

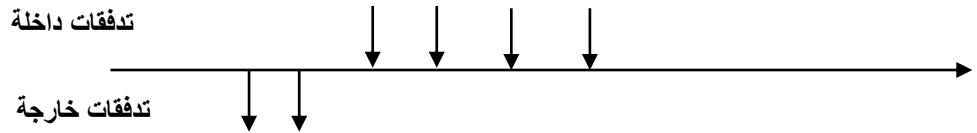
## المحاضرة الخامسة : مضمون التقييم المالي للاستثمارات وتقدير التدفقات، ومعايير اختيارها

1. مضمون التقييم المالي للاستثمارات وتقدير التدفقات: تتضمن عملية تقييم الاستثمارات عموماً جانبين أساسيين<sup>1</sup>:

- التقييم الاقتصادي – الاجتماعي، والذي يتعلق بنظرة المجتمع إلى الاستثمار؛

- التقييم المالي، والذي يتعلق بالمردودية المالية أو التجارية للمشروع.

الناحية المالية ينظر إلى المشروع الاستثماري على أنه مجموعة من التدفقات النقدية الداخلة والخارجة موزعة على مدة حياة المشروع، وتتم عملية المقاضلة ما بين المشروعات باستخراج الإيراد الصافي لكل مشروع منها، والذي يتمثل في الفرق بين الإيراد الإجمالي والتكلفة الإجمالية.



وتجدر الإشارة هنا إلى أن الاهتمام هنا يقع على التدفقات (الداخلة والخارجة) في شكلها النقدي، وهذا يختلف عن المفهوم المحاسبي للإيرادات والمصاريف، ولذلك عند إعداد جدول التقديرات يتم التركيز على التدفقات النقدية بدلاً من الربح.

ويتم استخراج صافي التدفق النقدي بالصورة التالية:

$$\begin{aligned} & \text{المبيعات} \\ & - \text{النفقات النقدية للعمليات} \\ & - \text{الامتلاك} \\ \hline & = \text{الربح قبل الضرائب والفوائد} \\ & - \text{الفوائد} \\ \hline & = \text{صافي الدخل قبل الضريبة} \\ & - \text{الضريبة على الدخل (الربح)} \\ \hline & = \text{صافي الدخل بعد الضريبة} \\ & + \text{الامتلاك} \\ & + \text{القيمة المتبقية (إن وجدت)} \\ \hline & = \text{صافي التدفق النقدي} \end{aligned}$$

تتمثل التكاليف في كل التدفقات الخارجة وهي تشمل:<sup>2</sup>

- التكاليف الاستثمارية؛ أي نفقات ما قبل انطلاق المشروع، كتكلفة أي نفقات ما قبل انطلاق المشروع، كتكلفة دراسات الجدوى وتكلفة البناء واقتناء المعدات والتجهيزات، وهي تحسب خارج الرسوم أما في

<sup>1</sup> رحيم حسين، مرجع سابق، ص 237.

<sup>2</sup> رحيم حسين، مرجع سابق، ص 238.

حالة استعمال المعدات الموجودة فتعتبر القيمة البيعية (أو الشرائية) لهذه المعدات. كما تحسب أيضاً ضمن هذه تكاليف استثمار نفقات التجريب والعينات قبل التشغيل، نفقات التكوين، ونفقات الدعاية السابقة لإطلاق المشروع.

- تكاليف الاستغلال: وهي تكاليف ما بعد انطلاق المشروع، ومن أهم هذه التكاليف (الصيانة).

أما بالنسبة للإيرادات فتتمثل في كل التدفقات الداخلة المرتبطة بالمشروع الاستثماري، وتشمل:

- المبالغ المتوقع تحصيلها خلال مدة حياة المشروع، وهي عادة دورية، ويتم تقدير الإيرادات وفقاً لطبيعة المشروع، وهي عادة دورية، ويتم تقدير الإيرادات وفقاً لطبيعة المشروع، إطلاق منتج جديد، بناء أو إعادة تهيئة مبنى، بحث وتطوير... الخ، ففي حالة مشروع إنتاج منتج جديد يتم تقدير الإيرادات انطلاقاً من دراسة السوق وتقدير كميات الطلب المتوقع وكذا سعر المنتج، وكذلك الأمر في حالة بناء مساكن أو محلات تجارية بغرض التأجير، تكوين الإيرادات هنا هي عبارة عن إيجارات دورية؛

- الإعانات المحصل عليها بسبب المشروع، وتتمثل غالباً في إعانات الدولة؛

- القيمة البيعية للاستثمار بعد نهاية مدة حياته (صافية من الرسوم)؛

وللإشارة فإنه عند حساب صافي التدفقات النقدية لفترة استغلال المشروع لا تؤخذ بالاعتبار طريقة تمويل المشروع، وبالتالي المصاريف المالية، في حين تحسب التدفقات الداخلة صافية من الضرائب، كما تؤخذ في الاعتبار مخصصات الامتلاك كمكون للتدفق الصافي؛ إذ أنها ليست مخروجات، ويراعي في حساب أقساط الامتلاك مدة الحياة

الاقتصادية للاستثمار، بدلاً من الأقساط المحاسبية، أي يؤخذ بالاعتبار الامتلاك التكنولوجي والمنافسة، مما قد يجعل التجهيز أو العتاد يهتك اقتصادياً قبل امتلاكه محاسبياً.

**التدفق النقدي الصافي = مخصصات الامتلاك + النتيجة الصافية التقديرية قبل المصاريف**

المعادلة صالحة للضرائب

نقدي

إن التدفق النقدي للمشروع الاستثماري هو حركة النقود من وإلى المشروع، فالتدفقات النقدية من المشروع تسمى بالتدفقات النقدية الخارجة، أما التدفقات النقدية إلى المشروع فتسمى بالتدفقات النقدية الداخلة، ومن أجل القيام بعملية التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية، يتم الاعتماد على جدول التدفقات القائم على المقارنة بين المدفوعات النقدية والمقبوضات النقدية بدلاً من الاعتماد على المنظور المحاسبي القائم على فكرة مبدأ الاستحقاق من خلال المقارنة بين الإيرادات والتكاليف.

يتوقع بيع هذا الاستثمار بمبلغ 50000 دج خارج الرسم.

المطلوب: قدم جدولاً للتدفقات النقدية الصافية؟

يتم حساب صافي التدفق السنوي كما يلي:

- تخصم تكلفة التشغيل وقسط الامتلاك من الإيراد السنوي فنحصل على النتيجة السنوية الخاضعة للضريبة؛

- تحسب الضريبة (حسب المعدل المطبق) فنحصل على النتيجة السنوية بعد الضريبة؛

- نضيف مخصص الامتلاك السنوي والقيمة المتبقية (بالنسبة للسنة الأخيرة) فنحصل على التدفق الصافي السنوي.

2014	2013	2012	2011	2010	2009	
					500000-	تكلفة الشراء
240000	280000	280000	240000	210000		رقم الأعمال السنوي
60000-	60000-	40000-	40000-	40000-		تكلفة التشغيل
90000-	90000-	90000-	90000-	90000-		قسط الامتلاك
<b>90000</b>	<b>130000</b>	<b>150000</b>	<b>110000</b>	<b>80000</b>		النتيجة قبل الضريبة
27000	39000	45000	33000	24000		الضريبة
<b>63000</b>	<b>91000</b>	<b>105000</b>	<b>77000</b>	<b>56000</b>		النتيجة بعد الضريبة
90000	90000	90000	90000	90000		مخصصات الامتلاك
500000						القيمة المتبقية
<b>203000</b>	<b>181000</b>	<b>195000</b>	<b>167000</b>	<b>146000</b>	<b>500000-</b>	التدفق النقدي الصافي

من خلال ما سبق ذكره نستنتج ما يلي:

إن تقدير التدفقات النقدية المستقبلية ليس دوما مهمة بسيطة، وخاصة في مجال الاستثمارات غير المادية، حيث أن عملية التقييم قد تكون معقدة بفعل ارتباط متغيرات بأخرى. فمثلا تقدير نفقات الاشتهار الواجب تخصيصها يرتبط بحجم المبيعات المتوقع، وهذا الأخير يرتبط بأوضاع السوق المختلفة (ظروف الطلب، ظهور منتجات جديدة، ... الخ) ، كذلك الأمر بالنسبة لاستثمارات البحث والتطوير، حيث أن الإنفاق في مشروع بحث وتطوير لا يعني ضمان إيراد مستقبلي، كما أنه يصعب تقدير هذا الإيراد فقد يفشل مشروع ما وينجح آخر.

وفي حالة فشل مشروع استثماري ما فإن المؤسسة ستضطر إلى التخلي عنه، وهذا التخلي يعني التنازل عن الأصول الخاصة به، أي أنه عبارة عن عملية استعادة لنفقات استثمارية سابقة، وتكون في صورة تدفقات داخلية، وهو ما يعني أن هناك إلغاء لأصول استثمارية تم اقتناؤها في وقت سابق.