المجلة العراقية
لبحوث السوق وحماية المستهلك

المجلد (11) العدد (1)
لسنة 2019

نمط استثمار المشاريع في البيئة الاستثمارية

http://dx.doi.org/10.28936/jmracpc11.1.2019.(13)

الاء طلال ياسين[1]، عباس احمد ايوب[2]
[1]مدرس دكتوره، جامعة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، بغداد، العراق. Dr.allatalal@uoitc.edu.iq
2مدرس دكتور، كلية الهندسة، الجامعة المستنصرية، بغداد، العراق. abbas.alasady@gmail.com

تاريخ استلام البحث: 2019/3/17 تاريخ قبول النشر: 2019/4/23

الخلاصة

أن بناء الاقتصاد الوطني يعتمد على مدى أمكانية التحول من الاقتصاد الريعي الساعي لزيادة أجمالي **الناتج المحلي (GDP1)**، والتوجه نحو إدارة مشاريع ذات مصادر تمويل خارجي، او السماح لمشاريع ذات رأسمال الأجنبي باتت ضرورة محتمه. التحديات الاستراتيجية التي يواجهها الاقتصاد في البلدان التي لها تجربة في المشاريع الاستثمارية واجهت عدة عوامل داخلية وخارجية لفترة زمنية ليست بالقليله ولضغوط وصعوبات وأخفاقات اثرت بشكل او بآخر على **العمل التنموي في تلك البلاد.** وعلى هذا الاساس اصبح للمعنيين دورا في الالتفات الى موضوع جدوى نمط الاستثمار الاجنبي في بيئة الاستثمار بشكل عام، لكي تتمكن المشاريع الاستثمارية الصناعية او الخدمية المساهمة في التنمية الاقتصادية لذلك البلد. يهدف البحث الى تسليط الضوءعلى المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية ذات الانماط المختلفة **المسمى كاصطلاح "الاخضراوالبني".**وافترض الباحث ان نمط الاستثمار الاخضر طويل الامد ذو جدوى ضمن البيئة الاستثمارية، والاستثمار البني عديم الجدوى لضعف العائدية عبر سنوات الاستثمار ضمن نفس البيئة الاستثمارية. واستخدم الباحث أدوات ومقاييس المقارنة كالقيمة الحالية الصافية، قدرة التمويل الذاتي، **معدل العائد على الاستثمار وفترة الاسترداد لراس المال المستثمر. توصل الباحث الى مجموعة من الاستنتاجات منها أن تعزيز القدرة التنافسية** للمشاريع الاجنبية في العراق تعتمد على القوانين المشرعة والمشجعة على الاستثمار الاجنبي للاستثمار.

واظهرالبحث باستخدام معايير الاستثمار في جانبه العملي ان نمط الاستثمار الاخضر طويل الامد ذو جدوى الاقتصادية ضمن البيئة الاستثمارية العراقية، فيما اظهر الاستثمار البني عدم جدواه الاقتصادية لضعف العائدية عبر **سنوات الاستثمار.** كما أن نمط الاستثمار يحقق فرص اوسع نحو تشجيع المستثمر للاستثمار مع شمول مختلف القطاعات للتنمية الاستثمارية.

الكلمات المفتاحية: استثمار المشاريع، نمط الاستثمار البني، نمط الاستثمار الاخضر، ادوات المفاضلة بين المشاريع.

PATTERN OF INVESTMENT PROJECTS IN THE INVESTMENT ENVIRONMENT

Alla Talal Yassin[1], Abass Al-Asadi[2]
[1]Bussiness Information Technology Uoitc, Baghdad, Iraq. Dr.allatalal@uoitc.edu.iq
[2]Enginering College, Al Mustansarya University, Baghdad, Iraq. abbas.alasady@gmail.com

ABSTRACT

That the building of the national economy depends on the extent of the possibility of transition from the rent economy seeking to increase GDP (GDP1), and the tendency to manage projects with external sources of funding, or allow projects with foreign capital is a necessity. The strategic challenges faced by the economy in countries that have experience in investment projects have faced several factors internal and external for a period of time and not a few and the pressures and difficulties and failures have affected in one way or another on the development work in that country. On this basis, the stakeholders have a role to pay attention to the issue of the feasibility of the pattern of foreign investment in the investment environment in general, so that industrial or service investment projects can contribute to the economic development of that country. The research aims at shedding light on the differentiation between investment projects of different types. "The researcher assumed that the pattern of long-term green investment is feasible within the investment environment, and brown investment is useless to the weakness of the family through investment years within the same investment environment. The researcher used comparative tools and measures such as net present

value, self-financing ability, rate of return on investment and repayment period of invested capital. The researcher reached a number of conclusions, including that the strengthening of the competitiveness of foreign projects in Iraq depends on laws that legislate and encourage foreign investment for investment. The study showed that the investment pattern in the practical aspect is that the long-term green investment is economically feasible within the Iraqi investment environment, while the brown investment showed the economic inefficiency of the weakness of the family through investment years. The investment pattern also offers wider opportunities to encourage the investor to invest with the various sectors of development Investment.

Kay words: Project investment, Brown patter investment, Green patter investment, Preference bettween project.

اولا : منهجية البحث Research Methodology

مقدمة Introduction

يعد القرار الإستثماري ركيزة لمبادئ ومقومات التأكد من سلامة قرارالإستثمار، وعملية إفساح المجال للاستثمار الأجنبي في مرحلة تدريجية نحو الانتقال من الأقتصاد الريعي نحو الاقتصاد متعدد الموارد برفع مستويات الإنتاج التي تحقق الإكتفاء الذاتي في البلاد، لقد عملت القوانين المشرعة على تشجيع القطاع الخاص الاجنبي للاستثمار من خلال توفير التسهيلات اللازمة لتأسيس المشاريع الاستثمارية وتعزيز القدرة التنافسية للمشاريع المشمولة بأحكام (قانون الاستثمار رقم 13 ، المادة (2) ، الفقرة ثانيا- الاهداف والوسائل) في الاسواق المحلية والاجنبية.

1-1 مشكلة البحث Research Problem

تتلخص مشكلة البحث في صعوبة اتخاذ قرار تحديد نمط المشروع الاستثماري من قبل المستثمرالاجنبي، اذ يحتاج لتحديد عوامل لاختياراحد النمطيين، اما مشاريع "الاستثمارالاخضر" Green field investment (GFI) اومشاريع في مرحله من مراحل البناء والتشغيل و التي تسمى "الاستثمار البني" Brown field investment (BFI).

2-1 هدف البحث Research Goal

يهدف البحث الى اعتماد أدوات ومقاييس المقارنة، قدرة التمويل الذاتي capacity ability financing (CAF)، القيمة الحالية الصافية Value Amount Net (VAN)، معدل ألعائد الداخلي Internal rate return (IRR) ومعدل العائد على الاستثمار، وتسليط الضوء على المفاضلة بين المشروعين الاستثماريين المختلفيين في نمط الاستثمار المسمى كأصطلاح "الاخضر والبني" من خلال اعتماد ادوات ومقاييس المقارنة.

3-1 اهمية البحث Research Importance

للبحث دور في رسم وتنفيذ شكل الاستثمار وللرأس المال الأجنبي من حيث توظيف تلك الأموال في إعادة الدورة الاستثمارية التنموية وإنعاشها، وتكوين أستثمارات ذات دور في توسيع أقتصاد الدولة والامر الذي يؤدي نحو التحول من المشاريع الريعية نحو مشاريع أستثمارية لمختلف القطاعات. ان ما يؤكد اهمية الاستثمار الاجنبي المباشرفيالعراق وصول قيمتة الكلية الى (3,198) مليار دولار عام 2016 بناءا على تقرير منظمة الاونكتاد (http://www.unctad.org).

4-1 فرضية البحث Research Assume

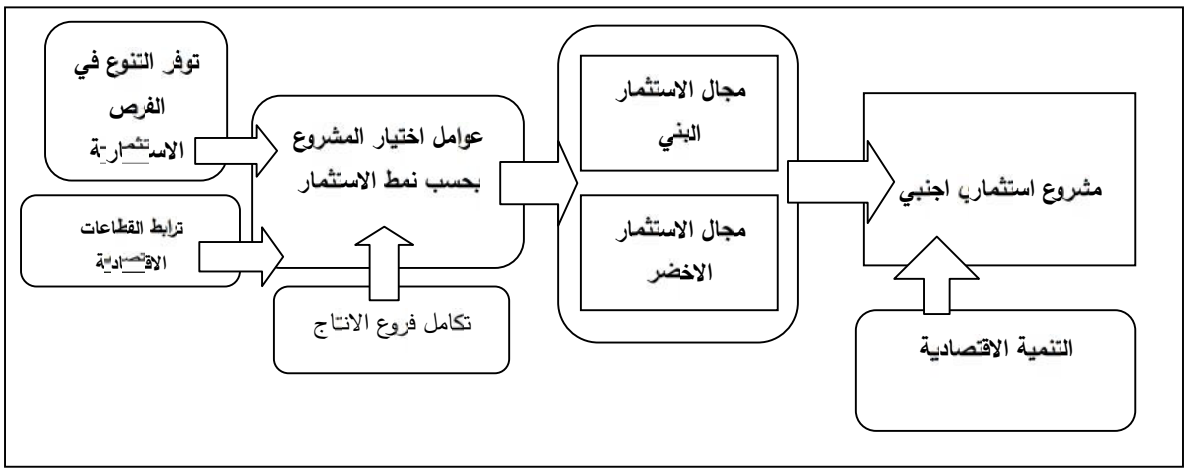
ان نمط الاستثمارالاخضرطويل الامد ذو جدوى ضمن البيئة الاستثمارية، والاستثمار البني عديم الجدوى لضعف العائدية عبر سنوات الاستثمار ضمن نفس البيئة الاستثمارية.

5-1 منهج البحث Research Methodology

أعتمد الباحث على المنهج الوصفي فيما يخص الجانب النظري في حين كانت منهجية الجانب العملي تعتمد على دراسة حالة بين مشروع استثماري بالمجال الاخضر وما يقابله من المجال البني، وحاولنا الاجابة على سؤال البحث من خلال الجانب العملي .أما عن حدود البحث فقد سلط الضوء على إمكانية صاحب القرار(المستثمرالاجنبي) إختيار المشروع الإستثماري الانسب في ضوء الافتراضات من بين فئتين من مجال المشاريع الإستثمارية ألا وهي "مجال الإستثمار الاخضر" و"مجال الإستثمار البني"، والعوامل التي تركز على إختيار و إتخاذ القرار لضمان تحقيق أهداف المشروع الإستثماري وضمان إستمراره مع ما تتوفر من تنوع في الفرص الاستثمارية.

6-1 نموذج البحث Research Sample

بعد الاطلاع على الادبيات، اعتمد الباحث على **(Moheshwari, 2008: 332)** لأعداد انموذج البحث الافتراضي والموضح في (الشكل، 1)، يتكون من عوامل اختيارمشروع استثماري اجنبي بحسب نمط الاستثمار البني او الاخضر.



شكل (1): انموذج البحث
المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على **(Moheshwari, 2008)**.

ثانيا: الجانب النظري Theoretical

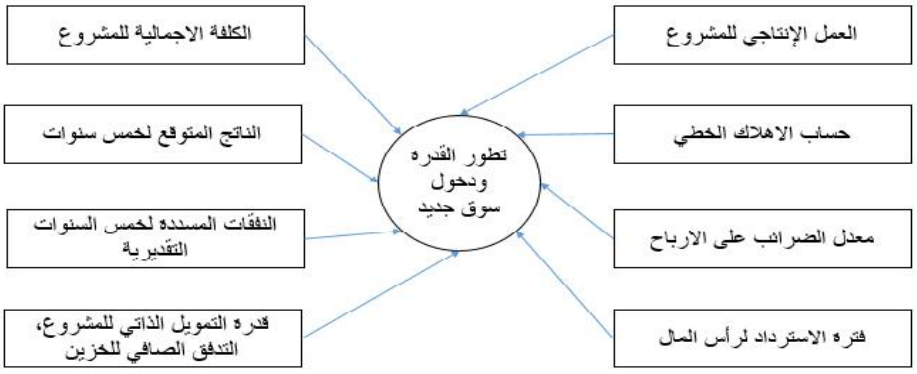
مفهوم المشروع الاستثماري الاجنبي Concept of foreign investment project

يعد الاستثمارالأجنبي تحدي بحاجة لتمعن في رسم افضل السياسات والاستراتيجيات الاقتصادية ذات رؤية مدروسة إنمائية فعالة من الواقع الاقتصادي لاي بلد مع وجود موارد متنوعة، قوة عمل وسوق محلي متنوع، والمشاريع الاستثمارية هي احدى القنوات الأساسية لمعالجة المشاكل الاقتصادية الراهنة من حيث أيجاد فرص العمل وزيادة اجمالي الناتج المحلي وهو أسلوب يقلل من البطالة بشكل او بآخر، ويمكن ان يعرف المشروع الإستثماري الأجنبي على أنه كيان يديره مستثمر أجنبي يدمج عناصر الإنتاج بنظام إنتاج محدود ومعين من خلال مجال المشروع والهدف لتحقيق الربح من خلال تلبية إحتياجات الزبائن في الأسواق خلال فترة تسمى دورة حياة المشروع الإستثماري، وقد عرف العديد من الباحثين الإستثمار كمفهوم فضلا عن الطاقة الإنتاجية أو الى رأس المـــال **(Moosa, 2002: 45)** العمل على رفع كفاءة الطبقة القيادية من خلال البرامج التنموية والتطويرية لبناء فكر وطني قيادي لحمل هدف الولوج في صنع آليات وإجراءات بناءة لبناء الاقتصادي الاجتماعي الحديث، ومن الواجب شمول الاقتصاد بالتشريعات وآاليات المنظمة الساعية نحو تعافي وتنمية الاقتصاد في جوانبه السياسية الاقتصادية والإدارية اذ ان هنالك العديد من العوامل المحددة للاستثمار كسعر الفائدة والكفاية الحدية لرأس المال ودرجة المخاطرة والاستقرار الاقتصادي والسياسي والشفافية والبنية التحتية وغيرها **(Adams, 2008: 13)**.

ان قانون الاستثمار رقم 13 لسنة 2006 المعدل بالقانون رقم 2 لسنة 2010 والقانون رقم 50 لسنة 2015 يعرف المستثمر الاجنبي على انه الحاصل على اجازة الاستثمار لايحمل الجنسية العراقية مسجلا في بلد اجنبي، على انه في المادة سادسا يعرف بانة توظيف راس المال في نشاط او مشروع اقتصادي يعود بمنفعة على الاقتصاد الوطني وفقا لاحكام هذا القانون، ومما سبق يشير الاستثمار البني الى الاستثمار الاجنبي المباشر (الافقي او العمودي) حيث الافقي ينتج سلعا مماثلة لشركة الام، يهدف من الاسواق الخارجية كسر الحواجزالجمركية والكلف المؤثرة على قدرتها التنافسية لذا تجد المستثمر يفضل تكرار جميع مراحل الانتاج في الموقع المستهدف، اما العمودي فيتم الاستفادة في تكاليف عوامل الإنتاج بين البلدان من خلال تنفيذ الانتاج فيها في مختلف مراحل تصميم وانتاج وتسويق المنتجات، اي عندما يقوم المستثمر بشراء اوتأجيرمنشأة الانتاج لبدء نشاط انتاج جديد وتعتبر استراتيجية تستخدم في الاستثمار الاجنبي المباشر.

عوامل اختيار مشروع بحسب نمط الاستثمار Project selection factors by investment pattern

اوضحت الادبيات العلمية ان هنالك العديد من العوامل الأساسية في أخـتيار مشـروع استثماري **(Adams, 2008: 89)** هي القدرة الإنتاجية، دخول الأسواق الحالية والجديدة، تقديرات الكلفة الاجمالية، حجم الطلب من الدراسات السوقية، دورة حياة المنتج او الخدمة، الاهلاكات وغيرها والتي يمكن ان تعتمد في المشاريع الاستثمارية في البيئة الاستثمارية، ويبين (الشكل، 2) اختيار المشروع الاستثماري بحسب نمط الاستثمار (الاخضرو البني).



شكل (2): عوامل اختيار مشروع استثماري بحسب نمط الاستثمار الاخضر والبني
المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على (Adams, 2008: 89).

ان المستثمر الأجنبي عند قيامه بالاستثماريختار المشروع الاستثماري الذي تتوافق خصائصه مع اهداف مؤسسته، وينظر الى أمور أساسية عند المفاضلة بين نمط استثمار المجال (الأخضرأوالبني) مثل تكلفة الأقتناء (كلفة حيازة المشروع الاستثماري، العمر الإنتاجي للمشروع الاستثماري وطرق التسديد وصافي الدخل (المتوقع) (ترمز في المصادر العلمية بالرمز (I_O) دلاله لتكلفة الاقتناء والحيازة) وان المخاطر التي يمكن ان يتعرض لها المشروع الاستثماري تاتي من عدم كفاية الموارد، ارتفاع كلفة الانجاز، التنبؤء في حجم الطلب، سوء التقديرواعداد التخمين، المنافسة السوقية، ويمكن الاعتماد على مقاييس عديدة مثل التدفق النقدي الصافي **(التدفق النقدي الصافي = الأرباح + الإحتياطات + مخصصات الإهتلاكات + مخصصات المؤونات)**، و قدرة التمويل الذاتي **(قدرة التمويل الذاتي = النتيجة الصافية قبل توزيع الأرباح + مخصصات الإهتلاك + مؤونات ذات طابع احتياطي)** والتمويل الذاتي **(قدرة التمويل الذاتي – الأرباح الموزعة)** من اجل معرفة النمط الاستثماري الذي لابد اعتماده في البيئة الاستثمارية.

دراسة الجدوى الاقتصادية لنمط الاستثمار Feasibility Studies

تعد دراسات الجدوى الاقتصاديةعملية معرفة المكاسب المتوقعة وما يرتبط بها من جهد وتكلفة عند تنفيذ المشروع **(Dudin, 2012: 19)** من خلال مجموعة من التحليلات للجوانب المختلفة المرتبطة والمتأثرة بالمشروع المراد أنشائه وهي المرحلة اللاحقة لتشخيص الفرصة الاستثمارية ودراسة الجدوى الاولية Pre-Feasibility Study تبدأ بعد تشخيص فكرة المشروع وتحليله بشكل أولي لأعطاء صورة لصاحب القرار بأن فكرة المشروع تستحق الدراسة بشكل تفصيلي وعدم وجود مايعوق التنفيذ (دليل أعداد دراسات الجدوى الصناعية UNIDO)، وتتجه الدراسة الأولية للجدوى الى توضيح المعلومات عن تحديد مراحل (السوق، الانتاج، التمويل...الخ)، وتقدير حجم الاستثمار المطلوب وتكلفة التشغيل وتقدير الارباح الصافية المتوقعة من المشروع.

ثالثا: الجانب التطبيقي Application side

المقدمة Introduction

ركز البحث في جانبه العملي على عناصر اختيار المشروع الاستثماري من تكلفة حيازة المشروع (I_o) وهي مجموع الكلف التي لابد للمستثمرتحملها،تتضمن كلفة الرسوم والتركيب والشحن وكل ما هو غير قابل للأسترجاع او المبالغ الاجمالية للحيازة مع استبعاد ما هو قابل للاسترداد،ونجد ان المستثمر الاجنبي في نمط الاستثمار GFP وbfp يتحمل دفع وايفاء هذا التكلفة، فالعمر الإنتاجي (n) تمثل المدة التي سيتم الانتفاع من المشروع وهو قابل للاهلاك، وقدرة التمويل الذاتي (CAF) (مجموع الدخل الصافي المستغل بعد استيفاء الضريبة، تحتسب كل سنة من اول سنة للمشروع الاستثماري لغاية

مدة منفعة الاستثمار) وعنصر القيمة المتبقية للمشروع الاستثماري، عناصر لابد من قياسها ليتم اختيار المشروع ضمن البيئة الاستثمارية، سيتم استخدام ادوات التحليل كقدرة التمويل الذاتي، القيمة الحالية الصافية، فترة الاسترداد لراس المال المستثمر و معدل العائد على الاستثمار لنمط الاستثمار (الاخضر والبني).

قدرة التمويل الذاتي Self-financing capacity (CAF)

تقدرقدرة التمويل الذاتي (CAF) بحساب التمويل الذاتي وهي ناتجة عن حصيلة النتيجة الصافية للاستثمار المعني مع مخصصات الاهتلاكات للمشروع الاستثماري **(Gitman, 1990: 837)** ويمكن التركيز على الإيرادات المحصلة وطرح كل من الأعباء المدفوعة والضرائب على أرباح الاستثمار، ويفترض الباحث بعد اعداد دراسة جدوى اقتصادية اولية باعتماد السجلات التاريخيه لشركة كونساي (Consay) للمبالغ التقديرية في اعداد (الجدول، 1 و2)، حيث ان المشروع بنمط الاستثمار الاخضر بتكلفة 1.400.000 د.ع، ويبين (الجدول، 1) المبلغ التقديري لمشروع بنمط الاستثمار الاخضر على مدى خمس سنوات، وحساب مخصصات الاهتلاك او المخصصات الصافية للخزينة (280) الف دينار.

جدول (1): المبلغ التقديري لمشروع بنمط الاستثمارالاخضر

ت	السنوات	1	2	3	4	5	المجموع
1	الناتج المستحصل	528	556	580	592	576	2832
2	الأعباء المسددة	240	248	256	268	276	1288
3	المخصصات للاهتلاكات	224	224	224	224	224	1120
4	مجموع الأعباء	464	472	480	492	500	2408
5	النتيجة قبل الضريبة	64	84	100	100	76	424
6	الضريبة على الأرباح	16	21	25	25	19	106
7	النتيجة الصافية	48	63	75	75	57	318
8	قدرة التمويل الذاتي	272	287	299	299	281	1438

المصدر: اعداد الباحث (المبلغ التقديري بالمليون دينار)

ويبين (الجدول، 2) المبلغ التقديري لمشروع بنمط الاستثمار على مدى خمس سنوات، وحساب مخصصات الاهتلاك او المخصصات الصافية للخزينة (240) الف مليون دينار.

جدول (2): المبلغ التقديري لمشروع بنمط الاستثمارالبني

ت	السنوات	1	2	3	4	5	المجموع
1	الناتج المستحصل	528	520	544	576	544	2664
2	الأعباء المسددة	224	252	256	260	264	1256
3	المخصصات للاهتلاكات	192	192	192	192	192	960
4	مجموع الأعباء	416	444	448	452	456	2216
5	النتيجة قبل الضريبة	64	76	96	124	88	448
6	الضريبة على الأرباح	16	19	24	310	22	112
7	النتيجة الصافية	48	57	72	93	66	336
8	قدرة التمويل الذاتي	240	249	264	285	258	1296

المصدر: اعداد الباحث (المبلغ التقديري مليون دينار)

يمكن احتساب مخصصات الاهتلاك او ما يسمى التدفقات الصافية للخزينة ،الناتج مختلف باتباع احدى الطريقتين اما (280=5/1400) بالالف دينار او (240 = 5/1.200) **بالالف دينار حيث:**

CAF = المخصصات للاهتلاكات+النتيجة الصافية للمشروع (وهنالك طريقة ثانية: = النواتج المحصلة-(الأعباء المسددة+الضريبة على الأرباح)

القيمة الصافية للمشروع = (النتيجة قبل الضريبة على الأرباح)-(الضريبة على ارباح)

قدرة التمويل الذاتي = (النواتج المحصلة-مجموع الأعباء)-(الضريبة على ارباح)

(النواتج المحصلة-(الأعباء المسددة - مخصصات الاهتلاكات))

من (الجدول، 1 و2) يلاحظ ان الاستثمار الأجنبي يمكن ان يكون مصدر خارجي لتمويل نشاطات او المشاريع الاقتصادية والخدمية في اي بيئة استثمارية، والتي يمكن ان تكون بنمط تبني المستثمر الأجنبي لمشروع قائم فيطلق عليه "الاستثمار في المجال الأخضر" او توجه المستثمر الأجنبي نحو المشاريع ضمن مراحل بناء او تشغيل وما يطلق عليها "مجال الاستثمار البني" وجميعها تحويلات او تدفقات مالية تدخل البيئة الاستثمارية تخلو من تحميل البلد كونه الجهة المستفيدة من أعباء المديونية، أي ان التدفقات المالية في المشروع الاستثماري الأجنبي لا يشكل ديناً مثل القروض الخارجية، ولا يقترن بالتزامات سياسية كما هو لمنح المعونات الأجنبية.

وبالرجوع الى مشروع قائم باستثماراجنبي كما في (الجدول، 2) ان الفروقات الناتجة في حساب مخصصات الاهتلاك في اتباع احد الطريقتين السابقتين الذكر لأحتساب (CAF) بطريقة الجمع او الطرح يؤدي الى الحصول على نفس النتيجة، من طريقة الطرح تحسب قيمة CAF كما يلي:

480-224-16 =240

2832-(106+1288) =1438او بطريقة الجمع كما يلي:

192+(64-16)=240

1438.=1120+318

باجراء المقارنة يتضح ان الاستثمار الأجنبي إما يكون طويل الأمد اوقصيراً فيركز على جوانب تختلف الاول عن الثاني ، فاذا كان المستثمر الأجنبي يتوجه نحو ما هو طويل الأمد فالقطاعات الإنتاجية والخدمية تكون ضمن أولوياته في الخيار كبديل. في حين التوجه قصير الأمد يشجع المستثمر الأجنبي على التركيز على الأسواق المالية من حيث الامتلاك للاسهم والسندات للربح . يأتي دور الدولة هنا في توفير ضوابط تكفل حماية الاقتصاد من الهيمنة الخارجية.

وسيتم اجراء الاحتساب بحسبصافي القيمة الحالية Net present value (VAN) تليها بطريقة فترة الاسترداد لرأس المال المستثمر (IRR) وللمشروعين الاخضر والبني.

طريقة القيمة الحالية الصافية (VAN):

هي طريقة تعتمد القيمة الزمنية النقدية وهي الفرق بين القيمة الحالية لـ CAF وبين (I_o) وتحسب وفق المعادلة [1]:

$$\mathbf{VAN = \sum CAF_p\,(1+t)^{-t} + VR\,(1+t)^{n} - I_o} \quad \text{- ---------- - (1-1)}$$

حيث ان:

CAF_p: التدفقات النقدية الصافية المتولدة عن الاستثمار لمدة حياة الاستثمار t

VR: القيمة المتبقية للاستثمار في حالة وجودها

I_o: الكلفة المبدئية للاستثمار

- ويمكن اعتماد المعادلة (1-2) في حالة أن VR=0 وهي حالة عدم وجود قيمة باقية للاستثمار عند نهاية عمر المشروع الاستثماري الإنتاجي:

$$\mathbf{VAN = \sum CAF_p\,(1+t)^{-p} - I_o} \quad \text{- - - - ---------- (1-2)}$$

- أن عملية قبول او رفض اختيار مشروع استثماري اجنبي في تعتمد على قيمة (VAN) المستخرجة فاذا ما كانت موجبة فهو مؤشرعلى قبول المشروع ويرفض في حالة كون قيمة VAN سالبة، ويمكن القول ان قيمة (VAN) للمشروع يزداد مع زيادة التدفق النقدي الداخل، و يقل بأرتفاع معدل الخصم و زيادة التدفق الخارج وعدد السنوات، و يتم اختيار نمط الاستثمار صاحب اكبر قيمة مالية صافية.

[1] www. Investopedia.com

- **المشروع الاول (الاخضر) تحسب القيمة الحالية الصافية كما يلي:**

VAN= $CAF_1(1+i)^{-1}$+ $CAF_2(1+i)^{-2}$+ $CAF_3(1+i)^{-3}$+ $CAF_4(1+i)^{-4}$ + $CAF_5(1+i)^{-5} - l_0$

VAN=(251851.84+246056.24+237355.84+219773.92+191243.87)-112000 =26281.72

- المشروع له مردودية موجبة تساوي 26281.72

- **المشروع الثاني (البني) تحسب القيمة الحالية الصافية كما يلي :**

ليس للمشروع قيمة متبقية أي VR=0 وعليه نستعمل المعادلة :

VAN=) $(CAF^P(1+i)^{-P} - l_0$

VAN= $CAF_1(1+i)^{-1}$+ $CAF_2(1+i)^{-2}$+ $CAF_3(1+i)^{-3}$+ $CAF_4(1+i)^{-4}$ + $CAF_5(1+i)^{-5} - l_0$

VAN=240* 1.08^{-1}+249* 1.08^{-2}+264* 1.08^{-3}+285* 1.08^{-4}+258* 1.08^{-5}-960

VAN=70345.2

- المشروع له مردودية موجبة تساوي 70345.2

طريقة فترة الاسترداد لرأس المال المستثمر (IRR) :

معيار يعتمد على مقدار توفر السيولة ويتمثل في (الزمن) الفترة التي تتساوى عندها جملة التدفقات الصافية المتراكمة المناسبة مع تكلفة الاستثمار وهي المدة التي تسمح للمشروع الاستثماري استرجاع رأس المال المستثمر حيث يتم البحث عن المدة n التي تحقق الشرط VAN=0:

$\Sigma CAF^P(1+i)^{-P} + VR(1+i)^{-n} - l_0$=0

تعتمد الطريقة جمع التدفقات النقدية الصافية المناسبة للدورات ومقارنتها بتكلفة الاستثمار حتى الوصول الى الدورة التي تغطي فيها هذه التدفقات المبلغ الاصلي للاستثمار، وإذا كانت المدة n تقع بين دورتين وتستعمل طريقة الاستكمال الخطي لحساب أجزاء السنة المكملة للدورات الصحيحة.

لتفسير معيار الاسترداد يكون مقبولا مبدئيا إذا كان للمشروع إمكانية إسترداد رأس المال المستثمر خلال المدة القصوى التي يحددها المستثمر الأجنبي في العراق لإسترجاع رأس ماله المستثمر.تحسب فترة الإسترداد لرأس المال المستثمر للمشروع الاول كما في (الجدول، 3) التدفقات المناسبة والمتراكمة للمشروع الثاني :

جدول (3): التدفقات (مليون دينار)المناسبة والمتراكمة للمشروع الثاني

السنوات	التدفقات السنويةCAF	التدفقات المتراكمةΣCAF
1	222222.216=240*$(1.08)^{-1}$	222222.216
2	213477.36=249 *$(1.08)^{-2}$	435699.57
3	209571.712=264 *$(1.08)^{-3}$	645271.22
4	209483.5=285*$(1.08)^{-4}$	854754.79
5	175590.46=258 *$(1.08)^{-5}$	1030345.25

المصدر: اعداد الباحث.

- نلاحظ من خلال النتائج أن مجموع تدفقات السنوات الأربع الأولى (854,754.79) دينار لا تغطي تكلفة الأستثمار. وعليه فإن استرداد رأس المال (التكلفة) كان في السنة الخامسة . وبتطبيق طريقة الاستكمال الخطي نجد:
- الفرق الكلي =1030345.25-854754.79= 175590.4
- الفرق الجزئي= 1200000-854754.79 = 345246.51

فترة الاسترداد = السنة السابقة +(الفرق الجزئي÷ الفرق الكلي)*360

فترة الاسترداد =4+(175590,4÷345246.51)*360

- IRR اي فترة استرداد رأس المال المستثمروهي5 سنوات و9 أشهر.

جدول (4): التدفقات المناسبة والمتراكمة للمشروع الاول

السنوات	التدفقات السنويةCAF	التدفقات المتراكمةΣCAF
1	251851.2=$^{1-}$(1.08)*272	251851.2
2	251851.2=$^{2-}$(1.08)*287	497908.2
3	237355.2=$^{3-}$(1.08)*299	645271.2
4	219773.4=$^{4-}$(1.08)*299	955037.31
5	191243.4=$^{5-}$(1.08)*281	1146280.83

المصدر: اعداد الباحث.

- نلاحظ من خلال النتائج أن مجموع تدفقات السنوات الأربع الأولى (955037.31) لا تغطي تكلفة الأستثمار. وعليه فإن استرداد رأس المال (التكلفة) كان في السنة الخامسة . وبتطبيق طريقة الاستكمال الخطي نجد ان حساب فترة الاسترداد :
- الفرق الكلي = 191243.5=955037.83-1146280.83
- الفرق الجزئي= 955037.83-1400000 =444963.69

فترة الاسترداد = السنة السابقة +(الفرق الجزئي÷ الفرق الكلي)*360

فترة الاسترداد =4+(191243.5÷444963.69)*360

- IRR فترة استرداد رأس المال المستثمر هي 6 سنوات و3 أشهر.

عند إستخدام طريقة القيمة الحالية الصافية فإن المفاضلة بين المشاريع الإستثمارية تتم بإختيار المشروع الإستثماري الذي يحقق أكبر مردودية ممكنة.في حين عند إستخدام طريقة فترة الإستردادفيتم اختيار المشروع الذييسمح بإسترجاع رأس المال المستثمر في أقل مدة ممكنة .بالنسبة للمثال: في حالة استخدام طريقةالقيمة الحالية الصافية (الأول) لأن المردودية أكبر في حالة طريقة فترة إسترداد لرأس المال أختيار المشروع الأول لأنه يسمح بإسترداد رأس المال (تغطية تكلفة المشروع الأستثماري في مدة أقل من مدة المشروع الثاني).

تعد طريقة صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي ومؤشر او دليل الربحية من طرق تقييم المشروع الاستثمار **(Estrin, 2004: 384)** تعتمد طريقة صافي القيمة الحالية Net present value Method القيمة الحالية للتدفقات الداخلة للمشروع الاستثماري في حين طريقة القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجية (تكلفة الاستثمار المبدئية)، يقبل المشروع ذا قيمة صافي قيمة حالية موجبة ويرفض اذا حقق صافي قيمة حالية سالبة، وكلما كانت قيمة صافي القيمة الحالية اعلى يتم اختيار المشروع الاستثماري من بين العديد من المشاريع في حالة قرار الاختيار، التدفقات النقدية الداخلة كالايرادات او وفر التكاليف قد تكون تدفقات منتظمة او ثابتة كل سنة او تدفقات مختلفة من سنة لاخرى.

صافي القيمة الحالية=(القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة)-(القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجية-تكلفة الاستثمار المبدئية)

التدفقات المنتظمة او ثابتة كل سنة تضرب * معامل القيمة الحالية المجمع لعدد سنوات التدفقات بمعدل خصم معين ويكون معامل القيمة الحالية اكبر من (1) صحيح .

تدفقات مختلفة من سنة لاخرى تضرب * معامل القيمة الحالية لكل سنة بمعدل خصم معين ويكون معامل القيمة الحالية اقل من (1) صحيح.

ان قيام المستثمر الاجنبي بقرار استثمار المشروع تحقق صافي وفورات نقدية (مثلا 10000 دينار سنويا لمدة 5 سنوات وعلى فرض ان لاقيمة للماكنة تخريدية بعد نهاية العمر الانتاجي بخمس سنوات) وان سعر الماكنة تلك 3200 دينار ولضريبة مبيعات 4% مع تكلفة 242 دينار للتغليف و تكلفة راس المال هي (12%) ان المشروع الاستثماري الاجنبي سيواجة مسالة قبول او رفض تلك الفرصة الاستثمارية اذ مع فرض معامل القيمة الحالية المجمع للدفعات لمدة (5) سنوات بتكلفة 12% (3.6048) والموضحة في (الجدول، 5).

جدول (5): التكاليف الاستثمارية والتشغيلية وتفاصيل المشروع

التكاليف الاستثمارية 100.000	التكاليف التشغيلية السنوية 25.000	الايرادات السنوية 60.000	عمر المشروع 5 سنوات	معدل ضريبة الدخل 20%	معدل العائد المطلوب اكبر من 12%	فترة الاسترداد اقل من 4 سنوات

المصدر: اعداد الباحث.

التدفق النقدي الخارج (تكلفة الاستثمار)=32000+(32.000*4%)+242 فيكون 33.522.
القيمة الحالية للتدفقات الداخلة 100.000دينار*3.6048=36048(-)القيمة الحالية للتدفقات الخارجة (تكلفة الاستثمار) 33.522 فيكون صافي القيمة الحالية (2526) وهي قيمة موجبة لذا يتم قبول فكرة انشاء المشروع الاستثماري في البيئة العراقية، ان تحقيق صافي وفورات نقدية غير متساوية لخمس سنوات على شكل الاتي 18.000 دينار، 10.000 دينار، 5.000 دينار لمرتين وليس للماكنة قيمة الخردة مع سعر الماكنة 32.000 دينار ولضريبة شراء الماكنة لضريبة مبيعات 4% مع تكلفة 242 وتكلفة راس المال 12% نجد ان تقيم قبول المشروع الاستثماري باستخدام صافي القيمة الحالية لمعامل القيمة الحالية (الجدول، 6) 12% هو:

جدول (6): صافي القيمة الحالية لمعامل القيمة الحالية:

0.893	السنة الاولى	اقل من (1)
0.797	السنة الثانية	اقل من (1)
0.712	السنة الثالثة	اقل من (1)
0.635	السنة الرابعة	اقل من (1)
0.567	السنة الخامسة	اقل من (1)

المصدر: اعداد الباحث.

ان اول ما يلاحظ ان التدفقات النقدية الداخلة للمشروع هي غير منتظمة او متساوية التدفقات النقدية الداخلة للمشروع غير منتظمة او متساوية التدفقات النقدية الخارجة (تكلفة الاستثمار) حيث مع توفر معلومات ثمن الشراء و ضريبة المبيعات والتكلفة نحصل على:
=3.200+(3.00*4%)+242=33.522دينار (الجدول، 7).

جدول (7) التدفقات ومعامل القيمة الحالية.

السنة	التدفقات الداخلة	معامل القيمة الحالية عند 12%	القيمة الحالية للتدفقات الداخلة
الاولى	18000	0.893	16074
الثانية	12000	0.797	9564
الثالثة	10000	0.712	7120
الرابعة	5000	0.635	3175
الخامسة	5000	0.567	2835
القيمة الحالية للتدفقات الداخلة (-) القيمة الحالية للتدفقات الخارجة (تكلفة الاستثمار)			33522-38768
صافي القيمة الحالية بالموجب لذا يقبل المشروع			5246

المصدر: من أعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التطبيق العملي

معدل العائد على الاستثمار Rate of return on investment

ويسمى ايجاد فترة الاسترداد، استخراج المعطيات والتاكد من ان الايرادات والتكاليف التشغيلية (سنوية) ثم حساب صافي الربح قبل الضريبة وصافي الربح بعد الضريبة ثم حساب معدل العائد على الاستثمار وحساب فترة الاسترداد وبعدها يتم تقرير قبول المشروع او رفضة ويمكن توضيح فكرة معدل العائد على الاستثمار كالاتي نفترض ان: صافي الربح قبل الضريبة=الايرادات-التكاليف التشغيلية 60.000-25.000= 35.000، الضريبة= صافي الربح قبل الضريبة*الضريبة 35.000*0.20= 7.000 دينار، صافي الربح بعد الضريبة= صافي الربح قبل الضريبة- الضريبة 35.000-7.000=28.000 دينار، معدل العائد على الاستثمار= صافي الربح بعد الضريبة/ التكاليف الاستثمارية 100.000/28.000= 28%، فترة الاسترداد= التكاليف الاستثمارية/ صافي الربح بعد الضريبة= 3.57 سنة، لذا وعلى فرض الارقام السابقة، نوصي بقبول المشروع لان معدل العائد على الاستثمار اكثر من 12% وفترة الاسترداد اقل من 4 سنوات.

الاستنتاجات Conclusions

ان تعزيز القدرة التنافسية للمشاريع الاجنبية في بيئة استثمارية تعتمد على القوانين المشرعة والمشجعة للقطاع الخاص الاجنبي للاستثمار، كما وضح البحث ان نمط الاستثمار يحقق فرص اوسع نحو تشجيع المستثمر للاستثمار مع شمول مختلف القطاعات للتنمية الاستثمارية، واظهرالبحث باستخدام معايير الاستثمار في جانبه العملي ان نمط الاستثمار الاخضر طويل الامد ذو جدوى، والاستثمار البني اظهر عدم الجدوى لضعف العائدية عبر سنوات الاستثمار في البيئة الاستثمارية الفرضية في البحث للعوائد التقديرية لشركة في البيئة الاستثمارية الفرضية، كما أن نمط الاستثمار يحقق فرص

اوسع نحو تشجيع المستثمر للاستثمار مع شمول مختلف القطاعات للتنمية الاستثمارية، وعليه نوصي بدراسة البيئة الاستثمارية العراقية وفق نمط الاسثمار الملائم لها وضرورة مراجعة القانون العراقي للاستثمار لتشجيع المستثمر الاجنبي وضرورة تضافر الجهود لتوعية المستثمر الاجنبي بتوجهات الدولة.

المصادر REFERENCES

I. David, A. (2008). *Craig Watkins Greenfields*. Brownfields and Housing Development.
II. Dudin, A. Y. (2012). *Project Management*, Al-Yazawardy Publishing.
III. Lawrence, J. G. & Michael, D. J. (1990). *Business & Economics*. Fundamentals of Investing Harper & Row.
IV. Moosa, I. (2002). *Foreign Direct Investment*. EBook ISBN: 978-1-4039-0749-3.
V. Saul, E. & Klaus, E. M. (2004). *Investment Strategies in Emerging Markets*. ISBN: 978 1 84376 781 7.
VI. Yogesh, M. (2008). *Investment Management*. PHI Learning Pvt. Ltd.