

دور دراسة الجدوى المالية في ترشيد قرار التمويل في البنوك: دراسة حالة طلب تمويل مشروع من طرف بنك الفلاحة والتنمية الريفية "البدر"

The role of the financial feasibility study in streamlining the financing decision in banks: a Case study of a project financing request by the Bank of Agriculture and Rural Development "BADR"

خوري نبيل جامعة الجزائر 03 (الجزائر) Khouri.nabil@univ-alger3.dz	بلقاسمي أميرة* مخبر العولمة والسياسات الاقتصادية جامعة الجزائر 03 (الجزائر) Belkacemi.amira@univ-alger3.dz
--	---

تاريخ النشر: 2023/06/ 30

تاريخ القبول: 2023/04/ 24

تاريخ الاستلام: 2023/04/ 02

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز أهمية دراسة الجدوى المالية للمشاريع، في ترشيد قرار التمويل في البنوك، وذلك من خلال دراسة حالة طلب تمويل مشروع من طرف بنك "البدر". وقد اتضح لنا من خلال معايير الجدوى المالية، أنه في حالة تمويل البنك للمشروع محل الدراسة، فإنه لا يوجد فرصة لنجاحه على أرض الواقع، فعلى الرغم من أن ظروف التأكد سجلت ربحية المشروع إلا أن نتائجها كانت ضعيفة، وهذا ما أكدته تحليل حساسية المشروع الذي سجل صافي قيمة حالية VAN سالب (KDA -119 974).

الكلمات المفتاحية: دراسة الجدوى المالية، قرار التمويل، تكلفة رأس المال، معايير التقييم المالي.

تصنيف JEL: E 22 ; E31 ; G21

Abstract :

This study aims to highlight the importance of the financial feasibility study of projects, in rationalizing the financing decision in banks, through a case study of a project financing request by the Bank "BADR". It became clear to us that the Bank's financing decision for the project under consideration was wrong, although the criteria of the validation conditions recorded the profitability of the project, its results were weak, which was confirmed by the sensitivity analysis of the project that recorded a negative net present value NPV (-119 974 KDA).

Keywords: financial feasibility study, financing decision, cost of capital, financial evaluation criteria.

JEL classification codes: E22 ; E31 ; G21

* المؤلف المرسل: بلقاسمي أميرة، belkacemi.amira@univ-alger3.dz

مقدمة

يحظى قرار التمويل بأهمية بالغة على مستوى البنوك، فهو يمثل الوظيفة الأساسية لهذه الأخيرة، إلا أن هذه الوظيفة حساسة نظرا لخطورتها، فقرار التمويل هو قرار التعامل مع المستقبل، وبالتالي يتوقف على الثقة في المستقبل، فالبنك هنا يقوم بتمويل المشاريع في الحاضر، على أمل استرجاعه في المستقبل لكل من أمواله بالإضافة الى أرباح وعوائد.

تأتي هنا دراسة الجدوى المالية كألية من الآليات المهمة في ترشيد قرار التمويل والتقليل من خطورته، فهي دراسة تعمل وفق معايير مالية مبنية على أسس علمية تسمح بمعرفة الربحية التجارية للمشروع من عدمه والتنبؤ بالعديد من المخاطر المرتبطة بالمشروع مستقبلا وتجنبها، مما يسمح للبنوك من تفادي ضياع مواردها المالية، وأداء وظيفة التمويل بأقل مخاطر ممكنة..

الإشكالية:

على ضوء ما سبق، قمنا بطرح الإشكالية التالية:

كيف يمكن لدراسة الجدوى المالية في أن تساهم في اتخاذ قرار التمويل على مستوى البنوك وترشيده؟
التساؤلات الفرعية:

يندرج ضمن هذه الإشكالية تساؤلات فرعية ندرجها، كما يلي:

- ماذا نقصد بقرار التمويل؟ وما هي أهم مصادر التمويل؟
- ماهي متطلبات دراسة الجدوى المالية؟ وما هي أهم معايير المستخدمة لقياسها وتقييمها؟
- فيما تتمثل المعايير المعتمدة من طرف بنك الفلاحة والتنمية الريفية، لاتخاذ قرار التمويل من عدمه؟

الفرضيات:

- لا توجد علاقة بين قرار التمويل وقرار الاستثمار؛
- يرتبط نجاح المشروع على أرض الواقع، بمدى نجاعة دراسة الجدوى المالية ودقتها؛
- معايير قياس الجدوى المالية للمشروع في ظل ظروف التأكد كافية لاتخاذ قرار التمويل على مستوى بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR.

أهمية الدراسة:

تكمن أهمية هذه الدراسة في تسليط الضوء على قرار التمويل، والذي يعتبر من القرارات المهمة والحساسة على مستوى البنوك نظرا للندرة النسبية للموارد المالية، وعلى الدور الذي تلعبه دراسة الجدوى المالية في ترشيد هذا القرار والتقليل من خطورته.

أهداف الدراسة:

تتمثل أهداف الدراسة فيما يلي:

- التعريف بقرار التمويل، مصادر التمويل وهيكل رأس المال؛
- محاولة التأكيد على الدور المتنامي الذي تلعبه دراسة الجدوى المالية كأحد أهم الأدوات المساعدة على قياس فاعلية وكفاءة المشاريع من الناحية المالية؛
- محاولة إسقاط الدراسة النظرية على الواقع، من خلال الدراسة المنجزة ببنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR.

منهج الدراسة:

اعتمدنا في الدراسة النظرية على المنهج الوصفي لتقديم وعرض الإطار المفاهيمي وفي الدراسة التطبيقية على منهج دراسة حالة لإسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي.
حدود الدراسة:

الحدود المكانية: تمت الدراسة على مؤسسة اقتصادية طالبة لتمويل مشروعها الاستثماري من طرف بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR.
الحدود الزمنية: سنعتمد هنا على دراسة تنبؤية، تقديرات لـ 10 سنوات قادمة للمشروع، إبتداء من سنة 2023.

تقسيمات الدراسة:

مما سبق، ارتأينا إلى تقسيم هذه الدراسة، كما يلي:

I . عموميات عن قرار التمويل؛

II . دراسة الجدوى المالية ومعايير تقييمها؛

III . دراسة حالة مؤسسة طالبة لتمويل مشروعها الاستثماري من طرف بنك الفلاحة والتنمية الريفية.

I - عموميات عن قرار التمويل

في هذا المحور سنحاول التطرق إلى قرار التمويل بصفة عامة، وذلك من خلال التطرق إلى كل من: تعريف قرار التمويل، تصنيفات مصادر التمويل وإلى كيفية تحديد تكلفة رأس المال.

1. تعريف قرار التمويل

هناك مجموعة من التعاريف الخاصة بقرار التمويل، نذكر منها:

التعريف الأول: " هو ذلك القرار الذي يتمحور مضمونه، أساسا حول الطريقة التي تتم المفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة من أجل تغطية الاحتياجات المالية للمؤسسة". (حركاتي ، 2018 ، صفحة 46)

التعريف الثاني: " قرار التمويل هو قرار يبحث في الكيفية التي تحصل بها المؤسسة على الأموال الضرورية للاستثمارات، فهل يجب عليها بإصدار أسهم جديدة أو اللجوء إلى الاستدانة، هذا القرار مرتبط ارتباطا وثيقا بقرار الاستثمار لأنه ستكون هناك مقارنة بين معدل مردودية المشروع الاستثماري وتكلفة تمويله، وبما أن الموارد المالية محدودة، فيجب عليها أن تختار المشاريع الاستثمارية التي تضمن مردودية مرتفعة مع تكلفة منخفضة وتقلص من أخطار الإفلاس". (جمعي ، 2021 ، صفحة 238)

التعريف الثالث: " قرار التمويل هي تلك القرارات التي تتعلق بتحديد وصياغة هيكل التمويل الأمثل، والذي يتحقق من خلال عناصر المزيج الأمثل لمصادر تمويل الاستثمارات ونسب كل منها داخل هيكل المؤسسة". (جمعي ، 2021 ، صفحة 238)

مما سبق يمكننا القول أن قرار التمويل هو ذلك القرار الذي يتعلق بتحديد أنسب مصادر التمويل لتغطية الاحتياجات المالية للمشروع الاستثمارية منها والتشغيلية، وذلك بأقل تكاليف ممكنة بشكل يسمح للمؤسسة من تعظيم القيمة الحالية لاستثماراتها.

2. تصنيفات مصادر التمويل

يتم تصنيف مصادر التمويل في الغالب إلى مصادر تمويل طويلة الأجل ومصادر قصيرة الأجل، ويعود سبب هذا التصنيف إلى اختلاف التكاليف والهدف من كلا المصدرين.

1.2 مصادر التمويل طويلة الأجل

وهي تلك المصادر التي تكون مدتها أكثر من سنة، وتستخدم هذه المصادر لتمويل النشاطات الاستثمارية للمؤسسة وتنقسم بدورها إلى: (أل شبيب ، 2009 ، صفحة 200)

1.1.2 مصادر تمويل خارجية

هي تلك الموارد المالية التي يتم الحصول عليها من مصادر خارج المؤسسة، وذلك وفقا لشروط وتدابير يجب تطبيقها والتقيد بها، قد تكون مصادر التمويل الخارجية بالأموال الخاصة أي عن طريق إصدار أسهم مثلا، والتي تعطي لصاحبها حق الملكية في رأس المال الاجتماعي للمؤسسة، كما قد تكون مصادر التمويل الخارجية بالديون والتي تعطي لصاحبها حق دين على المؤسسة، وتتمثل في إصدار السندات أو اللجوء إلى القروض البنكية الطويلة والمتوسطة الأجل.

3.1.2 مصادر تمويل داخلية

هي تلك الموارد المالية التي يتم الحصول عليها من داخل المؤسسة نفسها، وقد تكون على شكل تمويل ذاتي، أرباح محتجزة، احتياطات وغيرها.

2.2 مصادر التمويل قصيرة الأجل

وهي تلك المصادر التي تكون مدتها أقل من سنة، وتستخدم لتمويل النشاطات التشغيلية (دورة الاستغلال) للمؤسسة ويمكن إجمالها في نوعين أساسين وهما:

1.2.2 الائتمان التجاري

هو عبارة عن تمويل قصير الأجل تتحصل عليه المؤسسة من الموردون، وقد تكون على شكل الحساب الجاري (منح الائتمان بعد التأكد من توفر حساب جاري لدى العميل)، أو على شكل أوراق الدفع (سند لأمر، كمبيالة). (آل شبيب ، 2009 ، صفحة 222)

2.2.2 الائتمان المصرفي

هو عبارة عن تمويل أو قروض تتحصل عليها المؤسسة من البنوك كالسحب على المكشوف، تسهيلات الصندوق والقروض الموسمية. (آل شبيب ، 2009 ، صفحة 227)

3. تكلفة رأس المال CMPC

هي التكلفة الوسطية المرجحة لتكاليف مصادر التمويل، أي المتوسط المرجح بين تكاليف الأموال الخاصة وتكاليف الديون، يمكن التعبير عليه حسب الصيغة التالية: (Yannick, 2017, p. 120)

$$CMPC = \left[t_{CP} \frac{CP}{CP + D} \right] + \left[t_D (1 - IS) \frac{D}{CP + D} \right]$$

حيث أن:

CP: الأموال الخاصة؛ D: الديون؛ t_{CP} : تكلفة الأموال الخاصة (معدل العائد المطلوب)؛ t_D : تكلفة الديون؛ IS: معدل الضريبة على أرباح الشركات.

1.3 تكلفة الأموال الخاصة

ونميز هنا بين النماذج المستخدمة في حساب تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسات المسعرة في البورصة، وبين النماذج المستخدمة في حساب تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسات الغير مسعرة في البورصة.

1.1.3 تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسات المسعرة في البورصة

من بين النماذج الأكثر استعمالاً لحساب تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسات المدرجة في البورصة، هما: نموذج Gordon Shapiro ونموذج MEDAF.

1.1.1.3 نموذج Gordon Shapiro

هو نموذج يعمل على تحديد قيمة السهم في السوق بالاعتماد على مجموعة من التدفقات النقدية المستقبلية، أي الأرباح التي سينحصل عليها المستثمر في المستقبل، ويمكن التعبير عليه بالصيغة التالية: (Yannick, 2017, p. 118)

$$PA = \frac{DIV \text{ année } 1}{t_{CP} - g} \Rightarrow t_{CP} = \frac{DIV \text{ année } 1}{PA} + g$$

حيث أن:

t_{CP} : معدل العائد المطلوب من المساهمين (تكلفة الأموال الخاصة)؛ g : معدل نمو الأرباح الثابت (حيث أنه $g < t_{CP}$)؛ $DIV \text{ année } 1$: الأرباح الموزعة المتوقعة للسهم في السنة الأولى؛ PA : قيمة السهم في السوق اليوم (سعر الشراء).

2.1.1.3 نموذج MEDAF

يسمى بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، يعمل على تقييم معدل العائد المطلوب من المساهمين، ويمكن التعبير عن هذا النموذج وفق الصيغة التالية: (Bancel , Lathuille, & Lhuissier , 2014, p. 105)

$$K_e = RF + \beta_e [E(Rm) - RF]$$

حيث أن:

K_e : معدل العائد المطلوب من المساهمين (تكلفة الأموال الخاصة)؛ RF : معدل العائد الخالي من المخاطرة، أي المعدل المرتبط بالاستثمار في أصل بدون مخاطرة أو قليل المخاطرة على سبيل المثال السندات الحكومية؛ $E(Rm)$: العائد المتوقع من محفظة السوق، وهو أصل يتكون من مجموعة معتبرة من الأسهم، على سبيل المثال مؤشر بورصة ستاندرد آند بوز S&P500؛ β_e : بيتا الأموال الخاصة أو بيتا الأصل المالي، وهو يقيس درجة حساسية عائد السهم مقارنة بعائد المحفظة الممثلة للسوق.

2.1.3 تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسات الغير مسعرة في البورصة

بالنسبة للشركات الغير مدرجة (الغير مسعرة)، فإنه هناك القليل من النماذج الرياضية لحساب تكلفة الأموال الخاصة، ومع ذلك تتبع بعض قواعد المنطق السليم التالية: (Yannick, 2017, p. 114)

- تتماشى معدلات المردودية مع آفاق النمو وتقلبات القطاع الذي ينتمي اليه المشروع؛
- يعتمد المعدل المطلوب على المخاطرة المتعلقة بالمشروع، والتي يمكن تقسيمها الى مخاطر تشغيلية ومخاطر مالية؛

- لا يمكن تجاهل سيكولوجية السوق أي من الصعب تجاهل البيئة القطاعية الأقل أو الأكثر قدرة على المنافسة والمتقلبة التي تعمل فيها المؤسسة؛

- الإشارة الى معدل مرتفع جدا، يعني ضياع العديد من المشاريع التي يحتمل أن تولد قيمة مضافة.

1.2.1.3 حساب معدل العائد المطلوب (تكلفة الأموال الخاصة)

إن الطريقة التالية تجريبية، إنها تقدير يدل على معدل العائد المطلوب (تكلفة الأموال الخاصة)

في المؤسسات الغير مسعرة، ويمكن التعبير عليها وفق الصيغة التالية: (Yannick, 2017, p. 115)

$$K_e = RF + \beta_\mu \times (\text{علاوة المخاطرة})$$

حيث أن:

K_e : معدل العائد المطلوب (تكلفة الأموال الخاصة): RF : معدل العائد الخالي من المخاطرة؛ β_μ :

بيتا الأصل الاقتصادي، وهو يقيس درجة حساسية التدفقات النقدية المستقبلية للأصل الاقتصادي

مقارنة بالسوق؛ علاوة المخاطرة: هنا نقصد بها المخاطر الإضافية التي يتحملها المساهم مقارنة بحامل

السند الخالي من المخاطرة.

نلاحظ من خلال الصيغة أعلاه، أن طريقة أو نموذج حساب تكلفة رؤوس الأموال الخاصة في

المؤسسات الغير مسعرة، هي عبارة عن نموذج MEDAF مكيف حسب متطلبات وبيئة هكذا نوع من

المؤسسات.

إن تحديدا بيتا الأصل الاقتصادي β_μ هي طريقة تم تطويرها من طرف Hamada (1969 و 1972)

ويمكن التعبير عنها كالتالي: (Bancel , Lathuille, & Lhuissier , 2014, p. 111)

$$\beta_\mu = \frac{\beta_e}{1 + (1 - T) \frac{V_d}{V_e}}$$

حيث أن β_e : بيتا الأموال الخاصة أو بيتا الأصل المالي؛ V_e : الأموال الخاصة؛ V_d : الديون؛ T : معدل

الضريبة على الأرباح.

2.3 تكلفة الديون

هو عبارة عن العائد المطلوب من قبل الممولين لقاء إقراض المشروع، وهو يساوي لسعر الفائدة

الحالي المعمول به في السوق. (آل شبيب ، 2009 ، صفحة 325)

II - دراسة الجدوى المالية ومعايير تقييمها

نسعى من خلال هذا المحور الى تعريف دراسة الجدوى المالية، ابراز أهميتها، المعلومات اللازمة

لإعدادها وأهم المعايير المعتمدة لقياسها وتقييمها.

1. تعريف دراسة الجدوى المالية

هناك مجموعة من التعاريف الخاصة بدراسة الجدوى المالية، نذكر منها:

التعريف الأول: "تعرف على أنها دراسة وتحليل حسابات التشغيل والأرباح والخسائر والمركز المالي للمشروع بغية تحديد ربحية المشروع أو عائد المشروع". (طالب عبد الرزاق الراوي ، ذياب عساف ، و وهيب حسين ، 2021 ، صفحة 778)

التعريف الثاني: "هي الدراسة التي تختص بالجانب المالي للمشروع من حيث تقدير التكاليف الاستثمارية اللازمة لتحقيق الأهداف والغايات المنشودة من المشروع، حيث يتم تحديد التكاليف التشغيلية السنوية بالإضافة الى التكاليف الثابتة لقياس ربحية المشروع من خلال مقارنة الإيرادات مع التكاليف، وعليه في هذا المشروع سيتم تحديد تكاليف جميع مستلزمات المشروع التي يحتاجها وتحديد الإيرادات المستقبلية المتوقعة حسب حجم السوق وكمية الطلب ومقارنتها مع مجموعة التكاليف لتحديد الربح المتوقع، وأيضا يتم استخراج أهم المؤشرات المالية والاقتصادية التي تحدد الجدوى له ومدى إمكانية نجاحه من خلال تحقيق الأهداف التي أنشأ من أجلها". (رحيم جاسم ، طالب شريف ، و حسين علي ، 2018 ، صفحة 569)

التعريف الثالث: "هي تلك الدراسة التي تتضمن التفاصيل الكاملة للتدفقات النقدية الداخلة إلى المشروع (الإيرادات) وللتدفقات النقدية الخارجة (التكاليف) وصولاً إلى احتساب صافي التدفق النقدي السنوي". (مزعل حميد ، 2011 ، صفحة 152)

ومن خلال ما سبق يمكننا القول أن دراسة الجدوى المالية هي جزء من الدراسة التفصيلية لدراسة جدوى المشروع، فهي تهتم بالجانب المالي للمشروع من خلال قياس ربحيته التجارية، تعمل هذه الدراسة على تحديد كل من التدفقات النقدية الداخلة والخارجة المتوقعة للمشروع، الى جانب تحديد مصادر التمويل والهيكل التمويلي المقترح للمشروع، بغية الوصول الى ما يسمى بالتدفقات النقدية الصافية، لتخضع هذه الأخيرة الى مجموعة من المعايير المالية من أجل التأكد من مدى قدرة المشروع على خلق عوائد تتناسب مع درجة المخاطرة المرافقة للمشروع.

2. أهمية الجدوى المالية

يمكن تلخيص أهمية الجدوى المالية في النقاط التالية: (طالب عبد الرزاق الراوي ، ذياب عساف ، و وهيب حسين ، 2021 ، صفحة 778 ، 779)

- تساعد المستثمر على معرفة مردودية المشروع المراد الاستثمار فيه، ومدى قدرة هذا المشروع على توليد تدفقات نقدية مستقبلية قادرة على تغطية مختلف مصاريفه؛

- تساعد المستثمر على المفاضلة بين المشاريع وترتيبها واختيار أحسنها؛
- تساعد على التقليل من المخاطر التي قد تواجه المشروع، ومن ضياع الموارد المالية والاقتصادية؛
- تساعد الجهات الممولة (البنوك، المؤسسات المالية، مؤسسات التمويل الدولية....) على معرفة مدى قدرة العميل على الوفاء بالتزاماته (القدرة على الملاءة).

3. المعلومات اللازمة لإعداد دراسة الجدوى المالية

من أجل إعداد دراسة الجدوى المالية واتمامها، فإننا نحتاج إلى مجموعة من المدخلات التي نتحصل عليها انطلاقاً من واقع دراسات الجدوى الفنية، السوقية والتسويقية، ولعل من أهم هذه المدخلات ما يلي:

1.3 التكاليف الاستثمارية

هي المصاريف اللازمة لدخول المشروع حيز التنفيذ، أي المصاريف التي يتم إنفاقها منذ أن يبدأ المشروع كفكرة إلى غاية بداية دورة التشغيل الأولى له، وتشمل التكاليف الاستثمارية كل من تكلفة التأسيس، تكلفة الأصول الثابتة وتكلفة رأس المال العامل للانطلاق في المشروع. (عبد الله و عبد المجيد ، 2018 ، صفحة 22)

2.3 التكاليف التشغيلية السنوية

هي المصاريف المتعلقة بتشغيل المشروع لدورة واحدة، وتشمل تكاليف المواد الأولية (الاستهلاكات)، تكاليف العمال، نسب الإهلاك السنوي، تكاليف المستلزمات الخدمية (كالإيجار، الدعاية، التأمين....) وقسط القرض والفائدة السنوية (حيث في حالة اللجوء للاقتراض، يظهر مبلغ القسط والفائدة السنوية ضمن التدفقات النقدية السنوية الخارجة). (عبد الله و عبد المجيد ، 2018 ، صفحة 23)

3.3 الإيرادات التشغيلية السنوية

هي الإيرادات أو الأرباح المدرة عن تشغيل المشروع لدورة واحدة، وإن تقدير الإيرادات التشغيلية يرتبط بحجم الطلب المقدر وكمية المبيعات المقدره وتسعيرها. (زحوفي ، 2014 ، صفحة 80)

4.3 العمر الاقتصادي للمشروع

حيث أنه من الضروري تقدير العمر الاقتصادي للمشروع، ونقصد بهذا الأخير الفترة التي يكون فيه تشغيل المشروع مربحاً اقتصادياً، وينتهي العمر الاقتصادي للمشروع في حالة ظهور منتجات بديلة ذات نوعية أفضل أو ظهور أصول جديدة محل بدائلها القديمة. (زحوفي ، 2014 ، صفحة 80)

5.3 معدل التحيين: ويسمى كذلك بمعدل الخصم، يعبر عنه بتكلفة رأس المال المستخدم، أي قد يكون يساوي المعدل العائد المطلوب في حالة إذا كان التمويل عن طريق الأموال الخاصة وقد يكون مساوي لتكلفة الاستدانة في حالة ما إذا كان التمويل عن طريق الديون، أما إذا كان التمويل مزيج بين الأموال الخاصة والديون فإن معدل الخصم هنا يصبح يساوي التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال. (Yannick, 2017, p. 113)

4. معايير الجدوى المالية: هي معايير تعمل على قياس الربحية التجارية للمشروع، أي الربحية من وجهة نظر المستثمر، وتسمى كذلك بمعايير التقييم المالي، معايير اختيار الاستثمارات ومعايير الربحية التجارية، يمكن تقسيم هذه المعايير إلى ثلاث مجموعات وهي: معايير الجدوى المالية في ظل ظروف التأكد، في ظل ظروف عدم التأكد وفي ظل المخاطرة، ولعل من أكثر المعايير المعتمدة في اتخاذ قرار التمويل ما يلي:

1.4 معايير الجدوى المالية في ظل ظروف التأكد

إن ظروف التأكد هنا، تعني توفر كافة المعلومات المتعلقة بالمشروع وعن جميع البدائل المتاحة، حيث في هذه الظروف يكون متخذ القرار على علم ويقين تام من التدفقات النقدية المستقبلية للمشروع، ونمیز في هذه الظروف بين المعايير الغير مخصصة، المعايير المخصصة.

1.1.4 المعايير الغير مخصصة

ونعني بها المعايير التي لا تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود، من أهمها: معيار فترة الاسترداد.

1.1.1.4 معيار فترة الاسترداد DR

يهدف هذا المعيار إلى تحديد الفترة الزمنية اللازمة والتي يستطيع من خلالها المشروع استرجاع تكلفته الأولية للاستثمار. (جاسم العيساوي ، 2011 ، صفحة 118)

حسب هذا المعيار، فإن قرار قبول المشروع من عدمه يعتمد على مقارنة معيار فترة الاسترداد بفترة القطع، وهذا الأخير هو فترة استرداد معيارية تحددها المؤسسة، ففي حالة معيار فترة الاسترداد كان أقصر من فترة القطع فهنا يعتبر المشروع مقبول، أما إذا كان العكس فسيرفض. (جاسم العيساوي ، 2011 ، صفحة 118)

2.1.4 المعايير المخصصة

يقصد بها المعايير التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود، وتتمثل فيما يلي:

1.2.1.4 معيار صافي القيمة الحالية VAN

يشير الى صافي التدفقات النقدية الحالية، فهو الفرق بين القيم الحالية للتدفقات النقدية الداخلة ومبلغ رأس المال المستثمر، يمكن حساب VAN وفق المعادلة التالية: (Yannick, 2017, p. 122)

$$VAN = -I_0 + \sum_{n=1}^{n-N} \frac{FT}{(1+k)^n}$$

حيث أن:

I_0 : مبلغ رأس المال المستمر في السنة 0: FT: التدفقات النقدية المستقبلية المنتظرة كل فترة
(سنة)؛

K: معدل التحيين؛ N: عمر المشروع.

حسب هذا المعيار، فإن قرار قبول المشروع يعتمد على أن يكون معيار صافي القيمة الحالية VAN $0 <$ (موجب)، أما في الحالة العكس أي $VAN > 0$ (سالب) فسيتم رفضه. (Yannick, 2017, p. 123)

2.2.1.4 معيار معدل العائد الداخلي TRI

هو معدل التحيين، الذي من أجله يكون صافي القيمة الحالية VAN معدوم، وبالتالي TRI يمثل
معدل التحيين الذي يجعل القيم الحالية للتدفقات النقدية الموجبة تساوي القيمة الحالية للتدفقات
النقدية السالبة بما فيها رأس المال المستثمر، ويمكن التعبير عنه كما يلي: (Yannick, 2017, p. 125)

$$VAN = 0 \Rightarrow \left[I_0 + \sum_{n=1}^{n=N} \frac{FT}{(1+K)^n} \right] = 0$$

حسب هذا المعيار، فإن قرار قبول المشروع من عدمه يكون عن طريق مقارنة معدل العائد
الداخلي TRI مع التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال CMPC، حيث إذا كان معدل العائد الداخلي
 $CMPC < TRI$ فإن المشروع مقبول، حيث يدل على أن المردودية الاقتصادية أكبر من التكلفة
الوسطية المرجحة لرأس المال CMPC، أما إذا كان العكس $CMPC > TRI$ فيتم رفض المشروع.
(Yannick, 2017, p. 125)

3.2.1.4 معيار مؤشر الربحية IP

هو مؤشر يحدد العائد الإجمالي للوحدة النقدية المستمرة، فهو عبارة عن القيم الحالية للتدفقات
النقدية الداخلة على القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة، ويمكن التعبير عليه كالتالي: (جاسم
العيساوي، 2011، صفحة 157)

$$IP = \frac{\sum FTI_n (1+K)^{-n}}{\sum FTO_n (1+K)^{-n}}$$

حيث أن:

$FTI_n(1+K)^{-n}$: القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة؛

$FTO_n(1+K)^{-n}$: القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة.

حسب هذا المعيار، يعتبر المشروع مقبول إذا كان مؤشر الربحية IP أكبر من واحد صحيح ويعتبر مرفوض إذا كان مؤشر الربحية IP أصغر من واحد صحيح. (جاسم العيساوي ، 2011، صفحة 157)

3.1.4 معايير قياس ربحية المشروع على أساس العائد على الأموال الخاصة

على غرار المعايير السابقة التي تعمل على قياس الربحية للمشروع بصفة عامة، فإن هذه المعايير، تسمح بقياس ربحية الأموال المستثمرة فقط من قبل المساهمين أي الأموال الخاصة فقط. (ST-Pierre & Beaudion, 2003, p. 211)

تعتمد هذه الطريقة على ادراج كل من المصاريف المالية والاهلاك السنوي للدين في حساب التدفقات النقدية الصافية، إلا أن مبلغ رأس المال المستثمر الذي سيخضع للتقييم هنا، سيكون فقط الجزء الممول عن طريق الأموال الخاصة وبالتالي معدل التحيين الذي سوف يتم الاعتماد عليه هنا سيمثل معدل العائد المطلوب فقط (تكلفة الأموال الخاصة). (ST-Pierre & Beaudion, 2003, p. 211)

وبالتالي صافي القيمة الحالية VAN في هذه الحالة يصبح: (ST-Pierre & Beaudion, 2003, p.

212)

$$VAN(FP) = \left[\sum_{n=1}^{n=N} \frac{FT}{(1+K_{cp})^n} \right] (I_0 - D)$$

حيث أن:

FT: التدفقات النقدية المستقبلية المنتظرة كل فترة (سنة)؛ K_{cp} : معدل العائد المطلوب (تكلفة الأموال الخاصة)؛ I_0 : مبلغ رأس المال المستثمر؛ D: الديون؛ N: عمر المشروع.

2.4 معايير الجدوى المالية في ظل ظروف عدم التأكد

نعني بظروف عدم التأكد، بعدم توفر المعلومات الكافية واللازمة لعملية تقييم المشروع وعن البدائل المتاحة، حيث في هذه الظروف يعمل متخذ القرار على وضع احتمالات وتقديرات بناء على الخبرة والتصورات.... إلخ في تحديد التدفقات النقدية المستقبلية للمشروع، ولعل من أهم المعايير المعتمدة في ظل هذه الظروف هو معيار تحليل الحساسية.

1.2.4 معيار تحليل الحساسية

يعتبر هذا المعيار من أكثر وأهم المعايير المستعملة لقياس الربحية التجارية للمشروع في ظل ظروف التأكد، فهو يقوم بتحليل حساسية المشروع نتيجة للتغيرات التي قد تطرأ على قيمة أحد محددات تقييمه، بمعنى يقيس التغيرات التي قد تحدث على معايير التقييم كمعيار صافي القيمة الحالية VAN أو معدل العائد الداخلي TRI في حالة إحداث تغيير في أحد المتغيرات التي تدخل في حساب التدفقات النقدية، كالتغير في حجم المبيعات، تغير التكاليف، تغير في الأسعار.... إلخ، كلما كانت أحد هذه المعايير

المستخدمة حساسة اتجاه تغيير في أحد المتغيرات التي تدخل في حساب التدفقات النقدية، كلما كان المشروع المراد الاستثمار فيه حساسا لظروف عدم التأكد. (جاسم العيساوي ، 2011 ، صفحة 204)

III- دراسة حالة لمؤسسة طالبة لتمويل مشروعها الاستثماري من طرف بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR.

سنحاول في هذا المحور توضيح كيفية إعداد دراسة جدوى مالية للمشاريع، مع محاولة إبراز دور هذه الدراسة ومدى مساهمتها في اتخاذ قرار التمويل وترشيده على مستوى بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR.

1. تقديم المؤسسة طالبة لتمويل مشروعها الاستثماري

يمكن تقديم المؤسسة طالبة لتمويل مشروعها الاستثماري من طرف بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، كالتالي:

- اسم المؤسسة: ABA unité conserverie
- الصيغة القانونية: مؤسسة ذات مسؤولية محدودة SARL؛
- قطاع النشاط: صناعة المواد الغذائية؛
- النشاط: تحويل وتسويق الخضروالفواكه؛
- المقر: عنابة؛
- الرأس المال الاجتماعي: 117 000 000 DA.

2. التعريف بالمشروع المراد تمويله من طرف بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR

يتمثل المشروع المراد تمويله من طرف بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، في إنشاء وحدة تحويل وتعبئة الخضروالفواكه سواء كانت طازجة (خلال الموسم)، أو مركزة (خارج الموسم). تتمثل المنتجات التي سيتم التركيز عليها في هذا المشروع، فيما يلي: طماطم مضاعفة التركيز DCT، طماطم ثلاثية التركيز TCT، هريسة حارة ومربى الفواكه.

3. المعلومات اللازمة لإعداد دراسة الجدوى المالية للمشروع

من واقع الدراسة التقنو-اقتصادية للمشروع، والتي كانت شاملة لكل من دراسة الجدوى السوقية، دراسة الجدوى الفنية والتمويلية، قمنا باستخراج المعلومات اللازمة لإعداد دراسة الجدوى المالية لهذا المشروع، وهي كالتالي:

1.3 التكاليف الاستثمارية

قدر إجمالي التكاليف الاستثمارية لهذا المشروع بـ 1 421 229 406 DA، وهي موزعة كالتالي:

الجدول رقم 01: البطاقة التقنية للاستثمار

المبلغ الإجمالي KDA	ثمن الوحدة DZD	المساحة m ²	
0	0	15 818	قطعة أرض
44 790	0	3 380	المباني (الحظائر)
1 072 500	0	0	المعدات المستوردة
3 613	0	0	رافعة شوكية
26 277	0	0	مصاريف مرتبطة بالمشروع
274 049	0	0	BFR الانطلاق
1 421 229	المجموع		

المصدر: وثائق مقدمة من طرف البنك

يجدر الإشارة الى أنه لم يتم الأخذ بعين الاعتبار قطعة الأرض في التكاليف الاستثمارية، نظرا لكونها أرض بعقد امتياز ستستفيد منها المؤسسة لمدة 33 سنة، قابلة للتجديد مرتين. بالنسبة للمعدات المستوردة فتمثل في:

- خط انتاج معجون الطماطم، والذي يسمح كذلك بإنتاج المنتجات المشابهة على غرار الهريسة والمربى وقدره 4 100 000 euro.

- خط التعبئة والتغليف والذي قدره 4 100 000 euro.

مع العلم أن سعر الصرف المستعمل 1 euro = 165 DA.

2.3 التكاليف التشغيلية السنوية

وتتمثل في المصاريف الناتجة عن دروة تشغيل واحدة، وتشمل استهلاكات المواد الأولية، مخصصات الاهتلاكات، خدمات خارجية، مصاريف العمال... وغيرها، وقد تم تقدير هذه المصاريف كالتالي:

1.2.3 استهلاكات المواد الأولية

لقد تم حساب المصاريف التشغيلية للسنة الأولى لكل من منتج الطماطم مضاعفة التركيز DCT، منتج الطماطم ثلاثية التركيز TCT، منتج هريسة حارة ومربى الفواكه، حسب الفرضيات التالية: خط انتاج معجون الطماطم له القدرة على تحويل الطماطم الطازجة بقدرة 90 000 طن سنويا.

1.1.2.3 منتج الطماطم ثلاثية التركيز TCT

يجب 6,5 كغ من الطماطم الطازجة من أجل الحصول على 1 كغ من الطماطم ثلاثية التركيز TCT، وبالتالي سوف يتم انتاج حوالي 13 846 طن، نأخذها بالتدوير والتقريب حوالي 13 000 طن من الطماطم ثلاثية التركيز TCT.

هذا الإنتاج سوف يتم توفيره في براميل بسعة 220 كغ للبرميل الواحد، أي حوالي 59 092 برميل.

2.1.2.3 منتج الطماطم مضاعفة التركيز DCT

فإنه من أصل 13 000 طن التي سوف يتم انتاجها كطماطم ثلاثية التركيز TCT، فإنه سوف تقوم المؤسسة بتسويق 9923 طن منها، أما الباقي أي 3077 طن سوف يتم الاحتفاظ بها لإنتاج الطماطم مضاعفة التركيز DCT، والتي ستقسم بدورها إلى:

- 2000 طن للطماطم مضاعفة التركيز DCT في علب معدنية ذات سعة 400 غ، مع العلم أن 1 كغ من الطماطم ثلاثية التركيز TCT يعطي لنا 1,3 كغ من الطماطم مضاعفة التركيز DCT، وبالتالي سوف يعطي لنا انتاج يقدر بـ 2600 طن من الطماطم مضاعفة التركيز DCT.

من أجل تغليب هذا الانتاج في علب معدنية ذات سعة 400 غ، فإننا نحتاج الى حوالي 6 500 000 علبة، من أجل تعبئة هذه العلب المعدنية في علب كرتون، فإننا نحتاج الى 270 833 علبة كرتون، حيث كل علبة كرتون لها سعة 24 علبة معدنية ذات سعة 400 غ.

- 1077 طن للطماطم مضاعفة التركيز DCT في علب معدنية ذات سعة 800 غ، مع العلم أن 1 كغ من الطماطم ثلاثية التركيز TCT يعطي لنا 1,3 كغ من الطماطم مضاعفة التركيز DCT، وبالتالي سوف يعطي لنا انتاج يقدر بـ 1400 طن من الطماطم مضاعفة التركيز DCT.

من أجل تغليبها في علب معدنية ذات سعة 800 غ، فإننا نحتاج إلى حوالي 1 750 125 علبة. من أجل تعبئة هذه العلب المعدنية في علب كرتون، فإننا نحتاج الى 145 844 علبة كرتون، حيث كل علبة كرتون لها سعة 12 علبة معدنية ذات سعة 400 غ.

3.1.2.3 الهريسة الحارة

سيتم تحويل 3000 طن سنويا من الفلفل الحار، مع العلم أنه يجب 2 كغ من الفلفل الحار من أجل الحصول على 1 كغ من الهريسة الحارة.

هذا الإنتاج سوف يتم توفيره في براميل بسعة 220 كغ للبرميل الواحد أي حوالي 6818 برميل.

4.1.2.3 مربى الفواكه

سيتم تحويل 3000 طن سنويا من الفواكه الطازجة، مع العلم أنه يجب 2 كغ من الفواكه من أجل الحصول على 1 كغ من مربى الفواكه.

هذا الإنتاج سوف يتم توفيره في براميل بسعة 220 كغ للبرميل الواحد أي حوالي 6818 برميل.

من خلال ما سبق يمكن تقدير استهلاكات المواد الأولية، كالتالي:

الجدول رقم 02: استهلاكات المواد الأولية

المصاريف في قيمتها القصى				
المواد الأولية	وحدة القياس	الكمية	سعر الشراء للوحدة DZD	الاستهلاكات KDA
طماطم طازجة	طن	90 000	10 000	900 000
براميل ذات سعة 220 كغ	/	59 092	2500	147 730
طماطم ثلاثية التركيز TCT	طن	2000	120 000	240 000
علب معدنية (400 غ)	/	6 500 000	15	97 500
علب كرتون (24 علبية)	/	270 833	30	8125
طماطم ثلاثية التركيز TCT	طن	1077	120 000	129 240
علب معدنية (800 غ)	/	1 750 125	25	43 753
علب كرتون (12 علبية)	/	145 844	30	4375
الفلقل الحار	طن	3000	33 000	99 000
براميل ذات سعة 220 كغ	/	6818	2500	17 045
مربي الفواكه	طن	3000	34000	102 000
براميل ذات سعة 220 كغ	/	6818	2500	17 045
مصاريف أخرى	/	1%	18058	18058
مجموع الاستهلاكات				1 823 871

المصدر: وثائق مقدمة من طرف البنك

2.3.3 مخصصات الاهتلاكات

في حساب مخصصات الاهتلاك السنوية فإنه سوف يتم الاعتماد على طريقة الإهلاك الخطي (الثابت)، وهي كالتالي:

الجدول رقم 03: مخصصات الاهتلاكات

الوحدة: KDA	المبلغ	المعدل	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8	n+9	n+10
المباني	44790	5%	2240	2240	2240	2240	2240	2240	2240	2240	2240	2240
المعدات	1076113	10%	107611	107611	107611	107611	107611	107611	107611	107611	107611	107611
مخصصات الاهتلاكات			109851	109851	109851	109851	109851	109851	109851	109851	109851	109851

المصدر: وثائق مقدمة من طرف البنك

3.3.3 مصاريف العمال

حسب دراسة الجدوى الفنية، فإن مصاريف العمال الاجمالية تم تقديرها بـ 68 632 704 DA للسنة الأولى مقسمة على 110 عامل (2 إطارات، 14 تقنيين و94 منفذين)، على أن يتوقع ارتفاع هذه المصاريف بنسبة 1% كل سنة.

الجدول رقم 04: مصاريف العمال

الوحدة: KDA	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8	n+9	n+10
مصاريف العمال	68633	69319	70012	70712	71419	72133	72854	73583	74319	75062

المصدر: وثائق مقدمة من طرف البنك

4.3.3 المصاريف المالية

في إطار إنشاء وحدة لتحويل وتعبئة الخضر والفواكه، قامت مؤسسة ABA بطلب قرض استثماري من بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR بقيمة 1 102 390 429 DA لمدة 10 سنوات مع طلب تأجيل تسديد الأقساط لمدة 3 سنوات الأولى، بمعدل فائدة 5,5%.

الجدول رقم 05: مصاريف مالية

الوحدة: KDA	القرض في بداية المدة	الاهتلاك	الفائدة	الأقساط
n+1	1 102 390	/	/	/
n+2	1 102 390	/	/	/
N+3	1 102 390	/	/	/
n+4	944 906	157 484	60631	218 115
n+5	787 421	157 484	51970	209 454
n+6	629 937	157 484	43308	200 792
n+7	472 453	157 484	34647	192 131
n+8	314 969	157 484	25985	183 469
n+9	157 484	157 484	17323	174 807
n+10	0	157 484	8662	166 146

المصدر: وثائق مقدمة من طرف البنك

5.3.3 الخدمات الخارجية

تتمثل في مصاريف النقل، الدعاية والاعلان ... وغيرها، وقد تم تقديرها بنسبة 7 % من رقم الاعمال التنبؤي لكل سنة.

6.3.3 ضرائب ورسوم

حسب اللوائح المعمول بها، فإن الضرائب والرسوم تم تقديرها بنسبة 2 % من رقم الأعمال التنبؤي لكل سنة.

7.3.3 مصاريف أخرى

تم تقدير مصاريف أخرى، بنسبة 2 % من رقم الأعمال التنبؤي لكل سنة.

3.3 الإيرادات التشغيلية السنوية

إن كل من دراسة الجدوى السوقية والفنية، سمحت بتقدير كمية الإنتاج السنوي للمشروع (الطاقة الإنتاجية) وأسعار بيع المنتوجات في السوق، وهذا ما سمح بتقدير الإيرادات التشغيلية للسنة الأولى (رقم الأعمال التنبؤي)، لكل من طماطم ثلاثية التركيز TCT، طماطم مضاعفة التركيز DCT، هريسة حارة ومربي الفواكه، يمكن التعبير عن هذه الإيرادات في الجدول التالي:

الجدول رقم 06: رقم الأعمال التنبؤي

رقم الأعمال في القيمة القصوى			
المنتجات	الانتاج السنوي	سعر البيع للوحدة DZD	الإنتاج المباع KDA
طماطم ثلاثية التركيز TCT (طن)	9 923	140 000	1 389 220
طماطم مضاعفة التركيز DCT (400 غ)	6 500 000	70	455 000
طماطم مضاعفة التركيز DCT (800 غ)	1 750 125	135	236 267
هريسة حارة (طن)	1500	170 000	255 000
مربي الفواكه (طن)	1500	180 000	270 000
إعانات الدولة	90 000 000	1,5	135 000
اجمالي رقم الأعمال			2 740 487

المصدر: وثائق مقدمة من طرف البنك

يجدر الإشارة إلى أن الدولة الجزائرية تقدم دعم للمستثمرين المحولين لمنتجات الطماطم، يتمثل هذا الدعم في إنقاص 1,5 DA على كل 1 كغ من الطماطم المحولة.

4.3 معدل التحيين

يمثل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال، وبالتالي يجب معرفة نسبة مساهمة كل من الأموال الخاصة والديون في تمويل هذا المشروع، وتكلفتها.

حسب دراسة الجدوى التمويلية، فإن نسبة مساهمة كل من الأموال الخاصة والديون في تمويل

المشروع، هي كالتالي:

الجدول رقم 07: هيكل تمويل المشروع

المساهمة %	الديون D	المساهمة %	الأموال الخاصة CP	الوحدة: KDA
0	0	100%	0	قطعة أرض
0	0	100%	44 790	المباني (الحظائر)
100%	1 072 500	0	0	المعدات المستوردة
100%	3613	0	0	رافعة شوكية
100%	26 277	0	0	مصاريف مرتبطة بالمشروع
0	0	100%	274 049	BFR الانطلاق
78%	1 102 390	22%	318 839	المجموع

المصدر: وثائق مقدمة من طرف البنك

حسب دراسة الجدوى التمويلية، فإنه يمكن التعبير عن تكلفة كل من الأموال الخاصة والديون في

الجدول التالي:

الجدول رقم 08: عناصر تكلفة رأس المال

0,74	β_i	بيتا الأصل الاقتصادي
3,29856	β_e	بيتا الأصل المالي
7,30%	RF	معدل العائد الخالي من المخاطرة
8,40%	RM	معدل عائد السوق
5,50%	K_D	تكلفة الديون
8,11%	K_{CP}	تكلفة الأموال الخاصة

المصدر: وثائق مقدمة من طرف البنك

دور دراسة الجدوى المالية في ترشيد قرار التمويل في البنوك: دراسة حالة طلب تمويل مشروع من طرف بنك
الفلاحة والتنمية الريفية "البدر"

بالنسبة لتكلفة الديون K_d فهو معدل الفائدة المطبق لتمويل المشروع من طرف بنك الفلاحة والتنمية الريفية وهو 5,5%، بالنسبة لتكلفة الأموال الخاصة K_{cp} فإنه تم الاعتماد على نموذج MEDAF مكيف حسب متطلبات وبيئة المؤسسات الغير مسعرة، حيث تم استبدال بيتا الأصل المالي (بيتا الأموال الخاصة) β_e ببيتا الأصل الاقتصادي β_{μ} ، والمتحصل عليه عن طريق حساب متوسط معدلات بيتا لمؤسسات مسعرة في البورصة من نفس نشاط المؤسسة المدروسة، وبالتالي تكلفة الأموال الخاصة هي كالتالي:

$$k_{cp} = RF + \beta_{\mu}(E(R_m) - RF)$$

$$k_{cp} = 7,3\% + 0,74(8,4\% - 7,3\%) \approx 8,11\%$$

وبالتالي فإن التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال CMPC هي كالتالي:

$$CMPC = K_{cp} \times \frac{CP}{CP + D} + K_d \times \frac{D}{CP + D}$$

$$CMPC = (0,0811 \times 22\%) + (0,055 \times 78\%)$$

$$CMPC \approx 6,07\%$$

4. دراسة الجدوى المالية

1.4 دراسة الجدوى المالية للمشروع قبل قرار التمويل

نقصد هنا بدراسة الجدوى المالية قبل التمويل، أي في حالة تمويل إجمالي مبلغ الاستثمار الأولي للمشروع بالأموال الخاصة فقط وعدم وجود تمويل بنكي، بمعنى حساب التدفقات النقدية الصافية بدون دمج المصاريف المالية والاهتلاك السنوي للقروض.

الجدول رقم 09: جدول التدفقات النقدية الصافية قبل قرار التمويل

n+10	n+9	n+8	n+7	n+6	n+5	n+4	n+3	n+2	n+1	الوحدة: KDA
2550836	2429368	2313684	2203509	2098580	1998648	1903474	1812832	1726507	1644292	رقم الأعمال
1697655	1616814	1539823	1466498	1396665	1330157	1266816	1206491	1149039	1094323	الإستهلاكات
178559	170056	161958	154246	146901	139905	133243	126898	120855	115100	خدمات خارجية
75062	74319	73583	72854	72133	71419	70712	70012	69319	68 633	م. العمال
51017	48587	46274	44070	41972	39973	38069	36257	34530	32886	ضرائب ورسوم
51017	48587	46274	44070	41972	39973	38069	36257	34530	32886	مصاريف أخرى
109851	109851	109851	109851	109851	109851	109851	109851	109851	109851	م. الاهتلاكات
387675	361154	335921	311920	289086	267370	246714	227066	208383	190613	النتيجة قبل الضريبة
73658	68619	63825	59265	54926	50800	46876	0	0	0	ضرائب على الأرباح
314017	292535	272096	252655	234160	216570	199838	227066	208383	190613	النتيجة الصافية
423868	402386	381947	362506	344011	326421	309689	336917	318234	300464	CAF
0	22 837	22 837	22 837	22 837	22 837	22 837	22 837	22 837	22 837	تغيرات BFR
433910	0	0	0	0	0	0	0	0	0	استرجاع BFR
241374	0	0	0	0	0	0	0	0	0	القيمة المتبقية
1099152	379549	359110	339669	321174	303584	286852	314080	295397	277627	التدفقات النقدية الصافية FT

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على معلومات سابقة

لقد افترضنا في السنة الأولى، أن المستثمر لن يستثمر إلا 60% من الطاقة الإنتاجية لآلاته، مع معدل تطور من سنة إلى سنة يقدر بـ 5%، وبالتالي كل من رقم الأعمال والاستهلاكات سيكون 1 644 292 KDA و 1 094 323 KDA على الترتيب، معدل الضريبة على الأرباح IBS يقدر بـ 19%. من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن النتيجة الصافية موجبة خلال كل الفترة المدروسة، وهي كذلك بالنسبة إلى القدرة على التمويل الذاتي CAF.

نلاحظ أن القدرة على التمويل الذاتي CAF، تغطي إلى حد كبير احتياجات رأس المال العامل BFR، مما أدى إلى توليد تدفقات نقدية صافية موجبة FT على كل الفترة المدروسة.

1.1.4 معايير الجدوى المالية للمشروع قبل قرار التمويل

يجدر الإشارة هنا إلى أن التكلفة الوسطية المرجحة CMPC في هذه الحالة ستساوي تكلفة الأموال الخاصة K_{CP} نظرا لكون في هذه الحالة افترضنا عدم وجود مصاريف مالية ولا تسديد قروض، وبالتالي معدل التحيين K المعتمد هنا هو $K = k_{CP} = 8,11\%$.

الجدول رقم 10: جدول التدفقات النقدية الصافية المحينة قبل قرار التمويل

n+10	n+9	n+8	n+7	n+6	n+5	n+4	n+3	n+2	n+1	الوحدة: KDA
1099152	379549	359110	339669	321174	303584	286852	314080	295397	277627	التدفقات النقدية الصافية FT
503963	188137	192442	196786	201162	205565	209988	248567	252740	256800	التدفقات الصافية المحينة FTA
2456150	1952187	1764050	1571608	1374822	1173660	968095	758107	509540	256800	التدفقات المحينة المتراكمة FTAC

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على النتائج السابقة

1.1.1.4 معيار فترة الاسترداد المستحدثة DR

باستخدام طريقة التراكمات النقدية، نلاحظ أن فترة الاسترداد المستحدثة محصورة بين 6 سنوات و 7 سنوات، كما هو موضح فيما يلي:

$$\left\{ \begin{array}{l} FTAC_6 = 1\ 374\ 822 < I_0 \\ FTAC_7 = 1\ 571\ 608 > I_0 \end{array} \right\} \Rightarrow DR \in]6 \text{ ans} ; 7 \text{ ans} [$$

فترة الاسترداد المستحدثة للمشروع تساوي 6 سنوات وبضعة أشهر، ويتم حسابها بالطريقة الثلاثية، كما يلي:

$$I_0 - FTAC_6 = 1\ 421\ 229 - 1\ 374\ 822 = 46\ 477 \text{ KDA}$$

$$\left\{ \begin{array}{l} 196\ 786 \rightarrow 12 \text{ شهر} \\ 46\ 477 \rightarrow X \text{ شهر} \end{array} \right\} \Rightarrow X = \frac{46\ 477 \times 12}{196\ 786} = 2,83 \text{ شهر} \approx 03 \text{ شهر}$$

فترة استرداد المشروع هي 6 سنوات و 3 أشهر.

2.1.1.4 معيار صافي القيمة الحالية VAN

$$VAN = -I_0 + \sum_{n=1}^{n=N} \frac{FT}{(1+k)^n}$$

$$VAN = -1\,421\,229$$

$$+ \left[\frac{227\,627}{(1,0811)^1} + \frac{295\,397}{(1,0811)^2} + \frac{314\,080}{(1,0811)^3} + \frac{286\,852}{(1,0811)^4} + \frac{303\,584}{(1,0811)^5} \right]$$

$$+ \left[\frac{321\,174}{(1,0811)^6} + \frac{339\,669}{(1,0811)^7} + \frac{359\,110}{(1,0811)^8} + \frac{379\,549}{(1,0811)^9} + \frac{1\,099\,152}{(1,0811)^{10}} \right]$$

$$VAN \simeq 1\,034\,922 \text{ KDA}$$

3.1.1.4 معيار معدل العائد الداخلي TRI

$$VAN - 0 \rightarrow \left[I_0 + \sum_{n=1}^{n=N} \frac{FT}{(1+K)^n} \right] - 0$$

لدينا:

$$K_1 = 19\% \Rightarrow VAN_1 = 52\,551 \text{ KDA}$$

$$K_2 = 20\% \Rightarrow VAN_2 = -5687 \text{ KDA}$$

$$\begin{cases} K_1 = 19\% \Rightarrow VAN_1 > 0 \\ K_2 = 20\% \Rightarrow VAN_2 < 0 \end{cases} \Rightarrow TRI \in]19\%; 20\% [$$

$$TRI = 19\% + \left[(20\% - 19\%) \times \frac{|52\,551|}{|52\,551| + |-5687|} \right] \simeq 19,90 \%$$

4.1.1.4 مؤشر الربحية IP

$$IP = \frac{\sum FTL_n (1+K)^{-n}}{\sum FTO_n (1+K)^{-n}} = \frac{VAN}{I_0} + 1$$

$$IP = \frac{1\,034\,922}{1\,421\,229} + 1 \simeq 1,73 \text{ DA}$$

الجدول رقم 11: معايير الجدوى المالية قبل قرار التمويل

النتيجة	الرمز	المعيار
8,11 %	CMPC	التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال
6 سنوات و 3 أشهر	DR	فترة الاسترداد المستحدثة
1 034 922 KDA	VAN	صافي القيمة الحالية
19,90 %	TRI	معدل العائد الداخلي
1,73 DA	IP	مؤشر الربحية

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على النتائج السابقة

فترة الاسترداد المستحدثة DR للمشروع هي 6 سنوات و 3 أشهر، وهي فترة مقبولة، حيث أنها أقل من الفترة المدروسة، نلاحظ أن معيار صافي القيمة الحالية VAN موجب، أي أن التدفقات النقدية الداخلة المتحصل عليها خلال مدة المشروع تزيد عن مبلغ الاستثمار الأولي، وهذا يدل على أن المشروع مربح.

معدل العائد الداخلي TRI قدر ب 19,9 %، والذي يفوق التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال 8,11% CMPC بكثير، وهذا يبين أن المشروع مجدي ماليا، فهو يستطيع تحمل تكاليف التمويل الأقل أو تساوي لهذا المعدل، مؤشر الربحية IP أكبر من واحد صحيح، فهذا يؤكد على ربحية المشروع، حيث أن كل دينار مستثمر في المشروع يعطي أرباح تقدر ب 1,73 دج، من خلال ما سبق، فإنه يمكن اعتبار المشروع مربح ومجدي ماليا.

2.4 دراسة الجدوى المالية بعد قرار التمويل

بعد أن تبين لنا أن المشروع على العموم مربح، ننتقل إلى مرحلة دراسة الجدوى المالية للمشروع في حالة تمويله من طرف البنك أي حساب التدفقات النقدية الصافية مع الأخذ بعين الاعتبار المصاريف المالية والاهتلاك السنوي للقروض.

الجدول رقم 12 : جدول التدفقات النقدية الصافية بعد قرار التمويل

n+10	n+9	n+8	n+7	n+6	n+5	n+4	n+3	n+2	n+1	الوحدة: KDA
387675	361154	335921	311920	289086	267370	246714	227066	208383	190613	نتيجة الاستغلال
8662	17323	25985	34647	43308	51970	60631	0	0	0	المصاريف المالية
379013	343831	309936	277273	245778	215400	186083	227066	208383	190613	النتيجة قبل الضريبة
72012	65328	58888	52682	46698	40926	35356	0	0	0	الضريبة على الأرباح
307001	278503	251048	224591	199080	174474	150727	227066	208383	190613	النتيجة الصافية
416852	388354	360899	334442	308931	284325	260578	336917	318234	300464	CAF
433910	0	0	0	0	0	0	0	0	0	استرجاع BFR
241374	0	0	0	0	0	0	0	0	0	القيمة المتبقية
157484	157484	157484	157484	15484	157484	157484	0	0	0	تسديد القرض
0	22837	22837	22837	22837	22837	22837	22837	22837	22837	BFR تغيرات
934652	208033	180578	154121	128610	104004	80257	314080	295397	277627	التدفقات النقدية الصافية FT

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على معلومات سابقة

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن النتيجة الصافية موجبة خلال كل الفترة المدروسة، وهي كذلك بالنسبة إلى القدرة على التمويل الذاتي CAF.

نلاحظ أن التدفقات النقدية الصافية FT موجبة خلال كل فترة الاستثمار، هذا يعني، القدرة على التمويل الذاتي CAF تسمح بتغطية كل من احتياجات رأس المال العامل BFR وتسديد القرض في الأجل المحددة.

إذن المستثمر هنا قادر على تسديد أقساط الدين، دون وجود أي خطر عن التخلف عن السداد، وبالتالي العميل هنا يتمتع بالملاءة.

1.2.4 معايير الجدوى المالية للمشروع بعد قرار التمويل

تجدر الإشارة هنا إلى أن التكلفة الوسطية المرجحة CMPC في هذه الحالة ستساوي التكلفة الوسطية المرجحة لتكاليف مصادر التمويل، وبالتالي معدل التحيين r المعتمد هنا هو $K = CMPC = 6,07\%$.

الجدول رقم 13: جدول صافي التدفقات النقدية الصافية المحينة بعد قرار التمويل

n+10	n+9	n+8	n+7	n+6	n+5	n+4	n+3	n+2	n+1	الوحدة: KDA
934652	208033	180578	154121	128610	104004	80257	314080	295397	277627	التدفقات النقدية الصافية FT
518471	122405	112700	102027	90307	77462	63403	263186	262555	261739	التدفقات الصافية المحينة FTA
1874255	1355784	1233379	1120679	1018652	928345	850883	787480	524294	261739	التدفقات المحينة المتراكمة FTAC

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على النتائج السابقة

1.1.2.4 معيار فترة الاسترداد المستحدثة DR

باستخدام طريقة التراكمات النقدية، نلاحظ أن فترة الاسترداد المستحدثة محصورة بين 9 سنوات و10 سنوات، كما هو موضح فيما يلي:

$$\left\{ \begin{array}{l} FTAC_9 = 1\,355\,784 < I_0 \\ FTAC_{10} = 1\,874\,255 > I_0 \end{array} \right\} \Rightarrow DR \in]9 \text{ ans} ; 10 \text{ ans} [$$

فترة الاسترداد المستحدثة للمشروع تساوي 9 سنوات وبضعة أشهر، ويتم حسابها بالطريقة

الثلاثية، كما يلي:

$$I_0 - FTAC_9 = 1\,421\,229 - 1\,355\,784 = 65\,445 \text{ KDA}$$

$$\left\{ \begin{array}{l} 518\,471 \Rightarrow 12 \text{ شهر} \\ 65\,445 \Rightarrow X \text{ شهر} \end{array} \right\} \Rightarrow X = \frac{65\,445 \times 12}{518\,471} = 1,51 \text{ شهر} \simeq 02 \text{ أشهر}$$

فترة استرداد المشروع هي 9 سنوات وشهرين (2).

2.1.2.4 معيار صافي القيمة الحالية VAN

$$VAN = -I_0 + \sum_{n=1}^{n=N} \frac{FT}{(1+k)^n}$$

$$VAN = -1\,421\,229$$

$$+ \left[\frac{227\,627}{(1,0607)^1} + \frac{295\,397}{(1,0607)^2} + \frac{314\,080}{(1,0607)^3} + \frac{80\,257}{(1,0607)^4} + \frac{104\,004}{(1,0607)^5} \right.$$

$$\left. + \frac{128\,610}{(1,0607)^6} + \frac{154\,121}{(1,0607)^7} + \frac{180\,578}{(1,0607)^8} + \frac{208\,033}{(1,0607)^9} + \frac{934\,652}{(1,0607)^{10}} \right]$$

$$VAN \simeq 453\,026 \text{ KDA}$$

3.1.2.4 معيار معدل العائد الداخلي TRI

$$VAN = 0 \Rightarrow \left[I_0 + \sum_{n=1}^{n=N} \frac{FT}{(1+K)^n} \right] = 0$$

لدينا:

$$K_1 = 11\% \Rightarrow VAN_1 = 44\,725 \text{ KDA}$$

$$K_2 = 12\% \Rightarrow VAN_2 = -20\,525 \text{ KDA}$$

$$\left\{ \begin{array}{l} K_1 = 11\% \Rightarrow VAN_1 > 0 \\ K_2 = 12\% \Rightarrow VAN_2 < 0 \end{array} \right\} \Rightarrow TRI \in]11\% ; 12\% [$$

$$TRI = 11\% + \left[(12\% - 11\%) \times \frac{|44\,725|}{|44\,725| + |-20\,525|} \right] \simeq 11,69\%$$

4.1.2.4 مؤشر الربحية IP

$$IP = \frac{\sum FTL_n (1+K)^{-n}}{\sum FTO_n (1+K)^{-n}} = \frac{VAN}{I_0} + 1$$

$$IP = \frac{453\,026}{1\,421\,229} + 1 \simeq 1,32 \text{ DA}$$

الجدول رقم 14: معايير الجدوى المالية للمشروع بعد قرار التمويل

النتيجة	الرمز	المعيار
6,07 %	CMPC	التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال
9 سنوات وشهرين	DR	فترة الاسترداد المستحدثة
453 026 KDA	VAN	صافي القيمة الحالية
11,69 %	TRI	معدل العائد الداخلي
1,32 DA	IP	مؤشر الربحية

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على النتائج السابقة

نلاحظ أن معيار صافي القيمة الحالية VAN موجب، خلال كل الفترة المدروسة، إلا أن هذه القيمة ضعيفة، حيث يقدر بـ 453 026 KDA.

على الرغم من أن معدل العائد الداخلي TRI=11,69 % أكبر من التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال CMPC=6,07%، إلا أنه يعتبر ضعيف مقارنة بهذه الأخيرة.

بالنسبة لفترة استرداد المشروع DR والتي تقدر بـ 9 سنوات وشهرين، فإن هذه الفترة تعتبر طويلة جدا مقارنة بعمر المشروع.

من خلال ما سبق يمكننا اعتبار المشروع مربح، لكن مؤشرات الربحية التجارية (الجدوى المالية) ضعيفة.

2.2.4 معايير قياس الجدوى المالية للمشروع على أساس العائد على الأموال المستثمرة

هذه المعايير تعمل على قياس مردودية الأموال المستثمرة فقط من قبل المساهمين أي الأموال الخاصة فقط، وبالتالي معدل التحيين المعتمد في هذه الحالة سيكون مساوي لتكلفة الأموال الخاصة فقط، أي $K=CMPC=K_{CP}=8,11\%$.

1.2.2.4 صافي القيمة الحالية للأموال الخاصة VAN (FP)

$$VAN(FP) = \left[\sum_{t=1}^{n-N} \frac{FT}{(1+K_{cp})^t} \right] - (I_0 - D)$$

لدينا: $k=8,11\%$ ، $n= 10$ ans ، $I_0 - D= 318 839$ KDA

$$VAN(FP) = - 318 839$$

$$+ \left[\frac{227 627}{(1,0811)^1} + \frac{295 397}{(1,0811)^2} + \frac{314 080}{(1,0811)^3} + \frac{80 257}{(1,0811)^4} + \frac{104 004}{(1,0811)^5} + \frac{128 610}{(1,0811)^6} + \frac{154 121}{(1,0811)^7} + \frac{180 578}{(1,0811)^8} + \frac{208 033}{(1,0811)^9} + \frac{934 652}{(1,0811)^{10}} \right]$$

$$VAN (FP) \simeq 1 366 714 \text{ KDA}$$

2.2.2.4 معدل العائد الداخلي للأموال الخاصة TRI (FP)

$$VAN(FP) = 0 \Rightarrow \left[\sum_{t=1}^{n-N} \frac{FT}{(1+K_{cp})^t} \right] - (I_0 - D) = 0$$

لدينا:

$$K_1 = 80\% \Rightarrow VAN_1 = 5178 \text{ KDA}$$

$$K_2 = 82\% \rightarrow VAN_2 = - 1834 \text{ KDA}$$

دور دراسة الجدوى المالية في ترشيد قرار التمويل في البنوك: دراسة حالة طلب تمويل مشروع من طرف بنك
الفلاحة والتنمية الريفية "البدر"

$$\begin{cases} K_1 = 80\% \Rightarrow VAN_1 > 0 \\ K_2 = 82\% \Rightarrow VAN_2 < 0 \end{cases} \Rightarrow TRI \in]80\%; 82\% [$$

$$TRI (FP) = 80\% + \left[(82\% - 80\%) \times \frac{|5178|}{|5178| + |-1834|} \right] \approx 81,48\%$$

الجدول رقم 15: معايير الجدوى المالية على أساس العائد على الأموال الخاصة

النتيجة	الرمز	المعيار
8,11 %	CMPC	التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال
1 366 714 KDA	VAN (FP)	صافي القيمة الحالية
81,48%	TRI (FP)	معدل العائد الداخلي

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على النتائج السابقة

المساهمون في هذا المشروع سيولدون مردودية تقدر بـ 81,48% والتي تفوق معدل العائد المطلوب $K_{CP}=8,11\%$ بكثير، وبالتالي من الجدير والأفضل للمساهمين الاستثمار في هذا المشروع.

3.4. دراسة الجدوى المالية للمشروع في ظل ظروف عدم التأكد (تحليل الحساسية)

قمنا بإخضاع المشروع لتحليل الحساسية، حيث عملنا على تخفيض رقم الأعمال للسنوات المدروسة بنسبة بـ 5%، لنلاحظ مدى حساسية هذا المشروع لهذا التغير.

الجدول 16: جدول تحليل الحساسية

n+10	n+9	n+8	n+7	n+6	n+5	n+4	n+3	n+2	n+1	الوحدة: KDA
2423296	2307901	2198001	2093334	1993651	1898715	1808300	1722190	1640181	1562077	رقم الأعمال
1697655	1616814	1539823	1466498	1396665	1330157	1266816	1206491	1149039	1094323	الاستهلاكات
169631	161553	153860	146533	139556	132910	126581	120553	114813	109345	الخدمات الخارجية
75062	74319	73583	72854	72133	71419	70712	70012	69319	68633	مصاريف العمال
48466	46158	43960	41867	39873	37974	36166	34444	32804	31242	ضرائب ورسوم
48466	46158	43960	41867	39873	37974	36166	34444	32804	31242	مصاريف أخرى
109851	109851	109851	109851	109851	109851	109851	109851	109851	109851	م. الامتلاكات
274165	253048	232964	213864	195700	178430	162008	146395	131551	117441	نتيجة الاستغلال
8662	17323	25985	34647	43308	51970	60631	0	0	0	المصاريف المالية
265503	235725	206979	179217	152392	126460	101377	146395	131551	117441	النتيجة قبل الضريبة
50446	44788	39326	34051	28954	24027	19262	0	0	0	ضريبة على الأرباح
215057	190937	167653	145166	123438	102433	82115	146395	131551	117441	النتيجة الصافية
324908	300788	277504	255017	233289	212284	191966	256246	241402	227292	CAF
433910	0	0	0	0	0	0	0	0	0	استرجاع BFR
241374	0	0	0	0	0	0	0	0	0	القيمة المتبقية
157484	157484	157484	157484	157484	157484	157484	0	0	0	تسديد القرض
0	22837	22837	22837	22837	22837	22837	22837	22837	22837	تغيرات BFR
842708	120467	97183	74696	52968	31963	11645	233409	218565	204455	التدفقات النقدية الصافية FT

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على معلومات سابقة

نلاحظ أنه على الرغم من انخفاض رقم الأعمال بنسبة 5%، إلا أن التدفقات النقدية الصافية FT لازالت موجبة على طول الفترة المدروسة.

1.3.4 معايير الجدوى المالية للمشروع بعد تحليل الحساسية

1.1.3.4 صافي القيم الحالية VAN

$$VAN = -I_0 + \sum_{n=1}^{n=N} \frac{FT}{(1+k)^n}$$

$$VAN = -1\,421\,229$$

$$+ \left[\frac{204\,455}{(1,0607)^1} + \frac{218\,565}{(1,0607)^2} + \frac{233\,409}{(1,0607)^3} + \frac{11\,645}{(1,0607)^4} + \frac{31\,963}{(1,0607)^5} \right.$$

$$\left. + \frac{52\,968}{(1,0607)^6} + \frac{74\,696}{(1,0607)^7} + \frac{97\,183}{(1,0607)^8} + \frac{120\,467}{(1,0607)^9} + \frac{842\,708}{(1,0607)^{10}} \right]$$

$$VAN \approx -119\,974\,KDA$$

2.1.3.4 معدل العائد الداخلي

$$VAN - 0 \rightarrow \left[I_0 + \sum_{n=1}^{n=N} \frac{FT}{(1+K)^n} \right] - 0$$

لدينا:

$$K_1 = 4\% \Rightarrow VAN_1 = 44\,740\,KDA$$

$$K_2 = 5\% \Rightarrow VAN_2 = -38\,622\,KDA$$

$$\begin{cases} K_1 = 4\% \Rightarrow VAN_1 > 0 \\ K_2 = 5\% \Rightarrow VAN_2 < 0 \end{cases} \Rightarrow TRI \in]4\% ; 5\% [$$

$$TRI = 4\% + \left[(5\% - 4\%) \times \frac{|44\,740|}{|44\,740| + |-38\,622|} \right] \approx 4,54\%$$

جدول 17: معايير الجدوى المالية بعد تحليل الحساسية

النتيجة	الرمز	المعيار
6,07 %	CMPC	التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال
-119 974 KDA	VAN	صافي القيمة الحالية
4,54 %	TRI	معدل العائد الداخلي

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على النتائج السابقة

نلاحظ أنه بمجرد تخفيض رقم الأعمال إلى 5%، فإن معيار صافي القيمة الحالية VAN يصبح

سالِب. أي أن المشروع غير مربح في هذه الحالة.

نلاحظ أن معدل العائد الداخلي TRI=4,54 % أصغر من التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

CMPC=6,07%، وبالتالي فهذا يعني أن المشروع غير مجدي مالياً.

مما سبق، يمكن القول أن المشروع جد حساس للتغير الحاصل في رقم الأعمال، حيث أن

المشروع أصبح غير مربح بمجرد انخفاض رقم الأعمال إلى 5 % فقط.

كنتيجة نهائية، فإنه يمكن القول أن تقييم الجدوى المالية لمشروع إنشاء وحدة تحويل وتعبئة

الخضر والفواكه، أسفر عن نتائج غير مشجعة في حالة قرار تمويل بنك الفلاحة والتنمية الريفية لهذا

المشروع، حيث أن معايير الجدوى المالية لهذا المشروع في ظل ظروف التأكد على الرغم من أنها كانت

مربحة إلا أن نتائجها كانت ضعيفة، وما أكد هذا هو معيار تحليل الحساسية الذي عمل على قياس

الجدوى المالية للمشروع في ظل ظروف عدم التأكد، وأظهر أن المشروع غير مجدي مالياً أي غير مربح من الناحية التجارية بمجرد انخفاض رقم الأعمال بنسبة 5%.

IV- الخاتمة

وفي الأخير يمكننا القول أن اتخاذ قرار التمويل وترشيده، يعتمد بنسبة كبيرة على نتائج ومخرجات معايير دراسة الجدوى المالية للمشروع المراد تمويله، وهذا ما تؤكدته دراسة الحالة التي قمنا بها على مستوى بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR.

1. اختبار الفرضيات

❖ **الفرضية الأولى:** لا توجد علاقة بين قرار التمويل وقرار الاستثمار، وهي فرضية غير محققة، فمن خلال المحور الأول من الدراسة اتضح أن هناك علاقة ترابط وتداخل بين قرار التمويل وقرار الاستثمار، حيث أن قرار التمويل مرتبط ببرنامج الاستثمار في المؤسسة وهذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن قرار الاستثمار مرتبط بقرار التمويل فعلى سبيل المثال أي تغيير في هيكل التمويل ومصادر التمويل يؤدي إلى تغيير في التدفقات النقدية المتوقعة للمشروع، وهذا ما يؤثر على قرار الاستثمار؛

❖ **الفرضية الثانية:** يرتبط نجاح المشروع على أرض الواقع، بمدى نجاعة دراسة الجدوى المالية ودقتها؛ وهي فرضية محققة تم إثباتها في المحور الثاني من الدراسة؛

❖ **الفرضية الثالثة:** معايير قياس الجدوى المالية للمشروع في ظل ظروف التأكد كافية لاتخاذ قرار التمويل على مستوى بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، وهي فرضية غير محققة، فمن خلال المحور الثالث من الدراسة اتضح أن معايير الجدوى المالية في ظل ظروف التأكد غير كافية فهي لا تعكس الواقع العملي، لذا يجب الأخذ بعين الاعتبار ظروف عدم التأكد السائدة في وقتنا الحالي، وذلك للحصول على نتائج أكثر واقعية ورشادة قرار التمويل.

2. النتائج

من خلال دراستنا لهذا الموضوع، توصلنا إلى النتائج التالية:

- ❖ وجود علاقة تداخل وترابط بين كل من قرار التمويل وقرار الاستثمار؛
- ❖ تعتبر دراسة الجدوى المالية آلية ناجعة وفعالة لترشيد قرار التمويل، حيث تعمل من خلال معاييرها على منح رؤية مستقبلية لمدى نجاح المشروع ومدى تحقيقه للأهداف المرجوة منه؛
- ❖ يعتمد نجاح دراسة الجدوى المالية للمشاريع، على مدى دقة ونجاعة كل من دراسة الجدوى الفنية، السوقية والتمويلية؛
- ❖ الترتيب الاجرائي لأنواع دراسات الجدوى (السوقية، الفنية، التمويلية، المالية) لمشروع مهم؛

- ❖ أي تغير في تقدير صافي التدفقات النقدية للمشروع، سيؤثر على نتائج معايير الجدوى المالية، وبالتالي يؤثر على قرار التمويل؛
- ❖ لا يمكن الحكم على الجدوى المالية للمشروع، بدون الأخذ بعين الاعتبار الهيكل المالي للمشروع وتكلفته، حيث أن أي تغيير على مستوى هذا الأخير تعاد حسابات معايير الجدوى المالية مرة أخرى؛
- ❖ معايير الجدوى المالية في ظل ظروف التأكد غير كافية للحكم على ربحية المشروع من عدمه، حيث أن هذه الظروف لا تتفق والواقع العملي ومن النادر أن تتحقق نتائجها بشكل مطابق للواقع؛
- ❖ تساهم دراسة الجدوى المالية في الحفاظ على الموارد المالية، في ظل ندرتها النسبية.

3. الإقتراحات:

- بناء على النتائج المتوصل إليها، نوصي بالآتي:
- ❖ ضرورة تعميم دراسة الجدوى المالية على كل المشاريع الاستثمارية بما فيها المتوسطة، الصغيرة والمصغرة؛
- ❖ ضرورة الاعتماد والاهتمام أكثر بمعايير الجدوى المالية في ظل ظروف عدم التأكد وظروف المخاطرة، خاصة بعد الجائحة التي مست العالم جائحة "كوفيد 19"، والتي أثرت على النشاط الاقتصادي وجعلته يتميز بعدم وجود استقرار في التوقعات المستقبلية.

□ - المراجع

- ❖ Bancel , F., Lathuille, Q., & Lhuissier , A. (2014). De la difficulté de mesurer le cout du capital. *Revue Française de gestion, (05)(22)*.
- ❖ ST-Pierre, j., & Beaudion, R. (2003). *Les décisions d'investissement dans les PME*. Québec: Presse de l'université du Québec.
- ❖ Yannick, C. (2017). *Guide pratique de la finance d'entreprise*. Paris: Gualino.
- ❖ دريد كامل آل شبيب . (2009). *مقدمة في الادارة المالية المعاصرة* . عمان : دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة .
- ❖ سنان رحيم جاسم ، ناصر طالب شريف ، و عادل حسين علي . (2018). دراسة الجدوى المالية لإنشاء محطة وقود نموذجية في محافظة الأنبار. *مجلة كلية المعارف الجامعة، (27)(1)*.
- ❖ فاروق طالب عبد الرزاق الراوي ، نزار ذياب عساف ، و أحمد وهيب حسين . (2021). الجدوى المالية لمشاريع تربية الأسماك بالنظام المغلق المتداول. *مجلة الدراسات الاقتصادية والادارية، (01)(22)*.
- ❖ كاظم جاسم العيساوي . (2011). *دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات*. عمان : دار المناهج للنشر والتوزيع .
- ❖ محمد مزعل حميد . (2011). دراسة جدوى فنية واقتصادية لمشروع إنتاج فروج اللحم في محافظة الأنبار. *مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والادارية، (04)(7)*.
- ❖ محمد صالح جمعي . (2021). قرار التمويل وتأثيره على الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة مجمع صيدال (2015- 2020). *مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، (06)(02)*.
- ❖ نبيل حركاتي . (2018). تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيم المؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2007- 2015 (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، سطيف: جامعة فرحات عباس سطيف 1.
- ❖ نور الدين زحوفي . (2014). فعالية دراسة الجدوى الاقتصادية والمالية في اختيار وتقييم المشاريع الاستثمارية (دراسة حالة إنشاء سوق الجملة للخضر والفواكه بعين الدفلى) (رسالة ماجستير). كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير ، الجزائر: جامعة الجزائر 3.
- ❖ يوسف عبد الله ، و خالد عبد الحميد عبد المجيد . (2018). دراسة الجدوى المالية التفصيلية للمشاريع الاستثمارية ودورها في اتخاذ القرار الاستثماري - مشروع صناعة الاسمنت أنموذجا. *مجلة الادارة والاقتصاد، (41)(115)*.