التي تنصب مهمتها في دراسة كافة الجوانب الفنية المتعلقة بالمشروع المقترن، والتي يمكن الاعتماد عليها في التوصل إلى قرار استثماري إما بالتخلي عن المشروع أو التحول إلى مرحلة التنفيذ.

تكمّن أهمية دراسات الجدوى الفنية للمشروعات فيما يلي:

■ اختيار البديل الفني المختلفة التي يحتاجها المشروع، وفحص الآثار المتوقعة لتلك البديل.

■ الحكم على مدى توفر المستلزمات الفنية لنجاح المشروع.

إن عدم دقة وكفاءة الدراسة الفنية يتربّع عليه مشاكل ومخاطر مالية أو انتاجية أو تسويقية، والتي قد تؤدي إلى فشل المشروع.

ومن المسائل التي تعالجها دراسات الجدوى الفنية ما يلي:

■ اختيار الحجم المناسب للمشروع: وذلك للوصول إلى الحجم الأمثل الذي يتناسب مع الامكانيات المتوفرة المالية أو الفنية، مع الأخذ بعين الاعتبار الدور الرئيسي لموقع المشروع الذي يحدد حجم المشروع وطاقته الانتاجية والتكاليف المرتبطة عليه والعوائد المتوقعة منه.

- **موقع المشروع:** ويعتبر من المسائل المهمة التي تساعده في نجاح المشروع أو فشله. واختيار الموقع الملائم للمشروع يتأثر بمجموعة من العوامل منها:
  - **كلفة النقل:** تعتبر من العوامل الأساسية المحددة للموقع الأمثل، التي تمثل بكلفة نقل المواد الأولية ومستلزمات الانتاج من السوق إلى المشروع، أوكلفة نقل السلع الجاهزة من المشروع إلى السوق، والموقع الأمثل هو الذي يحقق أقل كلفة نقل ممكنة.
  - **مدى القرب أوالبعد من السوق:** يعتمد هذا العامل على نوع وطبيعة الصناعة والمادة الخام المستخدمة في المشروع.
  - **المادة الخام:** يتم تحديد موقع المشروع حسب طبيعة المادة الخام وهل هي فاقدة للوزن عند تصنيعها، وما مقدار نسبة الفاقد، وحجم المادة الخام وزنها وكلفتها وكلفة النقل.
  - **الطاقة:** يختلف حجم الطاقة المستخدمة من صناعة لأخرى، حسب توفر الطاقة أو عدم توفرها وكلفتها نسبة إلى التكاليف الإجمالية للإنتاج. لذلك فهو يعتبر من العوامل المحددة لموقع المشروع.
  - **القوى العاملة:** يعتمد توفر القوى العاملة الرخيصة أو ذات الخبرات والمهارات على موقع المشروع ومدى احتياجات المشروع من القوى العاملة ومن مختلف الاختصاصات.

- درجة التوطن: أي مدى تمركز الصناعة في المنطقة المراد إقامة المشروع فيها، وهل تعتبر منطقة جذب أم منطقة طرد، منطقة مشجعة لإقامة المشروع أم لا، ويمكن قياس درجة التوطن الصناعي في منطقة ما، وذلك بالاعتماد على الصيغة التالية:

$$\text{معامل التوطن الصناعي في منطقة ما} =$$

$$\frac{\text{مجموع القوى العاملة في صناعة معينة في المنطقة}}{\text{الصناعة في المنطقة}} \div \frac{\text{مجموع القوى العاملة في إجمالي الصناعة في إجمالي}}{\text{المنطقة}}$$

$$\frac{\text{مجموع القوى العاملة في الصناعة المعينة في البلد}}{\text{الصناعة في البلد}} \div \frac{\text{مجموع القوى العاملة في إجمالي الصناعة في البلد}}{\text{إجمالي}}$$

• إذا كان معامل التوطن  $> 1$  تعتبر منطقة جذب ومشجعة لإقامة المشروع فيها.

• إذا كان معامل التوطن  $< 1$  تعتبر منطقة طرد وغير مشجعة لإقامة المشروع فيها.

- التشابك الصناعي: أي مدى العلاقات الترابطية بين المشروع المقترن والمشروعات القائمة، والتي من المحتمل أن يعتمد عليها في الحصول على المواد الأولية والخامات، أو تعتمد عليه في تزويدها بما ينتجه من سلع نصف مصنعة. وهذه العلاقات التكاميلية والترابطات الأمامية والخلفية، تشجع على إقامة المشروع من عدمه.

- توفر أو عدم توفر البنى التحتية: إن توفر البنى التحتية في المنطقة المراد اقامة المشروع فيها والمتمثلة بشبكات الماء، الكهرباء، الهاتف، الصرف الصحي وغيرها من العوامل التي تشجع على اقامة المشروع من عدمه.

تقدير كلفة المباني والأراضي الازمة للمشروع: وهي دراسة حول كلفة المباني والأراضي الازمة لإقامة المشروع، وذلك حسب أسعارها ومساحتها.

- تحديد نوع الانتاج والعمليات الانتاجية: بتحديد الطريقة التي يعتمدها المنتج في عملية الانتاج، هناك ثلاثة أنواع من طرق الانتاج هي:

- الانتاج المستمر: في حالة وجود طلب مستمر على الانتاج وطيلة أيام السنة،
- الانتاج حسب الطلب: وذلك حسب حجم الطلب على كل صنف يقوم المصنع بإنتاجه.
- الانتاج المتغير: حيث تقوم الادارة أو المنتج بإنتاج كمية معينة من صنف معين لفترة زمنية معينة، بعدها يقوم بإجراء تغيير للمعدات والمكائن لإنتاج صنف آخر لفترة زمنية معينة.

- اختيار الفن الإنتاجي الملائم: وهناك عدة أساليب انتاجية لإنتاج منتج معين، وأن لكل أسلوب تكاليفه ومتطلبات لتشغيله، وأن لكل صناعة

أسلوبها الانتاجي الملائم. ولا ننسى التكنولوجيا الموجودة في السوق العالمية التي تتلاءم مع الظروف الممتدة.

- **التخطيط الداخلي للمشروع:** ويعتمد على المساحة الكلية والمساحة الالزامية للخط الانتاجي والمعدات المستخدمة في عملية الإنتاج، ومساحة الأقسام المختلفة التي يحتاجها المشروع.
- **تقدير احتياجات المشروع من المواد الخام والمواد الأولية:** وهنا يتم تحديد كمية ونوعية وتكليف المواد المباشرة وغير المباشرة ومدى حاجة المشروع لها.
- **تقدير احتياجات المشروع من القوى العاملة:** فتختلف تلك الاحتياجات للقوى العاملة باختلاف مراحل اقامة المشروع، ويتم تقدير الاحتياجات الفعلية من القوى العاملة ومن مختلف الاختصاصات، ويمكن التوصل إلى ذلك من خلال ما يسمى بتوصيف العمل؛ أي تحديد مواصفات الوظيفة أولاً ثم يتم اختيار الشخص المناسب الذي تتوفر فيه المواصفات المطلوبة للوظيفة.

■ تحديد الفترة الازمة لتنفيذ المشروع.

ومن هنا يتم تحديد التكاليف الرأسمالية والتشغيلية الكلية للمشروع

3. أساليب المفاضلة بين المشروعات:

برزت أهمية المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية كونها تمثل الوسيلة التي يمكن من خلالها اختيار الفرصة أو البديل المناسب الذي يضمن تحقيق الأهداف المحددة.

أولاً: أهمية المفاضلة بين المشروعات:

إن عملية المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية يمكن أن تكون بمثابة وسيلة تساعد في تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المتوفرة من جهة، كما تساعد على توجيه تلك الموارد إلى استخدام دون آخر من جهة أخرى. تعود أهمية المفاضلة إلى عاملين هما:

■ ندرة الموارد الاقتصادية: وذلك من أجل تلافي الهدر في تلك الموارد واستخدامها بشكل عقلاني وسليم.

■ التقدم التكنولوجي: التطورات التكنولوجية السريعة التي شملت كافة جوانب الاستثمار والإنتاج وأعطت فرص وخيارات عديدة، مما على المستثمر أو المنتج إلا أن يختار البديل الأفضل.

### ثانياً: مراحل المفاضلة بين المشروعات:

الهدف منها تسلسل وتابع العمليات حيث تعتمد كل مرحلة على نتائج المراحل السابقة.

#### 1. مرحلة البحث والإعداد:

وتتضمن صياغة الأفكار الأولية عن المشروعات وأهدافها والإمكانيات المتاحة بهدف المفاضلة بينها و اختيار البديل الأفضل. ويشترط في هذه المرحلة أن تكون الأفكار التي قمت بدورتها حول المشروعات قبلة التنفيذ من حيث المبدأ مع استبعاد المشروعات وأفكار الغير قبلة للتنفيذ من البداية (في الدراسة الأولية).

#### 2. مرحلة إعداد المشروعات:

وتتضمن دراسة لكافة جوانب المشروع أو المشروعات، وصولاً إلى مرحلة وضع الأسس العملية والعلمية لمرحلة التنفيذ حيث تتم دراسة المسائل والاحتياجات الفنية للمشروعات المقترحة، كتحديد الحجم المناسب ولموقع المناسب والتخطيط الداخلي للمشروع وتحديد الأساليب التقنية الملائمة وتحديد الطلب المتوقع والعوامل المؤثرة فيه. وكما تتضمن هذه المرحلة دراسة الجوانب المالية للمشروع المقترح وتحديد رأس المال اللازم والتكاليف والإيرادات المتوقعة.

#### 3. مرحلة المفاضلة بين المشروعات:

ويتم من خلالها اختيار البديل الأفضل الذي يحقق الأهداف المحددة.

### ثالثاً: أنواع المفاضلة بين المشروعات:

من أجل أن تكون المفاضلة اقتصادية كأساس يعتمد عليه في الوصول إلى قرار سليم، لا بد أن تكون عملية شاملة ودقيقة. ونظراً لتعدد الأهداف لكل من المشروعات المقترحة من جهة وتعدد التفصيات التي يتضمنها كل مشروع والتي لا بد من أخذها بنظر الاعتبار من جهة أخرى لا بد من تعدد أساليب المفاضلة بين المشروعات.

### رابعاً: أساليب المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية:

1. **الأساليب الاقتصادية:** وتحتفل باختلاف الهدف من المشروع سواء إذا كان المشروع عام أو خاص من حيث:

**أهمية المشروعات بالنسبة للاقتصاد القومي:** وقد تم المفاضلة بين المشروعات العامة بحسب أهمية كل من المشروعات المقترحة بالنسبة للاقتصاد القومي. ويمكن التمييز بين المشروعات العامة وحسب، أهميتها للاقتصاد القومي من خلال الأمور التالية:

- **أهمية المشروع في عملية التنمية الاقتصادية:** وتحتفل أهمية المشروع في عملية التنمية باختلاف أهداف وأحجام تلك المشروعات. المشروعات الصناعية تخدم التنمية أكثر من المشروعات الزراعية وذلك نظراً لما يتميز به المشروع الصناعي من قدرة على زيادة في الدخل القومي وعلى توفير فرص العمل.

- أهمية المشروع بالنسبة للأمن القومي: في بعض الأحيان والظروف قد يتم تجاوز المعايير الاقتصادية والفنية أو المعايير الربحية للمفاضلة بين المشروعات ويتم إعطاء أولوية للجانب الأمني مثلاً أقامة مشروع زراعي وتخصيصه لإنتاج القمح بدلاً من الفواكه لأن القمح يعتبر من المحاصيل الزراعية الإستراتيجية التي تمثل جزءاً من الأمن القومي.

- أهمية المشروع للقوى العاملة: ومن المسائل الأخرى التي يمكن أخذها بعين الاعتبار عند المفاضلة بين المشروعات العامة هو تحديد مدى أثر المشروع على القوة العاملة ليس فقط على المشروع نفسه بل قد تمتد إلى مشروعات أخرى قد ترتبط به أمامياً أو خلفياً.

- أهمية المشروع في ميزان المدفوعات: وذلك من خلال بيان تأثيره على الحساب الجاري أو ميزان الخدمات.

2. **الأساليب الفنية:** دراسة كافة جوانب المشروع الفنية والتي تشمل حجم المشروع المناسب، اختيار المستوى المناسب من التكنولوجيا، و اختيار القوى العاملة (انظر اهم المسائل التي تعالجها الدراسة الفنية).

3. **الأساليب المالية:** إضافة إلى المفاضلة الاقتصادية والفنية بين المشروعات فإنه لابد من إعطاء أهمية إلى المفاضلة المالية. وهذا النوع من المفاضلة يتعلق باحتساب التكاليف والإيرادات والأرباح والعوائد الصافية لأموال المستثمرة، فترة الاسترداد، معدل العائد على الاستثمار، صافي القيمة الحالية...الخ.

#### 4. طبيعة وأهمية عملية تقييم المشروعات

يعتبر موضوع تقييم المشروعات من المواضيع الاقتصادية الحديثة، وقد حظي هذا الموضوع باهتمام كبير في البلدان المتقدمة لاهتمامها بأهمية تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة والنادرة. أما بالنسبة للدول النامية فقد اهتمت أيضاً بهذا الموضوع اهتماماً أكثر مما له علاقة وثيقة بتحقيق عملية التنمية الاقتصادية من جهة وفي تحقيق الاستخدام والتوزيع الأمثل للموارد المتاحة.

##### أولاً: مفهوم عملية تقييم المشروعات

عبارة عن عملية وضع المعايير الازمة التي يمكن من خلالها التوصل إلى اختيار البديل أوالمشروع المناسب من بين عدة بدائل مقترحة، الذي يضمن تحقيق الأهداف المحددة واستنادا إلى أسس علمية.

تتمثل المفاضلة بين المشروعات بما يلي:

- المفاضلة بين توسيع المشروعات القائمة أو إقامة مشروعات جديدة.
- المفاضلة بين إنتاج أنواع معينة من السلع.
- المفاضلة بين أساليب الإنتاج وصولاً لاختيار الأسلوب المناسب.
- المفاضلة بين المشروعات استناداً إلى الأهداف المحددة لكل مشروع.

المفاضلة بين المواقع البديلة للمشروع المقترن.

المفاضلة بين الأحجام المختلفة للمشروع المقترن.

المفاضلة بين البدائل التكنولوجية.

### ثانياً: أهمية تقييم المشروعات

ان أهمية تقييم المشروعات يمكن أن تعود إلى عاملين أساسين هما:

1. العامل الأول: ندرة الموارد الاقتصادية خاصة رأس المال نتيجة لتنوع المجالات والنشاطات التي يمكن أن يستخدم فيها 2. العامل الثاني: التقدم العلمي والتكنولوجي والذي وفر العديد من البدائل سواء في مجال وسائل الإنتاج أو بدائل الإنتاج أو تطرق الإنتاج، إضافة إلى سرعة تناقل المعلومات من خلال ثورة الاتصالات والمعلومات.

### ثالثاً: أهداف عملية تقييم المشروعات

تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة، ومن أجل تحقيق ذلك لا بد وأن تضمن

عملية تقييم المشروعات العلاقات الترابطية بين المشروع المقترن والمشروعات

القائمة

تساعد في التخفيف من درجة المخاطرة للأموال المستثمرة.

تساعد في توجيه إملاك المراد استثماره إلى ذلك المجال الذي يضمن تحقيق الأهداف

المحددة.

#### رابعاً: أسس ومبادئ عملية تقييم المشروعات

- تقويم عملية تقييم المشروعات على إيجاد نوع من التوافق بين المعايير التي تضمنها تلك العملية وبين أهداف المشروعات المقترحة.
- تضمن عملية تقييم المشروعات تحقيق مستوى معين من التوافق بين هدف أي مشروع وأهداف خطة التنمية القومية من جهة وبين الهدف المحدد للمشروع وبين الإمكانيات المادية والبشرية والفنية الماتحة.
- لا بد أن يكون هناك توافق وانسجام بين أهداف المشروعات المتكاملة والمترابطة وإزالة التعارض بين أهدافها.
- توفر المستلزمات الالزمة لضمان نجاح عملية تقييم المشروعات خاصة ما يتعلق منها بتوفير المعلومات والبيانات الدقيقة والشاملة.
- ان عملية تقييم المشروعات هي جزء من التخطيط، كما تمثل مرحلة لاحقة لمرحلة دراسات الجدوى ومرحلة سابقة لمرحلة التنفيذ.
- ان عملية تقييم المشروعات لا بد وأن تفضي إلى تبني قرار استثماري أما بتنفيذ المشروع المقترن أو التخلي عنه.
- ان عملية تقييم المشروعات تقوم أساساً على المفاضلة بين عدة مشروعات أو بديل وصولاً إلى البديل المناسب.

## خامساً: مراحل عملية تقييم المشروعات

1. مرحلة إعداد وصياغة الفكرة الأولية عن المشروع أو المشروعات المقترحة.

2. مرحلة تقييم المشروعات وتتضمن الخطوات التالية:

● وضع الأسس والمبادئ الأساسية لعملية التقييم.

● دراسات الجدوى الاقتصادية والفنية الأولية.

● دراسات الجدوى الاقتصادية والفنية التفصيلية.

● تقييم دراسات الجدوى.

● اختيار المعايير المناسبة لعملية التقييم.

3. مرحلة تنفيذ المشروعات.

4. مرحلة متابعة تنفيذ المشروعات.

## سادساً: معايير تقييم المشروعات

ان عملية المفاضلة بين المشروعات لا بد أن تستند على معايير علمية دقيقة وذلك من أجل ما يلي:

1. تجاوز المخاطر.

2. إيجاد مستوى من الأمان للأموال المستثمرة.

- ان المعايير المستخدمة لقياس هدف معين قد لا تتناسب لقياس هدف آخر.
  - المعايير التي تستخدم لتقدير المشروعات العامة قد تكون غير مناسبة لتقدير المشروعات الخاصة.
  - هناك معايير تستخدم لقياس الربحية التجارية تتعلق بالمشروعات الخاصة و هناك معايير تستخدم لقياس الربحية القومية تتعلق بالمشروعات العامة.
  - هناك معايير تستخدم في ظل ظروف التأكيد وأخرى في ظل ظروف عدم التأكيد.
- أهم نقاط الاختلاف بين معايير الربحية التجارية ومعايير الربحية القومية:
- عند تقييم المشروعات وفقاً لمعايير الربحية التجارية، نأخذ بعين الاعتبار الأهداف التي تساعده على تعظيم الأرباح وهذه وجهة نظر القطاع الخاص.
  - عند استخدام معيار الربحية التجارية، يتم التركيز على عناصر التكاليف والإيرادات المباشرة على مستوى المشروع، بينما في معيار الربحية القومية يدرس أثر المشروع على:-
- نمو الدخل القومي وتوزيعه.

- الاستخدام.
- ميزان المدفوعات.
- تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد الاقتصادية الممتلكة.
- البيئة.
- نقل التكنولوجيا.
- تهيئة القوى العاملة المؤهلة.
- تحقيق التشابك الصناعي.
- في معايير الربحية التجارية يتم التركيز على قياس الآثار المباشرة للمشروع والتي تمثل بمنافع المشروع وتكليفه، أما المعايير الربحية القومية يتم التركيز على قياس الآثار المباشرة وغير المباشرة، الآثار غير المباشرة هي المنافع.
- عند استخدام معيار الربحية التجارية يتم الاعتماد على الأسعار الجارية في السوق في تقدير التكاليف والعوائد المباشرة، أما عند استخدام معايير الربحية القومية فإنه يتم الاعتماد على الأسعار التخطيطية وأسعار الظل.
- عند استخدام معيار الربحية التجارية فإنه يتم تجاهل موضوع التشابك الصناعي، أما عند استخدام معيار الربحية القومية فإنه يتم الأخذ بمسألة التشابك الصناعي.

ان الأساليب المستخدمة لقياس الربحية التجارية تختلف عن الأساليب المستخدمة لقياس الربحية القومية وذلك لاختلاف الأهداف المحددة لكل منها.

من المعايير التي تستخدم لقياس الربحية التجارية ما يلي:

- المعايير التي تتجاهل القيمة الزمنية للنقد أي التي تتعامل مع التدفقات النقدية الداخلة والخارجية دون القيام بخصوص، ومنها معيار فترة الاسترداد والمعدل المتوسط ونقطة التعادل.
- المعايير التي تأخذ القيمة الزمنية للنقد بعين الاعتبار ومنها معيار صافي القيمة الحالية، معيار التكلفة: العائد، معيار معدل العائد الداخلي.
- معايير تعتمد على بحوث العمليات أوشبكة المسار أونظيرية القرارات وأنظمة المعلومات وشجرة القرارات، أسلوب تحليل الحساسية.

**المعايير التي تستخدم لقياس الربحية القومية:** ان بعض هذه المعايير جزئية يمكن أن تعكس جانباً أوهداً معيناً والتي منها:

- معامل رأس المال/ الإنتاج.

- معامل رأس المال/ العمل.

- معامل النقد الأجنبي.

- معامل القيمة المضافة / التكاليف الاستثمارية.
- معامل قيمة مستلزمات الإنتاج المستوردة / قيمة الإنتاج.
- معامل قيمة مستلزمات الإنتاج المستوردة / قيمة الصادرات.
- معامل إنتاجية العمل.

أما المعايير الكلية والتي يمكن ان تكون بمثابة انعكاس لحركة ومسار الاقتصاد القومي والتي منها:

- معيار المنافع، التكاليف.
- معيار الإنتاجية الحدية الاجتماعية.
- معيار معدل العائد الاجتماعي.
- أسلوب تحليل المنفعة والتكاليف الاجتماعية.

5. معايير قياس الربحية التجارية غير المخصومة وفي ظل ظروف التأكيد:

اولاً: معيار فترة الاسترداد

فترة الاسترداد: هي تلك الفترة التي تسترد فيها المشاريع التكاليف الاستثمارية أو الفترة التي تتساوى عندها التدفقات الدخلة والخارجية. كلما كانت فترة الاسترداد اقصر يكون المشروع أفضل.

طرق حساب معيار فترة الاسترداد:

الطريقة الأولى:

فترة الاسترداد = الكلفة الاستثمارية الاوليه / الوسط الحسابي للتدفقات النقدية

السنوية

مثلاً إذا كانت التكاليف الاستثمارية الاوليه لمشروع معين 48000 دينار، عمره الإنتاجي 5

سنوات، مجموع التدفقات النقدية خلال السنوات الخمس:

السنة	الكلفة	التدفقات
0	48000	-
1		6000
2		9000
3		10000
4		15000
5		20000
المجموع	48000	60000

الوسط الحسابي للتدفقات النقدية السنوية = مجموع التدفقات / عمر المشروع

$$12000 = 5/60000 =$$

$$\text{فترة الاسترداد} = \frac{12000}{48000} = 4 \text{ سنوات}$$

الطريقة الثانية: هذه الطريقة أكثر شيوعاً واستعمالاً من الطريقة الأولى.

$$\text{فترة الاسترداد} = \frac{\text{الكلفة الاستثمارية الأولية}}{\text{صافي التدفق النقدي السنوي}} \quad (\text{صافي العائد السنوي})$$

ويعتبر المشروع الأفضل هو المشروع الذي يحقق فترة استرداد أقل. يمكن القول أن معيار فترة الاسترداد يعتبر أكثر المعايير شيوعاً واستخداماً نظراً لسهولة وتوفر المعلومات الازمة لاستخدامه، كما يعتبر أكثر ملائمة خاصة في حالة المشروعات التي تخضع لعوامل التقلب السريعة وعدم التأكد، أو التي تتعرض للتغيرات التكنولوجية سريعة. كما يمكن اعتبار هذا المعيار معياراً لقياس درجة المخاطرة التي يمكن أن يتعرض لها كل مال مستثمر.

تقييم معيار فترة الاسترداد:

على الرغم من المزايا التي يتميز بها معيار فترة الاسترداد، إلا أنه يواجه بعض الانتقادات:

1. إهماله للمكاسب الإضافية التي يمكن أن يحققها المشروع خلال عمره الإنتاجي حيث يركز هذا المعيار على السنوات التي يستطيع فيها المشروع استرداد رأس المال الأصلي ويهمل المكاسب التي يمكن أن يحققها المشروع بعد استرداد رأس المال.

2. إهماله للقيمة الزمنية للنقد أي إهماله للتوقيت الزمني للتدفقات النقدية وما يتربّ على ذلك الإهمال من اختلافات كبيرة.

**ثانياً: معيار المعدل المتوسط للعائد (المعيار المحاسبي)**

يسمى هذا المعيار بمعدل العائد المحاسبي لأنّه يعتمد على نتائج الأرباح والخسائر في القيود المحاسبية. وبالتالي فهو عبارة عن النسبة المئوية بين متوسط العائد السنوي (متوسط الربح السنوي) إلى متوسط التكاليف الاستثمارية وبعد خصم الاندثار والضررية.“أو النسبة بين متوسط العائد السنوي إلى التكاليف الاستثمارية الأولية (دون الأخذ بنظر الاعتبار الاندثار والضررية).

المهم في هذا المعيار هو فيما يتعلق بضرورة مقارنة النتيجة المتحصلة مع سعر الفائدة السائدة في السوق. يعتبر المشروع مقبولاً اقتصادياً عندما تكون النتيجة أكبر من سعر الفائدة السائدة في السوق والعكس صحيح. المعدل المتوسط للعائد هو تعبير عن الكفاية الحدية لرأس المال. الكفاية الحدية لرأس المال: مقدار ما تتحققه الوحدة النقدية المستثمرة من عائد صافي، وعلى هذا الأساس تتم المفاضلة بين المشروعات، حيث يتم اختيار المشروع الذي يحقق أكبر عائد على الوحدة النقدية المستثمرة.

## طريقتان لاحتساب المعدل المتوسط للعائد

### الطريقة الأولى:

يتم احتسابه دون النظر إلى الضريبة والاندثار والقيمة التجريبية للبديل، أي يتم النظر إلى التدفقات النقدية كما هي ولذلك يوجد أسلوبين لاحتسابه على هذه الطريقة:

الأسلوب الأول: التعامل مع الكلفة الاستثمارية الأولية كما هي

المعدل المتوسط للعائد =  $(متوسط العائد السنوي / متوسط الكلفة الاستثمارية الأولية) * 100$

الأسلوب الثاني: يتم التعامل مع متوسط التكاليف الاستثمارية الأولية

متوسط التكاليف الاستثمارية =  $\frac{\text{التكلفة الاستثمارية الأولية}}{2}$

المعدل المتوسط للعائد =  $(متوسط العائد السنوي / متوسط التكاليف الاستثمارية) * 100$

وعليه يجب إتباع ثالث خطوات للحصول على معدل المتوسط للعائد:

- ضرورة احتساب متوسط العائد السنوي (متوسط الربح السنوي)

- ضرورة احتساب متوسط الكلفة الاستثمارية الأولية

- احتساب المعدل للعائد.

الطريقة الثانية:

هذه الطريقة هي الأكثر شيوعا حيث يتم الأخذ بعين الاعتبار الاندثار والضريبة والقيمة التجريدية للبديل في حالة وجودها.

هذه الطريقة هي الأفضل في حالة وجود بدائل للمشروع. يتم احتساب المعدل المتوسط للعائد حسب الصيغة التالية:

المعدل المتوسط للعائد = (متوسط العائد الصافي السنوي / متوسط الكلفة الاستثمارية الأولية )

100\*

#### 6. معايير الربحية التجارية المخصومة (المعايير الاقتصادية)

##### أولاً: معيار صافي القيمة الحالية

إن معيار صافي القيمة الحالية لأي اقتراح أوبديل يشير إلى الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة والقيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجية. ويقصد بالقيمة الحالية: كم يساوي مبلغاً ما حالياً يتدفق في المستقبل في سنة أو سنوات لاحقة.

صافي القيمة الحالية = القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة - القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجية.

تقييم معيار صافي القيمة الحالية:

يتضمن معيار صافي القيمة الحالية بالدقة وال موضوعية إضافة إلى أنه معيار يعتمد على خصم التدفقات النقدية وصولاً إلى القيم الحالية. كما يعتبر أحد المعايير الدولية التي تستخدم في تقييم المشروعات وحتى على مستوى مؤسسات التمويل الدولية. إلا أن نقطة الضعف فيه، أنه ينظر إلى العوائد المتحققـة ، دون الأخذ بعين الاعتبار مقدار رأس المال المستثمر الذي استخدم في تحقيق تلك العوائد.

مثال: إذا توفرت لديك المعلومات التالية عن البديلين (أ، ب):

المعلومات	البديل (أ)	البديل (ب)
القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلية	1500	2700
القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجية	1000	2000
وأن العمر الإنتاجي متساوي لكلا البديلين، وانه لا توجد قيمة تخريبية لكل منهما		
صافي القيمة الحالية	500	700

استنادا إلى معيار صافي القيمة الحالية يعتبر المشروع (ب) هو الأفضل، لأنه حقق صافي قيمة حالية أكبر من المشروع (أ). أكد فقط على العوائد

المتحققة دون الأخذ بعين الاعتبار حجم رأس المال المستثمر. ومن أجل معالجة هذه المسائل وصولا إلى مفاضلة سليمة ودقيقة، فقد أدى ذلك إلى اعتماد معيار آخر هو ما يطلق عليه بمؤشر القيمة الحالية المعدلة أوما يسمى بمؤشر الربحية.

**مؤشر القيمة الحالية = صافي القيمة الحالية / القيمة الحالية للتدفقات الخارجية**

استنادا إلى معيار القيمة الحالية، يعتبر البديل (ب) هو الأفضل لانه حقق صافي قيمه حالية اكبر من البديل (ا). أما إذا تم الاستناد على مؤشر القيمة الحالية، فنلاحظ أن النتيجة عكس ذلك. وهذا يعني أن الدينار المستثمر في مشروع (ا) حقق عائدا صافيا اكبر مما هو عليه الحال بالنسبة للمشروع (ب).

**ثانياً: معيار التكلفة / العائد**

يتعامل هذا المعيار مع القيمة الزمنية للنقدود، ويطلق على هذا المعيار أحيانا بدليل الربحية. ونقطة الاختلاف بينه وبين مؤشر القيمة الحالية، فإذا كان مؤشر القيمة الحالية يحدد العائد الصافي للوحدة النقدية المستثمرة، فإن هذا المعيار يحدد العائد الإجمالي للوحدة النقدية المستثمرة.

**معيار التكلفة/ العائد = القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلية / القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجية (التكلفة الاستثمارية الأولية)**

النتيجة المتحصلة تساوي عادةً ما تحققه الوحدة النقدية من عائد أجمالي، ويعتبر المشروع مقبول اقتصادياً إذا كانت النتيجة أكبر من واحد صحيح. كما يعتبر المشروع مرفوض اقتصادياً إذا كانت النتيجة أقل من واحد.

### ثالثاً: معيار معدل العائد الداخلي

من المعايير الهامة التي تستخدم في المفاضلة بين المشروعات والبدائل الاستثمارية المقترحة. ونظراً لأهمية فإن معظم مؤسسات التمويل الدولية، وبخاصة صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للتنمية والأعمال تعتمد أنه عند قيامهما بتقديم أي قروض أو استثمارات لأي دولة. ويمكن أن يعرف هذا المعيار بأنه معدل الخصم الذي تتساوى عنده قيمة التدفقات النقدية الداخلة مع قيمة التدفقات النقدية الخارجة. ما هو عبارة عن سعر الخصم الذي يعطي قيمة حالية للمشروع = صفر. يمكن التعبير عن معدل العائد الداخلي بالصيغة التالية:

**القيمة الحالية للتدفقات النقدية لداخلة = القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة**

يتطلب ذلك استخدام سعر خصم معين لتحويل التدفقات النقدية الجارية إلى قيم حالية، فان ذلك السعر الذي يتم من خلاله تساوي طرفي المعادلة، يمثل معدل العائد الداخلي. وبما أن التدفقات النقدية الجارية والتي تمثل الكلفة الاستثمارية معطاة، ولكنها مدفوعة في بداية الفترة، لذا فهي تمثل قيمة جارية وقيمة حالية بنفس الوقت، ويمكن تطبيق الصيغة التالية:

**الكلفة الاستثمارية الأولية = القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة**

تقييم المعايير الاقتصادية المخصومة:

- افتراض إعادة الاستثمار للمكاسب النقدية السنوية ولجميع البديل، بمعدل مساوي لمعدل الخصم المستخدم أولاً، لكن في الواقع العلمي قد يحقق المشروع عائد أقل أو أكبر من معدل الخصم، عند إعادة استثمار تلك التدفقات يعتبر ذلك نقطة ضعف في هذه المعايير، إذ من شأنه التأثير على النتائج المتحققة عند استخدام هذه المعايير، أضف إلى ذلك أن معيار صافي القيمة الحالية ومعيار التكلفة / العائد ينطلقان من افتراض ثبات سعر الخصم المستخدم طيلة العمر الإنتاجي لأي بديل لجميع التدفقات النقدية الداخلة والخارجية.
- يعتمد كل من معياري صافي القيمة الحالية ومعيار التكلفة / العائد بصورة أساسية على معدل الخصم الذي يستخدم لخصم التدفقات النقدية الداخلة والخارجية، وبما أن هذا المعدل يمثل تكلفة الأموال المستثمرة تلك التكلفة التي يصعب تقاديرها بدقة، حيث تخضع لتوقعات متباينة ، وتوقف أساساً على التقدير الشخصي، وبذلك فإن أسعار الخصم المستخدمة قد تكون غير موضوعية وغير صحيحة، فإنه سيؤدي إلى عدم صحة ودقة النتائج المتحققة من العمليات الحسابية.

- إن كل من معياري صافي القيمة الحالية ومعيار التكلفة / العائد يعطيان نتائج أوأرقام مثل القيمة الحالية لاقتراح أوديل للربحية، والسؤال المطروح هو: هل إن هذه الأرقام أوالنتائج يمكن إن تعطى أوتقدم للإدارة العليا دليلاً أوصورة واضحة عما هومطلوب، يمكن القول إن هذين المعيارين فالبرغم من تعرضهما لبعض الانتقادات من جهة، وتتوفر فيها شروط المعايير السليمة من جهة أخرى، ألا أنهما عاجزان عن تحقيق أهدافهما بالكامل.
  - أما في ما يتعلق بمعيار معدا العائد الداخلي، فيمكن القول بأن هذا المعيار يتميز بنوع من الموضوعية، حيث يمكن أن يعتبر معياراً جيداً لقياس الربحية التجارية وأضافة إلى كونه يمثل انعكاساً للوضع المالي للمشروع المقترن.
- على الرغم من ذلك فان المعيار يواجه العديد من الانتقادات منها ما يلي:
- أن التدفقات النقدية المتوقعة طبقاً لمعيار معدل العائد الداخلي، يكون استثمارها عادة بنفس سعر الخصم المستخدم، وهذا الأمر غير منطقي بالنسبة للاستثمارات الكبيرة التي يستخدم فيها أسعار خصم مرتفعة أو كبيرة.
  - الصعوبات التي تواجه حساب هذا المعدل، نظراً لما يتطلبه من عمليات ومحاولات حسابية ورياضية، لا تتطلبها المعايير الأخرى.

- وبناء على ذلك يمكن القول بأن معيار معدل العائد الدخلي ، هو المعيار الذي تتوافق فيه الخصائص الأساسية الواجب توفرها في معيار التقييم السليم، وبذا فإنه يعتبر من المعايير المعتمدة في المفاضلة بين البدائل وفي تقييم المشروعات سواء على المستوى الدولي أو الأقليمي ومن قبل مؤسسات التمويل الدولية.

#### 7. معايير قياس الربحية التجارية في ظل ظروف عدم التأكيد

هناك عدة أساليب يمكن استخدامها لتقييم المشروعات والمفاضلة بينها في ظل ظروف عدم التأكيد والتي تراوح بين الدقة والتعقيد ومنها:

.1. نقطة التعادل.

.2. شجرة القرارات.

.3. تحليل الحساسية.

اولا: اسلوب نقطة التعادل:

يقصد بنقطة التعادل، هي تلك النقطة التي يتحقق عندها التساوي بين الايرادات الكلية والتكاليف الكلية لناتج معين (أي النقطة التي لا تكون فيها أي ارباح او خسائر). يركز هذا الاسلوب على تحليل نقطة التعادل من خلال دراسة العلاقات بين الايرادات والتكاليف والارباح عند مستويات مختلفة من الانتاج والمبيعات.

طرق تحليل نقطة التعادل:

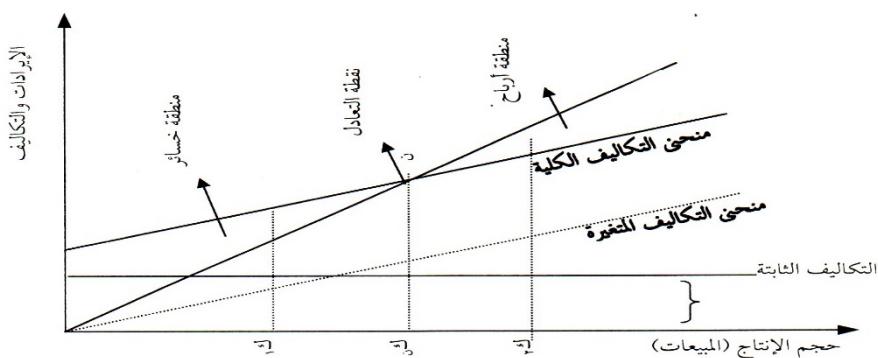
الطريقة البيانية:

ويتم تحديد نقطة التعادل بجعل المحور العمودي يمثل الايرادات والتكاليف، اما المحور الأفقي فيمثل الإنتاج أو المبيعات ثم يتم رسم منحنى الايراد الكلي ( الذي تمثل كل نقطة عليه الايرادات المتوقعة عند كل مستوى من مستويات الانتاج ) ومنحنى التكاليف الكلية ( الذي تمثل كل نقطة عليه مستوى اجمالي التكاليف الثابتة والمتحيرة عند كل مستوى من مستويات الانتاج ) بالإضافة إلى منحنى التكاليف الثابتة والمتحيرة.

ولتحقيق نقطة التعادل لابد من وجود الافتراضات التالية:

- ثبات سعر بيع الوحدة الواحدة.

- ثبات التكلفة المتحيرة للوحدة الواحدة.



**الطريقة الجبرية:**

- الاريد الكلي = كمية المبيعات  $\times$  سعر بيع الوحدة الواحدة (  $\kappa n \times b$  ) ..... ( 1 )

- التكاليف الكلية = التكاليف الثابتة + التكاليف المتغيرة

= التكاليف الثابتة + ( كمية الانتاج  $\times$  كلفة الوحدة المتغيرة )

ن +  $\kappa n \times g$  = ..... ( 2 )

عند نقطة التعادل (  $\kappa n$  ), الاريد الكلي = التكاليف الكلية

بتعويض ( 1, 2 ) تصبح,  $\kappa n \times b$  =  $\theta + \kappa n \times g = \kappa n \times b - \kappa n \times g = \theta$

بأخذ (  $\kappa n$  ) عامل مشترك,  $\theta = \kappa n ( b - g )$  ومنها (  $\kappa n$  ) =  $\theta / ( b - g )$  ..... ( 3 )

- كمية التعادل = التكاليف الثابتة / ( سعر بيع الوحدة - كلفة الوحدة

المتحيرة )

- كمية التعادل كنسب في الطاقة الانتاجية = كمية التعادل / الطاقة الناجية الكلية

للمشروع ..... ( 4 )

$$- \quad \text{قيمة التعادل النقدي} = \frac{\text{التكاليف الثابتة}}{\text{كلفة الوحدة المتغيرة}} \div \text{سعر بيع الوحدة} \quad (5)$$

يمكن اشتقاق معادلة خاصة بأسعار البيع (ب) تمثل الحد الأدنى لسعر البيع الذي يمكن أن يتحمله المشروع دون أن يحقق لا ربح ولا خسارة:

$$ب = \frac{\theta}{ك} + ن \quad (7)$$

$$ك = \frac{\theta}{ن}$$

$$\text{حجم المبيعات اللازم لتحقيق مستوى معين من الربح} =$$

$$\text{التكاليف الثابتة} + \text{مستوى الربح المطلوب} \quad (8)$$

$$\text{المساهمة الحدية للوحدة}$$

تقسيم اسلوب نقطة التعادل:

يواجه هذا الاسلوب العديد من الانتقادات منها:

1. عدم منطقية الافتراضات التي يستند عليها، وخاصة تلك التي تتعلق بافتراض

ثبات سعر بيع الوحدة او التكاليف المتغيرة للوحدة.

2. يقوم اساسا على افتراض التمييز بين التكاليف الثابتة والمتغيرة وهذا التمييز

غير دقيق.

3. يفترض انه اذا كان المشروع ينتج منتج واحد او عدة منتجات فان هذه المنتجات يمكن تحويلها بسهولة الى منتج رئيسي واحد وهذا الافتراض قد يكون غير عملي.

4. يفترض ان توليفة الاتجاح تظل ثابتة او تتغير بنسب معينة وفيما يليها.

#### ثانياً: اسلوب تحليل الحساسية

يقصد به مدى استجابة المشروع المقترن للتغيرات التي تحدث في احد المتغيرات او العوامل المستخدمة لتقديره او مدى حساسية المشروع للتغير الذي يطرأ على العوامل المختلفة التي تؤثر على المشروعات. ويمكن ملخص القرار ان يحدد مدى حساسية عائد المشروع المقترن مثلا للتغيرات التي يمكن ان تحدث في قيمة اي من المتغيرات المعطاة، فاذا كان صافي القيمة الحالية حساسا تجاه المتغيرات المستخدمة فان المشروع المقترن يكون حساسا لظروف عدم التاكد.

عند استخدام اسلوب تحليل الحساسية لا بد من الاخذ بعين الاعتبار امسائل التالية:

1. تحديد المتغيرات الرئيسية التي تؤثر على المعيار او المعايير المستخدمة في التقييم.
2. تحديد العلاقة الرياضية بين المتغيرات.

3. تقدير القيم الأكثر تفاؤلا أو الأكثر تشاوئاً لتلك المتغيرات.
4. حساب المعايير المستخدمة في عملية التقييم تحت ظروف عدم التأكد.
5. لا بد من التركيز على تقدير القيم الأكثر تفاؤلا والأكثر تشاوئاً لقيم المتغيرات المحددة وليس كل احتمالات تلك القيم.
- بناءً على هذا التحليل يمكن ملتحظ القرار أن يسأل عدة أسئلة منها:
- ماذا يحدث لو انخفض سعر البيع للوحدة، مما هو متوقع؟
  - ماذا يحدث اذا ارتفعت تكلفة الوحدة المتأثرة عن توقع معين؟
  - ماذا يحدث لو زادت كلفة الاستثمار المبدئية عن التقدير المتوقع؟

هذا وكلما ارتفع مؤشر الحساسية، كلما دل ذلك على حساسية المعيار المستخدم للتغير في ذلك العنصر.

8. معايير قياس الربحية القومية أو الاجتماعية
- اولاً: مدى مساهمة المشروع في توفير فرص العمل**
- يهتم هذا المعيار بمعرفة عدد العمال المحليين الذين سوف يتم تشغيلهم ونسبتهم إلى إجمالي العمالة في المشروع، كما يهتم أيضاً بمعرفة متوسط أجر العامل المحلي مقارنةً بمتوسط أجور العامل الأجنبي.

يتطلب تطبيق هذا المعيار توافر البيانات التالية:

- العدد الإجمالي للعاملين في المشروع.
- عدد العمال المحليين في المشروع.
- عدد العمال الأجانب في المشروع.
- نسبة العمالة المحلية إلى إجمالي العاملين في المشروع.
- نسبة العمالة الأجنبية إلى إجمالي العاملين في المشروع.
- إجمالي قيمة الأجر المدفوعة للعاملين في المشروع.
- متوسط نصيب العامل المحلي من الأجر الكلي في السنة.
- متوسط نصيب العامل الأجنبي من الأجر الكلي في السنة.

ثانياً: مدى مساهمة المشروع في تكوين القيمة المضافة (الناتج المحلي الإجمالي)

يقصد بهذا المعيار، هو معرفة مدى مساهمة المشروع في تحقيق إضافة إلى الدخل القومي، ويتم إحتساب القيمة المضافة بطريقتين:

1. طريقة عوائد عناصر الإنتاج:

يتم في هذه الطريقة جمع عوائد عناصر الإنتاج المستخدمة في العملية الانتاجية (الأجر، الفوائد، الربح، الريع) وبعد حساب القيمة المضافة التي يولدها المشروع يتم احتساب نسبتها إلى القيمة المضافة الإجمالية وعلى مستوى الاقتصاد القومي. يتطلب احتساب نسبة القيمة المضافة توفر البيانات التالية:

- القيمة المضافة للمشروع ولكل سنة من سنوات العمر الافتراضي له.
- تقدير القيمة المضافة القومية للاقتصاد خلال نفس سنوات العمر الافتراضي للمشروع.
- حساب نسبة القيمة المضافة للمشروع إلى القيمة المضافة القومية ونسبة مؤوية.

## 2. طريقة الانتاج والمستلزمات:

يتم في هذه الطريقة احتساب القيمة المضافة للمشروع، عن طريق تقدير قيمة الانتاج بسعر السوق ثم تطرح منه قيمة مستلزمات الانتاج والاندثار السنوي ثم اضافة الضرائب غير المباشرة وطرح الاعانات.

## ثالثاً: مدى مساهمة المشروع في تحسين وضع ميزان المدفوعات

يقصد بهذا المعيار معرفة مدى مساهمة المشروع المقترن في التوفير في العملات الصعبة. وعلى هذا الاساس يتم الحكم على مدى مساهمة المشروع في تحسين أو دعم ميزان المدفوعات، فإذا كان المشروع مقتصداً في استخدام العملات الصعبة، فهذا يعني بأنه سوف يساعد على تحسين ميزان المدفوعات.

من أجل معرفة مدى مساهمة المشروع في دعم ميزان المدفوعات فإنه يلزم معرفة ما يلي:

- قيمة الصادرات من انتاج المشروع.
- قيمة الواردات التي سوف يستوردها المشروع من الخارج.
- اليرادات بالعمليات الاجنبية من مصادر خارجية خلاف السلع المصدرة.
- المدفوعات بالعمليات الاجنبية خلاف المدفوعات على الواردات السلعية.
- قيمة السلع التي ينتجها المشروع والتي يمكن أن تحل محل السلع التي كان البلد يعتمد على استيرادها من الخارج (الاحلال محل الواردات).
- تحويلات رؤوس الأموال والارباح إلى الخارج وتحويلات رؤوس الأموال من الخارج إلى داخل البلد.

#### رابعاً: مدى مساهمة المشروع في زيادة إنتاجية العمل على المستوى القومي

ان معيار انتاجية العمل يعتبر من المعايير التي حازت على اهتمام الكثير من الاقتصاديين وخبراء التنمية والتخطيط لما له من أهمية في زيادة الدخل القومي وتحسين مستوى المعيشة.

تحقق الزيادة في انتاجية العمل من خلال ما يلي:

- الحصول على المزيد من الانتاج بنفس الكمية السابقة من المدخلات.

- الحصول على نفس الإنتاج السابق بكمية أقل من المدخلات.

- الحصول على زيادة في الانتاج بزيادة أقل في المدخلات.

#### خامساً: الآثار السلبية للمشروع المقترن على البيئة

اضافةً إلى الآثار الإيجابية التي يمكن ان يحققها المشروع للاقتصاد أو للمجتمع فإنه في نفس الوقت قد يترك آثار سلبية على البيئة، حيث ان تلوث البيئة اصبح من المسائل الدولية التي أخذت تحظى بالاهتمام والتي لا بد من اخذها بعين الاعتبار حيث ان هناك بعض المشروعات لبعض الصناعات مثل الكيماوية والنسيجية قد تترك آثار سلبية كبيرة على البيئة وقد تنبهت الكثير لذلك من الدول في الوقت الحاضر.

معايير اخرى يمكن ان تستخدم لمعرفة مدى مساهمة المشروع في زيادة الربحية الاجتماعية

والقومية:

• معيار كثافة العوامل (المستخدمات).

• معيار حجم المشروع.

ملحق

دورة دراسات الجدوى وتقدير المشروعات

English	العربية
Economic Feasibility Studies and Projects Evaluation	دراسات الجدوى الاقتصادية وتقدير المشروعات
Types of Investment	أنواع الاستثمار
The Importance of Investment	أهمية الاستثمار
Investment Goals (Objectives)	أهداف الاستثمار
Long-Run and Short-Run Investment	الاستثمار طويل الأجل والقصير الأجل
Return and Risk	العائد ودرجة المخاطرة
Profitability	الربحية
Liquidity	السيولة

Safety	الأمان
Conservative Investor	المستثمر المتيقظ
Speculator Investor	المستثمر المضارب
Balanced Investor	المستثمر المتوازن
Relevance	الملاعنة
Determinants of Investment	محددات الاستثمار
Primary Economic Feasibility. Study	دراسات الجدوى الاقتصادية الأولية
Detailed Economic Feasibility. Study	دراسات الجدوى الاقتصادية المفصلة
Technical Feasibility Study	دراسات الجدوى الفنية
Suitable Size	الحجم المناسب
Project Location	موقع المشروع
Raw Material	المادة الخام
Cost of Transportation	كلفة النقل

Distance From Market	مدى القرب من السوق
Energy	الطاقة
Labor Force	القوى العاملة
Degree of Localization	درجة التوطن
Choice of the suitable Production Techniques	اختيار العنصر الإنتاجي الملائم
Determination of Raw Material Requirement	تحديد احتياجات المشروع من المواد الخام
Determination of Labor Requirement	تحديد احتياجات المشروع من القوى العاملة
Preference Between Projects	المفاضلة بين المشروعات
Technological Progresses	التقدم التكنولوجي
Stages of Preference Between Projects	مراحل المفاضلة بين المشروعات

Economic Methods of Preference		الأساليب الاقتصادية للمفاضلة
The Importance of Project for National Economy		أهمية المشروع بالنسبة للاقتصاد القومي
The Importance of Project for Employment		أهمية المشروع في الاستخدام
The Importance of Project in Payments Balance		أهمية المشروع في ميزان المدفوعات
Technical Methods		الأساليب الفنية
Financial Methods		الأساليب المالية
Time Value of Money		القيمة الزمنية للنقد
Present Value		القيمة الحالية
Discounting		الخصم
Methods of Measuring the Present Value of Cash Flow		أساليب احتساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية

Criteria of Projects Evaluation	معايير تقييم المشروعات
Nature and Importance of Projects Evaluations Process	طبيعة وأهمية عملية تقييم المشروعات
Importance of Projects Evaluations Process	أهمية تقييم المشروعات
Project Evaluation Criteria	معايير تقييم المشروعات
Measuring Non-discounted Commercial Profitability	قياس الربحية التجارية غير المخصومة
Certainty Conditions	ظروف التأكيد
Non-Discounted Criteria	المعايير غير المخصومة
Discounted Criteria	المعايير المخصومة
Pay-Back Period	فترة الاسترداد
Appraisal of Pay-Back Period Criterion	تقييم معيار فترة الاسترداد

Average Rate of Return	متوسط معدل العائد
Measurement of Discounted Commercial Profitability	قياس الربحية التجارية المخصومة
Net Present Value Criterion	معيار صافي القيمة الحالية
Profitability (present value) Index	مؤشر القيمة الحالية
Cost/ Benefit Criterion	معيار التكلفة/ العائد
Internal Rate of Return	معيار معدل العائد الداخلي
Trial and Error	أسلوب التجربة والخطأ
Appraisal of Discounted Economic Criteria	تقييم المعايير الاقتصادية المخصومة
Commercial Profitability Under Uncertainty Conditions	الربحية التجارية في ظل ظروف عدم التأكد
Break-Even Point	نقطة التعادل
Decision Tree	شجرة القرارات

Sensitivity Analysis	تحليل الحساسية
National or Social Profitability Criteria	معايير قياس الربحية القومية أو الاجتماعية
Project Contribution in Employment	مساهمة المشروع في توفير فرص العمل
Project Contribution in Payment Balance	مساهمة المشروع في ميزان المدفوعات
National Labor Productivity	إنتاجية العمل القومية
Designed Capacity	الطاقة التصميمية
Available Capacity	الطاقة المتاحة
Actual Capacity	الطاقة الفعلية
Adjusted Exchange Rate	سعر الصرف المعدل
Efficiency Performance Appraisal in Existing Firms	تقييم كفاءة الأداء في المشروعات القائمة
Functions of Performance Appraisal	وظائف عملية تقييم كفاءة الأداء

Appraisal of Project Objectives	معايير تقييم كفاءة الأداء
Productivity Capacity Criteria	معيار الطاقة الإنتاجية
Overall Productivity	الإنتاجية الكلية
Partial Productivity	الإنتاجية الجزئية
Rate of Return on Investment Criterion	معيار درجة العائد على رأس المال
Time Series	السلسلات الزمنية
Ranking Investment Alternatives	ترتيب بدائل الاستثمار
Decisions for Alternative Choice	قرارات الاختيار بين البدائل
Investment Opportunities	فرص الاستثمار

### دراسة وتقدير حجم الطلب في السوق

تكمّن أهمية دراسة الطلب والتنبؤ به عنه في دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات بعديد من المسائل هي:

1. علاقة الطلب بتقدير حجم المشروع المقترن
2. علاقة الطلب بتقدير طاقاته الإنتاجية
3. تحديد نوع الفن الإنتاجي المستخدم
4. تحديد وتقدير التكاليف والأسعار والأرباح المتوقعة

#### أولاً: المفاهيم الأساسية حول الطلب والسوق

##### طلب المستهلك:

الكمية التي يرغب المستهلك الحصول عليها من سلعه أوخدمه معينه خلال فتره زمنيه معينه، بشرط أن تكون هذه الرغبة مدعمه بقوة شرائية، ولا بد من الأخذ بالاعتبار المسؤولتين التاليتين:

ضرورة تحديد الفترة الزمنية: وذلك لأن الطلب المتوقع على سلعه معينه قد يختلف من فتره إلى أخرى، وأيضا احتمالية اختلاف

القيمة الزمنية للنقود من فترة إلى أخرى، بذلك تتأثر الكميه المطلوبه من سلعة ما أو على قرار الشراء بالنسبة للمستهلك.

ضرورة التمييز بين الرغبة والقدرة -

#### السوق وطلب السوق:

طلب السوق: اجماي عدد الوحدات من منتج معين والتي سيشتريها مجموعة من المستهلكين في منطقه جغرافيه أو سوق معينه وخلال فتره زمنيه معينه. العوامل التي يجب تحديدها لقياس طلب السوق على سلعة معينه:

نطاق السلعة وطبيعتها. -

كميه أو قيمة الوحدات المتوقه بيعها. -

المنطقة الجغرافية التي ستبع بها (السوق). -

البيئة التسويقية بمتغيراتها الاقتصاديه والسياسيه والاجتماعية. -

الفترة الزمنية. -

البرنامج التسويقي المطلوب، والمبالغ المخصصة للإنفاق على هذا البرنامج. -

المزيج التسويقي. -

مستلزمات الإنتاج اللازمه. -

### **الطلب الفعال والمتوقع والمستتر(الكامن):**

**الطلب الفعال:** الكمية التي يرغب بها المستهلك والمستعد لشرائها.

**الطلب المتوقع:** الكمية التي يرغب المستهلك الحصول عليها من سلعه معينه وبوجود قوة شرائية لديه، لكنه لا يشتريها بالوقت الحاضر.

**الطلب الكامن:** يشير إلى المستهلكين الذين يرغبون في الحصول على السلعة، لكن ليس لديهم القوة الشرائية اللازمة لشراء السلعة في الوقت الحاضر، أو الذين ليس لديهم المعرفة في السلعة واستخداماتها.

يمثل الطلب الفعال محور اهتمام الاقتصاديين ورجال الاعمال والمدراء، ولكن الطلب الكامن والمتوقع فهما محور اهتمام رجال الاعمال والمدراء أكثر من غيرهم. تكمن أهمية ان يحدد الطلب الكامن والمتوقع بأنهما يقدمان فرصا تسويقية لأي منشأه إذا تم تحديديهما وتقديرهما بدقة من قبل إدارة هذه المنشأة.

### **دالة الطلب:**

تعريفها: طبيعة العلاقة بين الكمية المطلوبة من سلعه والعوامل المؤثرة والمحددة لتلك الكمية.

**العوامل المحددة لدالة الطلب (المتغيرات المستقلة):**

1. السعر

2. أسعار السلع البديلة والمكملة.

3. توقعات المستهلكين.

4. الدخل

5. الضرائب

6. سياسات التصدير والاستيراد

**العوامل المطلوبة لإعداد برنامج التحليل والتنبؤ بالطلب:**

1. المعلومات الخاصة بالسوق

2. المعلومات الخاصة بتحليل وتحديد ملامح الصناعة

3. المعلومات الخاصة بالمشروع

1. المعلومات الخاصة بالسوق وتضم أربعة مجموعات هي:

**المستهلك:**

• تحديد إجمالي عدد المستهلكين.

• التوزيع الجغرافي للمستهلكين.

• الدخل الإجمالي.

• نمط توزيع الدخل على المستهلكين.

• أسلوب توزيع دخل المستهلك على السلع والخدمات المختلفة.

• ذوق المستهلكين على مختلف السلع والخدمات.

• توقعات المستهلك حول الأسعار للسلعة.

#### المركز الحالي لنشأة المنشأة أو المشروع:

• المستوى الحالي للمبيعات

• تطور المبيعات

• المخزون من المنتجات الجاهزة

• تطور المخزون

• حصة المنشأة من السوق

• التغيرات الموسمية في مبيعات المنشأة من السوق

• المنتجات الجديدة المتوقعة للمنشأة

• المنشآت الأخرى التي تنتج نفس السلعة المراد إنتاجها أو سلعة مكملة لهذه السلعة

#### طبيعة السوق:

• تقدير حجم السوق من خلال تقدير حجم الطلب

• تحليل مرونة الطلب السعرية والدخيلية للسلعة

• المنتجات المنافسة

- نوعية المنتجات
- عدد المنافسين وخصائصهم
- تكليف الإعلان والترويج للسلعة
- أسلوب التسويق ومنافذ التسويق
- المستوى العام للأسعار
- المنتجات المماثلة
- البيئة الاقتصادية:**
  - المناخ الاقتصادي
  - طبيعة النشاط الاقتصادي (زراعي، صناعي، تجاري)
  - العمالة والبطالة
  - الأجور
  - سياسات الحكومة التصديرية والاستيرادية
  - سياسات الاستثمار
  - الضرائب
  - نمو السكان

• التضخم

• معدلات النمو الاقتصادي

• مستوى نمو الدخل القومي والفردي وأسلوب توزيعه.

2. المعلومات الخاصة بتحليل وتحديد ملامح الصناعه:

- طبيعة السلعة والسوق

- النمو والربحية

- أسلوب الإنتاج الممكن اعتماده

- حجم رأس المال اللازم لإقامة المشروع

- التسويق

- المنافسة

- اتجاه تطور الطلب.

3. المعلومات الخاصة بالمشروع:

- التسهيلات الحالية والمتوقعة الخاصة باستغلال الطاقة الانتاجيه

- مدى إمكانية الحصول على المكائن

- برنامج الصيانة والتدريب

- سياسات المشروع التسويقية والانتاجيه والسعريه

- تحديد موقع المشروع

- الحجم المناسب

- تحديد القوى العاملة

- مدى توفر راس المال ومصادر التمويل

**الأساليب المستخدمة في تقدير الطلب على سلعة او خدمه معينه:**

• **الأساليب الاحصائيه الممكن استخدامها في تقدير الطلب على سلعة**

1. الوسط الحساسي

2. معامل الارتباط والانحدار

3. أسلوب السلسل الزمنية

1. الوسط الحساسي:

يعتبر هذا الأسلوب من ابسط الأساليب الاحصائيه المستخدمة لتقدير الطلب على سلعة ما، ومن

البيانات التي يمكن إن تساعد في تقدير الطلب باستخدام الوسط الحساسي(حجم السكان،حجم

الاستهلاك الإجمالي،معدلات نمو السكان)

مثال: ما حجم الطلب المتوقع على سلعة (x) بالمدينة (s) للسنوات الخمس القادمة، اذا توفرت

لديك المعلومات الافتراضية التالية:

- 1- بلغ إجمالي السكان في المدينة (s) في عام 1990 مليون نسمة
- 2- بلغت الكمية المستهلكة من السلعة (x) عام 1990 حوالي 20 مليون وحدة
- 3- عدد السكان في المدينة سيكون (1040000) نسمة في عام 1995 و(1216652) نسمة في عام 1993 و(1169858) نسمة في عام 1994

الحل:

متوسط استهلاك الفرد من السلعة (x) لعام 1990 = الاستهلاك الكلي ÷ عدد السكان

$$20 = 1000000 \div 2000000$$

لاحتساب متوسط استهلاك الفرد من السلعة (x) لبقية السنوات مع افتراض ثبات الكمية التي

الفرد من خلال الجدول التالي:

الطلب المتوقع من السلعة (x)	متوسط استهلاك الفرد من السلعة x بالوحدة	عدد السكان	السنة

20000000	20	1000000	1990
20800000	20	1040000	1991
21632000	20	10814600	1992
225497280	20	112486	1993
203397160	20	1169858	1994
2433040	20	1216652	1995



## المراجع

- 1 د. خالد أمين عبد الله، العمليات المصرفية، دار وائل للنشر، الأردن، 2000
- 2 د. خليل محمد حسن الشمام، الإدارة المالية، الطبعة الرابعة، مطبعة الخلود، بغداد، 1992.
- 3 د. زياد رمضان، إدارة الأعمال المصرفية، الطبعة السادسة، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 1997.
- 4 د. زياد رمضان، أ. محفوظ أحمد جودة، الاتجاهات المعاصرة في البنوك، دار وائل للنشر، 2000.
- 5 د. طارق طه، إدارة البنوك، كنج مريوط، الاسكندرية، 1999.
- 6 د. صلاح حسن الحسيني، د. مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة البنوك مدخل كمي واستراتيجي معاصر، دار وائل للنشر، الأردن، 2000
- 7 د. محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسنادات وتحليل الأوراق المالية، مؤسسة الفليح للطباعة والنشر، الصفاء، الكويت.
- 8 د. مروان عوض، العملات الأجنبية الاستثمار والتمويل، معهد الدراسات المصرفية، عمان، 1988

- 9- د. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق راس المال، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية 1999
- 10- د. منير إبراهيم هندي، إدارة البنوك التجارية، مدخل اتخاذ القرارات، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث، الاسكتدرية 1996.
- 11- الدسوقي إيهاب؛ اقتصاديات كفاءة البورصة؛ دار النهضة العربية؛ القاهرة - 200 -
- 12- الخضيري محسن أحمد؛ كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة؛ اينزاك للنشر والتوزيع؛ مصر - 1999
- 13- جمال ناجي؛ إدارة المحافظ للأوراق المالية؛ غير مذكورة؛ 1998
- 14- مطر محمد؛ إدارة المحافظ الإستثمارية؛ مؤسسة الورق للنشر والتوزيع؛ عمان؛ الأردن 1999
- 15- هندي ابراهيم؛ صناديق الإستثمار في خدمة صغار و كبار المدخرين؛ توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية؛ مصر -1999 -
- 16- هندي ابراهيم؛ الفكر الحديث في مجال الإستثمار؛ توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية؛ مصر -1996 -.

## الفهرس

الصفحة	الموضوع
3	المقدمة
5	الفصل الأول ماهية الاستثمار
7	الاستثمار في الفكر الاقتصادي الكلاسيكي
12	الاستثمار في الفكر الاقتصادي الماركسي
17	الاستثمار في الفكر الاقتصادي الكنزى
27	الاستثمار والنمو الاقتصادي
32	الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي
45	مفاهيم أساسية حول الاستثمار
52	أشكال وأنواع الاستثمار
58	مجالات وأدوات الاستثمار
71	الفصل الثاني إدارة المحفظة الاستثمارية
73	الاستثمار وآدلة المحافظة الاستثمارية
74	مفهوم المحفظة الاستثمارية
76	بناء المحفظة الاستثمارية المثلث
84	عوامل نجاح سياسة تنويع المحافظة الاستثمارية
88	خصائص محافظ الأوراق المالية
89	العوامل التي يجب مراعاتها عند إدارة الأوراق المالية:
91	شركات الاستثمار
95	الفصل الثالث الاستثمار المصري وقياس المخاطر
99	عناصر محفظة المصرف الاستثمارية

104	اهداف محفظة الأوراق المالية
105	الاستثمار المصرفي و القروض
111	الفصل الرابع مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
113	أنواع المخاطر
117	قياس مخاطر الاستثمارات الفردية
129	الفصل الخامس دراسة الجدوى للمشاريع الاستثمارية ومحفظتها المتنوعة
131	دراسة الجدوى الاقتصادية وتقدير المشروعات
138	مفهوم دراسات الجدوى الاقتصادية
140	أنواع دراسات الجدوى الاقتصادية
152	مفهوم عملية تقييم المشروعات
199	المراجع
201	الفهرس

# إدارة الاستثمار والمحافظ المالية

الدكتور  
خلفان حمد عيسى



دار الجنادرية للنشر والتوزيع

الأردن - عمان

تلفاكس: ٠٩٦٢٤٧٧٨٧٧

٠٩٦٢٩٦٥١٤

ص.ب. ٥٢٠٦٥١ عمان ١١١٥٢ الأردن

Email : [dar\\_janadria@yahoo.com](mailto:dar_janadria@yahoo.com)

ISBN 978-9957-580-77-3



9 789957 580773 >