

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة سعد دحلب \* البليلة \*

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

تخصص - إدارة الأعمال -

بحث يدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير

حول



تحت إشراف الأستاذ:

عبيرات مقدم

من إعداد الطالب:

محمد كنفوش

2005/2004

## خطة البحث

**الفصل الأول: المفاضلة بين المشروعات وكذا أهمية عملية تقييمها**

**المبحث الأول: أهمية ومراحل أساليب المفاضلة بين المشروعات**

**المطلب الأول: أهمية المفاضلة بين المشروعات**

**المطلب الثاني: مراحل المفاضلة بين المشروعات**

**المطلب الثالث: أساليب المفاضلة بين المشاريع**

**المبحث الثاني: طبيعة وأهمية عملية تقييم المشروعات**

**المطلب الأول: عملية تقييم المشروعات: المفهوم والأهمية**

**المطلب الثاني: أسس وأهداف عملية تقييم المشروعات**

**المطلب الثالث: مراحل عملية تقييم المشروعات**

**الفصل الثاني : أساليب تقييم المشروعات في ظل المخاطرة وعدم التأكد**

**المبحث الأول: الأساليب التي لا تأخذ القيمة الزمنية للنقود لتقييم المشروعات الاستثمارية**

**المطلب الأول: شجرة القرار مفهومها و خطوات رسمها وتحليلها**

**المطلب الثاني: نظرية المباراة تعريفها أهدافها ومقاييسها**

**المطلب الثالث: معيار تحليل الحساسية**

**المبحث الثاني: الأساليب التي تأخذ القيمة الزمنية للنقود لتقييم المشروعات الاستثمارية**

**المطلب الأول: فترة الاسترداد ومعدل العائد المحاسبي**

**المطلب الثاني: معدل العائد الداخلي، دليل الربحية وصافي القيمة الحالية**

**الخاتمة**

## المقدمة:

يعتبر موضوع تقييم المشروعات من المواضيع الاقتصادية الحدية نسبيا مقارنة بالمواضيع الاقتصادية الأخرى، وقد حظي هذا الموضوع باهتمام كبير في البلدان المتقدمة وبخاصة بعد الحرب العالمية الثانية وهذا انطلاقا من اهتمامها بأهمية تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة والنادرة في تلك الفترة.

كما تكمن أهمية موضوع تقييم المشروعات كونه يمثل الوسيلة التي يمكن من خلالها التوصل إلى قرارات استثمارية ناجحة تضمن تحقيق الأهداف المحددة.

كما يمكن أن تكون أداة تساعد في تلافي الهدر والتبذير في الموارد النادرة.

لذا يمكن القول أن أهمية موضوع تقييم المشروعات تعود أساسا إلى ندرة الموارد الاقتصادية وبخاصة رأس المال وإلى التقدم العلمي والتكنولوجي وما يترتب عليه من بدائل وفرص استثمارية وفي كافة المجالات، ذلك التعدد الذي يتطلب ضرورة المفاضلة والاختيار بين الفرص الاستثمارية المتاحة للوصول إلى الفرصة الاستثمارية المناسبة.

ونظرا لكثرة التغيرات المحتملة في العوامل المستخدمة في عملية التقييم كونها عملية تتعامل مع مستقبل مجهول، لذا لابد على القائمين بدراسات الجدوى وتقييم المشروعات من التركيز على المتغيرات الأكثر أهمية التي تساعد على التقليل من درجة المخاطرة وعدم التأكد المرتبطة بالمشروع المقترح. وقد نتج عن هذا الاهتمام أساليب عدة في تقييم المشروعات في ظل عدم التأكد والتي تتناول معالجة العديد من المتغيرات والاحتمالات وأثرها على النتائج المرجوة.

وقد ذهب أغلب الخبراء الاقتصاديون ورجال الأعمال إلى ضرورة أخذ الدول النامية بعين الاعتبار الأسس والمبادئ الأساسية لدراسة الجدوى وتقييم المشاريع الاستثمارية.

وتبعاً لذلك نطرح الإشكال التالي:

ماهي أهم الأساليب والمعايير المتبعة في تقييم المشاريع في ظل عدم التأكد ؟

وما مدى تأثير هذه الأساليب والمعايير على عملية اختيار القرار الاستثماري المناسب ؟

وللإجابة عن الأسئلة المطروحة في الإشكالية، هناك جملة من الفرضيات نقترح على الأهم منها :

تتحدد أساليب ومعايير تقييم المشاريع بالأهداف المرجوة من هذه الأخيرة.

يتوقف صواب القرار الاستثماري على مدى الاعتماد على الأساليب والمعايير العلمية في تقييم

المشاريع الاستثمارية.

أما المنهج المستخدم فهو مزيج بين المنهج الوصفي والتحليلي، حيث يتعلق الجانب الوصفي بتبيان أهم الأساليب التي يمكن إتباعها في تقييم المشروعات وكذا المفاضلة بينها. أما الجانب التحليلي فقد تطرقنا من خلاله إلى تحليل أهم المعايير المستخدمة في تقييم المشروعات وما مدى تحديد هذه المعايير للاحتتمالات الممكنة.

وذلك من خلال فصلين حيث جاء الفصل الأول تحت عنوان: المفاضلة بين المشروعات وكذا أهمية عملية تقييمها

أما الفصل الثاني فكان تحت عنوان: أساليب تقييم المشروعات في ظل المخاطرة وعدم التأكد أما أسباب اختيار الموضوع فهو يدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال. أما أهداف البحث فهي تتمثل أساسا في اكتساب أسلوبا جديدا في صياغة البحث العلمي، إضافة إلى تغذية وتعزيز معرفتنا في هذا المجال.

أما الصعوبات التي واجهتها خلال الإنجاز هي عدم وجود مراجع تتناول التجربة الجزائرية في مجال تقييم المشروعات إلا أنني قد اعتمدت على المراجع المصرية في أغلب الأحيان.

## الفصل الأول: المفاضلة بين المشروعات وكذا أهمية عملية تقييمها

**تمهيد:** نتيجة للثورة العلمية والتقنية التي أصبحت سمة من سمات العصر الحاضر وما أفرزته من معطيات شملت كافة جوانب الحياة وبخاصة مجالات الاستثمار والإنتاج، والتي وفرت العديد من البدائل والفرص الاستثمارية، وعليه فإن المستثمر العقلاني لا يحصر نفسه في أول فرصة استثمارية تتاح له بل عليه أن يضع في اعتباره عدة فرص حتى يتوصل إلى قرار يتيح له اختيار الفرصة المناسبة. أما عملية تقييم المشروعات فتكمن أهميتها في كونها تمثل الوسيلة التي من خلالها يتم التوصل إلى قرارات استثمارية ناجحة تضمن تحقيق الأهداف المحددة مع اقتصاد في التكاليف والوقت معا.

## المبحث الأول: أهمية ومراحل أساليب المفاضلة بين المشروعات

يمكن القول أن عملية المفاضلة بين المشروعات والبدائل التكنولوجية أصبحت من المواضيع الأساسية التي لا بد من أخذها بعين الاعتبار كونها تمثل الوسيلة التي يمكن من خلالها اختيار الفرصة أو البديل المناسب الذي يضمن تحقيق الأهداف المحددة.

### المطلب الأول: أهمية المفاضلة بين المشروعات

يعود فشل العديد من المشروعات ( خاصة في الدول النامية ) على عدم اعتماد تلك المشروعات على الدراسة والتحليل والمفاضلة بينها للوصول إلى البديل أو المشروع الذي يتناسب مع الإمكانيات المادية والبشرية والمالية المتاحة.

وعادة فإن قيام مثل هذه المشروعات الفاشلة في الدول النامية تعني المزيد من التبذير والهدر في الموارد الاقتصادية، والتي تكون هذه البلدان في أمس الحاجة إليها، إضافة على ذلك فإن هذه المشروعات بدلا من أن تكون دعما لحركة ومسار للاقتصاد الوطني فإنها تصبح عبئا عليه. لذا يمكن القول أن عملية المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية، يمكن أن تكون بمثابة وسيلة تساعد في تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة من جهة، كما تساعد على توجيه تلك الموارد إلى استخدام معين دون الآخر من جهة أخرى

كما يمكن أن تعود المفاضلة بين المشروعات والبدائل إلى عاملين هما:

(أ) ندرة الموارد الاقتصادية: تبرز أهمية المفاضلة بين المشروعات إلى ندرة الموارد الاقتصادية اللازمة لإقامة وتشغيل تلك المشروعات خاصة في البلدان النامية .

إذن من خلال المفاضلة يمكن تلافي الهدر والتبذير في تلك الموارد وإستخدامها بشكل عقلاني وسليم وهذا يعني أنه من أجل تجاوز مشكلة ندرة الموارد الاقتصادية فلا بد من اللجوء إلى أسلوب المفاضلة بين المشروعات.

(ب) التقدم التكنولوجي: من العوامل الأخرى التي تتطلب اللجوء إلى أسلوب المفاضلة والاختيار بين

المشروعات هو التغيرات والتطورات التكنولوجية السريعة التي شملت كافة جوانب الحياة ومنها جانبي الاستثمار والإنتاج

ففي مجال الإنتاج أصبحت هناك طرق متعددة لإنتاج معين ولكل طريقة تكاليفها وعوائدها، كما أن الثورة التقنية مكنت من الإحلال بين عناصر الإنتاج.

لذلك يمكن القول أن مشكلة اختيار ومفاضلة وترشيد القرارات الاستثمارية تفرضها ندرة الموارد

الاقتصادية

من جهة وتعدد الأهداف المراد تحقيقها من جهة أخرى.

## المطلب الثاني: مراحل المفاضلة بين المشروعات

- إن الهدف من تجزئة عملية المفاضلة بين المشروعات إلى مراحل متعددة هو تسلسل وتتابع تلك العمليات واعتماد كل منها على نتائج المراحل السابقة لها ومن هذه المراحل ما يلي:
- أ) **مرحلة البحث والإعداد:** تتضمن هذه المرحلة صيغة الأفكار الأولية عن المشروعات المطروحة وأهدافها والإمكانيات المتاحة بهدف المفاضلة بينها، ومن الضروري أن تتجاوز عدد الاقتراحات المطروحة على بساط البحث عدد المشاريع المرغوب تنفيذها.
- كما لا بد في هذه المرحلة من الأخذ بنظر الاعتبار مراعاة العديد من الاعتبارات والعوامل سواء ما كان منها فنياً، مالياً، قانونياً أو عوامل إدارية واقتصادية.
- ب) **مرحلة إعداد المشروعات:** تعتبر هذه المرحلة امتداد للمرحلة السابقة حيث تتضمن دراسة لكافة جوانب المشروع أو المشروعات وصولاً إلى مرحلة وضع الأسس العلمية والعملية لمرحلة التنفيذ، حيث يتم في هذه المرحلة دراسة المسائل والاحتياجات الفنية للمشروعات المقترحة كتحديد الحجم والموقع المناسبين وكذا إمكانية الإحلال في عناصر الإنتاج.
- كما يتم في هذه المرحلة تحديد التكاليف وأنواعها وكذا الإيرادات المتوقعة.
- ج) **مرحلة المفاضلة بين المشروعات:** بعد مرحلة الإعداد التي تتضمن في جوهرها دراسات الجدوى الاقتصادية، تأتي بعد ذلك مرحلة المفاضلة التي يمكن من خلالها اختيار البديل أو المشروع الأفضل الذي يضمن تحقيق الأهداف المحددة.
- د) **أنواع المفاضلة بين المشروعات:** من أجل أن تكون المفاضلة اقتصادية وكأساس يعتمد عليه في الوصول على قرار استثماري سليم، لا بد أن تكون عملية شاملة وعلمية ودقيقة.
- ونظراً لتعدد الأهداف لكل من المشروعات المقترحة من جهة وتعدد الزوايا التي يتضمنها كل مشروع والتي لا بد من أخذها بعين الاعتبار من جهة أخرى هذا مما أدى على تعدد الطرق والأساليب المستخدمة للمفاضلة بين المشروعات.

## المطلب الثالث: أساليب المفاضلة بين المشاريع (1)

توجد هناك عدة أساليب للمفاضلة بين المشروعات وللوصول إلى مفاضلة شاملة ودقيقة لا بد من اعتماد أكثر من أسلوب ومن بعض هذه الأساليب ما يلي:

أ) **الأساليب الاقتصادية:** تختلف أساليب المفاضلة باختلاف الأهداف المرجوة منها فالنسبة للمشاريع العامة يمكن أن تتبع الأساليب التالية:

1) **أهمية المشروع بالنسبة للاقتصاد الوطني:** يمكن التمييز والمفاضلة بين المشروعات وحسب أهميتها للاقتصاد الوطني نذكر:

- دور المشروع في عملية التنمية الاقتصادية: قد تختلف أهمية المشاريع في عملية التنمية الاقتصادية باختلاف أحجامها وأنواعها، فالمشاريع الصناعية تكون عادة أكثر أهمية وتأثيراً، وهذا نظراً لما لهذا القطاع من ارتباطات أمامية وخلفية مع القطاعات الأخرى.

2) **أهمية المشروع بالنسبة للأمن الوطني:** قد يتم تجاوز المعايير الاقتصادية والفنية ويعطى الاهتمام للجانب الأمني وهذا بغض النظر عن تكاليفها، فإقامة بغض الصناعات العسكرية أو إقامة مشاريع زراعية إستراتيجية تدعماً للأمن الغذائي.

بالإضافة لما سبق توجد اهتمامات أخرى مثل:

- أهمية المشروعات في العمالة<sup>(2)</sup> خاصة في الدول التي تشكو من كثافة عالية في نسبة البطالة كالجائر مثلاً.

بالإضافة إلى أهمية المشروع في ميزان المدفوعات فإذا كانت الدولة تشكو من عجز في ميزان المدفوعات فالأفضلية ستؤول إلى المشروعات التي تعتمد على المواد الأولية المحلية.

ب) **الأساليب الفنية:** تكمن أهمية المفاضلة الفنية في تعدد البدائل الفنية التي يمكن مواجهتها في أية مرحلة من

مراحل الإنتاج والاستثمار كنتيجة للثورة العلمية والتقنية التي وفرت للمستثمر مرونة أكبر في إختيار البديل المناسب من بين عدة بدائل مقترحة.

إذن من المشاكل التي يمكن أن تنظمها المفاضلة الفنية بين المشروعات المقترحة هي حجم المشروع المناسب والموقع المناسب، واختيار المستوى المناسب من التكنولوجيا، واختيار القوى العاملة

(1) كاظم جاسم العيسوي د.ج. إ. وتقييم المشروعات ص: 67 دار المناهج الأردن

(2) سمير محمد عبد العزيز د.ج. إ. وتقييم المشروعات الاشعاع للنشر. مصر ص: 283، 1997



ومن مختلف الإختصاصا، وتحديد المواد الخام والمواد الأولية كما ونوعا وكذلك اختيار الموقع الملائم للطاقة مع التركيز على عملية الإحلال في عناصر الإنتاج...

(ج) الأساليب المالية : تعطى أهمية قصوى للأساليب المالية أو المحاسبية حيث يتعلق الأمر باحتساب وتقدير كل من التكاليف والإيرادات والأرباح والعوائد الصافية للأموال المستثمرة التي تعتبر المحدد الأساسي للاستثمار خاصة بالنسبة للمشاريع الخاصة.

ومن اجل أن تكون المفاضلة دقيقة وسليمة حيث تفضي إلى اختيار البديل الأفضل من البدائل المقترحة، فإنه لا يمكن الاعتماد على متغير أو عامل واحد كأساس في المفاضلة بل لابد من أخذ أكثر من عامل واحد، حيث من غير الصحيح اعتماد على الكلفة الإستثمارية مثلا كأساس للمفاضلة بين المشروعات، بل لابد من أخذ العوامل الأخرى.

فمثلا إذا كان هناك بديلان هم ( أ ، ب ) وكانت كلفة أ = 100 وكلفة ب = 150 فمن غير الصحيح القول أن البديل (أ) هو الأفضل لأن كلفته أقل، حيث من الممكن أن يكون البديل (ب) أطول عمرا واقل كلفة تشغيل وصيانة كما أنه ممكن أن يحقق عائدا صافيا أكبر من (أ).

وقد يذهب البعض على المفاضلة استنادا إلى متوسط التكاليف السنوية والذي يستند على عاملين وهما: الكلفة الاستثمارية الأولية والعمر الإنتاجي لكن هذا المعيار يفتقد أيضا إلى عاملين: الدقة والموضوعية وهذا نظرا لاختلاف القيمة الزمنية للنقود ( time ma lue of money )

**معنى القيمة الزمنية للنقود<sup>(1)</sup>**: مما لا شك فيه أن الوحدة النقدية تختلف باختلاف الزمن أو الوقت تتفق فيه حتى لو تم استبعاد التغير في الأسعار ( التضخم).

لذا عند إجراء مقارنة أو مفاضلة سليمة ودقيقة بين مبلغين من النقود يجب أن يتدفقا في نفس اللحظة الزمنية، أما إذا كانا يتدفقا في وقتين مختلفين فلا بد أن نحسب قيمة كل تدفق في وقتها المحدد، فإذا كان الزمن المحدد للتدفق هو السنة الحالية سميت القيمة المحتسبة لكل مبلغ ( القيمة الحالية للمبلغ)

**معنى القيمة الحالية**: يمكن أن نعرف القيمة الحالية لمبلغ ما (بأنها كم يساوي حاليا مبلغا من المال يتدفق أو يتحقق في المستقبل )

وتسمى عملية احتساب القيمة الحالية لمبلغ أو مبالغ تتدفق في المستقبل بعملية الخصم.

إن كل مشروع استثماري يتطلب نفقات استثمارية والتي يطلق عليها عادة بالتدفقات النقدية الخارجية وهذه التدفقات قسما منها يدفع أولا كما هو عليه الحال في التكاليف الاستثمارية الأولية لشراء البديل. وبما أن هذه التدفقات دفعت أولا ( السنة الصفر ) فإنها تعتبر قيمة حالية، أما القسم الآخر الذي يتم دفعة في سنوات لاحقة كما هو عليه الحال في كلف التشغيل والصيانة فلا بد من خصمها بسعر خصم

(1) نفس المرجع السابق ص: 38

معين من أجل تحويلها من قيم جارية إلى قيم حالية من ناحية أخرى فإن المشروع المقترح وبعد تشغيله فإنه لابد أن يحقق عوائد خلال عمره الإنتاجي، والتي يطلق عليها بالتدفقات النقدية الداخلية. وعليه فإن مبدأ القيمة الحالية هو الذي يمكننا من إجراء المفاضلة بين المشروعات والبدائل المقترحة وصولاً إلى تحديد الأفضل.

**المبحث الثاني : طبيعة وأهمية عملية تقييم المشروعات**

سوف نتعرض في هذا المبحث إلى معالجة بعض المسائل الأساسية في مجال تقييم المشروعات سواء ما يتعلق منها بتحديد المفهوم والأهمية والأهداف إضافة على تحديد الأسس والمبادئ التي تقوم عليها عملية التقييم والمراحل التي تمر بها تلك العملية.

### المطلب الأول: عملية تقييم المشروعات: المفهوم والأهمية

(أ) مفهوم عملية تقييم المشروعات<sup>(1)</sup>: يمكن أن نعرف عملية تقييم المشروعات بأنها عبارة عن عملية وضع المعايير اللازمة التي يمكن من خلالها التوصل إلى اختيار البديل المناسب من بين عدة بدائل مقترحة الذي يضمن تحقيق الأهداف المحددة واستنادا إلى أسس علمية. إذن ومن ناحية أخرى يمكن القول أن عملية تقييم المشروعات التي تعتبر جزءا من عملية التخطيط سواء كانت على مستوى المشروع أو على مستوى الاقتصاد الوطني، ماهي إلا مرحلة لاحقة لدراسات الجدوى الاقتصادية والفنية للمشروع ومرحلة سابقة لمرحلة تنفيذ المشروع، تلك المرحلة التي يترتب عليها اتخاذ قرار إما بتنفيذه أو التخلي عنه أو تأجيله إلى فترة أخرى.

(ب) أهمية تقييم المشروعات: تظهر أهمية تقييم المشروعات في تبني قرارات استثمارية تتضمن تنفيذ مشاريع تتطلب بدورها أموالا كبيرة تصل أحيانا إلى الملايين أو المليارات وماتوجه تلك الأموال من مخاطر، وعليه يجب أن يتصف القرار الاستثماري بمستوى معين من العقلانية والرشد والمعرفة، وعليه يجب أن يستند القرار على دراسة علمية تشمل كافة المشرعات المقترحة ومن كافة الزوايا. ومن ناحية أخرى يمكن القول أن أهمية تقييم المشروعات تعود إلى عاملين أساسيين هما :  
- ندرة الموارد الاقتصادية ( خاصة رأس المال )  
- التقدم العلمي والتكنولوجي.

كما أن عملية التقييم تساعد في تجاوز القرارات الفردية والعشوائية التي تقود بالضرورة إلى ظهور مشاريع فاشلة والتي بدلا من أن تكون دافعا لحركة الاقتصاد الوطني فإنها تكون عبئا عليه.

### المطلب الثاني: أسس وأهداف عملية تقييم المشروعات

(أ) أهداف عملية تقييم المشروعات : تعتبر عملية تقييم المشروعات بمثابة وسيلة يمكن أن تساعد في تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة.  
ومن هنا تظهر العلاقة الوثيقة بين هذه الأخيرة وعملية التقييم خاصة في المشروعات التي يكون لها الأثر الواضح في مسار وحركة الاقتصاد الوطني.

(1) مرجع سبق ذكره ص: 94

فإذا أخذنا بعين الاعتبار أن لبعض المشاريع الخاصة أهداف قد تتعارض مع أهداف خطة التنمية الوطنية لذا فعن طريق عملية تقييم المشروعات يمكن تجاوز ذلك التعارض وعليه يمكن القول أن عملية التقييم يمكن أن تساعد على تحقيق الانسجام والتوافق بين أهداف المشرعات وبين أهداف خطة التنمية كما تهدف عملية تقييم المشروعات إلى التخفيف من درجة المخاطرة للأموال المستثمرة وأخيرا يمكن أن تكون بمثابة وسيلة تساعد على ترشيد القرارات الاستثمارية.

(ب) **أسس ومبادئ عملية تقييم المشروعات:** يمكن أن نحصر أهم المبادئ والأسس فيما يلي:

- 1) لا بد أن تقوم عملية تقييم المشروعات على إيجاد نوع من التوافق بين المعايير التي تتضمنها تلك العملية وبين أهداف المشروعات المقترحة وهذا إذا أخذنا بعين الاعتبار أن المعيار الذي يستخدم لقياس هدف معين قد لا يتناسب مع مقياس هدف آخر.
- 2) تضمن عملية تقييم المشروعات مستوى معين من التوافق بين الهدف المحدد للمشروع المقترح وبين الإمكانيات المادية والبشرية والفنية المتاحة لتنفيذه
- 3) تأخذ عملية التقييم بعين الاعتبار العلاقات الترابطية بين المشروع المقرر والمشاريع المعتمدة والتي يمكن أن نعتمد عليه أو يعتمد عليها.
- 4) عملية تقييم المشروعات هي جزء من التخطيط.

### **المطلب الثالث: مراحل عملية تقييم المشروعات**

تمر عملية تقييم المشروعات بعدة مراحل وهي كما يلي:

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

2) مرحلة تبني المشروعات وتتضمن مايلي:

- وضع الأسس والمبادئ الأساسية لعملية التقييم

- دراسات الجدوى الاقتصادية والفنية الأولية

- تقييم دراسات الجدوى

- اختيار المعايير المناسبة لعملية التقييم

3) مرحلة تنفيذ المشروعات

4) مرحلة متابعة تنفيذ المشروعات

وعادة فإن هذه المراحل لا بد أن تكون متتالية.

وعلى هذا الأساس وفي خاتمة هذا الفصل يمكن القول أن عملية تقييم المشروعات تمثل جزءا أو

ركنا أساسيا في مجمل العملية التخطيطية

كما تعتبر عملية تقييم المشروعات من أدق المراحل حيث يتم فيها ترجمة الأهداف إلى واقع

ملموس

وعليه نقول أن الهدف الأساسي من عملية تقييم المشروعات هو الوصول إلى قرار استثماري سليم.

**خاتمة الفصل الأول**

تختلف المشاريع الاستثمارية، و تصنف ضمن عدة قنوات، فهي تنقسم إلى استثمارات من حيث مدتها ( أي العمر الاستثماري لها )، و من حيث التدفقات النقدية الواردة عنها ( شكل الاستثمار)، و أيضا من حيث الغرض المستهدف من هذه المشاريع الاستثمارية.

و عملية المفاضلة بين المقترحات الاستثمارية تتطلب دراسات وافية، اقتصادية كانت أم مالية. فمن أجل نجاح أي مشروع لابد من الأخذ بعين الاعتبار ما ستلزمه من موارد و درجة توفرها، إضافة إلى أهمية هذا المشروع في محيطه الاقتصادي، سواء من ناحية المداخل التي يحققها، أو من ناحية أكثر اجتماعية منها اقتصادية وهي مسألة التشغيل.

و قد اتضحت من خلال هذا الفصل مختلف الأسس و المراحل لإجراء هذه المفاضلة، و أهمية كل من هذه الأسس لنجاح المشروع، و استمراره، ثم تطرقنا إلى دراسة أهم المعايير التي يقوم عليها التقييم قبل الشروع في الإستثمار، حيث تقسم هي الأخرى إلى صنفين ، فالصنف الأول يعتمد معايير في ظروف مضمونة و تؤكد

تام، أما الصنف الثاني، فهو يأخذ بعين الاعتبار ظروف عدم التأكد و المخاطرة الناجمة عنها. ثم تأتي عملية المتابعة الدورية من أجل تقييم المداخل المحققة، و مدى ملاءة المشروع ، و مكانته الاقتصادية الحالية و المستقبلية.

## الفصل الثاني : أساليب تقييم المشروعات في ظل المخاطرة وعدم التأكد

**تمهد:** من اجل تجاوز المخاطر التي يمكن أن تواجه العملية الاستثمارية وإيجاد مستوى من الأمان للأموال المستثمرة وعليه فلا بد أن تستند عملية المفاضلة بين المشروعات المقترحة على معايير علمية دقيقة.

ونظرا لأن لكل مشروع مقترحا هدفا أو أهدافا متعددة ومن جهة، وأن المعيار الذي يستخدم لقياس هدفا معيناً قد لا يتناسب مع هدف آخر من جهة أخرى  
وعليه يمكن القول أن المعايير التي تستخدم لتقييم المشروعات العامة قد لا تكون مناسبة لتقييم المشروعات الخاصة،

نظرا لاختلاف الأهداف بين المشروعات العامة والخاصة.

حيث أنه عند تقييم المشروعات وفقا لمعايير الربحية التجارية يؤخذ بعين الاعتبار الأهداف التي تساعد على تعظيم الأرباح، كما يركز صاحب المشروع على عناصر التكاليف والإيرادات المباشرة مع قياس الآثار المباشرة للمشروع المقترح.

أما عند تقييم المشاريع وفقا للربحية الاجتماعية فإننا نركز على قياس الأهداف التي تتعلق بالمنافع العامة ك:

- نمو الدخل القومي وتوزيعه

- الاستخدام

- ميزان المدفوعات... البيئة... الخ.

إلا أننا في هذا الفصل من هذا البحث سنتطرق إلى بعض الأساليب المقترحة لمعالجة >> مشكلة عدم التأكد والمخاطرة << بالنسبة للمتغيرات المتدخلة في اتخاذ القرار.

وهذا من خلال المبحث الأول والذي نتطرق فيه إلى الأساليب التي لا تأخذ القيمة الزمنية للنقود لتقييم المشروعات الاستثمارية ومن خلال المبحث الثاني والذي نتطرق فيه إلى الأساليب التي تأخذ القيمة الزمنية للنقود لتقييم المشروعات الاستثمارية.

**المبحث الأول: الأساليب التي لا تأخذ القيمة الزمنية للنقود لتقييم المشروعات الاستثمارية**

نظرا لكثرة التغيرات المحتملة في العوامل المستخدمة في عملية التقييم كونها عملية تتعامل مع مستقبل مجهول، ولتجاوز المخاطر المحتملة سنتطرق في هذا المبحث إلى تحليل أسلوب شجرة القرار، نظرية المباراة، معيار تحليل الحساسية.

### المطلب الأول: شجرة القرار مفهومها و خطوات رسمها وتحليلها<sup>(1)</sup>

يمكن القول أن شجرة القرارات ماهي إلا عبارة عن تمثيل ورسم لعملية اتخاذ القرارات والاحتمالات المختلفة.

وغالبا ما تستخدم هذه الطريقة عند الحاجة إلى اتخاذ قرارات بشأن معالجة بعض المشاكل المعقدة والكبيرة الحجم أو المتعددة المراحل أو التي تواجه عدة احتمالات.

إن الهدف من اعتماد أسلوب شجرة القرارات هو معالجة الاحتمالات الممكنة التي يمكن أن تواجه اتخاذ القرارات وتحديد اثر تلك الاحتمالات على القرار نفسه.

ويطلق على هذا الأسلوب من التحليل في اتخاذ القرارات بشجرة القرارات نظرا لأنها تمثيل لتتابع الأحداث والاحتمالات والمراحل والخطوات في صورة فروع شجرة.

ويعتبر نموذج شجرة القرارات من أفضل الأدوات التحليلية لاتخاذ القرارات في ظل حالات عدم التأكد والمخاطرة.

حيث توضح شجرة القرارات لمتخذي القرار كافة العوامل المتعلقة باتخاذ القرار كما أنها توضح مختلف البدائل والعائد المتوقع لكل بديل في ظل كل حدث من الأحداث المتوقع حدوثها.

#### • خطوات رسم شجرة القرار

هناك بعض الخطوات والتي لا بد من إتباعها عند رسم شجرة القرارات وهذه الخطوات تبدأ عادة من اليمين إلى اليسار والتي يمكن اختصارها فيما يلي:

- 1) تحديد أو تعريف المشكلة ووضع نقطة القرار
- 2) تحديد البدائل وربطها بنقطة القرار
- 3) وصل كل من البدائل بحالات الطبيعة المتعلقة بها
- 4) تحديد احتمالات حدوث حالات الطبيعة المتعلقة بها
- 5) تحديد احتمالات حدوث الطبيعة
- 6) تحديد نتائج البدائل تحت حالات الطبيعة المختلفة.

#### • تحليل شجرة القرارات

(1) مرجع سبق ذكره ص : 187



يتم تحليل شجرة القرارات من اليسار إلى اليمين وتتخلص عملية التحليل بالخطوات التالية:

(أ) إيجاد القيمة المتوقعة ( سواء للعوائد أو للتكاليف ) لكل بديل من خلال ضرب القيم المعطاة لكل بديل في احتمالات حدوث الظاهرة المتوقعة ثم جمع نتائج الضرب ووضع النتيجة ( القيمة المتوقعة ) داخل ما يسمى بنقاط الاتصال على الشجرة

(ب) المقارنة بين المتوقعة ( داخل نقاط الاتصال ) واختيار أفضلها ( أقلها تكلفة أو أكبرها عائد ) ووضع النتيجة داخل نقطة القرار .

وفي ما يلي توضيح كيفية استخدام شجرة القرارات في اتخاذ القرارات والمفاضلة بين البدائل.

### مثال:

إذا توفرت لديك مصفوفة القرارات التالية والتي تمثل العوائد المحققة من الاستثمار في المجالات الثلاث التالية ( السندات، الأسهم، الودائع )

وتحت ثلاث من حالات الطبيعة ( ثلاث ظروف إقتصادية مختلفة ) وقد تضمنت المصفوفة المعلومات التالية: ( الدول الموالي )

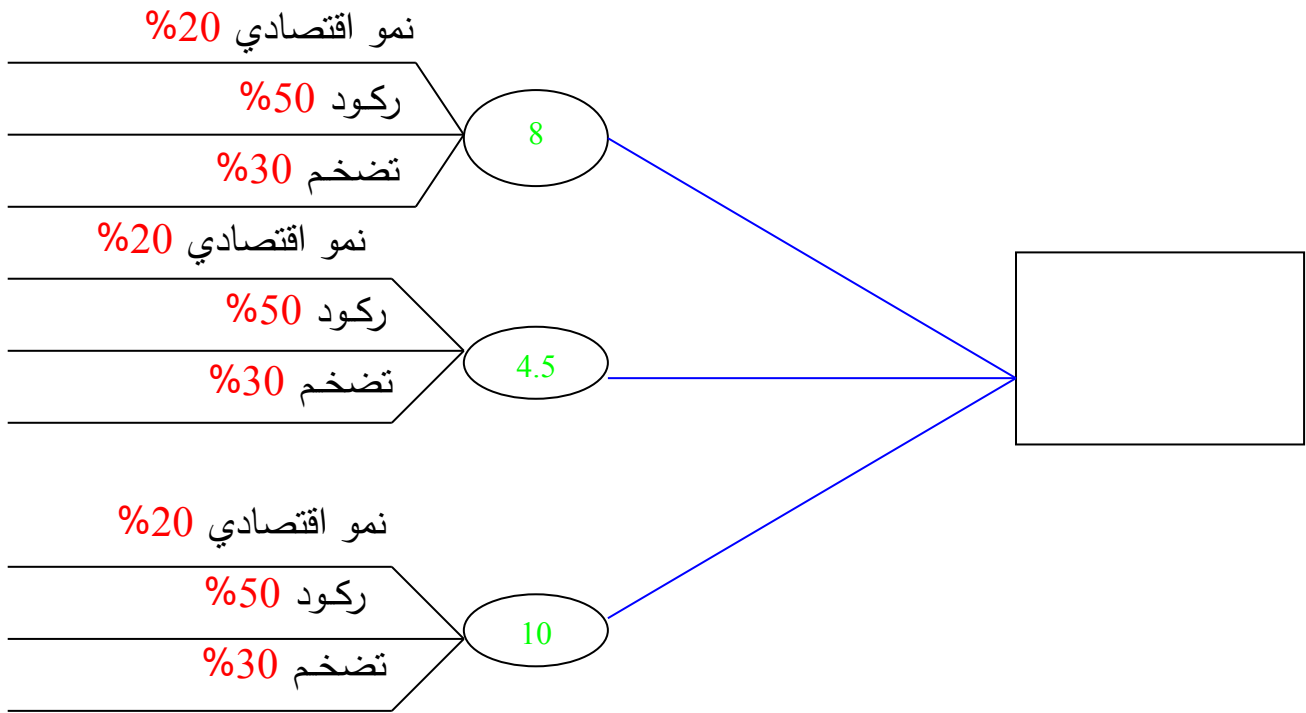
### المطلوب:

الاحتمالات	20%	50%	30%
الحالات الطبيعية	نمو اقتصادي	ركود اقتصادي	تضخم
السندات	14	8	4
الأسهم	16	5	4-
الودائع	10	10	10

حدد البدائل أو الفرصة الاستثمارية الأفضل باستخدام أسلوب شجرة القرارات.

### الحل:

# 1) رسم شجرة القرارات:



2) يتم تمثيل المعلومات المعطاة على شجرة القرارات

3) يتم تحليل المعلومات المعطاة في مصفوفة القرار بالشكل التالي:

$$- \text{القيم المتوقعة لعائد السندات} = (0.20 \times 14) + (0.50 \times 8) + (0.3 \times 4) = 8$$

$$- \text{القيمة المتوقعة لعائد السهم} = (0.20 \times 16) + (0.5 \times 5) + (0.3 \times -4) = 4.5$$

$$- \text{القيمة المتوقعة لعائد الودائع} = (0.2 \times 10) + (0.5 \times 10) + (0.3 \times 10) = 10$$

وبمقارنة النتائج التي تم الحصول عليها والمتمثلة بنقاط الاتصال على شجرة القرارات ثم تحديد البديل أو الفرصة الإستثمارية الأفضل.

وبما أن المصفوفة المعطاة تمثل مصفوفة عوائد فإن البديل الأفضل من الفرص الاستثمارية المتاحة يمثل الاستثمار في الودائع لأنها يتحقق فيها أكبر عائد مقارنة بالبدايل الأخرى.

**المطلب الثاني: نظرية المباراة تعريفها أهدافها ومقاييسها**

تعتبر نظرة المباراة من أهم معايير التقييم في ظل المخاطرة ولذا سنحاول شرحها في هذا المطلب بصورة دقيقة وذلك عن طريق إعطاء مفاهيم وأهداف هذه النظرية بالإضافة إلى المقاييس التي تحسب على أساسها.

#### (أ) تعريف نظرية المباراة<sup>(1)</sup>:

تُعد نظرية المباراة من الوسائل التي يمكن بواسطتها تحليل القرارات التي تُتخذ في موقف تنافسي، حيث نجد أن هناك تساويًا في كل من الخسارة والمكاسب للطرفين المشتركين في المباراة فما يكسبه طرف سيخسره الطرف الآخر.

والواقع أن نظرية المباراة تعد ذات نفع في فهم الصراع الناشئ من عملية المساومة.

#### (ب) أهداف نظرية المباراة

يمكن تلخيص أهداف هذه النظرية فيما يلي:

• التعرف على آليات السوق المختلفة، وأهمية توافقها مع المشروع على سبيل المثال التسعير وعلاقته بالإعلان، نوعية المنتج، موقف المؤسسات المنافسة، تغير أذواق المستهلكين الحالة الاقتصادية السائدة ومدى تأثيرها على اتخاذ القرارات.

• تُعتبر أسلوبًا للتحليل واختيار المعلومات لإعداد واتخاذ القرارات

• تقرير السياسات المختلفة للمؤسسات، اتخاذ الخطوات اللازمة لتنفيذها

• سرعة الملائمة بين المتغيرات التي قد تحدث خلال عمل خطة المقارنة لمعدلات الأداء

#### (ج) مقاييس نظرية المباراة<sup>(2)</sup>: يمكن تحديدها في المعايير التالية:

(1) معيار لابلاس: يُمكن هذا المعيار من تحديد المشروعات التي تعظم التوقع الرياضي للأرباح، ويوضع هذا المعيار كأساس للفرص المتساوية للحالات المرتقبة.

وطبقًا لهذا المعيار تتم المفاضلة بين السياسات الإستثمارية باختيار البديل الذي يحقق في المتوسط أقصى مكاسب نقدية مُتوقعة وهو من الشكل:

$$X = \frac{\sum XI}{N}$$

حيث:  $\sum XI$  الأحداث المتوقعة

N عدد الحالات المحتملة

(1) خ. صبرينة، ق، فاطمة، مذكرة تخرج ليسانس: التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية ص 77 البلدة 2004

(2) المرجع السابق ص 87

حيث يفرض هذا المعيار ضمناً متخذي القرار إلى التفاؤل الشديد مما يجعله يتجاهل كلياً عنصر المخاطرة، وعدم الأخذ بعين الاعتبار إمكانية تحقيق خسائر أو عدم تحقيق أرباح، وهذا ما يقلل من فعالية هذا المعيار.

(2) معيار وولد: إن نظرة هذا المقياس تشاؤمية، حيث يمكن هذا المعيار من تحديد المشاريع التي تعظم أدنى الربح ممكن

(3) معيار ليونيد ( هيرويكز ) إن نظرة هذا المعيار تفاؤلية عكس المعيار السابق، حيث يعتقد (هيريكز ) أنه من غير المنطقي إهمال أو تجاهل النتائج المرتفعة أمام تلك المنخفضة لذا فهو يجمع في معياره بين أسوأ وأفضل النتائج

وذلك باستخدام ما يسمى بمعامل المرجح حيث يتم اختيار البديل الذي يحقق أقصى متوسط مرجح. وقد عير ( هيرويكز ) عن فكرته في العبارة التالية:

$$H = (1 - A) C + A . F$$

حيث:

C: تعبر عن أسوأ النتائج وأقلها.

F : تعبر عن أفضل النتائج وأقصاها

A: تعبر عن المعامل حيث تكون محصورة بين الواحد والصفير، إذ نجدها تعكس درجة التفاؤل

لمتخذي القرار.

• فإذا كان متخذ القرار غير متفائل على الإطلاع فإن الرقم المعبر عن ذلك هو (0)

• أما إذا كان متخذ القرار متفائل على الإطلاع فإن الرقم المعبر عن ذلك هو (1)

• أما إذا كان مثلاً: الرقم 0.7 يعبر عن التفاؤل فإن نسبة التشاؤم هي  $0.1 - 0.7 = 0.3$

### المطلب الثالث: معيار تحليل الحساسية<sup>(1)</sup>

يقصد بتحليل الحساسية، تحديد الكيفية التي يتأثر بها قرار الاستثمار نتيجة التغيرات التي يمكن أن

تحدث في قيم محدداته ( أي رقم المبيعات سعر البيع، العمر الإنتاجي للمشروع... الخ )

بمعنى آخر "تحليل الحساسية تقيس أثر التغير في مخرجات و مدخلات صافي العائد النقدي المتوقع

على صافي القيمة الحالية أو ما يسمى بمعدل العائد الداخلي

(1) سعودي بالقاسم: اختيار المشاريع الاستثمارية في ظل المخاطرة، ماجستير فرع التنمية والتخطيط جامعة الجزائر 2002 ص: 78

وعلى هذا الأساس فإن استخدام أسلوب تحليل الحساسية في مواجهة المخاطرة وعدم التأكد، تُلزم وضع تقديرات مختلفة مختلفة للنتائج المترتبة عن الفرص الاستثمارية وذلك في ظل ظروف اقتصادية متباينة (تفاوتية، تشاؤمية أكثر حدوثاً وفقاً لقيم احتمالية معينة) وبعد هذه التقديرات يتم حساب صافي القيمة الحالية لكل فرصة استثمارية في ظل الظروف الاقتصادية السائدة، كما يمكن تطوير أسلوب تحليل الحساسية بوضع قيمة إجمالية لصافي العائد المتوقع في كل الظروف السابقة، ويترتب عن ذلك حساب القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية لكل فرصة استثمارية، ثم يتم مقارنة النتائج على أساس القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية لكل فرصة.

ولعل أن أهمية تحليل الحساسية ترجع "لكون أن المشروعات تخضع لا محالة لحالة من عدم التأكد أو اللابتيقن حول ما يمكن أن يحدث في المستقبل، ذلك لأن الأسباب الكامنة وراء حالات عدم التأكد متعددة" وبناء على المعلومات السابقة يكون من المهم إخضاع المشروعات الاستثمارية لأسلوب تحليل الحساسية خاصة أثناء تنفيذ المروع وتشغيله، كما تجدر الإشارة إلى أنه لا يشترط في أسلوب تحليل الحساسية تحليل لكل المتغيرات (أو المحددات) المؤثرة على عملية قرار الاستثمار، بل يمكن الاقتصار على المتغيرات الرئيسية التي يفترض حدوثها والتي يمكن حصرها في النقاط التالية:

- أ. انخفاض التدفقات الداخلة (المنافع) الفعلية عن تلك المقدرة أو المتوقعة كنتيجة إما لانخفاض المخرجات أو لانخفاض في أسعارها أو لانخفاض قيمتها معاً.
- ب. تجاوز التدفقات الخارجية (التكاليف) الفعلية عن المقدرة أو المتوقعة كنتيجة إما لزيادة في كميات المدخلات أو لزيادة في أسعارها أو لزيادة قيمتها معاً.
- ج. التأخير في تنفيذ المروع، كأن يكون من الأفضل تأجيل قيام المشروع لمدة سنة أو أكثر وذلك حتى يتم الحصول على قيمة حالية موجبة.
- د. قصر عمر المشروع

#### • إيجابيات أسلوب تحليل الحساسية<sup>(1)</sup>:

لهذا الأسلوب عدة إيجابيات ولعل من أهمها:

- أ. التركيز على المتغيرات الفعالة في عملية اتخاذ القرار المناسب والملائم لعملية الاختيار.
- ب. يسمح بتوفير قدر من المعلومات والبيانات المتعلقة بالمتغيرات الرئيسية ومدى مساهمة كل منها في درجة المخاطرة.
- ت. المساهمة في تصنيف المتغيرات المستقبلية إلى متغيرات لها تأثير إيجابي وأخرى لها تأثير سلبي بالنسبة للتدفقات النقدية الداخلة.

(1) نفس المرجع السابق ص: 79

## المبحث الثاني: الأساليب التي تأخذ القيمة الزمنية للنقود لتقييم المشروعات الاستثمارية

إن عملية تقييم المشروعات في ظل المخاطرة، وفقا لمختلف الأساليب التي تأخذ بالقيمة الزمنية للنقود، والتي لا تأخذ بالقيمة الزمنية للنقود. قد نالت اهتمام العديد من الباحثين على المستوى النظري والتطبيقي وبغرض ترتيبها قسم هذا المبحث إلى مطلبين:

### المطلب الأول: فترة الاسترداد ومعدل العائد المحاسبي<sup>(1)</sup>

يعتمد نجاح تطبيق أساليب تقييم الربحية التجارية للمشروعات الاستثمارية على صحة وسلامة المتغيرات المرافقة لكل أسلوب، مما يؤدي إلى سهولة ترتيب البدائل المقترحة والمفاضلة فيما بينهما من حيث الربحية، وقيس العوائد المنتظرة منها بعد مقارنتها بالتكاليف الاستثمارية كما يجب مقارنة العائد المتوقع المنتظر ( وهو ما يعرف بتكلفة رأس المال) ومن بين هذه الأساليب نذكر:

أ) **فترة الاسترداد:** تستخدم لتقييم البدائل واختيار البديل المحقق لعائد أكبر على الاستثمار، كما يتم تطبيقها في المشروعات ذات المنافسة العالية، والتي تعاني من عجز في سيولتها، وان عملية حسابها يعتمد على متغيرين هما الاستثمار المبدئي، ومتوسط صافي التدفقات النقدية السنوية، يكون هذا الأسلوب ذو دلالة عند ما تكون فترة استرداد الأموال المستثمرة قصيرة وهي طريقة أكثر تفضيلا في تقييم نتائج الفرص الاستثمارية في ظروف المخاطرة.

أ) **معدل العائد المحاسبي:** يستخدم لتقييم البدائل واختيار البديل المحقق لعائد أكبر ويعتمد في طريقة حسابه على الاستثمار المبدئي بالإضافة إلى متوسط صافي التدفقات السنوية، ولمعرفة جدوى وربحية المروع الاستثماري وفقا لهذا الأسلوب فلا بد من مقارنة العائد منه بعائد الفرصة البديلة سواء كان متوسط أسعار الفائدة في السوق أو متوسط التكلفة المرجحة للأموال.

### المطلب الثاني: معدل العائد الداخلي، دليل الربحية وصافي القيمة الحالية<sup>(2)</sup>

أ) **معدل العائد الداخلي:** يستعمل للتعبير عن القوة الإرادية للمشروع الاستثماري ويعكس مدى المخاطرة التي يتعرض لها المشروع من خلال الفرق بين العائد الداخلي وتكلفة رأس المال، أما طريقة حسابه فتتطلب بذل جهد كبير خاصة في حالة عدم تساوي التدفقات النقدية السنوية.

(1) نفس المرجع السابق ص: 81  
(2) " " " 82

ب) دليل الربحية ( معدل العائد/ التكلفة ) وهو مؤشر لقياس الكفاءة الإنتاجية والاقتصادية ويستخدم عند ما تكون الموارد الاستثمارية، وهو أحد الأساليب التي يمكن للمستثمر الخاص أن يستند إليها في تقييم وترتيب نتائج الفرص الاستثمارية التي يعتمد عليها القيمة الحالية.

ج) صافي القيمة الحالية: هو أسلوب يعالج أهم سلبيات فترة الاسترداد وأسلوب معدل العائد المتوسط على رأس المال المستمر، حيث يأخذ هذا الأسلوب التغير في قيمة النقود الزمنية في الاعتبار وبالتالي عمر المشروع ككل.

وبناء على المعلومات السابقة والمتعلقة بأساليب تقييم المشروعات والتي تأخذ القيمة الزمنية للنقود كلها تكون متنافسة مع بعضها البعض بالضرورة أو بديلة ولكن يمكن أن تكون مكملة لبعضها البعض.

## خاتمة الفصل الأول:

إن المخاطر التي تواجهه سواء بكل مباشر أو غير مباشر المشروعات الاستثمارية، لا يمكن التنبؤ بها بصورة نهائية، كما لا يمكن تجنبها كلية، ومن خلال ذلك ظهرت أهمية اللجوء لعملية التحديد والأساليب المختلفة لقياسها من أجل معرفة أثارها على محددات قرار الاستثمار، بحيث تم التطرق في هذا الفصل لبعض الأساليب التي تعالج المتغيرات الأساسية المتعلقة باتخاذ القرارات الاستثمارية لقبول المشروع أو رفضه.



## الخاتمة:

إن موضوع دراسة واختيار المشاريع الاستثمارية يمثل احد المحاور المهمة التي نالت اهتماما كبيرا في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، من أجل رفع معدلات تنميتها الاقتصادية وتحقيق استقرارها الاقتصادي خاصة في ظل الظروف الراهنة.

ومن أجل تحقيق هذه الأهداف عرضنا في بحثنا هذا بعض الأساليب الكفيلة برفع الكفاءة الاقتصادية والاستخدام الأمثل لترشيد الموارد وزيادة طاقتها الإنتاجية.

وعلى هذا الأساس نرى من الضروري اللجوء لإجراء مختلف الدراسات المتعلقة بجدوى المشروعات الاستثمارية بغرض تشكيل رؤية متكاملة وموضوعية عن الفكرة أو المشروع الاستثماري في المراحل الأولى وقبل البدء في عملية التنفيذ أو التشغيل.

وتزداد أهمية تقييم المشروعات بزيادة درجة المخاطر وعدم التأكد خاصة في ظل المتغيرات السريعة والمتلاحقة، كما تساعد هذه الدراسات متخذ القرار على قبول أو رفض المشروع.

ومن خلال هذا البحث حاولت معالجة المخاطر المحيطة بالمشاريع الإستثمارية والتي يمكن التنبؤ بها كلية، كما لايمكن تجنبها، وعليه يكون من الضروري ضبط الأدوات التي يمكن استخدامها لتحديد كيفية التعامل معها وتقليل آثارها إلى أقل درجة ممكنة.

وقد استندت على ذلك بمجموعة من الأساليب التي تأخذ بالقيمة الزمنية للنقود والتي لا تأخذ بذلك. إذن من الضروري على كل مستثمر معرفة الأسس العلمية التي يبني عليها المشروع الاستثماري الذي يرغب في توظيف أمواله فيه، بغرض تجنب الوقوع في المخاطر خاصة في بداية العمر الإنتاجي للمشروع، مع مراعاة الأساليب والوسائل المستعملة عند اقامة المشروع.

☆ وفي الأخير أسأل الله أن يتقبل مني هذا العمل خالصا لوجهه وحده لا شريك له ~ ☆

## المراجع:

### ~ الكتب:

- كاضم جاسم العيساوي: إدارة وتقييم المشروعات: دار المناهج الأردن
- إسماعيل أكسيد: نظم المعلومات لاتخاذ القرارات الإدارية
- قاسم ناجي حمدي: دراسات الجدوى وتقييم المشروعات: دار المناهج عمان
- كاضم جاسم العيساوي: دراسات الجدوى وتقييم المشروعات: دار المناهج الأردن
- سمير محمد عبد العزيز: دراسات الجدوى الاقتصادية و تقييم المشروعات، مكتبة

الإشعاع للطباعة و النشر، 1997

### ~ المذكرات:

- اختيار المشاريع الاستثمارية في ظل المخاطرة، ماجستير فرع التنمية والتخطيط

جامعة الجزائر 2002

- مذكرة تخرج شهادة الليسانس مالية: التقييم المالي للاستثمارات - خ. صبرينة - ق.

فاطمة