



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله

معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



قسم العلوم المالية والمحاسبة

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الشعبة: علوم مالية ومحاسبة

التخصص: محاسبة ومالية

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر بعنوان:

مساهمة تكلفة رأس المال في اتخاذ القرارات الاستثمارية في المؤسسة
الاقتصادية صيدال خلال الفترة (2022_2018)

المشرف	اعداد الطلبة	
بوركوو عبد المالك	1	بن قاسو إيهاب
	2	بلغيو أيمن

لجنة المناقشة:

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ(ة)
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	بيلي حسني
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	بوركوو عبد المالك
ممتحنا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	مجنوب علاء الدين

السنة الجامعية: 2025/2024

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

{... يَرْفَعِ اللَّهُ الَّذِينَ ءَامَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ
أُوتُوا الْعِلْمَ دَرَجَاتٍ وَاللَّهُ بِمَا تَعْمَلُونَ خَبِيرٌ }

(سورة المجادلة, الآية 11)

الاهداء

قال تعالى " :وقل اعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنون"

الى من كان نور دربي ومصدر قوتي، إلى من علّمني معنى الكفاح والصبر، إلى والدي العزيز الذي رحل عن هذه الدنيا، لكنه لم يغب عن وجداني يوماً، ما زلت أستمد من ذكراك القوة، ومن دعواتك التي سبقتني الأمان، فطيفك يرافقني في كل إنجاز، وروحك تسكن تفاصيل هذا العمل.

وإلى أُمي الحبيبة، نبع الحنان الذي لا ينضب، يا من كنت لي الأم والأب، الحاضنة لكل ضعفي، والمشجعة لكل حلم، شكرًا لعطفك، لصبرك، ولسهرك معي في لحظات الضعف والتعب، هذا العمل ثمرة من ثمار دعواتك الصادقة.

إلى إخوتي الأعزاء، من شاركوني المسيرة بكل ما فيها من حلو ومر، أنتم رفاق الطريق، وقطعة من قلبي، أشكر دعمكم ووجودكم الدائم، الذي كان عزائي في لحظات الانكسار. وإلى أصدقائي الأوفياء، الذين كانوا لي عونًا وسندًا، من شاركوني ضحكات الإنجاز ودموع الإرهاق، أقدر كل لحظة قضيتها بجانبهم، وكل كلمة تشجيع كانت كفيلة بأن ترفعني من يأس إلى أمل.

ولا أنسى كل من ساهم، من قريب أو بعيد، في دفعي إلى الأمام، ومن قدّم يد العون، ولو بكلمة طيبة. إلى كل هؤلاء، أهدي هذه المذكرة، لا بوصفها نهاية، بل بداية جديدة أحملكم فيها جميعًا في قلبي، شكرًا جزيلا لكم.

ايهاب



الاهداء

بعد مسيرة دامت سنوات حملت في طيلتها الكثير من الصعوبات والمشقة والتعب، ها أنا اليوم أقف على عتبة تخرجي أقطف ثمار تعبتي وأرفع قبعتي بكل فخر، فאלلهم لك الحمد قبل أن ترضى ولك الحمد إذا رضيت ولك الحمد بعد الرضاء لأنك وفقنتني على إتمام هذا العمل وتحقيق حلمي.

أهدي هذا النجاح إلى الذي زين إسمي بأجمل الألقاب، من دعمني بلا حدود وأعطاني بلا مقابل إلى من علمني أن الدنيا كفاح وسلاحها العلم والمعرفة، إلى من غرس في روحي مكارم الأخلاق داعمي الأول في مسيرتي وقوتي وسندي بعد الله إلى فخري وإعتزائي والذي.

إلى من جعل الجنة تحت أقدامها وإحتضني قلبها قبل يدها وسهلت لي الشدائد بدعائها لي. القلب الحنون والشمعة التي كانت لي في الليالي المظلمات سر قوتي ونجاعي ومصباح دربي الذي وهج حياتي - والدتي -

إلى ضلعي الثابت وخيرة أيامي وقرتا عيني - أخي وأختاي - إلى صغيرتي ميرال وليان.

لكل من كان عوناً وسنداً لي في هذا الطريق أهديكم هذا الإنجاز وثمره نجاعي الذي لطالما تمنيته، ها أنا اليوم أتممت أول ثمراته راجية من الله تعالى أن ينفعني بما علمني وأن يعلمني ما أجهل ويجعله حجة لي لا علي.

أيمن



الشكر والعرفان

الى الله خالقنا الذي جعلنا مسلمين من غير حول منا ولا قوة وكفى بالإسلام
نعمة نشهد أنه لا إله سواه نتقدم بالحمد والشكر والفضل لك أولا وأخيرا على
اتمامنا لمذكرتنا بعد جهد جهيد أنت تعلمه. فلك الحمد ربي عدد أوراق
الشجر وعدد حصيات الحجر وعدد قطرات المطر.

والصلاة والسلام على خير الانام والبشر سيد العرب والعجم محمد صلوات
ربي عليه وسلم وعلى آله وصحبه الطيبين الطاهرين.
وفي معرض الشكر والامتنان أتوجه بأسمى
معاني الحب والتقدير الى:

الدكتور. " بوركو عبد المالك " والذي تكرم
بالإشراف على مذكرتنا والذي كان خير عون
لنا ولم يبخل علينا بنصائح وارشادات.

كما لا يفوتنا أن نتقدم بالشكر الجزيل الى
أعضاء لجنة المناقشة الذين سيتحملون عبئ
دراسة هذه المذكرة وكرم قبولها وتقييمها.

والى كل من ساعدنا في انجاز هذا العمل من
قريب أو بعيد ولم يتسنى لنا ذكر اسمه.



ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى توضيح مدى مساهمة تكلفة رأس المال على اتخاذ القرارات الاستثمارية بمجمع صيدال خلال الفترة 2018-2022. ولتحقيق هذا الهدف قمنا بتحليل تكلفة رأس المال وتحليل بعض المعطيات من خلال المعلومات المقدمة من طرف المجمع، وقد توصلنا إلى أن تكلفة رأس المال تساهم وبشكل كبير على اتخاذ القرارات الاستثمارية وذلك من خلال تحديدها لمصادر التمويل الملائمة من أجل اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد، وتوصي الدراسة بضرورة تنويع وتحديد مصادر تمويل استثماراتها واختيارها بدقة من أجل تحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة ممكنة.

الكلمات المفتاحية: تكلفة رأس المال، القرار الاستثماري، تمويل، التكلفة الحدية لرأس المال، معدل العائد على الاستثمار.

Abstract:

This study aims to clarify the extent to which the cost of capital contributes to investment decisions at Saidal Group during the period 2018-2022. To achieve this goal, we analysed the cost of capital and analysed some data from information provided by the group. We concluded that the cost of capital contributes significantly to investment decisions by identifying appropriate funding sources for rational investment decisions. The study recommends the need to diversify and carefully identify and select funding sources for investments to achieve the highest return at the lowest possible cost.

Key words: capital cost, investment decision, finance ,marginal cost of capital , Rate of return on investment.

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	الاهداء
	كلمة الشكر والعرفان
	ملخص
II	قائمة المحتويات
I	قائمة الجداول
III	قائمة الاشكال
IIII	قائمة الملاحق
X	قائمة الاختصارات والرموز
أ-د	مقدمة
	الفصل الاول: الإطار النظري لتكلفة رأس المال والقرار الاستثماري
1	تمهيد
2	المبحث الأول: الأدبيات النظرية لتكلفة رأس المال
2	المطلب الأول: مفهوم رأس المال وهيكله.
2	الفرع الأول: مفهوم رأس المال
3	الفرع الثاني: هيكل رأس المال
5	المطلب الثاني: تكلفة رأس المال
5	الفرع الأول: مفهوم تكلفة رأس المال
7	الفرع الثاني: مصادر تمويل تكلفة رأس المال
9	الفرع الثالث: أهمية تكلفة رأس المال
10	المطلب الثالث: طرق قياس تكلفة رأس المال
10	الفرع الأول: حساب تكلفة رأس المال
17	الفرع الثاني: المتوسط الموزون لتكلفة رأس المال $wacc$
18	الفرع الثالث: الكلفة الحدية لرأس المال
19	المطلب الرابع: العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال

22	المبحث الثاني: القرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية
22	المطلب الأول: مفهوم الاستثمار خصائصه ومحدداته
22	الفرع الأول: مفهوم الاستثمار
23	الفرع الثاني: خصائص الاستثمار
25	الفرع الثالث: محددات الاستثمار
29	المطلب الثاني: أنواع ومبادئ الاستثمار
29	الفرع الأول: أنواع الاستثمار
32	الفرع الثاني: مبادئ الاستثمار
33	المطلب الثالث: القرارات الاستثمارية
33	الفرع الأول: مفهوم القرارات الاستثمارية
34	الفرع الثاني: مراحل اتخاذ القرارات الاستثمارية
35	الفرع الثالث: أهمية اتخاذ القرارات الاستثمارية
35	المطلب الرابع: المخاطر، والعوامل المؤثرة على القرارات الاستثمارية، العلاقة بين تكلفة رأس المال واتخاذ القرار الاستثماري
35	الفرع الأول: المخاطر المؤثرة على اتخاذ القرارات الاستثمارية
38	الفرع الثاني: العوامل المؤثرة على القرارات الاستثمارية
39	الفرع الثالث: العلاقة بين تكلفة رأس المال واتخاذ القرارات الاستثمارية
40	المبحث الثالث: الأدبيات التطبيقية-الدراسات السابقة للموضوع-
40	المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية
41	المطلب الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية
42	المطلب الثالث: ما يميز هذه الدراسة على الدراسات السابقة
43	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لمساهمة تكلفة رأس المال على اتخاذ القرارات الاستثمارية
45	تمهيد
46	المبحث الأول: تقديم مجمع صيدال
46	المطلب الأول: ماهية مجمع صيدال
49	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي للمجمع صيدال
57	المطلب الثالث: أهداف وخصائص مجمع صيدال

57	الفرع الأول: أهداف مجمع صيدال
58	الفرع الثاني: خصائص مجمع صيدال
59	المبحث الثاني: تحليل القوائم المالية الخاصة بمجمع صيدال
59	المطلب الأول: التحليل المالي باستخدام النسب المالية
59	الفرع الأول: عرض القوائم المالية
69	الفرع الثاني: دراسة وتحليل القوائم المالية باستخدام النسب المالية
73	المطلب الثاني: دراسة وتحليل تكلفة رأس المال
74	الفرع الأول: تكلفة الأموال الخاصة
75	الفرع الثاني: تكلفة الديون
76	الفرع الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة
77	المطلب الثالث: العلاقة بين تكلفة رأس المال والعائد على الاستثمار
77	الفرع الأول: معدل العائد على الاستثمار
78	الفرع الثاني: علاقة تكلفة رأس المال مع معدل العائد الاستثمار
79	خلاصة الفصل
80	الخاتمة
85	قائمة المصادر والمراجع
88	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	قائمة الجداول	لرقم
13	الفائدة السنوية المستحقة	(1-1)
49	البطاقة الفنية لمجمع صيدال	(1-2)
59	الميزانية المالية لمجمع صيدال جانب الأصول للفترة (2022-2018)	(2-2)
61	الميزانية المالية لمجمع صيدال جانب الخصوم للفترة (2022-2018)	(3-2)
63	الميزانية المالية المختصرة جانب الأصول لمجمع صيدال للفترة (2018-2022)	(4-2)
64	الميزانية المالية المختصرة جانب الخصوم الأصول لمجمع صيدال للفترة (2022-2018)	(5-2)
65	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال خلال الفترة (2022-2018)	(6-2)
70	تطور نسب المديونية خلال الفترة (2022-2018)	(7-2)
71	تطور نسب المردودية خلال الفترة (2022-2018)	(8-2)
73	تطور الربحية خلال الفترة (2022-2018)	(9-2)
74	حساب تكلفة الأموال الخاصة خلال الفترة (2022-2018)	(10-2)
75	تطور تكلفة الديون لمجمع صيدال خلال الفترة (2022-2018)	(11-2)
76	تكلفة رأس المال المرجح لمجمع صيدال خلال الفترة 2022-2018	(12-2)
77	تطور معدل العائد على الاستثمار خلال الفترة (2022-2018)	(13-2)
78	العلاقة بين تكلفة رأس المال والعائد على الاستثمار	(14-2)



قائمة الأشكال

الرقم	الشكل	الصفحة
(1-1)	مخطط يبين العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري	38
(2-1)	رسم بياني يوضح العلاقة بين تكلفة رأس المال والقرار الاستثماري	39
(1-2)	الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال	56
(2-2)	تطور نسب المديونية خلال الفترة (2018-2022)	70
(3-2)	تطور نسب المردودية خلال الفترة (2018-2022)	72
(4-2)	رسم بياني يبين تطور الربحية خلال الفترة (2018-2022)	73
(5-2)	رسم بياني يوضح تطور تكلفة رأس المال، الأموال الخاصة، تكلفة الدين	76
(6-2)	رسم بياني يوضح تطور معدل العائد على الاستثمار	78
(7-2)	رسم بياني يبين العلاقة بين تكلفة رأس المال والعائد على الاستثمار	79



قائمة الملاحق

الرقم	عنوان الملحق
(1)	ميزانية السنة المالية لجانب الأصول 2018-2019
(2)	ميزانية السنة المالية لجانب الخصوم 2018
(3)	جدول حساب النتائج 2018
(4)	ميزانية السنة المالية لجانب الأصول 2020
(5)	ميزانية السنة المالية لجانب الخصوم 2019
(6)	جدول حساب النتائج 2019
(7)	ميزانية السنة المالية لجانب الخصوم 2020
(8)	جدول حساب النتائج 2020
(9)	ميزانية السنة المالية لجانب الأصول 2021-2022
(10)	ميزانية السنة المالية لجانب الخصوم 2021-2022
(11)	جدول حساب النتائج 2021-2022



قائمة الرموز والاختصارات

الرموز والاختصارات	الدلالة
Camp	التكلفة الوسطية المرجحة (تكلفة رأس المال)
RCP	تكلفة الأموال الخاصة
VD	تكلفة الديون
Rf	معدل العائد الخالي من المخاطر
RM	معدل عائد السوق
β	معامل المخاطر بين حساسية معدل المردودية للسهم بالنسبة لمعدل المردودية السائد في السوق
RE	المردودية الاقتصادية
RF	المردودية المالية
ROA	معدل العائد على الاستثمار

المقدمة

تعد تكلفة رأس المال من المواضيع المحورية في مجال الإدارة المالية داخل المؤسسة، لما لها من تأثير مباشر على عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية. إذ تمثل هذه التكلفة الحد الأدنى من العائد الذي ينبغي تحقيقه لضمان تغطية تكاليف التمويل المستخدمة سواء من مصادر داخلية أو خارجية. وتكمن أهمية تحديد تكلفة رأس المال بدقة في كونها أداة أساسية تساعد الإدارة على المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة، واختيار المشاريع التي تتماشى مع الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة. فكلما كانت تكلفة رأس المال منخفضة، زادت قدرة المؤسسة على تبني مشاريع استثمارية جديدة تساهم في دعم نموها وتوسعها دون تعريضها لمخاطر مالية مرتفعة. لذلك، ينظر إلى قرارات التمويل على أنها مرتبطة بشكل وثيق بقرارات الاستثمار، حيث تسعى المؤسسات إلى تحديد الهيكل التمويلي الأنسب الذي يسمح بتحقيق أقل تكلفة ممكنة لرأس المال، بما يعكس إيجاباً على جودة القرارات الاستثمارية المتخذة، ويساهم في تعزيز القدرة التنافسية للمؤسسة وتحقيق أهدافها على المدى الطويل.

1- إشكالية الدراسة:

انطلاقاً مما سبق ذكره سلفاً وباعتبار تكلفة رأس المال من أهم المعايير المعتمدة في اتخاذ القرار الاستثماري في المؤسسات الاقتصادية، حسب طبيعة المشروعات، ومصادر التمويل المتاحة، وكذا هيكل التمويل الأمثل، يمكن حصر إشكالية الدراسة ورسم معالمها الأساسية في التساؤل التالي:

كيف تساهم تكلفة رأس المال في اتخاذ القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية؟

بغرض الإلمام بموضوع البحث ولمعالجة وتحليل الإشكالية الرئيسية، وبغية الوصول إلى استدلال منطقي وعلمي يمكن بلورة إطار نظري وفكري حول مساهمة تكلفة رأس المال على اتخاذ القرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية، نقوم بطرح الأسئلة الفرعية التالية:

- _ ما مفهوم تكلفة رأس المال؟ مصادر تمويلها؟
- _ ما المقصود بالقرار الاستثماري؟
- _ كيف يتم تقدير تكلفة رأس المال؟
- _ كيف تؤثر تكلفة رأس المال على اتخاذ القرار الاستثماري في المؤسسة؟
- _ هل توجد علاقة بين تكلفة رأس المال ومعدل العائد على الاستثمار بالمؤسسة؟

2- فرضيات الدراسة:

- يتطلب تحليل إشكالية الدراسة والأسئلة الفرعية اختبار صحة مجموعة من الفرضيات تتمثل في:
1. تكلفة رأس المال هي المتوسط الحسابي المرجح لمختلف مصادر التمويل الدائمة في المؤسسة.
 2. توجد علاقة بين تكلفة رأس المال والقرار الاستثماري بالمؤسسة.
 3. يمكن أن تؤثر تكلفة رأس المال على اتخاذ القرار الاستثماري في حالة ارتفاع أو انخفاض تكلفة رأس المال.

3- أهمية الدراسة:

تتمثل أهمية الدراسة بحيث تركز على موضوع يكتسي أهمية كبيرة، بارتباطه بالهدف الحديث للإدارة المالية والمتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة، كما أنه يركز على أهم مؤشر من مؤشرات إنشاء القيمة والتي تعتبر منظور استراتيجي حديث، كما أنه يرتبط بإشكالية تحديد الهيكل المالي الأمثل التي مازالت محل جدل في المالية المعاصرة، كما تكمن أهمية هذه الدراسة في معرفة نتائج ووضعية مؤسسة صيدال.

4- أهداف الدراسة:

- التعرف على المفاهيم المرتبطة بتكلفة رأس المال وكيفية قياسها في المؤسسات الاقتصادية.
- التعرف على القرار الاستثماري في المؤسسة وأهم العوامل المؤثرة فيه.
- إبراز أثر تكلفة رأس المال على القرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية.
- محاولة التعرف على العائد على الاستثمار كأسلوب لتقييم المشاريع الاستثمارية وكيفية حسابه.

5- حدود الدراسة:

الحدود المكانية: تمت الدراسة على مستوى مؤسسة صيدال.
الحدود الزمانية: من أجل بلوغ أهداف الدراسة تم اتخاذ الفترة الممتدة من سنة 2018 إلى سنة 2020، وذلك من خلال دراسة ميزانيات المؤسسة وجدول حساب النتائج.

6- المنهج المتبع في الدراسة:

بناءً على طبيعة الإشكالية المطروحة في بحثنا، وقصد الإحاطة بجوانب موضوع البحث والتمكن منه، تم استخدام المنهج الوصفي من خلال استعراض الجوانب النظرية المحيطة بالموضوع، وملخصات حول الدراسات السابقة في الموضوع أما فيما يخص الجانب التطبيقي فقد تم الاعتماد على المنهج التحليلي من خلال استعراض مختلف الجداول والأشكال وتحليلها.

7- صعوبات الدراسة:

- من بين الصعوبات التي واجهت الدراسة هي:
- صعوبة الحصول على الدراسات السابقة باللغة الأجنبية وترجمتها، مما ساهم في التأخر في إنجاز الجانب النظري؛
- عدم تبني المؤسسة محل الدراسة معايير والتي على أساسها يتم اتخاذ القرارات، الأمر الذي جعل من هذه الدراسة صعبة؛
- غياب الرؤية الواضحة في المعطيات وقلتها لدى المؤسسة محل الدراسة؛
- تضارب في التعاريف والمصطلحات سواء تعلق الأمر بتكلفة رأس المال أو القرار الاستثماري.

8- تقسيمات الدراسة:

إن طبيعة هذا الموضوع استدعت أن يتم تقسيمه إلى فصلين كالتالي:

الفصل الأول يخص الأدبيات النظرية للدراسة تم تقسيمه إلى بحثين، سنتطرق في المبحث الأول إلى استعراض الأدبيات النظرية لتكلفة رأس المال، وفيما يخص المبحث الثاني فقد تطرقنا الى استعراض أدبيات القرارات الاستثمارية، أما الفصل الثاني فسيتم فيه التعرض إلى الدراسة التطبيقية من خلال دراسة وتحليل مساهمة تكلفة رأس المال على اتخاذ القرار الاستثماري في مؤسسة صيدال، حيث خصص المبحث الأول إلى الدراسات السابقة ، التعريف والأهداف وكذا هيكلها التنظيمي، أما المبحث الثاني خصص لدراسة الوضعية المالية لمؤسسة صيدال خلال الفترة (2018_2020) و الوقوف على أهم مصادرها وتقدير تكلفة رأس المال والعائد على الاستثمار بهدف معرفة أثرها على اتخاذ القرار الاستثماري في المؤسسة.

الفصل الاول: الإطار النظري لتكلفة رأس المال والقرار الاستثماري

تمهيد

بات موضوع تكلفة رأس المال يحظى باهتمام كبير في مجال الإدارة المالية انطلاقاً من أهمية رأس المال باعتباره العامل الأساسي والضروري لنشأة ونمو واستمرارية أي مؤسسة اقتصادية حيث أصبح تقدير وحساب تكلفة رأس المال يعتبر عنصر أساسي في عملية اتخاذ القرارات المالية سواء تعلقت بالتمويل أم بالاستثمار، من حيث أن تتنوع مصادر التمويل يوجب على المؤسسة النظر في تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل والمخاطر التي قد تتجم عنها واختيار المزيج التمويلي الأنسب الذي يلبي الاحتياجات التمويلية للمؤسسة بأقل تكلفة ممكنة وبدرجة خطر مقبولة وهذا للإسهام في تحقيق هدف المؤسسة النهائي المتمثل في تعظيم قيمتها والحفاظ على استمراريته وزيادة ثقة المتعاملين وأصحاب المصالح بها ولهذا فإن أهمية تكلفة رأس المال تكمن في أنها تعتبر عامل أساسي يساعد في اختيار المزيج التمويلي الأنسب والمفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة، ويعتبر تقدير تكلفة رأس المال وحسابها من أهم العمليات التي يقوم بها المدير المالي، حيث يتبع ذلك جملة من الخطوات للوصول إلى القيمة الحقيقية للتكلفة، كما تُعتبر القرارات الاستثمارية حجر الزاوية في تحقيق النمو الاقتصادي والمالي، سواء على مستوى الأفراد أو المؤسسات أو الحكومات. ففي ظل تعدد البيئات الاقتصادية وتنوع الفرص الاستثمارية، أصبحت عملية اتخاذ هذه القرارات تتطلب فهماً عميقاً للعناصر التي تُؤطرها، بدءاً من المفاهيم الأساسية وصولاً إلى العوامل الدقيقة التي تُحدّد نجاحها أو فشلها.

ومن هذا المنطلق سوف نحاول في هذا الفصل الأول التطرق للإطار النظري لتكلفة رأس المال من خلال بحثين بحيث تطرقنا في المبحث الأول إلى الإطار المفاهيمي لرأس المال وتكلفته وهيكله، مصادر تمويل تكلفة رأس المال وأهميتها، وكذا طرق قياس التكلفة والعوامل المؤثرة عليها. وفي المبحث الثاني تطرقنا إلى مفهوم الاستثمار وخصائصه، محدداته وكذا أنواع ومبادئ الاستثمار، مفهوم القرارات الاستثمارية، مراحلها وأهميتها، وكذا مخاطر اتخاذ القرارات الاستثمارية والعوامل المؤثرة عليها والدراسات السابقة.

المبحث الأول: الإطار النظري لتكلفة رأس المال

المطلب الأول: مفهوم رأس المال وهيكله.

أولاً: نشأة وتطور مفهوم رأس المال

يعتبر مفهوم رأس المال من المفاهيم الأساسية في علم الاقتصاد، وقد شهد تطوراً ملحوظاً عبر العصور، إذ أن كارل ماركس كان من الأوائل اللذين تطرقوا إلى مفهومه والذي أمضى في إعداده أربعة عقود من حياته. فبعد أن تبين لماركس أن البنية الاقتصادية هي الأساس الذي يقوم عليه البناء الفوقي السياسي، وجه اهتمامه، في المقام الأول إلى دراسة هذه البنية الاقتصادية، ففي الفصل الرابع من المجلد الأول، بعنوان "تحول المال إلى رأس مال"، يوضح ماركس أن المال يتحول إلى رأس مال عندما يُستخدم لشراء قوة العمل والسلع بهدف إنتاج سلع جديدة تُباع لتحقيق ربح، هذا يعني أن رأس المال ليس مجرد مال، بل هو قيمة تُستخدم في عملية إنتاجية تهدف إلى تحقيق فائض قيمة، ماركس يشرح أن العملية تبدأ بالمال (M)، الذي يُستخدم لشراء السلع وقوة العمل (C)، ثم تُستخدم هذه العناصر في عملية الإنتاج لإنتاج سلعة جديدة (C') تُباع مقابل مال أكثر (M')، الفرق بين M و M' هو فائض القيمة، وهو ما يُميز رأس المال عن المال العادي.¹

إن تداول السلع نقطة ابتداء رأس المال، وأساسه التاريخي هو إنتاج السلع وذلك الشكل النامي من تداولها ويعرف باسم التجارة. ويبدأ التاريخ الحديث لرأس المال في القرن السادس عشر مع قيام نظام تجاري عالمي وفتح السوق العالمية.

وإذا أغفلنا الجوهر المادي لتداول السلع، وأغفلنا تبادل مختلف القيم الاستعمالية وقصرنا النظر على الأشكال الاقتصادية التي تولدها عملية التداول، لأفينا أن نتيجتها النهائية عبارة عن النقود.

وهذا الناتج الأخير لتداول السلع أول شكل يظهر به رأس المال. ومن وجهة النظر التاريخية، يبدو رأس المال. بخلاف الثروة الزراعية، على هيئة نقود أي يبدو كثروة نقدية أو رأس مال التاجر والمربي.

إن جوهر الرأسمال، ليس في كون العمل المكس وسيلة للعمل الحي من أجل تحقيق إنتاج جديد، بل في كون العمل الحي وسيلة لحفظ قيمة العمل المكس التبادلية ولزيادتها.²

وبتزايد رأس المال في شكل أدوات إنتاج ومخزون من السلع الفائضة عن الاستهلاك المباشر تزايدت ثروة المجتمع في شكل رأس المال العيني. وبظهور النقود كوسيلة للتبادل أصبح في الإمكان تجميع الثروة في شكل نقود بدلاً من الاقتصار على شكلها الطبيعي العيني، وظهرت بذلك صورة رأس المال النقدي،

¹ كارل ماركس رأس المال: نقد الاقتصاد السياسي. ترجمة فالح عبد الجبار، دار الفارابي 2008، المجلد الأول، ص 23.

² كارل ماركس. رأس المال- الجزء الأول، ترجمة راشد البراوي (القاهرة، الطبعة الأولى، مكتبة النهضة المصرية، 1948).

حيث أصبح في الإمكان إنتاج الثروة وتداولها في عمليتين منفصلتين تربط بينهما النقود وتقوم بالوساطة بينهما طبقة التجار، ولم يعد مفهوم الثروة وبالتالي رأس المال قاصراً على السلع ذات القيمة الإنتاجية، بل أصبح يشمل أيضاً المخزون النقدي.¹

كما كان شائعاً في العالم القديم تجميع المعادن الثمينة، وفي العصور الوسطى كان السعي وراء الثروة والمكانة مرتبطاً بتجميع الثروة النقدية التي تضمن قيمتها الدولة، ثم تراكمت الثروة في صورة الذهب والفضة على أيدي التجاريين في القرن السادس عشر بسبب التوسع في التجارة الخارجية، التي ساعدت الاكتشافات البحرية ونمو المدن وتوسع الأسواق على تمددها بشكل هائل، وصاحب هذه الثورة التجارية تغير في نظم الإنتاج حيث استخدمت الرأسمالية التجارية الجديدة ما لديها من ثروة نقدية في السيطرة على عملية الإنتاج بعد أن كان يقوم بها الصانع الحرفيون لحسابهم الخاص، وقد كانت آراء سير ولیم بيتي عن النقود لا تختلف كثيراً عن آراء التجاريين حيث علق أهمية كبيرة على المعادن النفيسة كأكثر شيء مرغوب كثرة.

ولكنه فطن إلى أن النقود لا تكون الحاجة إليها إلا باعتبارها عاملاً مساعداً في التجارة والصناعة، و توصل من محاولاته لاكتشاف القدر الصحيح من مقدار النقود في الدولة إلى مفهوم "سرعة التداول للنقود" وأثرها في تحديد حجم الثروة الحقيقية، كما كان نورث أول من كون فكرة واضحة عن رأس المال النقدي وسماه الرصيد الذي يمكن عن طريق إقراضه تحقيق عائد منه، وساواه في ذلك بتأجير الأرض وتحقيق ربح منها، ولم يكن من رأيه الاحتفاظ بالمعادن الثمينة لذاتها، بل كان يرى ضرورة تثميرها كل الوقت، إما بتأجيرها أو باستخدامها في التجارة، أي أنه لا بد من التصرف فيها بطريقة ما لتحقيق الربح وزيادة الثروة، وفي أواخر القرن السابع عشر ومع بدايات الثورة الصناعية ظهرت أهمية رأس المال في الصناعة باكتشاف الآلة البخارية واستخدام هذه القوى الآلية إلى جانب القوى البشرية.²

وتتلخص وجهة نظر المدرسة الحدية النمساوية أن رأس المال في المجتمع يتم خلقه عندما تتضافر عوامل الإنتاج الأصلية العمل والأرض وتتجسم في شكل سلع، ويتم تحله أو هدمه عندما تتحقق الخدمات النهائية من هذه العوامل، وتوجد فترة من الزمن بين التجسيم الأصلي للسلع والثمرة النهائية عند الاستهلاك تعرف بفترة الإنتاج، ولهذا ينظر إلى رأس المال الكلي في المجتمع كمستودع للقيمة الكلية الذي تولد فيه القيم عندما تستخدم عوامل الإنتاج وتنتهي عندما تسلم كل الخدمات فيها، فطول الفترة الإنتاجية لرأس المال هي متوسط عمر القيمة أو الخدمات التي يعطيها حتى تستنفذ هذه الخدمات، أي أنها متوسط الفترة التي تتقضي منذ استخدام عامل الإنتاج حتى هلاكه النهائي بالاستعمال. ومثال لذلك فإن قيمة الخبز الذي نستهلكه اليوم يمثل الخدمات التي قدمها الموزع في الصباح، والخباز أمس،

¹ Eric Roll, **A History of Economic Thought** (4th ed., London, Faber & Faber Ltd., 1973) P.64.

² roll, op. cit., p. 45,56.

والطحان في الشهر الماضي والفلاح في العام الماضي وهكذا، والعمر المتوسط لهذه الخدمات التي يتضمنها الخبز هي متوسط فترة الإنتاج له.¹

كما يختلف معنى رأس المال الثابت والمتداول عند (ماركس، 1867) عن مفهوم (سميث، 1961)، حيث يرى (ماركس، 1867) أن صفة الثبات في رأس المال تعني أنه لا ينتج قيمة إضافية، بينما رأس المال المتداول أو المتغير كما يسميه، له هذه الصفة لأنه مصدر القيمة المضافة، فرأس المال الثابت يتكون من ذلك الجزء الذي يشمل ما يستهلك من المصنع والآلات والمواد الخام وأي مواد إضافية. وهذا الجزء لا يضيف قيمة زائدة على المنتج أكثر من قيمته الأصلية قبل العملية الإنتاجية، أما رأس المال المتغير فهو مقدار الأجور المدفوعة أي قيمة ما يتحول إلى قوة عمل مباشر، وهو وحده الذي يضيف قيمة جديدة أثناء مساهمته في العملية الإنتاجية.

يمكن تحويل النقود، سواء كانت سلعة أو غير سلعة، إلى رأس مال على أساس الإنتاج الرأسمالي. ومن خلال هذا التحويل، تتحول من قيمة معينة إلى قيمة ذاتية التوسع والتزايد. إنها تنتج ربحاً، أي أنها تُمكن الرأسمالي من استخراج قدر معين من العمل غير مدفوع الأجر، وفائض المنتجات، وفائض القيمة، من العمال وتخصيصها لنفسه. وبهذه الطريقة، تكتسب، إلى جانب قيمتها الاستعمالية كنقد، قيمة استعمالية إضافية، وهي قيمة العمل كرأس مال. وتتمثل قيمتها الاستعمالية تحديداً في الربح الذي تنتجه عند تحويلها إلى رأس مال. وبصفتها رأس مال محتمل، ووسيلة لإنتاج الربح، تصبح سلعة، ولكنها سلعة من نوع خاص. أو ما يعادل ذلك، رأس المال يصبح رأس المال سلعة.²

ثانياً: مفهوم هيكل رأس المال

تعددت الدراسات التي تناولت نقطة تحديد الهيكل الأمثل لرأس المال، والذي يتكون من رأس المال المملوك، والمقترض، ونسبة كل منهم في هيكل رأس مال المؤسسة للوصول لمعدل موزون لتكلفة التمويل في أدنى حد ممكن. ويترتب على ذلك في حالة تحقيقه زيادة ثروة المالكين، وحاملي الأسهم. كما أن المزيج الأمثل لعناصر هيكل رأس المال يرفع القيمة الإجمالية للمؤسسة، ويخفض تكلفة رأس المال فيجب على المؤسسة الأخذ في الاعتبار طبيعة الأعمال، والخطة الاستراتيجية لأعمال المؤسسة، والنشاط الصناعي وذلك للتمكن من مجابهة المخاطر التي من الممكن أن تتعرض لها المؤسسة في المستقبل والناجمة عن مصادر تمويلها، للتمكن من تحقيق أهدافها. أما إذا قامت الشركة بالاختيار العشوائي لمصادر هيكل رأس المال، فإن ذلك ينتج عنه فشلها، والتأثير بشكل سلبي على قيمتها.

ويعد أفضل حل للتمويل هو تحقيق التوازن بين العائد، والمخاطرة. وفقاً لذلك فإن التخطيط لهيكل رأس المال يعطي المؤسسة قدرة لاستخدام مصادر متنوعة، مما يدعم نجاح الشركة. وبنفس المنطق فإن فشل

¹ Kenneth E. Boulding, Economic Analysis, (3rd ed., New York: Harper & Brothers, 1955), p.439.

² Joan Robinson, An Essay on Marxian Economics (2nd ed, London: McMillan. Co Ltd., 1967) p.6.

المؤسسة يفسر عدم فاعليتها في استخدام الأموال بالأسلوب الأمثل. ويرتبط الهيكل الأمثل لرأس مال الشركة بمجموعة من الفرص الاستثمارية المتاحة أمامها فالشركات التي تتوافر أمامها الكثير من الفرص الاستثمارية المربحة يجب أن تحافظ على قدرتها على الاستثمار عن طريق استخدام مستوى منخفض من الدين، أما المؤسسات ذات الفرص الاستثمارية القليلة فعليها استخدام مستويات مرتفعة من الدين.¹ كما أشار كل من (تشاد وقيتمان)، (2012) إلى هيكل رأس المال من خلال تأثير مقدار الرافعة في هيكل رأس المال على العائد والمخاطرة إذ عرفا هيكل رأس المال بأنه مزيج من الديون وحقوق الملكية الذي تحتفظ به الشركة، واعتبرا هيكل رأس المال أحد المجالات لقرارات مالية المعقدة لارتباطها بقرارات مالية أخرى.

ومن خلال استعراضهما لأنواع رأس المال، أوضحا أن كل العناصر في الجانب الأيسر لكشف ميزانية المؤسسة ومن ضمنها المطلوبات المتداولة تكون مصادر لرأس المال وهذا تعريف لهيكل التمويل، وهنا استخدم الكاتبان مصطلح هيكل رأس المال للتعبير عن إجمالي مصادر التمويل خلافا للمألوف من إطلاق مصطلح هيكل التمويل. أما (بريقيمان وارهات) (2011) فأوضحا أن المؤسسة ولغرض زيادة حجم مبيعاتها بحاجة إلى تمويل خارجي من الملكية والدين، لذلك يعرف الكاتبان هيكل رأس المال للمؤسسة بأنه المزيج من الديون وحقوق الملكية.

المطلب الثاني: مفهوم تكلفة رأس المال، مصادر تمويلها، أهميتها.

أولاً: مفهوم تكلفة رأس المال.

إن التكلفة والعائد هما في الأساس وجهان لعملة واحدة، فهما متعلقان طوال الوقت بالتكلفة الحدية لمصادر التمويل المختلفة، ينبع استخدام التكاليف الحدية من حقيقة أننا نستخدم تكلفة رأس المال لتحديد ما إذا كنا سنستثمر في مشاريع جديدة.

وعلاوة على أهمية استخدام تكلفة رأس المال في مجال الاستثمارات الرأسمالية، لأنها تستخدم أيضاً لأغراض أخرى، فمثلاً تعتبر تكلفة رأس المال عاملاً رئيسياً في قرارات الاستثمار والشراء، والقرارات الخاصة باسترداد السندات وتلك المرتبطة بنسب مساهمة الديون في تكوين رأس المال، وعادة ما تلجأ المنشأة إلى مصادر متعددة لتمويل استثماراتها، كما تختلف كلفة كل مصدر عن المصدر الآخر.

وهكذا تختار المؤسسة المصدر الملائم الذي تكون فيه تكلفة رأس المال أقل إلى جانب اعتبارات أخرى، فالأرباح المحتجزة لها كلفة معينة كما أن للقروض البنكية كلفة معينة أخرى وكذلك السندات، وتعرف كلفة رأس المال بأنها "الكلفة المرجحة لكل مصدر من مصادر التمويل".²

¹ رهاب عادل، مجلة العلوم التجارية والبيئية، الجمعية العلمية للدراسات والبحوث التطبيقية، م2، عدد2، 2023، ص393.

² Karl marks، Capital; a critique of political economy, (Chicago: C.H. Kerr & Company, 1906) p.398.

ومن الطبيعي أن نقوم بتقدير كلفة رأس المال بالنسبة لكل مصدر، ثم ترجح تلك الكلفة بما يتناسب مع نصيب كل مصدر من مصادر التمويل، إذا جمعنا كلفة كل مصادر التمويل فإننا نحصل بالتالي على الكلفة الاجمالية المرجحة لرأس المال، والغرض الأساسي من تقدير كلفة رأس المال هو استخدامها كمعيار لتقييم المشاريع من حيث القبول أو الرفض.

كما ذكرنا من قبل أن المؤسسة غالباً ما تلجأ إلى أكثر من مصدر للحصول على الأموال، وأن لكل مصدر كلفة مختلفة، فمنها ما يحمل كلفة متغيرة، ومنها ما يحمل كلفة ثابتة، وأخرى لا تكون كلفتها معروفة على وجه الدقة. وكبداية، يلزمنا لحساب كلفة رأس المال أن نقوم أولاً بحساب كلفة الأموال الإضافية التي تم حجزها من العمليات.

ومن ثم الانتقال إلى حساب الكلفة الإجمالية لتكوين رأس المال (Capital Formation)، فيمكن تلخيصها في الخطوات الثلاث التالية:

1. تحديد مصادر الأموال الواجب استخدامها لتحقيق هيكل متوازن لرأس المال، مثلاً، هل المصدر سيكون عن طريق بيع الأسهم، أم إصدار السندات أو قروض مباشرة من البنوك، أم هي خليط من كل أو بعض هذه المصادر.

2. تحديد تكلفة كل مصدر في ضوء حصته في تكوين رأس المال، ومن الأفضل إظهار هذه التكلفة على شكل نسبة إلى جانب المبلغ المطلوب لتسهيل عملية المقارنة مع معدلات العائد أو لاستخدامه في حساب القيمة الحالية التي تقوم على أساس صافي التدفقات النقدية بعد دفع الضرائب.

3. الترجيح بالأوزان لتكلفة كل مصدر من مصادر الأموال المستخدمة، بحيث تحصل في نهاية المطاف على متوسط مجموع الأوزان المرجحة لتكلفة كل المصادر المستخدمة، الذي يشكل الكلفة الإجمالية المرجحة لرأس المال. ولتنفيذ الخطوات الثلاث المذكورة أعلاه فإننا نبدأ بالخطوة الأولى وهي تحديد مصادر الأموال المتاحة، ثم ننتقل إلى الخطوة الثانية وهي حساب كلفة كل مصدر من مصادر الأموال الآتية:¹

- الديون قصيرة الأجل.
- الديون طويلة الأجل.
- الأسهم الممتازة.
- الأرباح المحتجزة.
- الأسهم العادية.

¹ James C. Van Horne John M. Wachowicz, Jr. Fundamentals of Financial Management, 13th Edition, p383.

ثانياً: مصادر تمويل تكلفة رأس المال

1- **كلفة الدين:** ان تكلفة الدين بعد الضريبة، هو معدل الفائدة عن الدين (ك د) مطروحاً منها التوفير في الضريبة الناجم بسبب ميزة الفوائد في تخفيف العبء الضريبي.

وهي نفسها (ك د) مضروبة في (1- ض).

حيث ان (ض) هي معدل الضريبة الجدية للمنشأة وتظهر المعادلة ادناه كلفة مكون الدين بعد الضريبة.

تكلفة الدين بعد الضريبة = ك د ض = معدل العائد المطلوب من قبل حملة السندات - الوفورات الضريبية
= ك د - (ك د × ض) = ك د (1- ض).

ك د: كلفة الدين قبل الضريبة.¹

• كلفة الديون قصيرة الأجل:

عند حساب تكلفة الديون يجب الأخذ بالحسبان تعديل سعر الفائدة على الدين سواء كان قصير أو طويل الأجل أي جعله بعد دفع الضرائب وليس قبلها ، وبالنسبة للدين قصير الأجل فإننا نغنى بذلك النوع الذي يحمل سعر فائدة، فعادة ما يظهر في ميزانية الشركة بعض الحسابات في جانب المطلوبات المتداولة مثل المستحقات أو الذمم الدائنة ولا يترتب عليها دفع فوائد ، مثل هذه المطلوبات لا تعتبر مصادر أموال عند حساب كلفة رأس المال، أما الديون قصيرة الأجل التي تحمل سعر فائدة، فمن الطبيعي أن تقوم الشركة بمقارنة الفائدة التي تدفعها ، بالأموال المتحققة والمتوفرة للاستعمال ، فكثيراً ما تقوم البنوك بطرح الفائدة مقدماً من مبلغ الدين، ودفع الباقي إلى المقترض، وعندما يقوم البنك بهذا الإجراء فإن سعر الفائدة الحقيقي يصبح أكبر من سعر الفائدة المعلن.

• كلفة الديون طويلة الأجل:

تستخدم كلفة الدين " بعد خصم الضريبة " لحساب الكلفة المرجحة الرأس المال، وهي تمثل سعر الفائدة على الدين الجديد (ك د) ناقصاً الوفورات الضريبية الناتجة عن إمكانية خصم الفوائد، مضروبة في

(1- ت)، حيث (ت) المعدل الحدي للضريبة بالنسبة للشركة.²

2- كلفة الأسهم الممتازة:

يمكن تعريف كلفة الأسهم الممتازة، بأنها معدل العائد الذي يتطلع إليه المستثمرون على السهم الممتاز، وتشكل الأسهم الممتازة مثلها مثل الديون التزاماً مالياً ثابتاً على المؤسسة تدفعه كنسبة معينة من الأرباح كل سنة، ويختلف السهم الممتاز عن الدين في أن الأول غير محدد بمدة زمنية معينة بعكس الثاني الذي يكون محدداً بفترة يتعين على الشركة خلالها سداد الدين، إلا إذا نصت شروط الإصدار على

¹ عدنان تايه النعيمي وآخرون، دار المسيرة كلية العلوم الإدارية والمالية جامعة الاسراء الخاصة، الطبعة الأولى، ص414.

² علي عباس، الإدارة المالية، دار اثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2008، ص166.

عكس ذلك، كما أن الدائنين يحصلون على حقوقهم قبل حملة الأسهم الممتازة عند التصفية بينما يحصل حملة الأسهم العادية على حقوقهم بعد حملة الأسهم الممتازة عند إفلاس المؤسسة أو تعرضها للتصفية، وهذه ميزة من مزايا الأسهم الممتازة، وعلى أي حال فإن القانون الأردني، يحظر على الشركات المحلية إصدار مثل هذه الأسهم. ويتم حساب كلفة الأسهم الممتازة على أساس الأرباح الممتازة مقسومة على صافي سعر الإصدار، أو السعر الذي تحصل عليه المؤسسة بعد خصم تكاليف الإصدار:¹

$$\text{كلفة الأسهم الممتازة} = \frac{\text{الربح الموزع للسهم الممتاز}}{\text{سعر السهم الممتاز} - (\text{تكاليف الإصدار})} \times 100$$

3- تكلفة الأرباح المحتجزة:

تعبر كلفة الأرباح المحتجزة عن نسبة المردود (العائد) الذي يطلبه حملة الأسهم العادية ويعبر عنها أحياناً Opportunity cost فبعد أن تدفع المنشأة كلفة المديونية، وكلفة الأسهم الممتازة، يمكنها اتخاذ قرار لاحق بشأن الأرباح الصافية المتبقية (غير الموزعة) التي تعود إلى المساهمين العاديين، والتي تعتبر مكافأة عن تقديمهم رأس المال وتحملهم المخاطرة الأعلى. فهي اما توزع الأرباح الصافية المتبقية على شكل مقسوم أرباح لهم أو أن تحتجزها لغرض إعادة استثمارها بالمنشأة نيابة عنهم. وعندها تكون المنشأة قد حجبت عن أولئك المستثمرين فرصة استثمار تلك الأموال بأنفسهم في أي من المجالات التي يرونها ملائمة. لذلك على المنشأة أن تحقق معدل عائد من احتجاز الأرباح يساوي على الأقل أو يفوق ما كان يطلبه المالكون. ويعتبر معدل العائد المطلوب هو كلفة الأرباح المحتجزة.

وهناك ثلاث طرق لحساب كلفة الأرباح المحتجزة:

- الطريقة الأولى CAPM وفق الخطوات التالية:

$$K_s = R_F + \beta (\bar{R}_M - R_F)$$

1- الخطوة الأولى: (R_F) تقدير سعر الفائدة الخالي من المخاطرة وهو معدل الفائدة على حوالات الخزنة.

2- الخطوة الثانية (β) تقدير معامل (β) للسهم لغرض تقدير المخاطرة السوقية للسهم.

3- تقدير معدل العائد المتوقع للسوق (محفظة السوق) $\bar{R}_M$

4- تطبيق المعادلة: افترض أن:

تصبح K_s فإن %السهم = 0,7 ومعدل عائد السوق المتوقع = 14% β و $R_F = 8\%$

$$K_s = 0.08 + 0.7 (0.14 - 0.08) = 12.2\%$$

¹ علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 172.

• الطريقة الثانية: عائد السند + علاوة المخاطرة

$$(Bond - Yield) + Risk premium$$

تعتمد هذه الطريقة على أساس إضافة ما بين 2% إلى 4% إلى سعر الفائدة السوقية على السندات التي تصدرها نفس المؤسسة للوصول إلى المردود المطلوب من السهم، وذلك بافتراض أن مخاطرة أسهم ملكية المنشأة أعلى من مخاطرة سنداتها.

* الطريقة الثالثة: عائد مقسوم الأرباح + نسبة النمو

$$(Dividend - yield) + Growth rate$$

$$K_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

حيث

$$D_n = (g+1) \dots 1, 2, 3, 4 \text{ السنة المتوقع في الأرباح}$$

$$= P_0 \text{ سعر السهم السوقي الحالي}$$

معدل النمو في توزيعات الأرباح وغالباً يفترض أن معدل النمو ثابت.¹

4- تكلفة الأسهم العادية الجديدة: (Cost nearly issued common stocks)

تعتبر كلمة الأسهم العادية الجديدة أو كما تسمى بكلفة رأس المال الخارجي، أكبر من كلفة الأرباح المحجوزة، بسبب إضافة تكلفة الإصدار (علاوة الإصدار عليها وبيعها)، والسؤال الآن ما هو معدل العائد الواجب تحقيقه على الأموال الناتجة عن بيع الأسهم، لجعل عملية إصدار أسهم عادية جديدة حالة مجدية؟ وبعبارة أوضح، ما هي كلفة السهم العادي الجديد؟ يمكننا الحصول على الإجابة من خلال المعادلة التالية :

$$K_s = \frac{D_1}{P_0(1-f)} + g$$

حيث (ف) تكلفة التقويم، التي هي النسبة المئوية لتكلفة إصدار أسهم عادية جديدة، وتنشأ تكلفة التقويم عن بيع إصدار جديد للأسهم العادية.²

ثالثاً: أهمية تحديد تكلفة رأس المال

إن جميع القرارات المالية في المنشآت عموماً تهدف إلى تعظيم ثروة حملة الأسهم، وتوفير المصادر المالية للمنشأة هو أحد القرارات الجوهرية في الإدارة المالية، ذلك أنها تسعى دائماً على توفير هذه المصادر بأقل التكاليف مما ينعكس إيجاباً على قيمة المنشأة أو بمعنى آخر، ينعكس إيجاباً على سعر سهم المؤسسة في السوق المالي، ومن هنا تتجسد أهمية تحديد كلفة رأس المال بالإضافة إلى المبررات الآتية :

¹ أسعد سيد العلي، الإدارة المالية، جامعة مؤتة، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة 2013، ص 344.

² علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 178.

1. في اتخاذ قرارات الموازنة، فإن خصم التدفقات النقدية يتم بالاعتماد على كلفة رأس المال كمعدل خصم تخصم به التدفقات النقدية وحساب صافي القيمة الحالية (NPV) أو معدل العائد الداخلي (IRR).
2. إن هدف المدير المالي هو تعظيم ثروة المساهمين أي المالكين، ولا يتحقق ذلك إلا بالعمل على تخفيض التكاليف ومن أهمها كلفة رأس المال.
3. إن كلفة رأس المال بالنهاية هي نسبة مئوية، ولكن حساب هذه النسبة يتطلب تحليل مكونات رأس المال وهي متعددة من تمويل ممتلك إلى مقترض)، ولكل منها طريقة مختلفة في حساب التكاليف، وبالمقابل فإن كل مصدر من مصادر التمويل مخاطرة تتناسب مع تكاليف ذلك المصدر وبالتالي من الضروري في اتخاذ هكذا قرار الموازنة بين التكاليف والمخاطر المرافقة.
4. إن تحديد كلفة رأس المال يعتبر من الواجبات الجوهرية في الإدارة المالية، ذلك أن أي مشروع استثماري لا يضمن عائداً متوقعاً (Expected Rate of Return) يساوي على الأقل كلفة تمويل ذلك المشروع فإنه يتم رفضه، بمعنى أن كلفة رأس المال يعتبر أحد معايير قبول أو رفض المشروعات الاستثمارية.
5. من المعروف أن الاقتراض هو أدنى مصادر التمويل كلفة، بسبب ميزة الوفورات الضريبية، ولكن يجب أن تستخدم الإدارة المالية هذا المصدر بحذر وحكمه وعدم المبالغة بالاقتراض لأنه بزيادة الاعتماد على هذا المصدر تتحمل المنشأة مخاطر إضافية وهي المخاطر المالية أو مخاطر الرفع المالي مما يؤثر على معدل العائد الذي يطلبه المساهمون. ذلك أن معدل العائد المطلوب يزداد بزيادة الرفع المالي والمخاطر المرافقة لها.¹

المطلب الثالث: طرق حساب تكلفة رأس المال

أولاً: حساب تكلفة رأس المال

1- تكلفة الدين : وهي نوعين قصيرة الأجل وطويلة :

- تكلفة الدين قصير الأجل:

مثال (1):

إذا حصلت إحدى المؤسسات على دين قصير الأجل مقداره 1000 دينار بسعر فائدة 6% ولمدة سنة، فإن المقرض سيستلم 940 دينار فقط، وفي هذه الحالة تصبح كلفة الدين الحقيقية 6.38% يتم حسابها كالتالي:

$$\text{كلفة الدين (قبل دفع الضريبة)} = \frac{60}{940} \times 100 = 6.38\%$$

¹ أسعد سيد العلي، مرجع سبق ذكره، ص339.

ويعود السبب في ذلك، إلى أن البنك يقوم بخصم القيمة المستقبلية مقدماً من مبلغ الدين، بينما يدفع للمقترض القيمة الحالية.

• تكلفة الدين طويلة الأجل:

تكلفة الدين بعد خصم الضريبة = سعر الفائدة - الوفورات الضريبية

$$= K_D (1 - t) - K_D$$

$$= K_D (1 - t)$$

مثال (2): إذا كان بإمكان المؤسسة الصناعية الوطنية الحصول على دين بفائدة 10%، وكان المعدل الحدي للضريبة الحكومية هو 40%، فما هي تكلفة الدين بعد دفع الضريبة الحكومية؟
الحل:

تكلفة الدين بعد دفع الضريبة = $K_D (1 - t)$

$$= 10\% (1 - 0.4) = 6\%$$

إن السبب الذي يدعو الشركات إلى استخدام تكلفة الدين بعد خصم الضريبة، هو أن زيادة قيمة السهم تعتمد على التدفقات النقدية بعد خصم الضريبة، وبما أن الفوائد نفقات قابلة للخصم، فإنها تولد وفورات ضريبية تخفض الكلفة الصافية للدين، حيث تصبح تكلفة الدين بعد خصم الضريبة أقل من تكلفة الدين قبل خصم الضريبة. وحيث أن التدفقات النقدية ومعدلات العائد تستند على أسس متماثلة فقد تم تعديل سعر الفائدة باتجاه الأسفل المراعاة المعالجة الضريبية المفضلة للدين.

ويجب ملاحظة أن تكلفة الدين هي سعر الفائدة على دين جديد وليس المقصود به على الدين القديم، لأن اهتمامنا الرئيسي بتكلفة رأس المال، يتمثل في إمكانية استخدامه في اتخاذ القرارات المرتبطة بالاستثمارات الرأسمالية، كالقرار الخاص بالحصول على أموال جديدة لشراء الآلات أو الأدوات الجديدة أو إجراء التوسعات.¹

لقد بدأنا بحساب كلفة الديون طويلة الأجل، وطبقنا مثلاً لدين مدته سنة، وتختلف طريقة الحساب قليلاً لو كان الدين يستمر لعدد من السنين، ولو أن الاقتراض تم عن طريق إصدار السندات كمصدر من مصادر الديون طويلة الأجل لتوجب علينا مقارنة صافي التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من إصدار السندات بالمدفوعات النقدية المتعلقة بالسند التي التزمت بها المؤسسة ولحساب كلفة الديون التي تشكل التزاماً على المؤسسة ويجب تسديدها خلال فترة زمنية متفق عليها، إما دفعه واحدة عند موعد الاستحقاق، أو على أقساط متساوية سنوياً أو نصف سنوية أو كل شهر، وسوف نستخدم أمثلة مختلفة لتوضيح طريقة حساب كلفة هذا النوع من الديون، وعلى فرض أن:

ف = الفائدة السنوية بالدينار.

¹ علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 166.

م = مدة السند (الدين) بالسنوات.

س = سعر بيع السند بعد طرح المصاريف (القيمة الاسمية - المصاريف).

ق = قيمة السند عند انتهاء مدته.

ك د = تكلفة الدين بعد دفع الضريبة، د = تكلفة الدين قبل دفع الضريبة.

معادلة تكلفة الديون هي كما يلي:

$$ك د = \frac{\frac{ق-س}{م}}{\frac{ق+س}{2}}$$

مثال (3):

أصدرت المؤسسة الصناعية الوطنية سندات بقيمة اسمية مقدارها 100 دينار لكل سند ولمدة 5 سنوات تقوم بعدها ببيع هذه السندات بقيمتها الاسمية، وقد تحملت المؤسسة مصاريف إصدار بلغت 2% من القيمة الاسمية، وتدفع ضريبة نسبتها 40 و 5% معدل فائدة على هذه السندات.

المطلوب معرفة تكلفة هذا الدين (السندات)؟¹

بتطبيق المعادلة السابقة نجد:

$$ك د = 100 \times \frac{5 + \frac{(98-100)}{2}}{\frac{98+100}{2}} = 100 \times \frac{5.4}{99} = 5.45\%$$

ك د بعد دفع الضرائب = 5.45% (1-0.4) = 3.27%²

وهناك طريقة أكثر دقة واستعمالاً في أسواق المال والاستثمار، وتسمى "بالطريقة المقننة" وطبقاً لهذه الطريقة نقوم باستخدام جداول القيمة الحالية التي تمكننا من الوصول الى نتيجة أكثر دقة لتكلفة السندات، ولكن المشكلة التي تعترضنا هي استخراج سعر الفائدة الذي يجعل المدفوعات السنوية ومقدارها 2.27 دينار، والدفعة النهائية 100 دينار تساوي التدفقات النقدية الداخلة الحالية وهي 98 دينار، وهنا يلزم استخدام جداول القيمة الحالية للحصول على ما نريد.

مثال (4):

أصدرت الشركة الصناعية الوطنية سندات دين بقيمة 10.000 دينار، ولمدة 5 سنوات، بسعر فائدة 5، وقد بلغت مصاريف الإصدار 2% من قيمة الدين وتدفع الشركة عادة ضريبة مقدارها 40%، وكان من شروط الدين هو أن تقوم بسداد السندات حسب قيمتها الاسمية وعلى أقساط سنوية متساوية.

¹ علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 167.

² نفس المرجع ص 168.

المطلوب: حساب كلفة الدين؟

الحل:

صافي التدفقات النقدية من بيع السندات = قيمة الدين - مصاريف الإصدار
 $9800 = 200 - 10000 =$ دينار

- القسط السنوي المستحق $= 10000 \div 5$

$= 2000$ دينار

- الفائدة السنوية المستحقة هي:

الجدول رقم (1-1): الفائدة السنوية المستحقة

السنة	سعر الفائدة	المبلغ المتبقي من الدين	الفائدة المستحقة (د)
1	5%	10000 دينار	500 دينار
2	5%	8000	400
3	5%	6000	300
4	5%	4000	200
5	5%	2000	100

المصدر: علي عباس، الإدارة المالية، دار اثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2008، ص 169.

كلفة الدين قبل الضريبة هي:

$$\frac{2100}{(d+1)^5} + \frac{2200}{(d+1)^4} + \frac{2300}{(d+1)^3} + \frac{2400}{(d+1)^2} + \frac{2500}{(d+1)^1} = 9800$$

وعند حساب المعادلة، نجد أن طرفيها متساويين أي أن كلفة الدين مساوية لسعر الفائدة، وبعبارة أخرى تكون كلفة الدين هي نفسها سعر الفائدة، أما قيمة (د) في المعادلة فيمكن استخراجها بطريقة معدل العائد الداخلي.¹

العائد السنوي المتوقع $= \frac{11500}{5} = 2300$ دينار (وهو متوسط الدفعات)

فترة الاسترداد $= \frac{9800}{2300} = 4.261$ سنة

وبالرجوع الى جدول القيمة الحالية للدفعات السنوية المتساوية (أ-4)، نجد أن أقرب معامل هو 4.212 يقع

تحت عمود 6%، وبالتالي يكون صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية مساوية للصفر عند نسبة 5.45%

كلفة الديون بعد الضريبة $= 5.45\% \times (1 - 0.6) = 3.27\%$

¹ علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 169.

ويمكن بسهولة ملاحظة أن تكلفة لديون تقل بعد احتساب الضريبة، وتكون مرتفعة قبل احتساب الضريبة على الأرباح التي تحققها الشركة، وهكذا تهتم المؤسسات بكلفة الديون قبل وبعد دفع الضريبة لأن الفوائد التي تدفعها على الدين تخصم من الأرباح باعتبارها مصاريف تشغيلية تدخل ضمن تكاليف عملية الإنتاج، ولهذا السبب تفضل المؤسسات استخدام أموال الغير لأن هذا المصدر هو من مصادر الدين قليلة الكلفة في الدول التي تكون نسب الضرائب فيها عالية بوجه خاص، وتلجأ المؤسسات الى مثل هذه الحسابات لتحقيق الاستفادة من المزايا التي يوفرها قانون الضرائب.¹

1. كلفة الأسهم الممتازة

تقدم الشركة الصناعية الوطنية ربحاً سنوياً مقداره 10 دنانير على السهم الممتاز، بينما سعره في السوق 100 دينار، وقدرت تكاليف الإصدار بـ 2.5% أو 2.5 دينار لكل سهم: المطلوب حساب كلفة السهم الممتاز.

مثال (5):

$$\text{كلفة السهم الممتاز} = \frac{10}{2.5 - 100} = \frac{10}{97.5} = 10.26\% \times 100 = 10.26\% \text{ دينار أو } 10.26\%$$

نلاحظ، أن عملية حساب كلفة الأسهم الممتازة تمت بدون أي تعديلات ضريبية، لأن أرباح الأسهم الممتازة على العكس من نفقات الفائدة على الدين غير قابلة للخصم وبالتالي لا يوجد وفورات ضريبية مرتبطة باستخدام السهم الممتاز، والسبب في ذلك يعود إلى أن الفوائد على الدين تعامل كتكلفة يتم طرحها من المبالغ التي تخضع للضريبة، بينما الأرباح الموزعة على حملة الأسهم الممتازة يتم صرفها من الأرباح ولا تعتبر من التكاليف.²

2. كلفة الأرباح المحتجزة

عموماً، يوجد ثلاث طرق تستخدم عادة لحساب كلفة الأرباح المحتجزة هي

- طريقة (نموذج) تسعيرة الموجودات الرأسمالية.
- طريقة عائد السند علاوة المخاطر.
- طريقة عائد السهم + معدل النمو أو التدفق النقدي المخصوم.
- طريقة أو نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية :

ولاستخدام هذا النموذج نتبع الخطوات التالية:

1. تقدير السعر البعيد عن المخاطرة، إما على أساس سعر السندات الحكومية الطويلة الأجل، أو القصيرة الأجل (30 يوماً).
2. تقدير معامل بيتا للسهم واستخدامه كدليل لدرجة المخاطرة التي يواجهها السهم.

¹ علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 170.

² أسعد سيد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 340.

3. تقدير معدل العائد المتوقع في السوق أو على السهم العادي.
4. إحلال القيم السابقة في معادلة تسعير الموجودات الرأسمالية لتقدير معدل العائد المطلوب على السهم وهي:

معدل العائد المطلوب (م) = السعر البعيد عن المخاطرة (س) + [معدل العائد المتوقع على السهم العادي (م - س) بيتا (ب)].

وبما أن كلفة الأرباح المحتجزة = معدل العائد المطلوب، فإن صياغة المعادلة السابقة يصبح كما يلي:

$$\text{كلفة الأرباح المحتجزة} = \text{س} + (\text{م} - \text{س}) (\text{ب})$$

ولتوضيح المعادلة، فلو افترضنا أن س = 8 %، م = 13 %، ب = 0.7 بالنسبة للسهم العادي، فإن

كلفة الأرباح المحتجزة = معدل العائد المطلوب (م) وتحسب كما يلي:

$$\text{كلفة الأرباح المحتجزة} = 8\% + (13\% - 8\%) (0.7)$$

$$= 8\% + (5\%) (0.7)$$

$$= 8\% + 3.5\% = 11.5\%$$

كلفة الأرباح المحتجزة = 11.5 %

ولو كانت قيمة (ب) = 1.8 أي أن السهم أكثر خطورة من المعدل، فإن قيمة م لذلك السهم تصبح كما يلي:

$$\text{م} = 8\% + (5\%) (1.8)$$

$$= 8\% + 9\% = 17\%$$

وعلى الرغم من دقة هذه الطريقة، إلا أنه يوجد خلاف على استخدام السندات الحكومية الطويلة أو القصيرة الأجل للحصول على عائد بعيد عن المخاطرة، كذلك يصعب تقدير قيمة بيتا وعلاوة المخاطرة السوقية.¹

• طريقة عائد السند علاوة المخاطرة: (Bond - yield + Risk premium)

بموجب هذه الطريقة، غالباً ما يلجأ المحللون الماليون في المؤسسات إلى تقدير كلفة رأس المال في المؤسسة بإضافة علاوة مخاطرة بنسبة 3- 75 إلى سعر الفائدة على الديون الطويلة الأجل، فالمؤسسة التي لديها دين خطر وبسعر فائدة قليل أو مرتفع، فإن كلفة رأسمالها ستكون عالية وأكثر عرضة للخطر. مثال: افترض أن سعر الفائدة على سندات المنشأة 9% وأن علاوة المخاطرة تم تقديرها ب 3% للسهم فإن K_s تساوي:

$$K_s = 9\% + 4\% = 13\%$$

¹ علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 174.

وحيث أن علاوة المخاطرة 4 هي علاوة تقديرية في الأساس، فإن القيمة المقدرة لتكلفة رأس المال هي تقديرية أيضاً، ولذلك فإن استخدام هذه الطريقة يحتمل ألا تعطي حساباً دقيقاً لتكلفة الأموال وإن كل ما يمكنها تقديمه هو إعطاء صورة أكثر وضوحاً عن الواقع العملي.¹

• طريقة عائد السهم + معدل النمو (أو التدفق النقدي المخصوم)

مثال (6)

$$KS = \frac{D_1}{P_0} + g$$

من أجل توضيح كيفية استخدام أسلوب التدفق النقدي المخصوم نفترض بأن السهم العادي يباع بسعر (23) دينار، ويتوقع أن يكون مقسوم الربح القادم (1,31) دينار، وأنه يتوقع بأن يكون معدل النمو على المدى الطويل (8%) - ومن البيانات السابقة فإن تكلفة الأرباح المحتجزة ستكون كما يلي :

$$\text{العائد المطلوب} = 0.08 + \frac{1.31}{23} = 0.08 + 0.057 = 0.137 \text{ أو } 13,7\%$$

وإن (13.7%) تمثل الحد الأدنى للمعدل العائد الذي يجب على الإدارة توقعه وتحقيقه لتطمين حملة الأسهم العادية مقابل احتجاز الأرباح ويجعلهم لا يطالبون بتوزيع الأرباح.²

4- تكلفة الأسهم العادية الجديدة Cost nearly issued common stocks

تتحمل المنشآت تكلفة تسويق وتوزيع أسهمها الجديدة، وبالتالي فإن تكلفة إصدار الأسهم الجديدة غالباً أعلى من تكلفة التمويل من خلال الأرباح المحتجزة

مثال (7): افترض أن $P_0 = 25.54$ $D_1 = 1.43$ $g = 6.6\%$

وكلفة التوزيع والتسويق تساوي 10% من سعر السهم السوقي، وعند تطبيق المعادلة كالاتي:

$$Ke = \frac{1.43}{25.54(1-0.10)} + 0.066 = 12.8\%$$

والجدير بالذكر أن إصدار الأسهم العادية الجديدة يعتبر أكثر مصادر التمويل الخارجي تكلفة من حيث تكلفة الإصدار والمخاطرة المرافقة لعملية الإصدار، حيث يتوجب على المنشأة أن تستثمر هذه الأموال وتوظفها بشكل ناجح لكي تحقق معدل عائد يفوق كلفتها، وبالمقابل فإن إصدار الأسهم يخفض من الرفع المالي ويرفع من المستقبلية في الحصول على مصادر تمويل مقترضة.³

¹ أسعد سيد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 344.

² عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 418.

³ أسعد سيد العلي، نفس المرجع، ص 345.

ثانياً: المتوسط الموزون لتكلفة رأس المال (WACC) Weighted Average cost of capital

من المعروف ان اغلب منشآت الاعمال تمتلك هيكل أمثل لرأس المال، أو ما يطلق عليه بالمزيج التمويلي، الذي يتكون من المديونية، الأسهم الممتازة، وحقوق الملكية، التي تتشكل بدورها من التمويل الممتلك الخارجي اصدار أسهم عادية جديدة والتمويل الممتلك الداخلي احتجاز الارباح وبما يؤدي الى تعظيم قيمة السهم في سوق الأوراق المالية، بناء عليه، فإن تعظيم قيمة المنشأة يتطلب من ادارتها تأسيس هيكل مستهدف (أمثل) لرأس المال وان عليها ان تحافظ على ذلك الهيكل عند وجود الحاجة لتوفير الأموال لتوسيع نشاطها.¹

ومن المعادلة ادناه يمكن استخدامها لحساب الكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

$$ك م ر = [(نسبة الدين) \times (كلفة الدين بعد الضريبة)] + [(نسبة الاسهم الممتازة) \times (كلفة الأسهم الممتازة)] + [(نسبة حقوق الملكية) \times (كلفة حقوق الملكية)]$$

$$ك م ر = ك م د + ك م م + ك م ع$$

حيث أن: ك م ر = الكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

ك م د = الكلفة الموزونة للدين بعد الضريبة.

ك م م = الكلفة الموزونة للأسهم الممتازة.

ك م ع = الكلفة الموزونة للأسهم العادية.

وفي هذه الفقرة سنحاول استخدام النسب المستهدفة من الدين الاسهم الممتازة. وحقوق الملكية لحساب الكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (ك م ر) ومن اجل توضيح كيفية حساب تلك الكلفة. نأخذ المثال التالي:

المثال(8): نفترض بأن احدى الشركات ستقوم في المستقبل بتوفير رأس المال استناداً الى النسب التالية: (45%) مديونية، (5%) اسهم ممتازة، (50%) حقوق ملكية (أرباح محتجزة زائداً اسهم عادية) لنفترض ان كلفة الدين كانت (ك د) للشركة المذكورة تبلغ (10%) قبل الضريبة وان كلفة الدين المذكور بعد الضريبة (ك م د) تبلغ 6%، $0.10(1-40-0)$ ، وان كلفة الأسهم الممتازة (ك م م) كانت تبلغ (3.10%) ، وكلفة حقوق الملكية بمبلغ (7.13%) اذا كان التمويل الممتلك يأتي من احتجاز الارباح عليه فإن الكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (ك م ر) ستكون كما يلي:

وبتطبيق المعادلة اعلاه على المعلومات التي تم توفيرها في الخطوات السابقة والمبينة في مثالنا المفترض

فان الكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (WACC) ستكون كما يلي:

$$ك م ر = [(0.45) (0.06)] + [(0.05) (0.103)] + [(0.50) (0.137)] = 0.101 \text{ أو } 10.1\%$$

¹ أسعد سيد العلي، ص 346.

مما تقدم فإن كل دينار جديد من رأس المال تحصل عليه الشركة يتكون من (45%) مديونية بكلفة بعد الضريبة تبلغ (6%)، (5%) أسهم ممتازة مع كلفة تبلغ (10.3%) و (50%) حقوق ملكية جميعها احتجاز ارباح اضافية مع كلفة تبلغ (13.7%) فإن الكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال كم ر ستكون (10.1%) وستبقى كما هي في حالة بقاء الشروط اعلاه على حالها.¹

وزيادة في التوضيح يمكن الاستفادة من الخطوات ادناه عند حساب كلفة رأس المال اي الكلفة المتوسطة لرأس المال (ك م م ر) لأي شركة في الواقع الفعلي

1- الخطوة الأولى: تحديد نسبة كل مكون من مكونات رأس المال:

ويمكن للمحلل ان يستخدم واحد من الأساليب عند تقدير نسبة كل مكون من مكونات رأس المال، اما اعتماد القيمة الدفترية لتلك المكونات واما اعتماد القيمة السوقية للمكونات. وقد تواجه المحلل عند اعتماد القيمة السوقية للمكونات لتقدير نسبها هي ان بعض المنشآت قد تكون أوراقها المالية لا يتم تداولها بشكل عام.

2- الخطوة الثانية: تحديد كلفة كل مصدر من رأس المال

وفي هذه الخطوة يتم حساب كلفة كل مكون من مكونات رأس المال المستخدمة في تمويل الأصول، أي أن يأخذ بعين الاعتبار معرفة معدل الفائدة قبل الضريبة ومعدل الفائدة بعد الضريبة عند حساب كلفة التمويل المقترض، والاخذ بعين الاعتبار كلف التعويم (الاصدار) عند تقدير كلفة كل من الأسهم الممتازة والأسهم العادية، ومعدل النمو في الارباح والمقسوم عند حساب كلفة التمويل بالأسهم العادية والارباح المحتجزة.

3- الخطوة الثالثة: جمع الخطوتان (أ) و (ب) سوياً:

بالاستفادة من الخطوتان السابقتان يمكن للمحلل ان يقوم بتقدير الكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.²

ثالثاً: الكلفة الحدية لرأس المال

إذا استمرت المنشأة في الحصول على مصادر التمويل بنفس التكاليف وبنفس الأوزان، فإن المتوسط الموزون لكلفة رأس المال (WACC) سيبقى ثابتاً وبنفس المستوى السابق. ولكن افترض أن المنشأة تمر بحالة نمو وتوسع سريعة، وبالتالي فهي بحاجة إلى رأس مال كبير مما يؤدي إلى استنفاد واستخدام جزء أو كل الأرباح المحتجزة، وربما التحول إلى إصدار أسهم جديدة أو البحث عن مزيد من الاقتراض. والجدير بالذكر إن كلفة الأرباح المحتجزة أقل من كلفة إصدار الأسهم العادية الجديدة بسبب تكاليف الإصدار (Flottation costs) أو ما يطلق عليها أحياناً علاوة الإصدار (Premium costs)، ومن ناحية أخرى، قد تحصل المنشأة على مبلغ مقترض معين من المؤسسات المالية بسعر فائدة معين ولكن عندما ترغب في الحصول على مزيد من القروض فإن كلفة القروض الجديدة سترتفع وعليه فإن WACC

¹ علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 178.

² عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 346.

سيرتفع والسؤال هو ما هي حدود التمويل المتاحة التي يشهد بعدها WACC تحولاً للأعلى. وبما أن WACC يشهد تحولاً بالزيادة فإن كل دينار إضافي يستخدم كمصدر جديد من مصادر التمويل سيرفع (ضمن مدى معين) من تكلفة التمويل وهو ما يطلق عليه الكلفة الحدية لرأس المال.

إن المثال التالي لغرض التوضيح. افترض أن منشأة معينة تقوم بتشغيل 20 عاملاً يومياً بأجر يومي 10 دينار للعامل الواحد، افترض أن الشركة ولأسباب معينة قررت تشغيل 100 عامل آخر فلا شك أن كلفة كل عامل إضافي ستكون أعلى وذلك الصعوبة إيجاد هذا الكم من العاملين في وقت واحد ومكان واحد وحسب المهارات المطلوبة وربما تضطر إلى دفع 13 دينار للعامل الواحد لغرض إيجاد هذا العدد الكبير من العاملين لجذبهم من مناطق أخرى وهو ما يطلق عليه: الكلفة الحدية للعمالة (Marginal cost of labour)¹

المطلب الرابع: العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال

• العوامل المؤثرة على تكلفة الأموال

تتمثل تكلفة الأموال في تكلفة الخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي والذي عادة ما يتضمن الائتمان التجاري والائتمان المصرفي، والاقتراض متوسط وطويل الأجل (السندات)، والأسهم الممتازة، وحقوق الملكية التي تتكون من الأسهم العادية والأرباح المحتجزة. وعادة ما تتأثر تكلفة الأموال بعوامل عامة تؤثر على كافة العناصر المكونة للهيكل المالي، وبعوامل خاصة تتعلق بكل عنصر على حده كما تتأثر تكلفة الأموال كذلك بالقرار المحدد للخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه. حيث:

1.1 العوامل العامة

يتوقع المستثمرون الذين يزودون المنشأة بالأموال (ملاك ودائنين) الحصول على عائد يكفي لتعويضهم عن حرمانهم من استغلال أموالهم لتحقيق اشباعات (منافع) حاضرة نظراً لتوجيه تلك الأموال إلى مجال الاستثمار. كما يتوقعون كذلك الحصول على عائد لتعويضهم عن المخاطر التي قد يتعرض لها عائد استثماراتهم.

ويعتبر الجزء الأول من العائد تعويض للمستثمر عن عنصر الزمن، إذ أنه عائد يحصل عليه كتعويض عن تأجيل الحصول على إشباع من أموال يمتلكها، وتقدر قيمة هذا التعويض بالعائد الذي يمكن للمستثمر الحصول عليه لو أنه استثمر أمواله في مجالات لا تتعرض لأي مخاطر، وهو ما يعادل العائد المتوقع على سندات حكومية لا تزيد فترة استحقاقها عن السنة، وهو ما يطلق عليه بمعدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر. ويتوقف هذا العائد - الذي يعتبر بالنسبة للمنشأة جزءاً من تكلفة أي

¹ أحمد بوراس أستاذ التعليم العالي، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، 2008، ص 83.

مصدر تمويل - على الحالة الاقتصادية، فكلما زاد الطلب على الأموال زاد معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، والعكس صحيح.¹

أما بالنسبة للجزء الثاني من العائد والذي يحصل عليه المستثمر لتعويضه من المخاطر التي يتعرض لها العائد من الاستثمار ذاته، فيطلق عليه بدل المخاطرة. ولكن ما هو الموقف بالنسبة لمخاطر التضخم؟ على أن معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ينبغي أن يتضمن جزء إضافي لتعويض المستثمر عن مخاطر انخفاض القوة الشرائية للأموال المستثمرة وهم بذلك ينظرون إلى بدل المخاطرة على أنه تعويض عن المخاطر التي تتعلق بالنشأة ذاتها وهي مخاطر التشغيل والمخاطر المالية. كما ينظرون إلى معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر على أنه معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر التشغيل والمخاطر المالية، وهذا ينبغي أن يكفي أيضا لتعويض المستثمر من مخاطر التضخم.² وهذا بالطبع لا يغير من طبيعة هذا العائد إذ ما زال تعويضا عن عنصر الزمن وما يخبئه من مخاطر قد يتعرض لها العائد. ومن هنا فإن تكلفة عنصر الزمن يمكن التعبير عنها بالمعادلة التالية:

$$K=r+i(1-3)$$

حيث أن K تمثل العائد مقابل عنصر الزمن، أي معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، والذي يتكون من جزئين: جزء لتعويض المستثمر عن تأجيله إشباع حاجات أو منافع حاضرة من أجل الاستثمار "r" أما الجزء الآخر فهو تعويض عن مخاطر أخرى ترتبط بالزمن وهي مخاطر التضخم "i".

2.1 العوامل الخاصة بكل عنصر

تتفاوت مصادر التمويل من حيث المخاطر التي تتعرض لها؛ فالمقرضون أقل تعرضا للمخاطر من حملة الأسهم، إذ أن لهم الحق في الحصول على الفوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المنشأة للربح من عدمه، كما أنه لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس. يأتي بعد ذلك حملة الأسهم الممتازة، إذ أنهم أكثر عرضة للمخاطر من الدائنين، إلا أنهم أقل عرضة للمخاطر بالمقارنة مع حملة الأسهم العادية. فحملة الأسهم الممتازة يتقدمون على حملة الأسهم العادية سواء في الحصول على نصيبهم من الأرباح - إذا ما تقرر توزيعها - أو في حصولهم على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس. وهكذا يأتي حملة الأسهم العادية في نهاية القائمة فهم يتحملون مخاطر أكبر مما يتحمل الآخرون. ونظرا لأن التكلفة التي تدفعها المنشأة العائد الذي يحصل عليه المستثمر (تتوقف على المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة، لذا فمن المتوقع أن يكون الاقتراض هو أقل مصادر التمويل تكلفة، وأن تكون الأسهم العادية أكثرها تكلفة، بينما تأتي الأسهم الممتازة في منتصف الطريق.

¹ أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 84.

² نفس المرجع، ص 85.

3.1 قرار المنشأة بشأن الهيكل المالي

عادة ما تضع المنشآت سياسة محددة بشأن الخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه. فقد تقرر المنشأة مثلاً الاعتماد على القروض وحقوق الملكية في تمويل استثماراتها ومن هنا تستبعد الأسهم الممتازة، كما قد تقرر كذلك نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل الخليط الذي قررت الاعتماد عليه في تمويل استثماراتها. وطالما أن تكلفة كل عنصر تختلف نتيجة لاختلاف درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد ذلك العنصر،¹ لذا فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقاً لقرار المنشأة الذي يحدد العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه. يقتضي تقدير تكلفة الأموال الوقوف على تكلفة كل عنصر من العناصر التي يتضمنها الهيكل المالي.

¹ أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 86.

المبحث الثاني: القرارات الاستثمارية

سننتظر في هذا المبحث إلى العناصر التالية:

- مفهوم وخصائص ومميزات الاستثمار
- محددات الاستثمار
- أنواع ومبادئ الإستثمار
- مفهوم القرارات الاستثمارية أهمية ومراحل اتخاذ القرارات الاستثمارية
- المخاطر والعوامل المؤثرة على اتخاذ القرارات الاستثمارية

المطلب الأول: مفهوم الاستثمار وخصائصه ومحدداته

أولاً: مفهوم الاستثمار

يعتبر الاستثمار من المصطلحات الشائعة الاستعمال، فتعريفها أخذ من طرف الاقتصاديين الماليين في نهاية القرن 19 بداية وبداية القرن 20 حيث نشأت من خلالها عدة تعاريف منها: حسب بيار درني $\text{erre Derna}\epsilon\text{Pi}$: الاستثمار هو عبارة عن تلك المصاريف التي من خلالها تتحصل على أرباح.

حسب بيار ماس Pierre masse : الاستثمار يشير في نفس الوقت إلى عملية في حد ذاتها ونتيجة لهذه العملية فالاستثمار هو تلك الأموال التي تقبل المؤسسة دفعها حالياً مقابل أرباح مستقبلية محصل عنها من هذه الأموال.

حسب كبلز الاستثمار هو ارتفاع التجهيزات في رأس المال الثابت أو التداول.¹ الاستثمار investment هو اتفاق ذلك الجزء من الدخل الذي لا يخصص الشراء السلع والخدمات التي تقي المتطلبات الاستهلاكية مباشرة بل الذي يؤول إلى زيادة وسائل إنتاج تلك السلع والخدمات لذلك فإن المفهوم الاقتصادي لكلمة استثمار يختلف عن المعاني الشائعة التي يتناقلها الناس لهذه الكلمة ويحسب حجم الاستثمار عادة بوساطة قيمة الإنفاق التي تتم في مدة زمنية معينة على تكوين أصول ثابتة جديدة.

وبناء على ذلك، فإن الاستثمار في بلد ما هو ذلك الجزء من الناتج العام، لذلك البلد في المدة المعينة، الذي يجري إنفاقه على الجديد من الأصول أي من الإنشاءات والمعدات والتجهيزات والمرافق وعلى الإضافات الحاصلة في تلك المدة في المخزون الاستثماري. وعند الكلام عن الاستثمار يجدر التفريق بين الاستثمار الإجمالي، والاستثمار الصافي، فالأخير هو الأول ناقصاً للاهلاك أي قيمة ما يخرج من

¹ رندة جميل محمود، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار أمجد للنشر والتوزيع، 2015، ص 11.

الاستثمارات السابقة. وكذلك يجدر التفريق بين الإنفاق الاستثماري في مدة زمنية معينة، أي تكوين الأصول الرأسمالية الجديدة في تلك المدة، وبين مجمل الأصول الرأسمالية المتراكمة على مر السنين.

فالاستثمار أو التكوين الرأسمالي هو عملية تدفق إنفاق استثمار جديد في حين أن مجمل الأصول الرأسمالية المتراكمة حتى بداية المدة الزمنية المعنية لا تعدو كونها كتلة جامدة من رأس المال القائم.¹

• مفهوم الاستثمار بالمعنى الاقتصادي:

يمكن تعريف الاستثمار بأنه استخدام المدخرات في تكوين الاستثمارات أو الطاقات الإنتاجية الجديدة اللازمة لعمليات إنتاج السلع والخدمات، والمحافظة على الطاقات الإنتاجية القائمة أو تجديدها. كما أن هذه الطاقات الإنتاجية أو الاستثمارات إن هي إلا سلع إنتاجية، أي سلع لا تشبع أغراض الاستهلاك، بل تساهم في إنتاج غيرها من السلع أو الخدمات، وتسمى هذه السلع - أيضا - السلع الرأسمالية أي السلع التي تتمثل في رأس المال العيني أو الحقيقي الذي لا غنى عنه لأية عملية إنتاجية.

إن ما يلاحظ أن التعريف السابق للاستثمار - كمتغير اقتصادي كلي - لا يقتصر على تكوين طاقات إنتاجية جديدة لإقامة المشروعات الجديدة، أو التوسع في المشروعات القائمة، بغرض زيادة حجم طاقاتها الإنتاجية، بل يشمل أيضا تكوين الاستثمارات بهدف المحافظة على الطاقات الإنتاجية في المشروعات القائمة، أو تجديد هذه الطاقات، إذ من المعلوم أن أية سلعة إنتاجية ذات عمر إنتاجي معين، وأن المحافظة على قدرتها الإنتاجية على مدار عمرها الإنتاجي تحتاج إلى عمليات صيانة وتجديدات البعض أجزاء الطاقة الإنتاجية القائمة.²

ثانيا: خصائص ومميزات الاستثمار

يتميز الاستثمار بجملة من الخصائص هي كالآتي:

أ- تكاليف الاستثمار:

وهي كل المبالغ التي يتم إنفاقها للحصول على الاستثمار، وتشمل كافة المصاريف اللازمة لإنشاء المشروع الاستثماري حيث تنقسم إلى نوعين:

- التكاليف الاستثمارية:

هي تلك المصاريف اللازمة لإنشاء المشروع والتي تنفق مع بداية المشروع إلى أن تحقق هذا الأخير

¹ جهاد وليد همام إدارة الاستثمار، الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار أمجد النشر والتوزيع، 2015، ص 11.

² منصور محمد الزين، تشجيع الاستثمار وأثره على التنمية الاقتصادية، دار الراية للنشر والتوزيع، 2012، ص 17.

تدفقات نقدية، وتتمثل في تكاليف الأصول الثابتة، أي كل النفقات المتعلقة بشراء الأصول الثابتة من أراضي، معدات مباني، آلات والتي تمثل الجزء الأكبر من تكلفة المشروع.

بالإضافة إلى تكاليف متعلقة بالدراسات التمهيديّة، أي كل النفقات التي تتدفق قبل انطلاق المشروع مثل المصاريف التصميمات، الرسوم الهندسية، وهذا إلى جانب مجموعة من التكاليف مثل تكاليف التجارب وتكاليف إجراء الدورات التدريبية.

- تكاليف التشغيل:

تندمج تكاليف التشغيل في المرحلة الثانية للاستثمار، وهي مرحلة التشغيل وذلك بعد إقامته ووضعه في حالة صالحة لمباشرة العمل، فتظهر مجموعة جديدة من التكاليف اللازمة لاستغلال طاقات المشروع المتاحة في العملية الإنتاجية، ومن جملة هذه التكاليف نذكر النقل، التأمين، مصاريف المستخدمين والأجور، مصاريف المواد اللازمة للعملية الإنتاجية

ب- **التدفقات النقدية:** وهي كل المبالغ المالية المنتظر تحقيقها في المستقبل على مدى حياة الاستثمار ولا تحسب هذه التدفقات إلا بعد خصم كل المستحقات على الاستثمار مثل الضرائب والرسوم والمستحقات الأخرى.

ج- مدة حياة المشروع:

وهي المدة المقدرة لبقاء الاستثمار في حالة عطاء جيد ذي تدفق نقدي موجب. ويمكن الاستناد في تحديد مدة حياة الاستثمار على مدى الحياة المادية بمختلف الوسائل أو التركيز على دورة حياة المنتج وبالتالي على مدى الحياة الاقتصادية للمشروع.¹

د- القيمة المتبقية:

عند نهاية مدة الحياة المتوقعة للاستثمار، نقوم بتقدير القيمة المتبقية له، بحيث يمثل الجزء الذي لم يستهلك من التكلفة الأولية، وتعتبر هذه القيمة المتبقية، إيرادا إضافيا بالنسبة للمؤسسة وبالتالي يضاف إلى تدفقات الدخل للسنة الأخيرة للاستغلال.²

ثالثا: محددات الإستثمار

عملية الاستثمار ليست كأي فعالية اقتصادية أخرى، نظراً لكونها تتميز بتقلبات سريعة وحادة، وذلك لكثير من المتغيرات، والعوامل التي تؤثر فيها، منها عوامل يمكن السيطرة عليها عوامل داخلية مثل إعادة توزيع الدخل وزيادة حصة الرواتب، وأخرى يصعب السيطرة والتنبؤ عنها مثل العوامل الخارجية مثل أسعار الفائدة

¹ انس إبراهيم يونس، أثر الإفصاح الكامل على ترشيد قرارات الاستثمار، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، 2016، ص 41.

² منصور محمد الزين، مصدر سابق، ص ص (20-21).

العالمية، ومعدل الأرباح، وتوجد عوامل مشجعة أيضاً للاستثمار مثل الإعفاءات، والاستثناءات وأخرى غير مشجعة مثل عدم الاستقرار الاقتصادي، والسياسي أما العوامل المحددة للاستثمار وهي نوعين:

أ- محددات الاستثمار القابلة للقياس

1- سعر الفائدة:

يعد سعر الفائدة كلفة رأس المال المستثمر أحد العوامل الأساسية المحددة للاستثمار، وبهذا يمكن القول إن هناك علاقة طردية بين سعر الفائدة وحجم الأموال المعدة للاستثمار، فكلما انخفض سعر الفائدة " كلفة استخدام رأس المال " شجع ذلك على عملية الاقتراض. وبالتالي على زيادة الاستثمار والعكس صحيح. وعندما يرتفع سعر الفائدة يميل المستثمرون إلى إيداع أموالهم على شكل مدخرات في المؤسسات المصرفية بدلاً من استثمارها في شكل مشروعات إنتاجية لقلّة المخاطرة.

لهذا يلاحظ أن الدول المتقدمة تميل دائماً في سياستها المالية إلى تخفيض سعر الفائدة، والعمل على تخفيضه باستمرار خاصة في أوقات الركود الاقتصادي، من أجل تشجيع الاستثمار، وما لذلك من أثر فعال في زيادة الاستخدام، والإنتاج كوسيلة للخروج من الأزمة الاقتصادية والعكس صحيح في حالة التضخم الاقتصادي.¹

2- الكفاية الحدية:

يقصد بالكفاية الحدية لرأس المال الإنتاجية الحدية لرأس المال المستثمر، أو العائد على رأس المال المستثمر حيث يكون حساب التقييم في مجال الاستثمار دائماً، وأبداً على أساس العائد الذي تحققه الوحدة النقدية المستثمرة. وفي هذا الصدد يمكن القول إن هنالك علاقة عكسية بين حجم رأس المال المستثمر، والكفاية الحدية لرأس المال، وهذا يعني أنه كلما زاد حجم الأموال المستثمرة، انخفض العائد على الوحدة النقدية المستثمرة.²

وتعرف الكفاية الحدية لرأس المال بأنه: "معدل الخصم الذي يجعل القيمة الحالية الصافية للغلات المتوقعة مساوية لثمن الأصل (تكلفة الإحلال)"، العلاقة بين الكفاية الحدية لرأس المال برصيد رأس المال علاقة عكسية، فكلما ارتفع الرصيد الرأسمالي كلما انخفضت الكفاية الحدية لرأس المال، والعكس بالعكس. إذاً، زيادة الرصيد الرأسمالي ستؤدي إلى انخفاض الكفاية الحدية لرأس المال العائد على رأس المال، حيث تعني زيادة الإنفاق الاستثماري زيادة الطلب على السلع الرأسمالية، فترتفع أسعار هذه الأخيرة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض العائد من هذه الأصول الرأسمالية (وفقاً لقانون تناقص الغلة). نجد أن ارتفاع حجم الاستثمار يعني زيادة في العرض وهذا يؤدي إلى انخفاض الأسعار وبطبيعة الحال سينخفض العائد الصافي المتوقع هذا من

¹ انس إبراهيم يونس، مرجع سبق ذكره، ص 40.

² ثر الإفصاح على ترشيد قرارات الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 41.

جهة، ومن جهة أخرى فإن ارتفاع معدل العائد الصافي سيدفع بحجم الاستثمار إلى الأعلى مع ثبات سعر الفائدة.¹

3- درجة المخاطرة:

درجة المخاطرة تعد إحدى محددات الاستثمار لأن كل عملية استثمارية لابد أن يرافقها مستوى معين من المخاطرة ودائماً نجد أن هنالك علاقة وثيقة بين درجة المخاطرة، والعائد المتوقع، وبين درجة المخاطرة، وفترة الاستثمار.

وعلى هذا الأساس يلاحظ أنه على الرغم من القوانين المشجعة للاستثمار وإصدار التشريعات والضمانات في الدول النامية، إلا أنه يلاحظ أن الاستثمارات الأجنبية في الدول النامية ظلت قليلة، نتيجة للمخاطرة.

4- الدخل:

الدخل هو كل إيراد يتحصل عليه الإنسان من عمله وماله، فالربح هو عائد الأرض، والأجر هو عائد العمل، والربح عائد المخاطرة والاحتكار.

كلما تكون زيادة إيجابية في الدخل، يحدث زيادة في المبيعات في المستقبل، ويشعر رجال الأعمال بالتفاؤل مما يدفعهم إلى زيادة مستوى المخزون من السلع والخدمات الذي يعتبر جزءاً من الاستثمار، وليس التخطيط من أجل مواجهة الإنفاق الجديد على الأرض، والمعدات مما يؤدي إلى توسع السوق. كما يعتبر مستوى الدخل من المؤثرات الاستراتيجية في تحديد مستوى طلب المستهلكين على منتجات المشروعات المختلفة، فزيادة الدخل تؤدي إلى زيادة طلب المستهلكين، مما يدفع المؤسسات إلى زيادة إنفاقها الاستثماري من أجل التوسع في منافسة احتياجات الطلب الاستهلاكي المتوقع نظرياً للحصول على عائدات كبيرة من الاستثمارات.

كلما زاد مستوى الدخل كلما زاد الطلب الاستهلاكي مما يشجع المستثمر على زيادة الإنفاق الاستثماري الجديد حتى لو كانت إقامة المشروعات الاستثمارية الجديدة تتسم بقدر من المخاطرة، وذلك لأنها تتوقع بقدر كبير من الثقة تصريف منتجات هذه الاستثمارات بما يكفل تحقيق أرباح عالية.²

زيادة مستوى الدخل القومي يؤدي إلى زيادة المبيعات حتى تصل المنشأة إلى الحد الأقصى لطاقتها الإنتاجية، مما يدفع إلى زيادة الاستثمار وزيادة التوسع في المستقبل، ويحدث العكس عند انخفاض مستوى الدخل القومي حيث يصبح الدافع إلى الاستثمار ضعيفاً.

5- النمو السكاني:

يلعب النمو السكاني دور مهم في قرار الاستثمار من خلال زيادة الطلب على مختلف السلع والخدمات، فكلما زاد عدد السكان حتماً سيقابله زيادة في الطلب مما يعني ارتفاع حجم الاستثمار لتلبية الطلب المتزايد.

¹ احمد دريد محمد، الإستثمار قراءة في المفهوم والأنماط والمحددات دار أمجد للنشر والتوزيع، 2015، ص31.

² احمد دريد محمد، مرجع سبق ذكره، ص37.

6- الضرائب:

تؤثر الضرائب في قدرة واستعداد الأفراد والكيانات الاقتصادية المختلفة على تكوين الادخارات وبالتالي الاستثمار في مجالات متنوعة ومختلفة.

وتعتمد هذه القدرة وهذا الاستعداد على السياسة الضريبية المتبعة وأنواع الضرائب ومعدلاتها وطبيعة القطاعات التي تفرض عليها ضرائب مختلفة دون غيرها، فضلاً عن طبيعة اقتصاد البلد وأنواع الأنشطة الاستثمارية المتداولة ومدى تقدم هذا النظام أو التخلف. وهناك الكثير من المحددات الأساسية التي تتعامل مع السياسة الضريبية التي تضع نفسها على العلاقة بين هذا النظام والاستثمار.

تستخدم الكثير من الدول السياسة الضريبية ضمن آلية الاستثمارات الضريبية. وقد صدرت قوانين خاصة للاستثمار بشكل يمكن ملاحظة مدى وجود العلاقة بين ضريبة الاستثمارات تشخيص العناصر التي يمكن من اقتراح صياغة آليات أو أدوات تستخدم في تشجيع استثمارات التدفق إلى البلد. فالدول المختلفة لا تتبع أي مؤشرات غير متماثلة، وبالتالي فليس من الضروري أن تستخدم الآليات والأدوات نفسها لزيادة استثمارات التدفق¹.

إلا أن العلاقة بين الضرائب والاستثمارات تؤدي بالضرورة إلى تكوين ما يسمى بالحوافز الضريبية التي ترد في القوانين الضريبية أو أي قانون آخر ذي صلة بمنح معاملة ضريبية تفضيلية لبعض الأنشطة على حساب أنشطة أخرى أو لبعض المنظمات على حساب منظمات أخرى. ولكن الحوافز الضريبية عموماً تؤدي إلى تخفيض معدلات الضريبة أو العبء الضريبي، فالنوع الأول من التخفيض ينصب على معدل الضريبة نفسه، مثل تخفيض معدل الضريبة من (10) إلى (8) ... أما التخفيض من النوع الثاني فإنه ينصب على الأساس الذي يضع عليه الضريبة كاستخدام طريقة القسط المتناقص في معالجة الانسداد بحيث يؤدي ذلك إلى تخفيض الدخل الخاضع للضريبة في خلال السنة الأولى من النشاط وبالتالي تخفيض مقدار الضريبة. وهناك عدة أنواع من المحفزات. الضريبية التي تساعد على تشجيع الاستثمارات لعل أهمها توفير المناخ الملائم للاستثمار.

7- التغير في الأسعار:

إن التغير في أسعار السلع والخدمات الإنتاجية له تأثير إيجابي وتأثير سلبي، فحين هذا ترتفع أسعار السلع والخدمات التي تدخل في استثمار ما فيخفض حجم الاستثمار. وعندما ترتفع أسعار السلع والخدمات التي يتم الاستثمار فيها فإن ذلك يدفع المستثمرين إلى زيادة الاستثمار.

¹ احمد دريد محمد، مرجع سبق ذكره، ص ص (32-33).

إن الطلب على رأس المال يتوقف على ثمن مستلزمات الإنتاج مثل المواد الأولية، البترول، الأجور، فإذا زاد معدل رأس المال إلى العمل بسبب زيادة الأجور، فإن ذلك يدفع المشروعات إلى إحلال رأس المال مكان العمالة، إن انخفاض تكاليف مستلزمات الإنتاج تعمل على التوسع في الاستثمار، أما ارتفاع التكاليف تعمل على تقليل الاستثمار بسبب انخفاض العائد.¹

ب- المحددات الغير قابلة للقياس:

هناك مجموعة من المحددات التي تؤثر في القرار الاستثماري، ولكن لا يمكن قياسها وفي هذا السياق نشير إلى ما يلي:

1- التقدم العلمي والتكنولوجي:

تعتبر التكنولوجيا من العوامل أو المتغيرات الهامة التي ترتبط بالاستثمار الثابت فرجال الأعمال دائمي الموضوع عن الطرق والوسائل لزيادة الكفاءة الإنتاجية عن طريق تقليل التكاليف، وزيادة الإنتاج، هذا يتطلب الأخذ بالطرق والوسائل التكنولوجية الحديثة والمتطورة حيث تعمل التكنولوجيا على خلق صناعات جديدة وتخفيض تكلفة الصناعات القائمة.

خلق صناعات جديدة وتخفيض تكلفة الصناعات القائمة.

الابتكارات الجديدة في مجال الصناعات الإلكترونية واكتشاف أشعة ليزر فتح مجالات واسعة وإمكانيات جديدة أمام الصناعة، فالاكتشاف الذي قدمه بيسمار الإنتاج الصلب كان له أكبر الأثر في تخفيض التكاليف الخاصة بالسكك الحديدية وإنتاج السيارات، وانعكست آثار هذا الاكتشاف ليس فقط على تخفيض تكاليف النقل وإنما أيضا كان دافعا قويا لاكتشاف طريقة تصنيع الكاوتشوك والمواد الأخرى اللازمة لإنتاج القطارات والسيارات، هذا بالإضافة إلى التطورات الكبيرة التي أحدثت ثورة حقيقية في صناعة الكيماويات.

إن التكنولوجيا الحديثة تعمل على خلق الأسواق الجديدة وتوظيف العمال وتقديم المنتجات جديدة أو تحسين في المنتجات القائمة، مع استخدام كميات أقل من عناصر الإنتاج لإنتاج نفس الحجم من المنتجات، كما أن الزيادة الكبيرة في. الأرباح يتم تحقيقها من خلال البحوث والتطوير التي تعتبر دافعا هاما في تقديم الأساليب التكنولوجية الحديثة.²

أحد العوامل المحددة للاستثمار، حيث أن ظهور الآلات والأدوات الجديدة ذات الطاقة الإنتاجية العالية تدفع المنتج ليعيش في ظل سوق منافسة دائما، وذلك باستبدال ما لديه من آليات قديمة بالجديدة من أجل البقاء في السوق، وأن التقدم العلمي والتكنولوجي لا يقف عند هذا الحد بل يتعداه ليشمل مجالات البحث

¹ احمد دريد محمد، مرجع سبق ذكره ص ص (34-35).

² نفس المرجع ص ص (34-35).

العلمي، والتطوير، وإيجاد طرق إنتاج جديدة أو استخدام مواد جديدة أو إحلال عناصر جديدة، محل عناصر تقليدية، ويعد الاتفاق في مثل هذه الحالات من أنواع الاستثمار.¹ تخلص من ذلك إلى أن التكنولوجيا الحديثة لها تأثير كبير على تخفيض التكاليف ومن ثم زيادة الإنتاج، وبالتالي زيادة الأرباح، وهي تعتبر من العوامل الهامة التي تؤثر على قرارات الاستثمار.

2_ الاستقرار الاقتصادي والسياسي:

بعد توفر الاستقرار الاقتصادي، والسياسي في أي بلد أحد العوامل الأساسية المحددة للاستثمار الذي قد يفوق تأثيره العوامل المادية، حيث يوفر الاستقرار السياسي والاقتصادي ظروفاً مشجعة للاستثمار والعكس صحيح.²

3_ التوقع:

إن عامل التوقع يتميز هو كذلك بأهمية من أجل اتخاذ القرار الصائب وقد تنقسم التوقعات إلى متفائلة ومتشائمة، فعندما يسود الشعور بالتفاؤل لدى المستثمرين، فإنها حتما تؤدي إلى زيادة مستوى الاستثمار، ويبني هذا التفاؤل انطلاقاً من الظروف المحيطة بالاستثمار كالظروف السياسية والاقتصادية في الوقت الحاضر وفي المستقبل، والعكس فأن ساد الشعور بالتشاؤم لدى المستثمرين بشأن مستقبل أي استثمار فإنه غالباً ما يؤجلون قراراتهم بالاستثمار أو يتنازلون عنه.

المطلب الثاني: أنواع ومبادئ الإستثمار

أولاً: أنواع الإستثمار

للاستثمارات تصنيفات عديدة نظراً لأهدافها وطبيعتها وأهميتها ومن هذه التصنيفات نذكر:

1- من حيث الطبيعة القانونية:

يمكن تصنيف الاستثمار إلى ثلاث أنواع:

أ - استثمارات عمومية:

وهي استثمارات تقوم بها الدولة من أجل التنمية الشاملة ولتحقيق حاجيات المصلحة العامة مثل الاستثمارات المخصصة لحماية البيئة.

ب- الاستثمارات الخاصة: وتتميز هذا النوع من الاستثمارات بطابع الربح الذي يتوقعه أصحابها من وراء عملية الاستثمار، وهي تنجز من طرف الأفراد والمؤسسات الخاصة.

ت- الاستثمارات المختلطة:

وتتحقق هذه الاستثمارات بدمج القطاع العام والخاص لإقامة المشاريع الكبيرة التي تتطلب رؤوس أموال ضخمة ولها الأهمية القصوى في انتعاش الاقتصاد الوطني. حيث تلجأ الحكومات إلى رؤوس الأموال

¹ انس إبراهيم يونس، مرجع سبق ذكره، ص 41.

² نفس المرجع، ص 42.

الخاصة المحلية أو الأجنبية، لأنها لا تستطيع تحقيق هذه المشاريع برأسمالها الخاص.

2- من حيث المدة الزمنية:

وتصنف من حيث مدتها الزمنية إلى ثلاث أصناف هي:

أ- استثمارات قصيرة الأجل:

وهي الاستثمارات التي تقل مدة انجازها من السنتين، وتكون نتائجها في نهاية الدورة لأنها تتعلق بالدورة الاستغلالية.

ب- استثمارات متوسطة الأجل:

وهي الاستثمارات التي تقل مدة انجازها من خمس سنوات وتزيد عن السنتين، وهي التي تكمل الأهداف الاستراتيجية التي تحددها المؤسسة.

ج- استثمارات طويلة الأجل:

تؤثر هذه الاستثمارات بشكل كبير على المؤسس بصفة خاصة وعلى المجتمع بصفة عامة، ووهي تتطلب لرؤوس أموال ضخمة وتغزو مدة إنجازها خمس سنوات.¹

3- من حيث الأهمية والغرض:

تنقسم بدورها إلى عدة أقسام:

أ- استثمارات جديدة:

وتتمثل في التجديدات التي تقوم بها المؤسسة، وذلك بشراء الآلات والمعدات وجل وسائل الإنتاج، وذلك لاستبدال المعادن القديمة، حتى تتمكن من مسايرة التقدم التكنولوجي، فهي تسعى لشراء المعادن الأكثر تطورا، وبالتالي فإنها تتمكن من تحسين النوعية وزيادة الأرباح، وبصفة عامة هدفها الأساسي هو الحفاظ على القدرة التنافسية للمؤسسة.

ب- استثمارات النمو (الاستراتيجية):

هدفها الأساسي تحسين الطاقات الإنتاجية لتنمية الإنتاج والتوزيع بالنسبة للمؤسسة لتوسيع مكانتها في السوق، إذ تقوم بتسويق منتجات وابتكارات جديدة ومتميزة لفرض نفسها على المنتجين الآخرين وهذا ما يسمى بالاستثمارات الهجومية، أما الاستثمارات الدفاعية فهي التي تسعى المؤسسة من خلالها إلى الحفاظ على الأقل على نفس وتيرة الإنتاج.

ج- الاستثمارات المنتجة والغير منتجة:

وهي استثمارات تنقسم على أساس معيار تكلفتها، فكلما كانت الزيادة في إنتاج المؤسسة مع تحسن النوعية بأقل التكلفة، سميت هذه الاستثمارات المنتجة، وفي حالة العكس فهي غير منتجة.

¹ منصور محمد الزين، مرجع سبق ذكره ص ص (21-22).

د- الاستثمارات الإجبارية:

وتكون إما اقتصادية أو اجتماعية، فالاجتماعية هي التي تهدف من خلالها الدولة إلى تطوير البنية الاجتماعية للفرد، وذلك بتوفير المرافق العمومية الضرورية، أما الاقتصادية فغرضها هو تلبية الحاجات المختلفة للأفراد من سلع وخدمات مختلفة مع تحسين هذه الأخيرة كما ونوعاً.

هـ- الاستثمارات التعويضية:

هدفها الحفاظ على رأس المال على حاله، وتعويض ما استهلك منه بأموال وإهلاكات، أما الصافية منها فتهدف إلى رفع رأس مال المؤسسة باستثمارات جديدة بحسب الطلب والظروف.¹

و- استثمارات رفاهية:

هذا النوع من الاستثمارات نتائج غير مباشرة، حيث تقوم بتحسين القدرة الشرائية للمؤسسة، وبالتالي إعطاء صورة حسنة عنها لدى المتعاملين معها والمستهلكين لمنتوجها.

4- من حيث الوطن:

الاستثمارات الأجنبية وتتمثل في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية التي تجود في شكل أسهم مباشر من رأس المال الأجنبي في الأصول الإنتاجية للاقتصاد المضيف (الاستثمارات الأجنبية المباشرة)، أو كافة صور القروض الائتمانية طويلة الأجل، التي تتم في صورة علاقة تعاقدية بين الاقتصاد المضيف لها والاقتصاد المقرض (الاستثمار الأجنبي الغير مباشر).

فالاستثمار الأجنبي المباشر يختلف عن الغير مباشر منه، كونه يتضمن تحويلات مالية من الخارج في صورة طبيعية، أو في صورة نقدية أو كلاهما بهدف إقامة مشروع إنتاجي، تسويقي إداري في الأجل الطويل، وبغية التأثير بصفة مستمرة في اتخاذ القرار الاستثماري، لتحقيق أقصى ما يمكن من الأرباح عن طريق الرقابة عند إنتاج الوحدات وتسويقها.

وبذلك يتميز الاستثمار الأجنبي المباشر عن الغير مباشر، حيث أن الاستثمارات غير المباشرة لا تمارس فيها الرقابة على المشروع عند إنتاج كل وحدة، بل تتم الرقابة بصفة عامة دون التعرف على التفاصيل الدقيقة للمشروع، كما هو الحال بالنسبة للاستثمارات المباشرة، كما يتبين اختلاف الاستثمارات المباشرة عن غيرها من حركات رأس المال الدولي مثل القروض والإعانات فلا توجد السمات الخاصة بتعريف الاستثمار المباشر فيها.

والاستثمارات الأجنبية المباشرة أشكال وأنواع متعددة، ويعود سبب اختلاف أشكال هذه الاستثمارات إلى اعتبارات متعددة لعل من أهمها: شكل المستثمر، طبيعة النشاط الاستثماري، صور الملكية، والشكل القانوني للاستثمار.²

¹ منصور محمد الزين، مرجع سبق ذكره ص ص (22-23).

² نفس المرجع، ص 23.

ثانياً: مبادئ الاستثمار

حتى يتوصل المستثمر إلى الاختيار بين البدائل الاستثمارية المتاحة لا بد من مراعاة مجموعة من المبادئ العامة وهي:

أ- مبدأ الاختيار:

نظراً لتعدد المشاريع الاستثمارية واختلاف درجة مخاطرها، فإن المستثمر الرشيد دائماً يبحث عن الفرص الاستثمارية بناءً على ما لديه من مدخرات، بحيث يقوم باختيار هذه الفرص أو البدائل المتاحة مراعيًا في ذلك ما يلي:

- ـ يحصر البدائل المتاحة ويحددها.
- ـ يحل البدائل المتاحة أي يقوم بالتحليل الاستثماري.
- ـ يوازي بين البدائل في ضوء نتائج التحليل.
- ـ يختار البديل الملائم حسب المعايير والعوامل التي تعبر عن رغباته، كما يفرض هذا المبدأ على المستثمر الذي لديه خبرة ناقصة، أن يستعين بالوسطاء الماليين.

ب- مبدأ المقارنة:

وهنا يقوم المستثمر بالمفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة للاختيار المناسب وتتم هذه المقارنة بالاستعانة بالتحليل الأساسي أو الجوهرى لكل بديل متاح ومقارنة نتائج هذا التحليل لاختيار البديل الأفضل والمناسب للمستثمر حسب وجهة المستثمر وكذا مبدأ الملاءمة.¹

ج- مبدأ الملائمة:

بعد الاختيار بين المجالات الاستثمارية وأدواتها، وما يلائم رغبات وميول المستثمر وكذا دخله وحالاته الاجتماعية، يطبق هذا المبدأ بناءً على هذه الرغبات والميول، حيث لكل مستثمر نمط تفضيل يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية لقراره، والتي يكشفها التحليل الجوهرى والأساسي وهي:²

- ـ معدل العائد على الاستثمار.
- ـ درجة المخاطر التي يتصف بها الاستثمار.
- ـ مستوى السيولة التي يتمتع بها كل من المستثمر وأدوات الاستثمار.

د- مبدأ التنوع:

وهنا يلجأ المستثمرون إلى تنويع استثماراتهم، وهذا للحد والتقليل من درجة المخاطر الاستثمارية التي يتعرضون لها، غير أن هذا المبدأ ليس مطلقاً، نظراً للعقبات والقيود التي يتعرض لها المستثمرون، مما يصعب عليهم انتهاج وتطبيق هذا المبدأ على أرض الواقع.³

¹ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، 1999 ص 228.

² نفس المرجع، ص 230.

³ قحطان سيويقي، اقتصاديات المالية العامة، دار طرابلس للدراسات والنشر والتوزيع ص 20.

المطلب الثالث: مفهوم القرارات الاستثمارية ومراحلها وأهميتها:

أولاً: مفهوم القرارات الاستثمارية:

إن صنع القرار الاستثماري يعتبر من أصعب مراحل العملية الاستثمارية، وذلك لأنه يأتي عادة على بديل معين بين عدة بدائل، حيث أن لكل بديل عوائده وتكاليفه المتوقعتين. وقد تكون الاختلافات بين بديل وآخر في هذين النوعين من التدفقات المالية كبيرة جداً مما ينعكس فيما بعد على كفاءة تخصيص الأصول الاستثمارية، فإذا كان القرار المتخذ قبل الصالح البديل الاضعف فإنه يؤدي إلى ظهور تكاليف فرصته عالية، وتتأتى هذه التكاليف من جانبين: أحدهما ظهور موارد معطلة لا تحقق العوائد المناسبة والآخر إعمال المجال الأكثر كفاءة في تخصيص الموارد الاستثمارية وذلك مقارنة بالمجالات الأخرى.¹

هناك من عرف القرارات الاستثمارية على أنها " عملية اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري، والمبني على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسبق عملية الاختيار. وعرفه آخر بأنه عملية اقتصادية مدروسة من قبل شخص طبيعي، أو قانوني تقوم على أسس أو قواعد عملية أو عقلانية بموجبها يجري توجيه أصول مادية، أو مالية، أو بشرية، أو معلوماتية نحو تحقيق عوائد اقتصادية أو اجتماعية، أو ثقافية أو علمية ... في المستقبل بتدفقات مستمرة عادة.²

إن عملية اتخاذ قرار الاستثمار تعد أمراً حاسماً وهاماً في حياة المنشأة تتطلب التخطيط لها وذلك بإعداد خطة طويلة الأجل تراعي ترتيب مصادر التمويل المختلفة وتضمن توافرها دائماً وقت الحاجة إليها مع تطور عمر المشروع الاستثماري، على أن يؤدي ذلك في النهاية إلى تعظيم حقوق الملاك والمساهمين. وعملية التخطيط السليمة تتطلب إعداد دراسات الجدوى لغرض اتخاذ القرار الاستثماري السليم في الوقت المناسب. ذلك أن تقدير التنبؤات المالية لأداء الاستثمار الجديد من أهم وأعد الخطوات في دراسة المشروعات الجديدة ويشمل ذلك تقدير التكاليف الاستثمارية لتنفيذ المشروع والتدفقات المتوقعة من تشغيله وتسويق منتجاته أو خدماته.

ثانياً: مراحل اتخاذ القرارات الاستثمارية

هناك أربعة مراحل أساسية لاتخاذ قرار الاستثمار وهي:

1- تحديد نوعية الاستثمار:

حيث يتطلب الشروع في اتخاذ قرار استثمار طويل الأجل أن تقوم الشركة بتجميع البيانات الخاصة بالاستثمارات المتاحة وتحليلها ووضع البدائل المختلفة لاختيار أفضلها، ثم اختيار بدائل التنفيذ والتمويل الاقتصادية والمشروعات الاستثمارية طويلة الأجل المحتملة التنفيذ هي بصفة عامة إما: استثمارات جديدة، وإما استثمارات توسعية، وإما استثمارات تتعلق بالإحلال والتجديد.

¹ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، 2008، ص 48.

² أنس إبراهيم يونس، مراجع سبق ذكره، ص 33.

2- تحديد البدائل الممكنة:

قد تتعدد البدائل المتاحة للمستثمر وفي هذه الحالة يجب تحديد مزايا وعيوب كل بديل (عائد وتكلفة) تمهيدا للاختيار. وفي حالات أخرى تحصر الاختيارات في بديل واحد وهنا يتم تحديد التكلفة والعائد له لاتخاذ قرار القبول أو الرفض.

3- تحديد مزايا وعيوب كل بديل:

يتم ذلك بإتباع طرق تقييم موضوعية تعطى عند تطبيقها على كل بديل نتائج رقمية تعبر عن النتيجة النهائية للمقابلة بين التكلفة والعائد المرتبطة بالبديل المطروح.¹

4- اتخاذ القرار الاستثماري:

يتم ذلك من خلال نتائج المرحلة السابقة وذلك بإقرار البديل الذي ينتج عنه أفضل نتائج رقمية يظهر مما سبق أن عملية الأنفاق الاستثماري تتطلب تحديد حجم ونوعية الاستثمار المزمع تنفيذه ومن ثم تقييم مدى جدواه المالية والاقتصادية ويلزم ذلك اتخاذ الخطوات التالية بمجرد تحديد المشروع وقبل الموافقة على تنفيذه:²

- تحديد حجم التكاليف الاستثمارية اللازمة لتنفيذ المشروع المقترح.
- تقدير التدفقات النقدية المستقبلية للمشروع وتحديد القيمة المتبقية له بحلول نهاية عمره الاقتصادي.
- تقدير وحساب حجم المخاطر المرتبطة بتحقيق التدفقات النقدية المتوقعة دون حدوث حوادث تؤثر على جدواه المالية والاقتصادية.
- بناء على تقديرات المخاطر المرتبطة بالتنفيذ، تتولى الإدارة حساب تكلفة التمويل للمشروع والتي تمثل أساس حسابات القيمة الحالية.
- استخدام إحدى وسائل تقييم المشروعات تمهيدا لاتخاذ القرار إما بالقبول أو الرفض.

ثالثا: أهمية القرارات الإستثمارية

تكمن أهمية الاستثمار كونه من أهم القرارات التي يتخذها الفرد من أجل التخلي عن أمواله مقابل الحصول على تدفقات مستقبلية. واستمرار الشركة في العمل، وزيادة النمو الاقتصادي للدولة. حيث تكمن أهمية القرار الاستثماري منها ما يأتي:³

- ـ زيادة الإنتاج، ومنه زيادة الاستهلاك المحقق للرفاهية الاجتماعية.
- ـ هو الصورة المعبرة للنمو، والتقدم الوطني، ومدى تحقيق المعيشة والرفاهية الاجتماعية.
- ـ يؤدي إلى زيادة مساهمته في الناتج الوطني الإجمالي.
- ـ يعمل على إشباع الحاجيات الأساسية لأغلبية السكان.

¹ منصور محمد الزين، مرجع سبق ذكره، ص 66-67.

² نفس المرجع ص 67-68.

³ أنس إبراهيم يونس، مرجع سابق، ص 34.

– زيادة وتحسين إنتاجية رأس المال وتحسينها بالاستمرار.

المطلب الرابع: مخاطر اتخاذ القرارات الاستثمارية والعوامل المؤثرة عليها

أولاً: مخاطر اتخاذ القرارات الاستثمارية: أنواع مخاطر الاستثمار

1- مخاطر السوق:

يتخوف المستثمرون عادة من الاستثمار في بعض الأسواق وخصوصاً أسواق الأسهم، وذلك لوجود ما يسمى بعامل خطر السوق، أنه خطر خسارة جزء من الأموال المستثمرة في الأسهم كنتيجة لانخفاض قيم السوق. إن التفكير بأن الاستثمارات تتحرك ارتفاعاً وهبوطاً يجعل الأعصاب مشدودة ومتوترة، فحقيقة الأمر أن تقلب أو تذبذب السوق وبالرغم من أنه متوقع لدى المستثمرين إلا أنه الجزء غير المستحب في سوق الأسهم.

2- مخاطر التضخم:

بعض الأشخاص وتقديراً منهم الخسارة جزء من استثماراتهم في الأسواق المالية تجددهم يضعون أموالهم في حسابات ادخار، ولكن ما يعتبر ضماناً وأماناً في مدة زمنية قصيرة قد يعتبر خطراً يهدد هذه الأموال مع مرور الوقت. وهو قد يجلب نوعاً من المخاطر يتمثل في القوة الشرائية أو خطر التضخم، وهو ما يعني تدني القيمة الحقيقية لهذه الأموال، فالمال تضعف قيمته تماماً بما يقارب نسبة التضخم التي تطرأ على الاقتصاد العام للدولة ومثال ذلك ارتفاع تكلفة المعيشة في الوقت الراهن مقارنة عنه في سنوات مضت.

3- مخاطر السيولة:

ما يتعارف عليه بتسييل الاستثمارات هو معناه تصفية الاستثمار أو جزء منه وتوجيهه ليكون سيولة نقدية وكثير من الأشخاص لا ينتبه لهذا العامل الهام وذلك عند اختيارهم لاستثمارات معينة تتطلب مدداً زمنية تتراوح بين القصيرة إلى طويلة الأجل حتى يمكن جني ثمار هذا الاستثمار. وحتى الاستثمارات في بعض المنتجات البنكية والتي يطلق على بعضها معدومة المخاطر، فإنها تحتوي على تواريخ محددة للحصول على الربح.¹

إن ما تقصده هنا بمخاطر السيولة هو تضائل الربح أو انعدامه عند الرغبة الطارئة للمستثمرين في تسييل استثماراتهم فجأة نظراً لظروف معينة.

والخلاصة هي أن التأكد من فهمك للمخاطر التي قد تعترض الاستثمار وكذلك إجراء الاحتياطات لكي تكون هذه المخاطر في أضيق حدودها، هي الحس الذي يفترض أن يتحلى به المستثمر الحكيم. كما أن توزيع المحفظة الاستثمارية كأن تحوي منتجات استثمارية متنوعة مثل أسهم وسندات وصناديق استثمار وكذلك نقد هو الخطوة الأولى لمواجهة وإدارة المخاطر.

¹ سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراجحة للنشر والتوزيع، 2009، ص ص (31-32).

4- مخاطر المضاربة:

مخاطر المضاربة تتمثل في تقلبات الأسعار المفاجئة، احتمال الخسارة الكبيرة، وتأثير الشائعات والمضاربات العشوائية على قرارات المستثمرين، حيث بدأ مؤشر السوق مع استرجاع بعض الخسائر بعد الانهيار الذي حل بها فهل ينسى المستثمرون ما حصل؟ فمن الخطأ الآن أن نمارس طقوس المضاربة التي اعتدنا عليها دون التفكير فيما آلت إليه استثمارات الكثير من صغار المستثمرين، وبغض النظر عن أسباب هذه الانهيارات فالمستقبل لا يخلو من المضايقات السارة وغير السارة التي ستؤدي بها أسباب جديدة غالباً ما تكون غير متوقعة.

فالدرس هنا هو في أهمية إدارة المخاطر وتأثيرها على القرارات الاستثمارية التي اتخذها كل مستثمر، وما سبب كون أغلبية ضحايا الانهيار الأخير من صغار المستثمرين إلا أن الكثير منهم كشفوا عن محفظتهم لمستوى مخاطر أعلى مما يستطيعون وضعه مالياً على الأرجح.

فمن البديهيات أن الاستثمار في أي سوق أسهم هو استثمار ذو مخاطر عالية على المدى القصير، ويجب إدراك أنه كلما قل أمد الاستثمار قلت المخاطر وإن كانت لا تنتج ولا تدخل ضمن أي نطاق مضمون والسوق المحلي لا يختلف عن الأسواق الأخرى في هذه الخاصية، ومع ذلك نجد أن المستثمرين الأقوياء خاضعين للسوق بمضاربة يومية وهي سياسة الاستثمار الأقصر مدى وأعلى مخاطرة.¹

5- مخاطر الاستثمار على المصارف:

إن المخاطر المتعلقة برأس المال هي من الناحية المبدئية مخاطر مرتبطة بحقيقة أن الأموال يتم استثمارها في موجودات محفوفة بالمخاطر، وتستند هذه المخاطر بكاملها على مفهوم الموجودات المثقلة حسب درجة مخاطرها التي تمثل مقام النسبة بينما يمثل رأس (المال) بسط هذه النسبة. وتظهر مشاكل في سياق تطبيق هذه المنهجية على المصارف على شكل نسبة كفاية رأس المال، إن اتفاقية بازل تميز بين العديد من الشرائح وتتكون من:

- **الشريحة الأولى:** من رأس المال الدائم للبنوك واحتياطياته، كما تظهر في قائمة المركز المالي باستثناء احتياطات إعادة التقييم.
- **الشريحة الثانية:** فتتكون من احتياطات لا يفصح عنها. احتياطات إعادة التقييم، المخصصات العامة التي يحتفظ بها لمقابلة مخاطر حالية غير محددة (تحدد بنسبة 1.25 % من الأصول المرجحة حسب درجة مخاطرها).

ادوات رأس المال الهجينة الدين حقوق الملكية مثل الأسهم التفضيلية الدائمة والدين الثانوي الدائم الدين الثانوي الذي يقي باشتراطات معينة، أهمها ألا تقل مدة استحقاقه عن خمس سنوات بحيث لا يتجاوز 50

¹ سيد سالم عرفة، مرجع سبق ذكره، ص 33.

من المبلغ المشمول في البسط بموجب الشريحة رقم (1) ولا يجوز أن يتجاوز إجمالي المبلغ الذي يجب أن يشمل البسط بموجب الشريحة رقم (2) إجمالي المبلغ المشمول بموجب الشريحة رقم (1). وتجدر الإشارة إلى أن حسابات الاستثمار لا تتماشى مع مقاييس أي من شرائح رأس المال هذه، وذلك لأنه من غير الطبيعي أن تكون لهذه الحسابات مدة استحقاق طويلة الأجل مثل ما ذكر سابقاً، ومن ناحية أخرى إذا شكل المصرف احتياطات تتسم بالحذر بشكل عام من خلال إطار حسابات الاستثمار سواء المطلقة أم المقيدة، فإن هذه الاحتياطات من حيث المبدأ مؤهلة لمعالجتها بصفتها جزء من الشريحة رقم (2) طالما أن جزء من الموجودات الموزونة حسب درجة المخاطر التي يتم تمويلها من حسابات الاستثمار في مقام النسبة.¹

وهذه المعالجة لا تنطبق على المخصصات الخاصة أو العامة المتعلقة بخسائر محددة إنما فقط على الاحتياطات التي تتسم بالحذر المقابلة خسائر غير محددة لذا يجب التمييز بينهما معايير المحاسبة المالية رقم (11) الصادر عن الهيئة، أما بالنسبة لل قيد المتعلق بتحديد نسبة 1025% من الموجودات المرجحة فلا يطبق على هذه الحالة وذلك لأن المخصصات عامة. بالنسبة للموجودات الموزونة، فإن المسألة الأساسية التي تخص المصارف تتعلق بمعالجة الموجودات التي يتم تمويلها من حسابات الاستثمار تؤثر المخاطر المرتبطة بهذه الموجودات على رأس مال المصرف.

ثانياً: العوامل المؤثرة على اتخاذ القرارات الاستثمارية

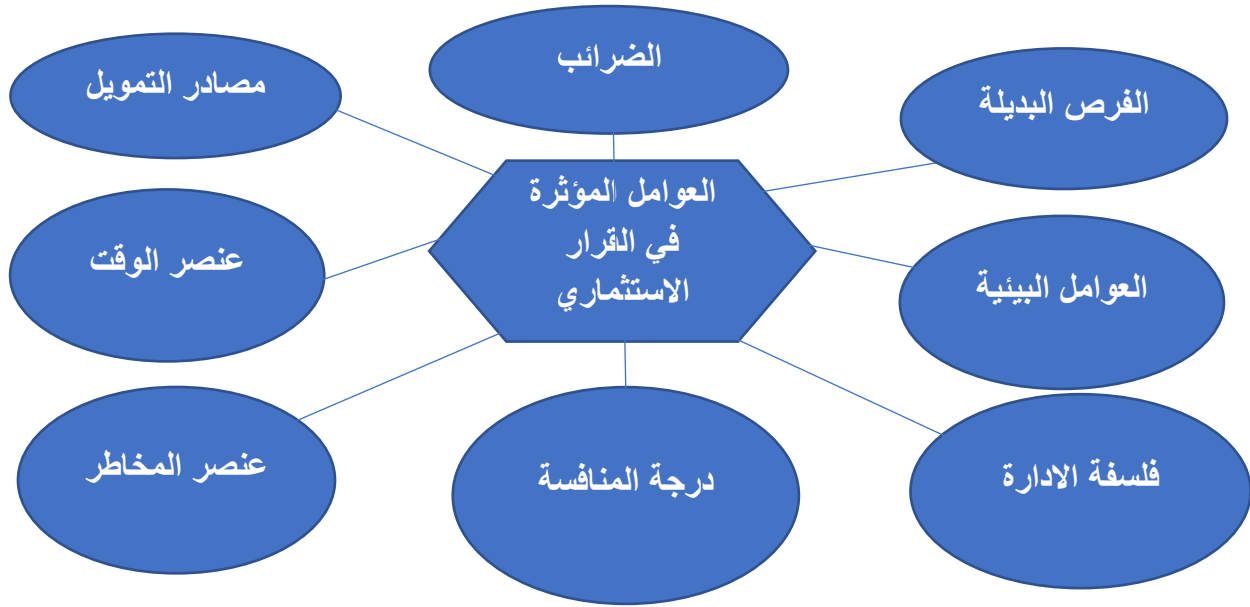
بشكل عام على إدارة المشروع اتخاذ القرار المناسب في ضوء الاقتراحات المعروضة والممكنة ومختلف المتغيرات المحيطة من إمكانيات ومعلومات تغطي كافة المجالات المختلفة المتعلقة والمرتبطة بالمشروع. وإذا كان هذا هو الحال في مختلف القرارات فإن الأمر يزداد حدة ويزداد أهمية وتعقيداً في حالة القرارات الاستثمارية بصفة خاصة لما لها من آثار تكاليفية وإيرادية باهظة وبعيدة المدى في الأجلين القصير والطويل. والقرارات التشغيلية تحتاج إلى إنفاق تشغيلي والقرارات الاستثمارية يتبعها إنفاق رأسمالي، ورغم أن هدف كلا النوعين هو تحقيق عوائد للشركة، ويؤثر في القرار الاستثماري متغيرات منها ما هو داخلي ومنها ما هو خارجي.

ويواجه متخذ القرار الاستثماري العديد من الصعوبات والمشاكل التي ينبغي عليه أن يتغلب عليها حتى يخرج القرار الاستثماري بأعلى فعالية ممكنة، وتودر هذه المشاكل حول العديد من القضايا المتعلقة بموضوع الاستثمار فمنها ما يركز على الجانب المالي متمثلاً في الصعوبات المالية وأهمها معدلات الضرائب المرتفعة والرسوم العالية، وندرة رأس المال اللازم للاستثمار.²

¹ سيد سالم، مرجع سبق ذكره، ص 34.

² شفيقي موسى وآخرون، مهند الدويكات إدارة الإستثمار، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2011، ص 23.

الشكل رقم (1-1): العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري



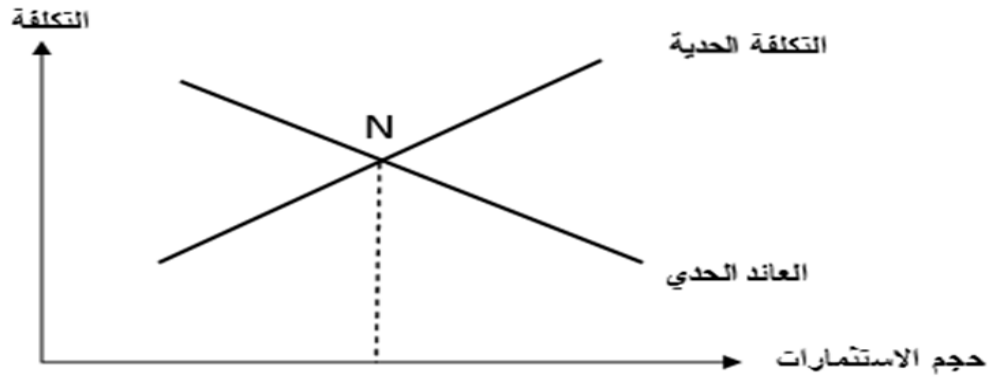
المصدر: شفيري موسى وآخرون، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2011، ص 23.

ثالثاً: العلاقة بين تكلفة رأس المال واتخاذ القرار الاستثماري

يعتمد القرار الاستثماري في الأساس على معدل العائد الداخلي المتوقع الحصول عليه، وعلى هذا الأساس يعمل المسير المالي على تحديد ما يلزمه من مصادر لتمويل استثماراته، وبالتالي يحدد ما يحتاجه من رؤوس أموال في جدول للطلب والذي يبين فيه المبالغ المطلوبة والتي يمكن استثمارها بحيث تختلف باختلاف معدل العائد، فارتفاع تكلفة رأس المال يترتب عليها انخفاض المبالغ التي يمكن استثمارها بهذه التكلفة، بينما نجد في الواقع إن حجم الاستثمارات يزيد بالرغم من ارتفاع تكلفة رأس المال وذلك من أجل استنفاد الفرص الاستثمارية المربحة.¹ وعليه فإنه عند تقدير حجم الاستثمارات الرأسمالية التي تتحقق عند أقصى منفعة ممكنة يجب حل جملة تكلفة رأس المال التي تمثل العرض مع معدل العائد المتوقع عند المستثمر وهو الطلب، كما يمكننا الاستعانة بالمنحنى البياني التالي:

¹ حمزة أشيخي، إبراهيم الحرزاوي، الإدارة المالية الحديثة، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1998، ص 380.

الشكل رقم (1-2) يوضح العلاقة بين تكلفة رأس المال والقرار الاستثماري.



المصدر: حنفي عبد الغفار، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الاسكندرية، 2007، ص 432.

من خلال الشكل الموضح أعلاه نستنتج أن النقطة "N" هي النقطة الحدية التي يتحقق عندها التوازن بين التكلفة الحدية والعائد الحدي؛ حيث أن تكلفة رأس المال تمثل العائد الأدنى الذي يمكن تحقيقه على الاستثمارات المقترحة، فتحقيق معدل عائد استثماري أقل من هذا المعدل يؤدي إلى وقوع المؤسسة في حالة حرجة وسيئة أكثر مما كانت عليه من قبل، في حين تحقيقها لمعدل عائد أكبر من المعدل الأدنى سيؤدي بالمؤسسة حتما إلى تحسين وضعيتها المالية وزيادة قيمتها السوقية.¹

¹ حنفي عبد الغفار، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الاسكندرية، 2007، ص 432.

المبحث الثالث: الأدبيات التطبيقية - الدراسات السابقة للموضوع

المطلب الأول: دراسات سابقة باللغة العربية

بعدما تم التطرق للإطار النظري لموضوع دراستنا، وجب علينا إعطاء نظرة على أهم الدراسات السابقة المرتبطة بالموضوع والتي تعتبر قليلة جداً، قصد مقارنتها مع دراستنا الحالية، حيث لقي موضوع تكلفة رأس المال باهتمام كبير من الباحثين في مجال الإدارة المالية، وفي هذا الإطار قمنا بتقسيم المبحث إلى ثلاث مطالب، ضم الأول الدراسات العربية، بينما خصص الثاني للدراسات الأجنبية، أما المطلب الثالث والأخير أبرزنا فيه ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة.

الدراسة رقم 01: رزطار عبد الله صابر خلف أثر اعتماد تكلفة رأسمال في احتساب نقطة التعادل على الرافعة التشغيلية، التمويلية في تخطيط الأرباح في الشركات الصناعية في إقليم كردستان، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية، عدد خاص (2018).

هدفت هذه الدراسة إلى التوسع في النموذج التقليدي في احتساب نقطة التعادل ليشمل تكلفة رأس المال المستثمر والأموال الموظفة في الشركات الصناعية من خلال تغيير في النموذج التقليدي وأثر اعتماد النموذج المتطور لنقطة التعادل على الرافعة التشغيلية في تخطيط الأرباح في الشركات الصناعية. حيث تعتبر تحليل نقطة التعادل والرافعة التشغيلية والتمويلية من الأدوات المهمة من قبل الإدارة والتي يستخدم في مجال تخطيط الأرباح. أن تحليل التعادل في نموذجها المتطور سوف يساعد في تخطيط للأرباح وتحديد الحجم الأمثل للإنتاج الذي يعظم الأرباح. ومن جانبها فإن الرافعة التشغيلية ومن جهة أخرى يؤدي ارتفاع درجة الرفع التشغيلي إلى ازدياد درجة حساسية التغير في صافي ربح التشغيل تجاه التغير في المبيعات وتساعد في اتخاذ القرارات الخاصة بالتوسع في الإنتاج والمبيعات من أجل تعظيم الأرباح في الشركات الصناعية الكبرى. كما خلصت الدراسة إلى أن إضافة تكلفة رأس المال إلى معادلة نقطة التعادل سوف تؤدي إلى ارتفاع نقطة التعادل في الشركة وارتفاع الرافعة التشغيلية والتمويلية للشركة.

الدراسة رقم 02: غربي حمزة بدروني عيسى العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 01، العدد 02، (2019).

يعتبر موضوع تكلفة رأس المال من المواضيع الرئيسية في مجال الإدارة المالية في المؤسسة، والتي يجب على المؤسسة تحديده بدقة أخذاً بعين الاعتبار كل الظروف المؤثرة على هذه التكلفة، وصولاً إلى قيمتها، وكيفية التحكم فيها. تعتبر تكلفة التمويل في المؤسسة من بين أهم العوامل المحددة لنوعية الاستثمارات في المؤسسة، حيث كلما مانت صغيرة كلما ساعد ذلك المؤسسة على إيجاد فرص استثمارية أكثر.

الدراسة رقم 03: شهرزاد مداني، أثر تكلفة رأس المال على ربحية الشركات دراسة عينة من الشركة المدرجة في بورصة عمان، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 07، العدد 02 (2021).

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر التكلفة المرجحة لرأس المال في تعظيم ثروة الملاك وتمثلت عينة الدراسة في 30 شركة مدرجة في بورصة عمان كما تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في إجراء الدراسة كما تم الاعتماد على مخرجات EVIWS من خلال الانحدار المتعدد، وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية أنه يوجد دلالة إحصائية لتكلفة رأس المال انطلاقاً من قياس كل من تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الديون. وتوصلت الدراسة إلى أنه يجب على إدارات الشركات الاعتماد على الهيكل التمويل الأنسب لها من خلال احتساب تكلفة رأس المال من أجل تعظيم أرباحها وحماية ثروة الملاك.

الدراسة رقم 04: دراسة هباش، فارس مناع ريمة (2018) 26 مجلة بعنوان "أثر المعلومات المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق عمان " حيث سعت الدراسة إلى بيان أثر ومنفعة المعلومات المالية في اتخاذ القرار الاستثماري، واتخذت الباحثتان الشركات المدرجة في سوق عمان المالي نموذجاً وتمثلت إشكالية الدراسة في: ما مدى تأثير وأهمية المعلومات المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق عمان المالي؟ ولتحقيق أهداف الدراسة اعتمدت الباحثتان على المنهج الوصفي التحليلي واستخدام أداة الاستثمار لجمع المعلومات وبناءاً على آراء 41 مستثمراً فردياً في سوق عمان توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

ـ وجود أثر كبير للمعلومات المالية في ترشيد القرارات الاستثمارية بسوق عمان، حيث أن المستثمرون يجدون المعلومات المالية واضحة ومفهومة لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية؛ واهم ما وصت به الدراسة ضرورة التزام الشركات المدرجة في سوق عمان المالي بالإفصاح في المعلومات و إتاحتها لترشيد القرارات الاستثمارية.

المطلب الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

في هذا المطلب قمنا بتقديم بعض الدراسات السابقة الأجنبية التي كان موضوع تكلفة رأس المال وعلاقتها بالقرار الاستثماري من أبرز اهتماماتها.

- ✓ Fizza Ijaz, Ali Mirza, Hamza Nisar, & Nosheen Rasool. Impact of Weighted Average Cost of Capital and Value of Firm on Firm's Investment Decision-GCU Economic Journal, Volume XLIV (1&2), 2011, pp. 1-16

اختبرت هذه الدراسة تأثير المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال وقيمة الشركة على قرار الشركة الاستثماري. حيث شملت العينة مؤسسات قطاع الأغذية المدرجة في بورصة باكستان خلال الفترة 2008 إلى 2014. استخدمت الدراسة متغيرات WACC و Value of company بينما regressand هي Investment. وطبقت تحليل الانحدار وعامل تضخيم التباين وطريقة Genralized Lest Square، وخلصت الدراسة إلى أن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال يلعب دوراً مهماً في قرار الاستثمار. حيث أظهرت النتائج أن هناك علاقة سلبية بين المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال والقرار الاستثماري مما

يعني أن المتوسط المرجح المرتفع لتكلفة رأس المال يؤدي إلى انخفاض الاستثمار والعكس صحيح) في حين أن قيمة الشركة لها علاقة إيجابية مع قرار الاستثمار الخاص بالشركة.

- ✓ Anaja Blessing & Emmanuel E. Onoja, The Role of Financial Statements on Investment Decision Making: A Case of United Bank for Africa PLC (2004-2013), European journal of business, Economics and Accountancy, Vol 3, No 2

هدفت هذه الدراسة إلى اكتشاف دور تحليل القوائم المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية، أي بيان الدور الذي تلعبه المعلومات المالية في صنع القرار خاصة القرارات الاستثمارية. وقد توصلت الدراسة إلى أن للشفافية في المعلومات المحاسبية وتكلفة رأس المال تأثير على عملية صنع القرار الاستثماري خاصة مستخدمي القوائم المالية، وقد أظهر تحليل الدراسة أن المستثمرين يحتاجون إلى رأي محافظ الحسابات للموافقة على إبداء رأيه حول مصداقية القوائم المالية المنشورة وهذا أمر مهم جدا في عملية صنع قرار الاستثمار.

المطلب الثالث: ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

بعدما تم التطرق لبعض الأدبيات السابقة باللغة العربية والأجنبية والتي اهتمت بدراسة مدى تأثير تكلفة رأس المال على القرار الاستثماري في المؤسسة، سنحاول في النقطة الموالية إبراز نقاط التشابه والاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة.

بعد اطلاعنا على الأدبيات السابقة اتضح لنا أن هنا كأوجه تشابه واختلاف بين دراستنا هذه والدراسات سألغة الذكر، حيث أنها تسعى لمعرفة أثر تكلفة رأس المال على القرار الاستثماري للمؤسسات، وتحديد العلاقة بينهما، وذلك باعتماد أن كل دراسة لطريقة خاصة في كيفية معالجة الموضوع، إضافة إلى وجود تشابه في طرق وأدوات تحليل البيانات المعتمدة والمتعلقة بالمؤسسة كما هو الحال بالنسبة لدراستنا هذا وقد لاحظنا أن أغلب الدراسات جرت على مستوى الأسواق المالية.

بالرغم من وجود نقاط تشابه إلا أنه توجد اختلافات وفروق جوهرية أيضا فيما يتعلق بالبيئة التي تمت فيها دراستنا الحالية مقارنة بالدراسات السابقة، وكذا متغيرات الدراسة والفترة الزمنية، إذ نجد أن معظم الدراسات بحثت حول تأثير تكلفة رأس المال على قيمة المؤسسة، بينما تبحث هذه الدراسة عن مدى تأثير تكلفة رأس المال على القرار الاستثماري للمؤسسات، قد نجد بعض الدراسات العربية خاصة اعتمدت على تطبيق نماذج الانحدار فيما يتعلق بالعلاقة بين كل من تكلفة رأس المال والقرار الاستثماري، بينما ستحاول هذه

الدراسة الاعتماد على أسلوب التشخيص المالي للتكلفة وعلاقتها بالقرار الاستثماري وهو الأمر الذي ميزها عن سابقتها.

خلاصة الفصل

تم في هذا الفصل تناول العلاقة النظرية والتطبيقية بين تكلفة رأس المال في المؤسسة الاقتصادية وعلاقتها بالقرار الاستثماري، باعتبارها من بين أبرز العلاقات التي حظيت باهتمام واسع في المجال المالي. ويعود ذلك إلى أن تكلفة رأس المال تُعد من الركائز الأساسية لنجاح أي مؤسسة واستمراريتها في السوق، خاصة في ظل التحولات المتسارعة التي تشهدها أسواق المال العالمية.

تشير تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى من العائد الذي ينبغي تحقيقه للحفاظ على قيمة الأموال المستثمرة من طرف المساهمين. وهي تمثل المتوسط المرجح لتكلفة مختلف مصادر التمويل الدائمة للمؤسسة، حيث تأخذ بعين الاعتبار تكلفة الأموال الخاصة معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين) وتكلفة الديون بعد خصم الأثر الضريبي، إضافة إلى علاوة الزمن والمخاطر النظامية. يمكن احتساب تكلفة رأس المال باستخدام عدة نماذج، أهمها نموذج تكلفة الاستدانة المستند إلى سعر الفائدة المعدل ضربياً.

وتعد تكلفة رأس المال أداة هامة في تقييم الجدوى الاقتصادية للمشاريع الاستثمارية، حيث يُنظر إليها كمعيار للحكم على مدى جاذبية الاستثمارات. فكل مشروع يحقق عائداً يقل عن تكلفة رأس المال يعتبر غير مجد من الناحية المالية، إذ يساهم في تآكل ثروة المساهمين وزيادة حدة الصراع بين أصحاب المصالح. علاوة على ذلك، تُستخدم تكلفة رأس المال كذلك في تقييم المؤسسات لأغراض الخصخصة، أو في عمليات الاندماج والاستحواذ، واتخاذ بعض القرارات الاستراتيجية الكبرى.

الفصل الثاني: دراسة
مساهمة تكلفة رأس المال
على اتخاذ القرارات
الاستثمارية

تمهيد:

بعد التطرق في الفصل السابق للدراسة النظرية لتكلفة رأس المال وأهميتها وتم التعرف على طرق وكيفية حسابها والتعرف على أهم معايير اتخاذ القرار الاستثماري المناسب، ومع حتمية الدراسة النظرية كان لزاما علينا إسقاطها على أرض الواقع باختيارنا لمجمع صيدال وذلك باعتبار الهدف من الجانب الميداني هو محاولة تطبيق الجانب النظري منها على أرض الواقع لاستكمال محاور الدراسة وعليه سنحاول تبيان مساهمة تكلفة رأس المال على اتخاذ القرار الاستثماري لمجمع صيدال.

سنحاول في هذا الفصل تقديم صورة عامة حول المؤسسة محل الدراسة وتحليل الوضعية المالية للمؤسسة وحساب النسب المالية بالإضافة إلى عرض مختلف مصادر التمويل بهدف تقديرها ومعرفة أثرها على اتخاذ القرار الاستثماري، ولتوضيح الرؤية أكثر يجب دراسة تحليل تكلفة رأس المال وعلاقتها بالعائد على الاستثمار لمجمع صيدال.

المبحث الاول: تقديم مجمع صيدال.

يعد مجمع صيدال واحد من أبرز المجمعات الصناعية في الشرق الاوسط وشمال افريقيا في مجال الادوية والمستلزمات الطبية، وهو عبارة عن مؤسسات اقتصادية ذات طابع صناعي تقع في مجموعة من الولايات بالجزائر مقره الرئيسي بالعاصمة، وقد حقق نجاحا وإيرادات كبيرة في الاعوام الاخيرة وتوسع رائع في نشاطاته العملية ومع ذلك يُنذرُ بخطر الإفلاس المحتمل لهذا المجمع، خاصةً مع زيادة التنافس في سوق الأدوية والتغيرات الاقتصادية والسياسية والتشريعات الحكومية التي قد تؤثر على أعمالها. وللتحذير من هذا الخطر، يلجأ المحللون والخبراء في مجال الأعمال إلى استخدام العديد من الأدوات والأساليب للتعقب بخطر الإفلاس المحتمل لهذه الشركة. حيث سيتم التطرق في هذا المبحث الى تقديم مجمع صيدال وتطوره التاريخي بالإضافة الى هيكله التنظيمي ومهامه والاهداف والوظائف.

المطلب الاول: ماهية مجمع صيدال**1- نبذة تاريخية عن مجمع صيدال SAIDAL -الجزائر -**

صيدال هو أول مخبر صيدلاني ينتج الأدوية الجينية في الجزائر. تأسس المجمع في عام 1982 لتلبية حاجة إقامة صناعة صيدلانية محلية قادرة على توفير الأدوية للمواطنين، حاليا صيدال منظمة على شكل مجمع صناعي متخصص في تطوير وإنتاج وتسويق المنتجات الصيدلانية الموجهة للاستهلاك البشري.

اولا: التطور التاريخي للمجمع صيدال SAIDAL:

في بداية ظهور مجمع صيدال، تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية عام 1963 وفرض احتكار على استيراد المستحضرات الصيدلانية في عام 1969 بموجب الأمر رقم 69-14 المؤرخ في 25 مارس 1969م، الذي شمل المنتجات الكيماوية واللوازم الطبية الضرورية للبشر والحيوانات الصالحة الصيدلية المركزية الجزائرية، وفي عام 1977، صادق على القانون الأساسي لمؤسسة الصيدلية المركزية الجزائرية بموجب المرسوم رقم 77- المؤرخ في 23 جانفي 1977م.

في عام 1982، تحول قطاع الصحة في الجزائر بعد إنشاء عدة مؤسسات وطنية، بما في ذلك المؤسسة الوطنية للتجهيزات والمعدات الطبية بموجب المرسوم رقم 82-162، والمؤسسة الوطنية لتموين المنتجات الصيدلانية بمدينة الجزائر بموجب المرسوم رقم 82-163، وكذلك المؤسسة الوطنية لتموين المنتجات الصيدلانية بقسنطينة بموجب المرسوم رقم 82-164، والمؤسسة الوطنية لتموين "المنتجات الصيدلانية بوهران بموجب المرسوم رقم 82-165.

في عام 1988، تم تحويل مركب المضادات الحيوية للمدية إلى مؤسسة صيدال، وهو مشروع كان على وشك الانتهاء من قبل الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية. وفي عام 1989. وبعد تنفيذ

الإصلاحات الاقتصادية، أصبحت صيدال مؤسسة عمومية اقتصادية مستقلة في التسيير بعد هذه السنة ميلاد صيدال.

التغييرات التي تم إجراؤها على القانون الأساسي للشركة في عام 1993، أصبحت شركة صيدال شريكا في جميع العمليات الصناعية والتجارية التي تتعلق بالمواضيع الاجتماعية، سواء من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع. وفي عام 1996، احتفظ المجمع العمومي للصيدلة الكيميائية بنسبة 100% من أسهم صيدال، وفي عام 1997 وضعت شركة صيدال خطة لإعادة الهيكلة التي أسفرت عن تحويل شركة صيدال إلى مجمع صناعي يضم ثلاثة فروع (فارمال، أنتيببوتيكال، وبيوتيك)، وتم ذلك في فبراير 1998، وفي عام 1999م قام المجمع بالدخول الى بورصة الجزائر وقام بفتح 20% من رأس ماله للمساهمين الخواص وقد قدرت قيمة السهم الواحد ب 822 دج وكانت أول تسعيرة لأسهم المجمع - وفي عام 2009، رفع مجمع صيدال حصته في أسهم شركة سوميدال إلى 59%، وفي عام 2010، اشترت 20 من أسهم شركة إيبى اول، كما رفعت حصتها في أسهم شركة تافكو" من 38.75% إلى 44.51%، وفي عام 2011، رفع مجمع صيدال حصته في أسهم إيبى اول إلى 60%، وفي يناير 2014، بدأ مجمع صيدال في إدماج فروعه (أنتيببوتيكال، فارمال، وبيوتيك) عن طريق الامتصاص.¹

التعريف بمجمع صيدال الجزائر:

صيدال شركة مختصة في تطوير وصناعة الأدوية الجنيسة (المكافئة) وهي شركة ذات أسهم حيث يقدر رأس مالها 2.5 مليار دينار جزائري تملك الدولة منه 80 و 20 المتبقية أسندت سنة 1999 م الى المستثمرين من المؤسسات والأشخاص عن طريق البورصة ، كما تكمن مهمة صيدال في تطوير وإنتاج وتسويق المواد الصيدلانية الموجهة للاستهلاك البشري ويقع المقر الاجتماعي للمجمع صيدال بالدار البيضاء بالجزائر العاصمة ، ويتمثل هدفه الاستراتيجي في تعزيز مكانته كرائد في إنتاج الأدوية الجنسية والمساهمة بشكل فعلي في تجسيد السياسة الوطنية للدواء التي وضعت من قبل السلطات العمومية.²

¹www.saidalgroup.dz

²www.cosob.org

الجدول رقم (2-1): البطاقة الفنية للمجمع صيدال

الاسم	مجمع صيدال GROUPE SAIDALI
العلامة التجارية	
المقر التجاري	الطريق الولائي رقم (11) صب 141 الدار البيضاء الجزائر العاصمة
رأس المال	شركة مساهمة برأسمال قدره 2.500.000.000 دج
طبيعة الصفقة	سعر العرض العام 20% من رأسمال 2.000.000 سهم
نوع الأوراق المالية	أسهم اسمية
عدد المساهمين	19.288 مساهم
غالبية المساهمة	عقد عمومي مع الشركة العمومية القابضة كيمياء-صيدلة (chimie-pharmacie) 80%
التعاملات	طرح 2.000.000 سهم بقيمة 250 دج وبسعر إصدار 800 دج
تأشيرة اللجنة	رقم 98-04 بتاريخ: 24 ديسمبر 1998
تاريخ الدخول في البورصة	17 جولية 1999

المصدر: (www.cosob.org)

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي للمجمع صيدال

يعتبر مجمع صيدال من أبرز الشركات العاملة في مجال الصناعات الدوائية والطبية ويضم عددا من المديریات والمصانع التابعة له بما في ذلك مراكز التوزيع ويتكون الهيكل التنظيمي مما يلي:

1. مؤسسة الأم La Société Mere:

وهي تشمل الإدارة العامة والفروع الإنتاجية، ويعتبر المجمع من أهم المساهمين في صناعة الأدوية في البلاد. كما يتضمن المجمع وحدة تجارية للوسط تعمل كمركز توزيع ومركز التوزيع بباتنة ووهران مركز البحث والتطوير والتكافؤ الحيوي ويمكن تعريف هذه المراكز والمديريات فيما يلي:

❖ **الرئيس مدير العام:** يوجد في أعلى هرم المجمع وهو الشخص المسؤول عن إدارة عمليات المجمع بأكملها. يشرف على جميع الأقسام والموظفين والأنشطة والخطط الخاصة بالمجمع، ويعتبر المدير العام الشخص المسؤول عن تحقيق الأهداف العامة للمجمع، وتنفيذ السياسات والاستراتيجيات المعتمدة، وإدارة الموارد المتاحة بكفاءة لتحقيق الأداء الأمثل، ومن بين أهم مهام الرئيس مدير العام ما يلي:

- وضع السياسة العامة للمجمع وتحديد الاستراتيجية الشاملة.

- تمثيل مجمع داخليا وخارجيا.

❖ **الأمين العام:** يمثل الهيئة الاستشارية التي تتولى مهمة التنسيق والمساعدة في عملية اتخاذ القرارات له تقريبا نفس الصلاحيات للرئيس المدير العام فقط وأن الفرق بينهما هو أن الرئيس المدير العام هو الذي يترأس مجلس الإدارة للمجمع في كل القرارات أما الأمين العام يعتبر كمحرك للمجمع لديه صلاحيات خاصة بالتسيير الداخلي للمجمع.

❖ **المديريات:** وتتكون مما يلي:

- مديرية التدقيق الداخلي: تتمثل مهام هذه المديرية في مراقبة التسيير، كما يشغل بها عدة إطارات متكونين في مجال الرقابة والمراجعة.

- مديرية الشراكة: يعمل مجمع صيدال على برنامج طموح للتوسع في السوق من خلال شركائه الجدد، كما يسعى جاهدا في تنمية شراكاته بما يتوافق مع احتياجاته مع شركائه الحاليين، لذلك تسهر مديرية المؤسسة على تنقيح مسعى المجمع من خلال إقامة شراكات جديدة مبنية على التكامل بين الشركاء.

- مديرية إدارة البرامج: تتولى هذه المديرية مسؤولية إنشاء وتنفيذ البرامج المالية والاستراتيجية وتطويرها، بالإضافة إلى توفير مجموعة متنوعة من البرامج المتعلقة بإدارة الأعمال المحاسبة والتسيير للمجمع، وتقوم المديرية أيضا بوضع استراتيجيات لتحسين هذه المجالات ومراقبة تنفيذها وتقييم نوعية العمل الذي تنتجه هذه البرامج.

مديرية الاستراتيجية والتنظيم: تعني مديرية الاستراتيجية والتنظيم في المجمع المسؤولة عن تحديد:

- الأهداف الاستراتيجية للمجمع وتطوير الخطط الاستراتيجية اللازمة لتحقيق تلك الأهداف.

وتشمل مهام هذه المديرية أيضا تطوير السياسات والإجراءات التنظيمية لتسهيل تحقيق الأهداف الاستراتيجية، وتنسيق العمل بين مختلف الإدارات والموظفين في المجمع، ويتضمن ذلك أيضا تقييم أداء المجمع وتحليل البيانات لاتخاذ القرارات الاستراتيجية اللازمة لتطوير المجمع وتحقيق أهدافه.

- مديرية التسويق والمبيعات: تضم هذه المديرية فرق عمل طبية ذات مستوى عال وخبرة في مجال التسويق، إلى جانب شبكة من الممثلين الطبيين الذين يغطون جميع مناطق البلاد.
- مركز البحث والتطوير: يعتبر مركز البحث والتطوير لمجمع صيدال مؤسسة متخصصة في مجال الصناعات الدوائية والصحية. يعمل هذا المركز على تحسين وتطوير المنتجات الدوائية والمستلزمات الطبية المتوفرة في السوق. ويمكن تلخيص مهامه فيما يلي:

- إجراء الأبحاث العلمية وتحليل البيانات والتقنيات الحديثة لتطوير منتجات جديدة وتحسين المنتجات الحالية.

- تحسين جودة المنتجات الدوائية المتوفرة وتطوير منتجات جديدة تلبي احتياجات المجتمع والسوق الدوائي.

- تحديث العمليات الإنتاجية وتحسينها لضمان الجودة العالية والكفاءة الفعالة.

- تقديم الدعم الفني للعاملين في مجمع صيدال، وتزويدهم بالمعرفة اللازمة للتعامل مع المنتجات الجديدة والمحسنة.

- تحقيق الابتكارات الدوائية وتوفير منتجات ذات جودة عالية وتلبية احتياجات السوق الدوائي.

- تعزيز قدرة مجمع صيدال على المنافسة في السوق الدوائية.

- تقديم خدمات مراقبة الجودة الفيزيائية والكيميائية والصيدلانية والتقنية والميكروبيولوجية.

- مركز التكافؤ الحيوي: لقد تم إنشاء هذا المركز بالتعاون مع شركة أكديما، وتم تشييده في جانفي 2016م ويحتوي على كل التجهيزات والمعدات اللازمة، كما تم تكوين وتدريب الكفاءات البشرية المنتمة إليه خصوصا بمجال تطوير أجهزة التحليل للتأكد من موافقة الدواء المتجانس مع المعايير الدولية.

- مديرية المشتريات: تتولى هذه المديرية مهمة حيوية في إدارة عمليات الشراء للمواد الأولية والتموينات اللازمة لعمليات التسويق والإنتاج والبيع. وتضمن تسيير هذه العمليات بطريقة فعالة ومنظمة، مما يساعد على تحقيق الأهداف المحددة والحفاظ على جودة المنتجات وتوافرها في الوقت المناسب.

مديرية ضمان الجودة: تتخصص هذه المديرية في متابعة ومراجعة ملفات صناعة الدواء، ورصد أداء وحدة البحث والتطوير، وتوجيهها بشأن المنتجات المطابقة للمعايير المحددة، كما تعمل المديرية بموجب برنامج مخصص لنظام الجودة، والذي يتوافق مع معيار ISO 9001، وذلك لضمان تحقيق الجودة والتميز في جميع مراحل إنتاج الدواء.

- مديرية أنظمة الإعلام: تتولى هذه المديرية مهمة التنسيق بين مختلف المصالح في المجمع، وذلك بهدف تحقيق التناغم في العمل وتطويره. كما تقوم المديرية بمهمة الترويج لمختلف منتجات المجمع وتسويقها بشكل فعال، وذلك لزيادة الوعي بالعلامة التجارية وتعزيز مكانتها في السوق. وتعمل المديرية على إنشاء وتنفيذ الخطط التسويقية والإعلانية وتحديد الأسواق المستهدفة والمناسبة لمنتجات المجمع، مع الحرص على الالتزام بأعلى معايير الجودة والسلامة في الصناعة.
- مديرية المالية والمحاسبة: تقوم هذه المديرية بمهام البحث عن مصادر التمويل الداخلية والخارجية وإدارة جميع العمليات المالية المتعلقة بالمجمع. كما تقوم بتسجيل كل العمليات المحاسبية المتعلقة بالمعاملات المالية والتجارية والجنائية والحرص على تنفيذها بشكل دقيق ومنظم. وتقدم المديرية التقارير المالية والمحاسبية الدورية والموثوقة لإدارة المجمع والجهات المعنية الأخرى، وتعمل على تحليل البيانات المالية لتطوير الاستراتيجيات المالية واتخاذ القرارات المناسبة لتحقيق أهداف المجمع.
- مديرية الممتلكات والوسائل العامة: تتمثل مهام هذه المديرية في تسيير ومتابعة التثبيات العينية والمعنوية التابعة للمجمع، مع الحرص على صيانتها وتحديثها بشكل دوري لتحقيق أعلى مستوى من الإنتاجية. وتشمل التثبيات العينية المعدات والآلات والمباني والمرافق، بينما تشمل التثبيات المعنوية حقوق الملكية الفكرية والعلامات التجارية والبراءات والتصاميم. وتعمل المديرية على وضع خطط صيانة وإصلاح للتثبيات العينية وتحديث الإجراءات والسياسات للتثبيات المعنوية، كما تعمل على تطبيق أعلى معايير الجودة والسلامة للتثبيات التي تديرها.
- مديرية الاتصال: تعمل هذه المديرية على تفعيل الدور الإعلامي للمجمع من خلال إصدار المنشورات والمجلات الخاصة بالصحة والصيدلة، وذلك بهدف نشر الوعي الصحي وتوعية المجتمع بأهمية الرعاية الصحية والدور الذي يلعبه المجمع في تحسين جودة الرعاية الصحية النوعية الصيدلانية، وتضمن مهام المديرية إعداد وتنسيق المحتوى الصحي المتخصص والتعاون مع الجهات الإعلامية لنشر المعلومات الطبية الدقيقة والموثوقة. كما تساهم المديرية في تنظيم الفعاليات الصحية والتوعية للمجتمع وتقديم الدعم اللوجستي للأنشطة التي تهدف إلى نشر الوعي الصحي في المجتمع.
- مديرية العمليات: تتمثل مهام هذه المديرية في إعداد متطلبات وشروط المشاريع الجديدة، ووضع خطط لتحسين تصنيف المجمع ومراقبة تنفيذ المشاريع وتقييم نسبة إنجازها.
- مديرية التنمية الصناعية: دور هذه المديرية يتمثل في تفعيل الأدوات المختلفة للتنمية والتعاون مع المؤسسات الأجنبية والوطنية والمنظمات العالمية والمخابر لتطوير خبراتها وتقنياتها، والسعي لتحقيق التنمية الصناعية للمجمع.
- مديرية المستخدمين: تتولى هذه المديرية مهمة إدارة الموارد البشرية في المجمع، حيث تقوم بتصميم

وتتفقد سياسات التوظيف والاختيار والتوجيه المهني للموظفين، كما تقوم بتنظيم التدريب والتطوير للموظفين وإدارة عمليات التقييم الدوري للأداء وتحسين بيئة العمل والإشراف على تطبيق اللوائح والقوانين المتعلقة بالموارد البشرية.

- مديرية التكوين: تقوم هذه المديرية بتصميم برامج تدريب وتطوير مخصصة لموظفي المجمع والأقسام المختلفة، وذلك لتعزيز قدراتهم ورفع مستواهم الوظيفي والأكاديمي. كما تقوم بمتابعة تنفيذ هذه البرامج وتقييم نتائجها، والعمل على تحسينها وتطويرها بشكل مستمر.
- مديرية الشؤون القانونية: إدارة الملفات القانونية والتعامل مع الجهات المعنية، بالإضافة إلى تسير القضايا والمنازعات الخاصة بالمجمع مع الأطراف الأخرى هي مهام هذه المديرية، ويتمثل دورها أيضاً في دراسة اللوائح والتشريعات المتعلقة بالمجالات الصناعية والتجارية والمالية، والعمل على تطبيقها والامتثال لها داخل المجمع، كما تتولى المديرية أيضاً مهمة حماية حقوق الملكية الفكرية للمجمع والعمل على تطوير سياسات الحماية الخاصة به.
- ❖ **مصانع الإنتاج:** يمتلك المجمع حالياً تسعة (09) مواقع إنتاج تقع في الجزائر العاصمة والمدينة وقسنطينة وعنابة وشرشال يبلغ متوسط الإنتاج السنوي لهذه المصانع 200 مليون وحدة بيع.
- مصنع المدينة: متخصص في إنتاج المضادات الحيوية البينيسيلينية وغير البينيسيلينية حيث حقق قفزة نوعية في الإنتاج منذ سنوات وصل ما بين 45 الى 50 مليون وحدة بيع كما يتوفر على وحدتين خاصتين بالتركيب الجزئي لإنتاج الأدوية التي يتم تناولها عن طريق الفم وعن طريق الحقن.
- مصنع الدار البيضاء: يقع في المنطقة الصناعية بالجزائر العاصمة، وينتج هذا المصنع تشكيلة واسعة من الأدوية في مختلف الأشكال (شراب، محلول، مرهم وأقراص).
- مصنع جسر قسنطينة: يضم قسمين منفصلين: واحد لصناعة الأدوية على مختلف أشكال التحاميل، أمبولات وأقراص)، والآخر مزود بتكنولوجيا حديثة متخصصة في إنتاج المحاليل المكثفة (أكياس وزجاجات) يحتوي هذا المصنع على مخبر مراقبة الجودة.
- مصنع الحراش يتكون من ثلاث ورشات إنتاج شراب ومحاليل مراهم وأقراص.
- مصنع باتنة: متخصص في إنتاج التحاميل.
- مصنع شرشال: يتكون من ثلاث ورشات لإنتاج الشراب، الأشكال الجافة (أقراص، كيس مسحوق).
- مصنع قسنطينة: يقع في قسنطينة في المنطقة الشرقية للبلاد يتوفر على ورشتين مختصتين في إنتاج الشراب.
- مصنع قسنطينة خاص بالأنسولين: متخصص في إنتاج الأنسولين البشرية من ثلاثة أنواع السريع، القاعدي والمركب 25، على شكل قارورات).
- مصنع عنابة متخصص في تصنيع الأشكال الصلبة.

❖ **مراكز التوزيع:** تملك صيدال ثلاث مراكز توزيع لضمان توزيع منتجاتها عبر كافة التراب الوطني وتمثل في:¹

- مركز التوزيع وسط (البلدية) تأسس هذا المركز لتوزيع منتجات المجمع في عام 1996، وكان هو الأول من نوعه. وقد كان الهدف الرئيسي لهذا المركز هو تسويق وتوزيع جميع منتجات المجمع من نقطة بيع واحدة. وبفضل النتائج المشجعة التي تحصل عليها، تم إنشاء مركزين آخرين بباتنة وهران.
- المركز التوزيع شرق (باتنة): تم إنشاء هذا المركز الجديد في باتنة عام 1999، ويعمل على تسويق منتجات صيدال في المنطقة الشرقية.
- مركز التوزيع غرب وهران): في سنة 2000 تم إنشاء مركز توزيع جديد بوهران بهدف تحسين توزيع المنتجات في المنطقة الغربية وضمان أفضل توزيع لها.

❖ **فروع المجمع:** يمتلك المجمع فرعان وهما:

- فرع سوميدال (SOMEDIAL): يقع في المنطقة الصناعية واد السمار بالجزائر العاصمة وهو نتاج شراكة بين مجمع صيدال بنسبة (59%) والمجمع الصيدلاني الأوروبي بنسبة (36.45%) وفيثاليب بنسبة قدرها (4.55%) كما تتضمن وحدة سوميدال ثلاث أقسام وهي:
 - قسم مخصص لإنتاج المنتجات الهرمونية.
 - قسم الصناعة السوائل (شراب ومحاليل عن طريق الفم)
 - قسم الصناعة أشكال الجرعات الصلبة (كبسولات وأقراص).
- فرع إيبيرال (IBERAL): وهي شركة ذات أسهم تابعة عن شراكة بين القطاعين العام والخاص، بين مجموعة صيدال بمساهمة قدرها 40% ومخير جلفار (JULPHAR) التابع للإمارات العربية المتحدة بنسبة 40% وفلاش الجزائر المتخصص في المواد الغذائية 20% وتكمن المهام الرئيسية ل إيبيرال في إنشاء واستغلال مشروع صناعي لإنتاج المنتجات الصيدلانية الموجهة للاستخدام في الطب البشري:

- صناعة الأدوية الجنيصة (حقن وأشكال جافة)
- تغليف الأدوية (الأشكال الأصلية)
- توفير خدمة التغليف وضمان الجودة بناءً على طلب المنتجين.

❖ **مساهمات المجمع:** يجوز مجمع صيدال على عدة مساهمات في شركات أخرى وهي كمايلي:

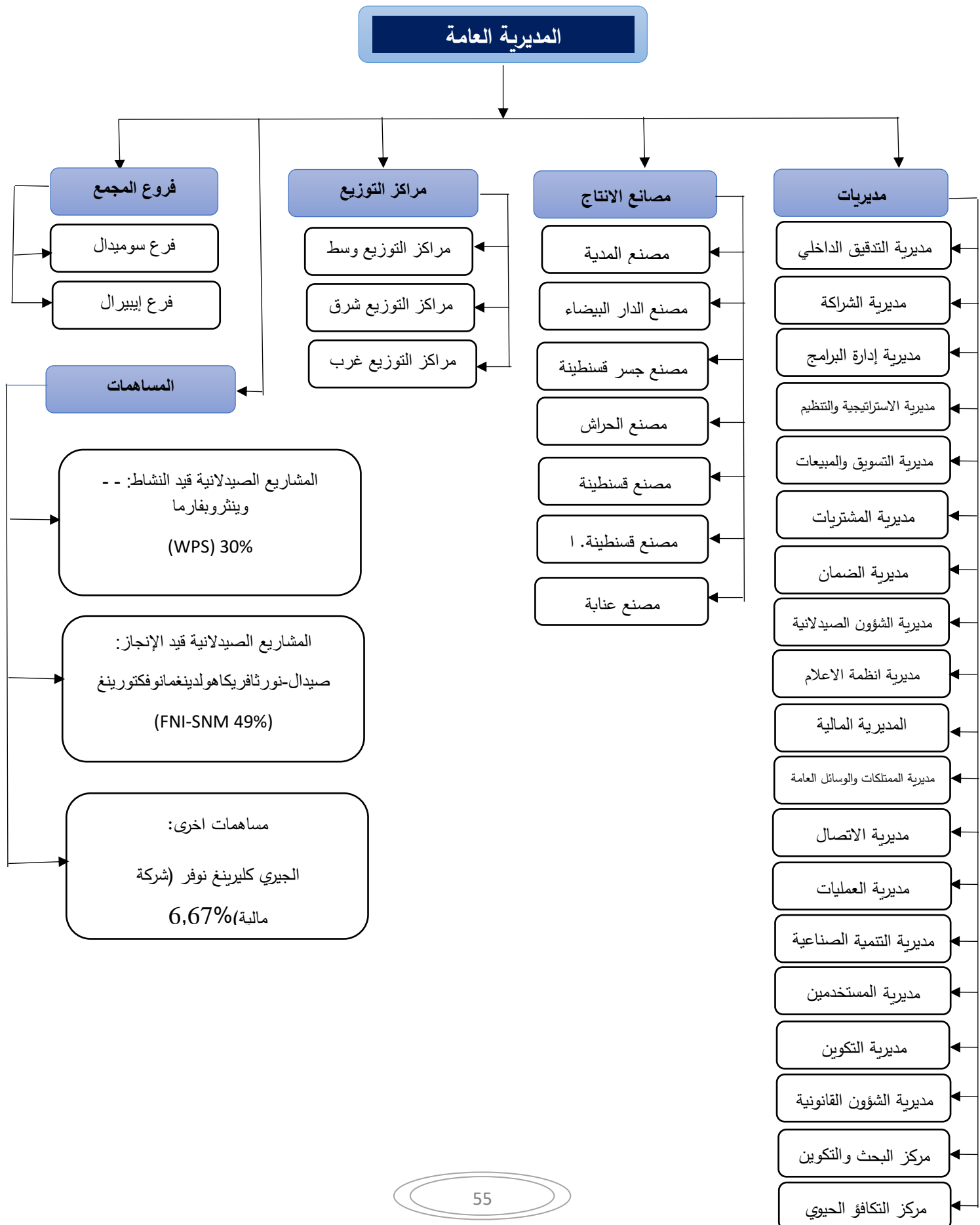
- وينثروب فارما صيدال (وينثروب فارما صيدال WPS): تأسست هذه الشركة سنة 1999 م بين مجموعة صيدال بحصة مساهمة بلغت 30% وشركة سانوفي (SANOFI) بحصة مساهمة بلغت 70% من أجل تصنيع وتجهيز وتسويق المنتجات الصيدلانية الموجهة للاستخدام البشري في الجزائر

¹ (Ww.saidalgroup.dz)

- وانطلقت وحدة إنتاج WPS دائمة بالمنطقة الصناعية واد السمار في الإنتاج سنة 2000 م.
- فايزر صيدال مانو فكتورينغ (PSM) PFIZER SAIDAL MANUFACTURING: وهي شركة مشتركة بين مجمع صيدال والتي بلغت مساهمة فيها 30 وبين شركة فايزر فارم الجزائر والتي بلغت مساهمة فيها 70، أنشئت هذه الشركة سنة 1998 من أجل تصنيع وتسويق المنتجات الصيدلانية والكيميائية، وتتواجد وحدة (PSM) في المنطقة الصناعية أواد السمار بالجزائر العاصمة حيث انطلقت في الإنتاج في أكتوبر 2003.
- شركة تاسيلي للأدوية (تافكو): وهي نتاج شراكة ابرمت في أكتوبر 2012 بين مجمع صيدال والذي ساهم بـ 49، بين الشركة الكويتية تافكو وشركة تاسيلي للأدوية والتي بلغت نسبة مساهمتها 49 والصندوق الوطني للاستثمار الذي ساهم بـ 02: من أجل إنشاء مركز متخصص في تنمية وتصنيع وتسويق الأدوية المضادة للسرطان.¹

¹ عبد القادر، مساهمة محاسبة المسؤولية الاجتماعية في تحسين جودة القوائم المالية دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة الدكتوراه في العلوم المالية والمحاسبة جامعة محمد خيضر بسكرة، 2020/2021، ص 110.

الشكل رقم (2-1): الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال



المطلب الثالث: أهداف وخصائص مجمع صيدال

يضع مجمع صيدال العديد من الأهداف والمهام التي تعزز دوره في المجتمع، ومن أبرز تلك الأهداف والمهام:¹

1- مهام مجمع صيدال:

- إن صفة المؤسسة العمومية تخول لمجمع صيدال مهمتان أساسيتان هما:
- تسعى إلى ضمان استقلاليتها المالية والاستدامة في الحفاظ على توازنها المالي وتعزيز قدرتها التنافسية.
- توسيع قاعدة عملائها وتنويع منتجاتها لتلبية احتياجات السوق.
- تعزيز الابتكار وتطوير منتجات جديدة للحفاظ على مكانتها في السوق وزيادة حصتها السوقية.
- تحقيق الأهداف المنوطة به من قبل الدولة بصفتها المساهم الرئيسي.
- تعزيز القواعد الأخلاقية التي تهدف إلى تسوية وتطهير سوق الأدوية.

2- أهداف مجمع صيدال:

- من أجل تعزيز مكانة صيدال كرائد في إنتاج الأدوية الجنية والمساهمة بشكل فعلي وفعال في تجسيد السياسة الوطنية للدواء التي وضعت من طرف الدولة، وتحقيق الانتعاش الاقتصادي في الجزائر لمواكبة التطور الاقتصادي العالمي مع تحديد الأهداف الإستراتيجية الآتية:²
- تبني نظام الإدارة بالجودة الشاملة.
- تنويع تشكيلة المنتجات من خلال تحديد سياسة خاصة بالبحث والتطوير المنتجات جنية جديدة.
- إنشاء نظام خاص باليقظة التكنولوجية والاستراتيجية والذكاء الاصطناعي.
- تطوير الشراكة من خلال الاشتراك في مشاريع مع مخابر ذوي شهرة عالمية، سواء على شكل استثمار مباشر أو عن طريق اتفاقيات التكيف (Le façonnage).
- ضمان استمرارية المجمع عن طريق المحافظة والرفع من حصته السوقية الوطنية.
- دخول الأسواق الخارجية والبحث المستمر في إمكانية تطوير الأداء الاقتصادي والاهتمام بانشغالات الصحة العمومية في الجزائر.
- المساهمة في الحد من الواردات.
- الزيادة من مستوى رضى المستهلك.

¹ (www.saidalgroup.dz)

² الشيخ عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص114.

3- خصائص مجمع صيدال

يسعى مجمع صيدال الرائد في صناعة الأدوية وتوزيعها في الجزائر إلى تعزيز مكانته التنافسية في الجزائر وشمال إفريقيا في ظل التطور التكنولوجي للإنتاج والتسيير، وتعتبر الجودة العنصر الأساسي في استراتيجية المجمع الذي يحكم بين جميع عناصر البيئة المحيطة به والإجراءات الإدارية لضمان ما يلي:¹

- تسويق منتجات تتوافق مع المتطلبات العمومية للمنظمة العالمية للصحة.
- إرضاء المتعاملين الاقتصاديين والمستهلك.
- السعي إلى تحقيق الشفافية والمصداقية لكل مخرجات المجمع.
- ضمان النزاهة والمسائلة داخل وخارج المجمع.
- توسيع النشاط والشراكة مع المؤسسات العالمية لصناعة الأدوية وتسويقها.

¹ شيخ عبد القادر مرجع سبق ذكره، ص 114.

المبحث الثاني: تحليل القوائم المالية الخاصة بمجمع صيدال:

المطلب الاول: التحليل المالي باستخدام النسب المالية

قوائم الميزانية المالية تساعد وتمكن الشركات والمؤسسات من دراسة وتحليل النسب ومؤشرات التوازن المالي بشكل أفضل. وبالتحديد تعمل على تنظيم وتوضيح المعلومات المالية المقدمة في قائمة الميزانية، مما يجعلها أكثر فهما ووضوحا للمستخدمين، لذلك قمنا بعرض الميزانية المالية للفترة (2018-2022).

أولاً: عرض القوائم المالية

1- عرض الميزانية المالية لمجمع صيدال:

يتم عرض الميزانية المالية للمجمع صيدال في الجدول التالي:

الجدول رقم (2-2): الميزانية المالية لمجمع صيدال جانب الأصول (2018-2022)

الأصول	2018	2019	2020	2021	2022
أصول غير جارية					
فارق لاقتناء (المنتج الإيجابي والسليبي)	115 414 200.00	141 648 564.00	141 648 564.00	141 648 564.00	141 648 564.64
تثبيات مغنوية	139 733 986.51	174 057 244.76	125627090.76	74 170 413.60	122 062 837.32
تثبيات عينية	/	/	/	/	/
أراضي	2 391 687 791.42	3 805 721 423.42	4398481823.42	4 398 481 823.42	4 398 481 823.42
مباني	2 312 989 288.09	7 492 164 949.94	7417264109.47	7 342 094 769.19	7 334 722 260.58
تثبيات عينية أخرى	3 976 090 139.77	5 632 128 168.46	5416183100.77	5 503 675 138.29	5 628 621 109.75
تثبيات ممنوح امتياز	/	/	/	323 740 000.00	316 872 000.00

4 410 193 665.04	3 580 372 946.09	3523900855.21	3 580 260 802.98	10 759 890 495.72	تثبيثات يجري انجازها
/	/	/	/	/	تثبيثات مالية
2 218 965 232.68	2 418 384 302.29	2134015175.22	2 960 993 718.84	1 433 217 458.23	سندات موضوعة
					وضع المعادلة

-108 983 412.24	44 667 575.00	276 523 546.57	48 760 519.13	223 859 928.10	مساهمات وحسابات ملحقة بها أخرى دائنة
1 000 000 000.00	2 001 000 000.00	2002300000.00	2 500 000 000.00	3 000 000 000.00	سندات أخرى مثبتة
33 330 823.74	51 251 159.52	14614749.45	107512187.56	152 869 240.73	قروض وأصول مالية غير جارية
244 260 019.92	244 899 794.64	352717927.73	329960563.53	324 860 044.51	ضرائب مؤجلة على الأصل
25 740 174 924.21	26 393 386 486.04	25802976942.60	26 773 207 679.36	24 830 612573.08	مجموع الأصول الغير جارية
					أصول جارية
6 453 249 221.43	9 804 951 484.95	6550453532.15	6 887 530 621.19	6 288 271 950.21	منتجات ومخزونات في التنفيذ
/	/	/	/	/	حسابات دائنة واستخدامات مماثلة

7 072 433 343.72	3 350 908 815.99	4024729980.18	3 177 533 740.40	3 681 013 225.61	الزبائن
1 468 499 117.14	1 302 856 167.38	1316376598.39	1 436 859 091.79	1 391 490 814.49	المدينون الآخرون
335 215 938.20	170 411 184.88	188887081.60	222336344.63	228 705 651.05	الضرائب ومشابهها
/	/	/	/	/	الحسابات الجارية
/	/	/	/	/	الآخري
/	/	/	/	/	الموجودات ومشابهها
18 559 989.19	18 559 989.19	18559989.19	18559989.19	18 559 989.19	الأموال الموظفة المالية وأ. ج أخرى
3 792 667 375.53	3 770 411 504.24	2 785 566 352.32	3 135 689 758.29	3 135 689 758.29	الخزينة
19 140 625 375.53	18 418 099 146.63	14 884 573 533.83	13 660 971 197.91	14 743 731 388.84	مجموع الأصول الجارية
44 880 800 299.74	44 811 485 632.67	40 687 550 476.43	40 434 178 877.27	39 574 343 961.92	مجموع الأصول

المصدر : من إعداد الطلبة اعتماداً على 2022/2018 rapport du conseil administration

الجدول رقم (2-3): الميزانية المالية للمجمع صيدال جانب الخصوم (2018-2022)

2022	2021	2020	2019	2018	الخصوم
					رأس المال الخاص
2500000000.00	2500000000.00	2500000000.00	2500000000.00	2500000000.00	رأس مال تم إصداره
/	/	/	/	/	رأس المال غير مستعان به

411677000.00	411677000.00	411677000.00	411677000.00	411677000.0	حقوق الملكية الأخرى
15 796 006 288.78	15 318 040 327.17	14634151624.90	14047153641.65	13461406696.77	علاوات والاحتياطات
3 055 720 451.96	3 055 720 451.96	3063429710.86	2686777592.57	1272192408.65	فوارق إعادة التقييم
463 082 352.041	838 063 594.821	1408146175.93	1905284336.88	1 016 986 928.55	فارق المعادلة
-2 987 159 71.62	694 704.8248	189936341.33	793514004.08	1174214390.98	النتيجة الصافية
-2 092 312 082.35	-1 097 023 529.49	-797268702.03	-1 178074 235.34	-866679031.92	رؤوس أموال خاصة أخرى/الترحيل من جديد
357 587.56818	395 665.76837	824482635.96	609971657.90	826612003.56	حقوق الأقلية
965 371 886.3718	912 568 215.0522	22234554786.95	21776278416.42	19796410396.58	مجموع رؤوس الأموال
					الخصوم الغير الجارية
259 371 288.6714	825 430 092.8013	10 404 842 508.14	10 403 266 267.81	10 923 905 958.66	قروض وديون مالية
110 987,157	112 411.327	24 094 670.27	21 011 203.32	19 887 217.01	ضرائب مؤجلة ومخصصة
872 000.00316	740 000.00322	/	593 645 268.24	593 645 268.24	ديون أخرى غير جارية
028 540 134.631	021 362 673.151	1 626 040 712.04	1 446 788 017.73	1 433 885 167.65	مؤونات منتوجات مسبقا

611 894 410.4515	176 645 177.2715	12 054 977 890.45	12 464 710 757.10	12 971 323 611.56	مجموع الخصوم الغير جارية
					الخصوم الجارية
293 487 276.353	207 198 255.472	1 247 407 073.70	1 556 885 668.31	2 249 615 538.04	موردون وحسابات ملحقة
547 764.68125	945 175.14121	175 915 917.23	116 625 268.5	201 334 246.61	ضرائب
080 009 086.665	038 233 979.114	4 052 684 542.80	3 708 972 235.69	3 734 753 856.30	ديون أخرى
804 489 875.231	894 830.63354	922 010 265.30	810 706 531.25	620 906 312.83	خزينة
303 534 002.9210	722 272 240.356	6 398 017 799.03	6 193 189 703.75	6 806 609 953.78	مجموع الخصوم الجارية
44 880 800 299.74	44 811 485 632.67	40 687 550 476.43	40 434 178 877.27	39 574 343 961.92	مجموع الخصوم

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على 2022/2018 rapport du conseil administration

2- عرض الميزانية المالية المختصرة:

سنقوم بعرض الميزانية المالية المختصرة للسنوات (2018-2022) اعتمادا على الميزانية المالية

المفصلة التي قمنا بعرضها سابقا:

الجدول رقم (2-4): الميزانية المالية المختصرة لجانب الأصول للمجمع صيدال (2022-2018)

الأصول	2018	2019	2020	2021	2022
الأصول الثابتة	24 830 612 573.08	26 773 207 679.36	25 802 976 942.60	26 393 386 486.04	25 740 174 924.21
الأصول الجارية	14 743 731 388.84	13 660 971 197.91	14 884 573 533.83	18 418 099 146.63	19 140 625 375.53

44 880 800 299.74	44 811 485 632.67	40 687 550 476.43	40 434 178 877.27	39 574 343 961.92	مجموع الأصول

المصدر : من إعداد الطلبة اعتماداً على 2022/2018 rapport du conseil administration

وسوف نعرض جانب الخصوم من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (2-5) : الميزانية المالية المختصرة لجانب الخصوم للمجمع صيدال (2022/2018)

2022	2021	2020	2019	2018	الخصوم
34 577 266 296.82	38 089 213 392.32	34289532677.40	34240989173.52	32767734008.14	الأموال الدائمة
965 371 886.3718	912 568 215.0522	22234554786.95	21776278416.42	19796410396.58	الأموال الخاصة
611 894 410.4515	176 645 177.2715	12054977890.45	12464710757.10	12971323611.56	الخصوم الغير الجارية
303 534 002.9210	722 272 240.356	6398017799.03	6193189703.75	6806609953.78	الخصوم الجارية
44 880 800 299.74	44 811 485 632.67	40687550476.43	40434178877.27	39574343961.92	مجموع الخصوم

المصدر : من إعداد الطلبة اعتماداً على 2022/2018 rapport du conseil administration

ملاحظة: الأموال الدائمة = الأموال الخاصة + الخصوم الغير الجارية

بمقارنة تطور الأموال الدائمة خلال الفترة (2022-2018) مع مجموع الأصول والخصوم من خلال الميزانية المختصرة، نلاحظ أن الأموال الدائمة تمثل الحصة الأكبر من مجموع الموارد المتاحة للمؤسسة. كما يتبين من تطور الأموال الخاصة أن هذه الأخيرة تفوق الخصوم غير الجارية خلال كافة السنوات، مما يشير إلى أن المؤسسة تعتمد بشكل رئيسي على تمويل داخلي مستقر ذات تمويل ذاتي أكثر من

اعتمادها على الديون طويلة الأجل من جهة أخرى، يظهر أن مستوى الأموال الدائمة يساهم بشكل كبير في تمويل الأصول الثابتة، وهو ما يعكس استقرارا ماليا نسبيا.

لكن يُسجل انخفاض ملحوظ في الأموال الدائمة سنة 2020 مقارنة بسنة 2019، حيث تراجعت بحوالي 15 مليار دينار، قبل أن تعود للارتفاع من جديد خلال سنتي 2021 و2022.

الجدول رقم (2-6): جدول حسابات النتائج للمجمع صيدال (2022/2018)

البيان	2018	2019	2020	2021	2022
رقم الأعمال	10317577775.54	9392750935.10	9809929760.98	10 211 439 983.73	15 518 343 549.99
انتاج المخزن	272122098.95	1085935007.08	264531468.40	997 900 766.87	1 916 701 144.87
انتاج مثبت	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
إعانات للاستغلال	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
انتاج السنة المالية (1)	10589699874.49	10478685942.18	10074461229.38	11 209 340 750.60	17 435 044 694.86
المشتريات المستهلكة	-4 624142 242.57	-4 577729 592.68	-4 245356 684.94	-4 999 154 719.75	-10 304 903 076.96
الخدمات الخارجية واستهلاكات أخرى	-1 067499 186.54	-1 113922 480.89	-910765524.13	-1067 885 794.68	-1 250 061 996.09
استهلاك السنة	-5 691641 429.11	-5 691652 073.57	-5 156122 209.07	-6 067 040 514.43	-11 554 965 073.05

					المالية (2)
5 880 079 621.81	5 142 300 236.17	4918339020.31	4787033868.61	4898058445.38	القيمة المضافة للاستغلال $3 = (2-1)$
-3 943 686 171.34	-3 944 240 090.42	-3 609396 024.6	-351491683.35	-3 329762 210.93	اِعباء المستخدمين
-136 922 185.18	-162 116 139.62	-201768850.04	-15310399.06	-169982582.04	الاعباء والرسوم والمدفوعات المشابهة
1 799 471 265.29	1035 944 006.13	1107174145.67	1117771786.20	1398313652.41	الفائض الاجمالي عن الاستغلال (4)
111 250 981.17	175 408 940.73	205 038 628.28	687 941 345.57	1 159 167 515.64	المنتجات العملية
-157 427 854.84	-75 130 256.23	-109 057 603.07	-75 628 723.04	-188 852 963.84	الاعباء العملية
-4 476 289 679.29	-1 036 215 417.74	-1 088 338 701.82	-1 399 508 839.03	-1 454 73 798.08	المخصصات للاهلاك والمؤونات
261 601 989.89	326 911 529.02	214 605 132.80	664 533 494.03	380 039 983.32	الاستئناف عن الخسائر

القيمة والمؤونات					
النتيجة العملية (5)	1 293 874 389.45	995 270 118.85	329 421 601.86	426 918 801.91	-2 461 393 297.78
المنتوجات المالية	200 013 164.65	152 968 301.58	129 016 705.12	177 090 776.00	145 902 545.02
الأعباء المالية	-254 951 764.57	-343 123 098.91	-154 762 522.08	-105 692 416.20	-520 845 400.17
النتيجة المالية (6)	-54 938 599.92	-190 154 797.33	-25 745 816.96	71 398 359.80	-374 942 855.15
النتيجة العادية قبل الضريبة = 7 (6-5)	1 238 935 789.53	805 954 266.41	303 675 784.90	498 317 161.71	-2 836 336 152.93
الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية	-127 206 062.00	-77 823 533.00	-88 374 651.00	-100 897 797.00	-20 000.00
الضرائب المؤجلة (تغيرات حول النتائج العادية	-21 232 781.46	5 579 922.73	-19 069 142.98	25 670 878.24	1 525 656.79

17 953 800 210.94	11 888 751 996.35	10 623 121 695.58	11 984 129 083.37	12 328 920 538.10	مجموع منتجات الأنشطة العادية
-20 791 682 020.66	-11 517 003 509.88	- 10 388751418.70	- 11 262578272.69	-11 195 958029.11	مجموع أعباء الأنشطة العادية
-2 837 881 809.72	371 748 486.47	234 370 276.88	721 550 810.68	1 132 962 508.99	النتيجة الصافية للأنشطة العادية (8)
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	العناصر الغير العادية- المنتجات
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	العناصر الغير عادية - الأعباء
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	النتيجة الغير العادية
-2 837 881 809.72	371 748 486.47	234 370 276.38	721 550 810.68	1 132 962 508.99	النتيجة الصافية

للسنة المالية					
نتائج الأقلية	44 778 352.30	19 736 411.44	-592 334.84	19 855 956.80	-2 178 182.54
صافي نتائج الشركات المحسوبة باستخدام طريقة حقوق الملكية	-3 526 470.31	52 226 781.96	-43 841 600.71	-342 909 738.46	-147 099 719.36
النتيجة الصافية للسنة المالية	1 174 214 390.98	793 514 004.08	189 936 341.33	48 694 704.82	-2 987 159 711.62

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على rapport du conseil administration 2022/2018

أداء الشركة تدهور بشكل متواصل من 2018 إلى 2022، إلى أن بلغت خسائر ثقيلة جداً في 2022 مما يدل على مشاكل خطيرة في التسيير أو الظروف الاقتصادية أو ربما أسباب خارجية أخرى كالجائحة تغيرات السوق، أو سوء الإدارة).

ثانياً: دراسة وتحليل القوائم المالية باستخدام النسب المالية خلال فترة الدراسة

نهدف من خلال هذا المطلب التطرق لتحليل مؤشرات المديونية (الرفع المالي واستقلاليته، بالإضافة إلى تحليل ربحية المؤسسة).

الفرع الأول: تحليل نسب المديونية

تقيس هذه الفئة من النسب مدى اعتماد المؤسسة على الديون في تمويل أصولها مقارنة مع التمويل الداخلي ومن أهم هذه النسب نذكر:

1. نسبة المديونية:

المديونية العامة = مجموع الديون / إجمالي الأصول

2. نسبة الاستقلالية المالية:

الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / مجموع الديون

3. نسبة التمويل الدائم:

التمويل الدائم = الموارد الدائمة / الأصول غير جارية

والجدول التالي يوضح تطور المديونية للشركة خلال فترة الدراسة:

الجدول (2-7): تطور المديونية خلال الفترة (2018-2022)

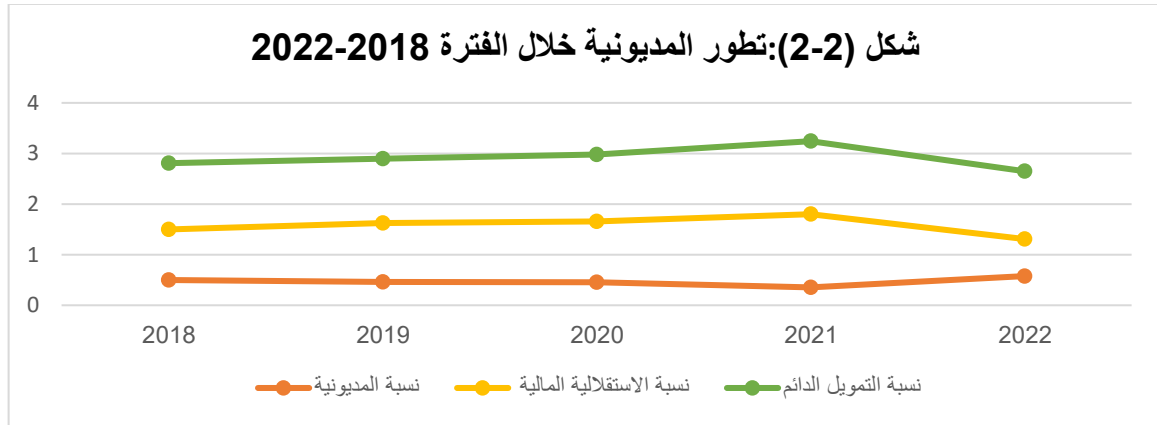
البيان	2018	2019	2020	2021	2022
نسبة المديونية	0.499	0.461	0.453	0.354	0.577
نسبة الاستقلالية المالية	1.0009	1.167	1.204	1.446	0.732
نسبة التمويل الدائم	1.31	1.27	1.32	1.443	1.34

المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على معطيات المؤسسة.

شهدت نسبة المديونية انخفاضاً تدريجياً من 0.499 في 2018 إلى 0.354 في 2021، ما يشير إلى انخفاض اعتماد الشركة على التمويل الخارجي خلال هذه الفترة، أي أنه يعتبر مؤشر إيجابي يدل على تحسن في هيكل التمويل وتقليل المخاطر المالية. أما في عام 2022 ارتفعت النسبة إلى 0.577، وهو ما يعكس زيادة في الاعتماد على القروض أو الالتزامات، وقد يكون نتيجة تمويل مشاريع جديدة أو تغطية نفقات استثنائية، أما نسبة الاستقلالية فقد تطورت بشكل إيجابي من 1.0009 سنة 2018 إلى 1.446 سنة 2021، ما يدل على تحسن في الوضع المالي للمؤسسة.

لكن هذا الاتجاه انكسر في 2022 بانخفاض النسبة إلى 0.732، مما يعني تراجع الاستقلالية وزيادة الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية، كما نلاحظ أن نسبة التمويل الدائم حافظت هذه النسبة على استقرار نسبي، حيث تراوحت بين 1.27 و 1.443 خلال كامل الفترة. هذا يشير إلى أن صيدال اعتمدت بدرجة كبيرة على الأموال الدائمة (رأس المال + الديون طويلة الأجل) في تمويل أصولها الثابتة، وهو مؤشر إيجابي للاستقرار المالي.

يبين الشكل التالي تطور المديونية لمجمع صيدال خلال الفترة (2018-2022):



المصدر: من اعداد الطلبة اعتمادا على بيانات المؤسسة

الفرع الثاني: نسب المردودية.

وتعني المردودية في مفهومها العام قدرة الأموال الموظفة على تحقيق عائدات مالية او مردودية المؤسسة فهي قدرة الأموال المستعملة على تحقيق الأرباح الصافية من هذه الأموال وتنقسم الى:

1. نسبة المردودية الاقتصادية:

المردودية الاقتصادية = نتيجة الاستغلال / الأصل الاقتصادي أو = النتيجة الصافية / مجموع الاصول

2. نسبة المردودية المالية: المردودية المالية = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة

3 أثر الرافعة المالية: أثر الرافعة المالية = المردودية المالية - المردودية الاقتصادية

والجدول التالي يوضح تطور نسب المردودية للشركة خلال فترة الدراسة:

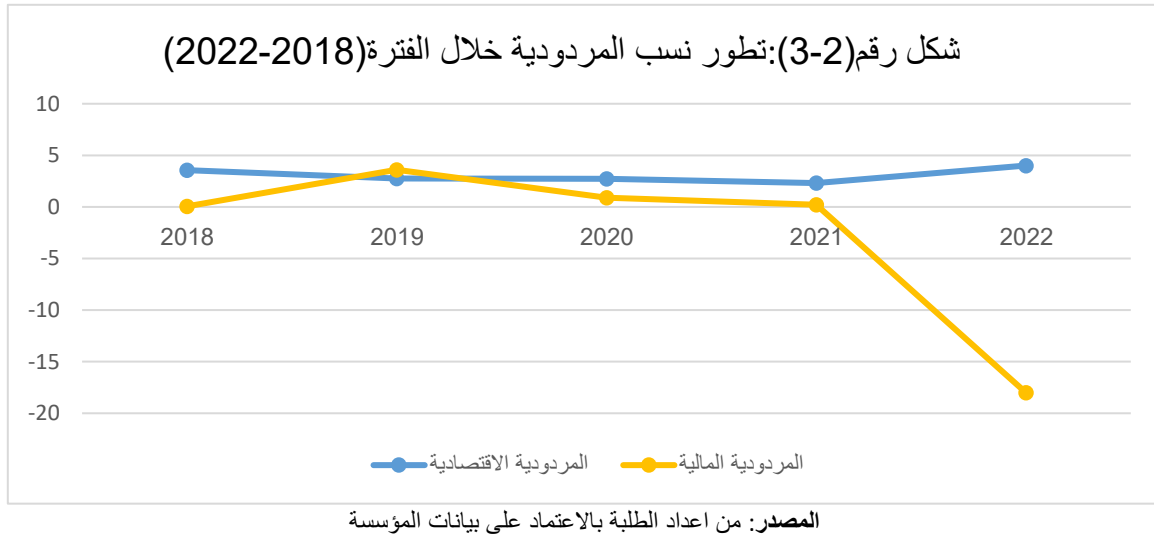
الجدول (2-8): تطور نسب المردودية خلال الفترة (2018-2022)

البيان	2018	2019	2020	2021	2022
المردودية الاقتصادية RE	3.55%	2.76%	2.72%	2.31%	4.009%
المردودية المالية RF	0.059	0.036	0.009	0.0021	-0.18
أثر الرافعة المالية	0.024%	0.0084%	-0.0182%	-0.021%	-0.1399%

المصدر: من اعداد الطلبة باستخدام بيانات المؤسسة.

عند تحليل مؤشرات الأداء المالي خلال الفترة الممتدة من 2018 إلى 2022، نلاحظ أن المردودية الاقتصادية (RE) شهدت تذبذبا، حيث بلغت أدنى مستوياتها في 2021 بنسبة 2.31%، ثم ارتفعت بشكل ملحوظ في 2022 إلى 4.009%، مما يعكس تحسنا في كفاءة استخدام الأصول لتحقيق الأرباح. في المقابل، سجلت المردودية المالية (RF) أداءً ضعيفاً، خاصة في سنتي 2020 و2022 حيث كانت

سالبة بنسبة 0.18- في 2022، ما يشير إلى تراجع قدرة المؤسسة على تحقيق عائد لمساهميها، رغم تحسن أدائها الاقتصادي. هذا التراجع يُفسر من خلال أثر الرافعة المالية، الذي كان سالبًا في معظم السنوات، وسجل في 2022 أسوأ قيمة له خلال الفترة (0.1399%-)، مما يدل على أن استخدام الديون لم يكن فعالاً، بل ساهم في تقليص العائد المالي. وبالتالي، يتضح أن المؤسسة تواجه تحدياً في هيكل التمويل حيث أن الاعتماد على التمويل بالاقتراض لم يساهم في تحسين المردودية المالية، وهو ما يستوجب إعادة النظر في استراتيجية التمويل لضمان تحقيق توازن أفضل بين الموارد الذاتية والخارجية. الرسم البياني التالي يوضح تطور نسب المردودية لمجمع صيدال خلال الفترة (2018-2022):



الفرع الثالث: التشخيص المالي بواسطة النسب المالية.

يمكن تعريف النسب كعلاقة بين مقدارين مميزين للحالة المالية وكذا إمكانيات ونشاط المؤسسة، اذ يستطيع المحلل المالي بناءها على النتائج المسجلة بواسطة النسب إعداد دراسة تشخيصية ونقدية للمؤسسة حيث يمكن فحص النسب من خلال تطورها خلال عدة سنوات حيث تنقسم إلى:

نسب الربحية:

تعبر هذه النسب عن مدى قدرة المؤسسة على توليد الأرباح من المبيعات أو على الأصول وعلى حقوق المالكين، فهذه النسب تقيس أداء مجمل أنشطة المؤسسة وهي تعبر عن محصلة نتائج السياسات والقرارات التي اتخذتها إدارة المؤسسة، ومن أهم هذه النسب:

1. نسب ربحية المبيعات:

هامش الربح الصافي:

$$\bullet \text{ هامش الربح الصافي} = \text{صافي الربح} / \text{صافي المبيعات}$$

هامش الربح التشغيلي:

• هامش الربح التشغيلي = النتيجة الجارية قبل الضرائب / المبيعات

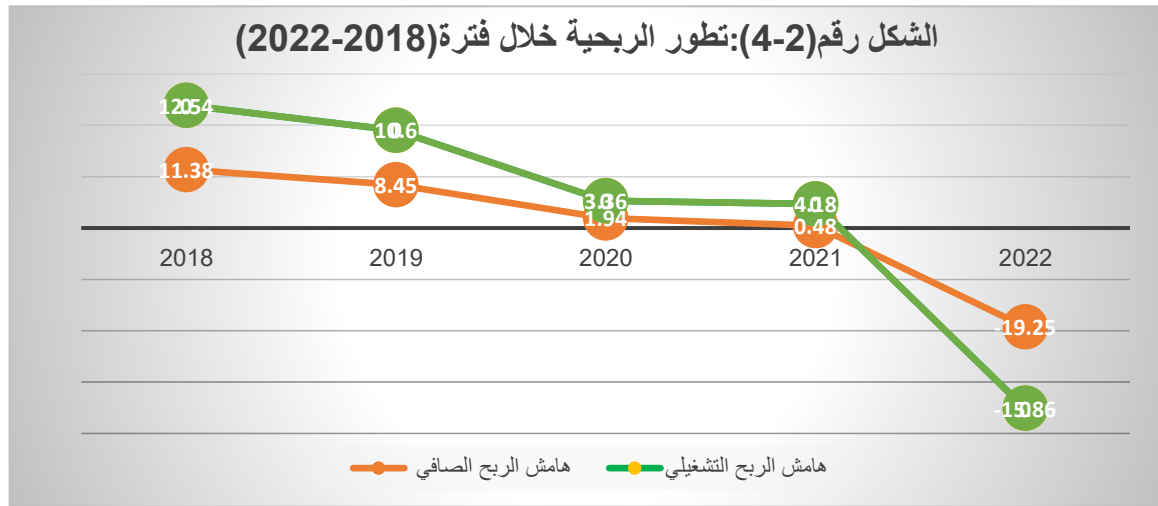
والجدول الآتي يبين تطور نسبة الربحية لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة:

الجدول رقم (2-9): تطور الربحية خلال الفترة (2018-2022)

البيان	2018	2019	2020	2021	2022
هامش الربح الصافي	11.38%	8.45%	1.94%	0.48%	-19.25%
هامش الربح التشغيلي	12.54%	10.60%	3.36%	4.18%	-15.86%

المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على بيانات المؤسسة.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن كل دينار من رقم الأعمال يحقق هامش بنسبة 11.38% في سنة 2018 من هامش الربح الصافي، هذه النسبة شهدت انخفاضا مستمرا خلال فترات الدراسة بسبب الارتفاع الكبير في التكاليف. أما بالنسبة للربح التشغيلي المؤسسة حققت هامش قدره 12.54% من هامش الربح التشغيلي من كل دينار من رقم الأعمال، وشهدت انخفاضا مستمرا خلال فترة الدراسة بسبب ضعف أداء المؤسسة في جانب التحكم الجيد في التكاليف، بالتحديد التراجع في النتيجة العملية. والرسم البياني التالي يوضح تطور نسبة الربحية لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة:



المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على المعطيات السابقة

المطلب الثاني: دراسة وتحليل تكلفة رأس المال

ذكرنا سابقا إن شركة صيدال تعتمد في تمويل نشاطاتها على توليفة من الأموال من المصادر طويلة الأجل، وفيما يلي سنتناول المصادر طويلة الأجل التي يلجأ إليها المركب وكيفية حساب تكلفتها.

أولاً: تقدير تكلفة الأموال الخاصة

أ- رأس المال: من التقارير المالية السنوية لشركة صيدال، يظهر لنا أن رأس مال الشركة يقدر ب 2.500.000.000 دج مقسمة الى 20% من اجمالي الأسهم، و 80% مملوكة للدولة.

عدد الأسهم = $250/2500000000 = 10.000.000$ سهم

ب- تكلفة الأموال الخاصة:

بالنسبة للعائد الخالي من المخاطرة نعتمد على معدل سندات الخزينة الجزائرية ل 10 سنوات والمقدر ب 3.75%

يظهر من خلال الجدول الاتي تكلفة الأموال الخاصة لشركة صيدال خلال فترة الدراسة:

الجدول رقم (2-10): حساب تكلفة الأموال الخاصة خلال الفترة (2018-2022)

السنة	2018	2019	2020	2021	2022
الأموال الخاصة	19796410396.58	21776278416.42	22234554786.95	22912568215.05	18965371886.37
معدل العائد الخالي من المخاطر R_f	3.75%	3.75%	3.75 %	3.75%	3.75%
معدل العائد من السوق R_M	18.96%	10.94%	8.29%	14.96%	57.52%
$R_M - R_f$	15.25%	7.19%	4.54%	11.21%	53.77%
β	0.0631-	0.0631-	0.0631-	0.0631-	0.0631-
R_{cp}	2.79%	3.30%	3.46%	3.04%	0.36%

المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على بورصة الجزائر

يبين الجدول تذبذب العائد المطلوب للمؤسسة (R_{cp}) خلال الفترة 2018-2022، حيث بلغ أعلى مستوى له في 2020 ب 3.46%، بينما سجل أدنى قيمة في 2022 ب 0.36% رغم ثبات معدل العائد الخالي من المخاطر (R_f) عند 3.75%، فإن هذا التراجع يعود إلى التغيرات في معدل العائد من السوق (R_M) الذي بلغ 57.52% في 2022، إلى جانب ثبات معامل بيتا عند - 0.0631، مما أثر سلباً على احتساب العائد المطلوب. هذه النتائج تعكس حساسية المؤسسة تجاه تحركات السوق، وتبرز أهمية التحكم في عوامل المخاطرة لتحسين جاذبيتها الاستثمارية.

ثانياً: تقدير كلفة الديون

تحتسب تكلفة الاقتراض بالمعادلة التالية: معدل الفائدة (1- معدل الضريبة).

نظرا لعدم توفر المعلومات اللازمة بخصوص تسيير القروض داخل المؤسسة سنحسب معدل الفائدة بالعلاقة التالية:

معدل الفائدة = الأعباء المالية / مبلغ القرض

تكلفة الدين = معدل الفائدة (1 - الضريبة)

الضريبة 19%.

يبين الجدول التالي قيمة القروض المتحصل عليها من مجمع صيدال خلال فترة الدراسة:

الجدول رقم (2-11): تطور تكلفة الديون لمجمع صيدال خلال الفترة (2018-2022)

السنة	الأعباء المالية	مبلغ القرض	معدل الفائدة	VD تكلفة الديون
2018	254951764.57	10923905958.66	2.33%	1.88%
2019	343123098.91	10403266267.81	3.30%	2.67%
2020	154762522.08	10404842508.14	1.49%	1.20%
2021	105692416.20	13825430092.80	0.76%	0.62%
2022	520845400.17	14259371288.67	3.65%	2.96%

المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على بيانات المؤسسة

تظهر البيانات تنذب تكلفة الديون خلال الفترة من 2018 إلى 2022، حيث سجلت أدنى قيمة في سنة 2021 بنسبة 0.62%، وهو ما يعكس ظروف تمويل ميسرة أو انخفاضاً في معدلات الفائدة حينها. غير أن هذه التكلفة عاودت الارتفاع بشكل واضح في سنة 2022 لتبلغ 2.96%، وهي أعلى نسبة خلال الفترة المدروسة، ما قد يدل على ارتفاع تكلفة الاقتراض أو تشدد في شروط التمويل.

ثالثاً: التكلفة الوسطية المرجحة

يتم حساب التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة صيدال خلال الفترة 2018-2020 من خلال العلاقة التالية:

$$K = K_{cp} (CP/CP+D) + K_D (D/CP+D) (1-IS)$$

تكلفة رأس المال = تكلفة الأموال الخاصة × (الأموال الخاصة / الأموال الخاصة + الديون) + تكلفة

الديون × (الديون / الأموال الخاصة + الديون) (1 - الضريبة)

حيث يوضح الجدول الآتي تطور تكلفة رأس المال المرجح لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة:

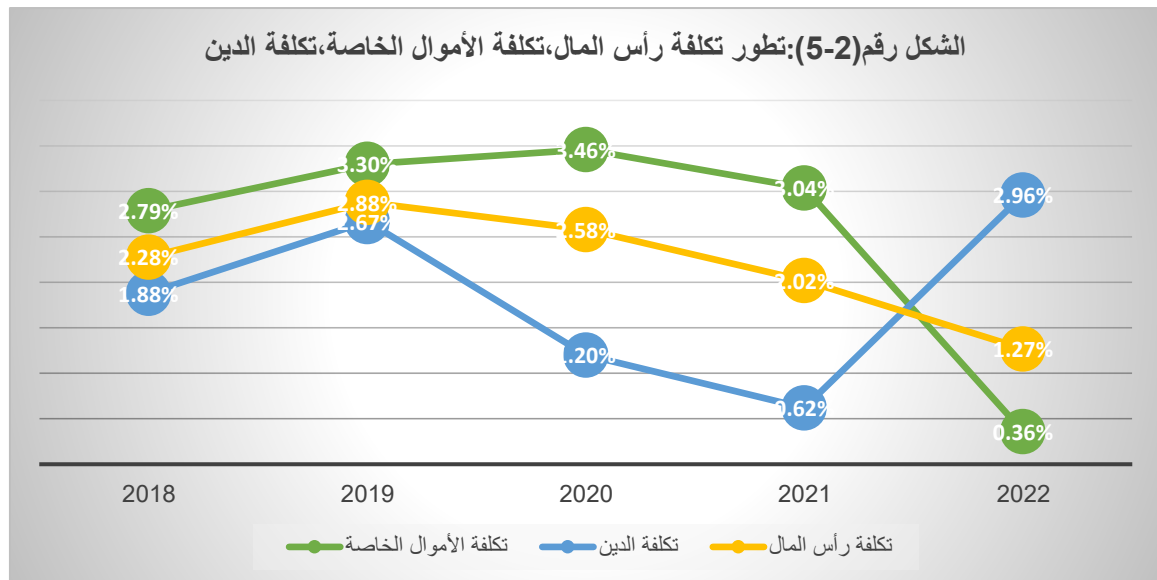
جدول رقم (2-12): تكلفة رأس المال المرجح لمجمع صيدال خلال الفترة 2018-2022

سنة	البيان	2018	2019	2020	2021	2022
	RCP تكلفة الأموال الخاصة	2.79%	3.30%	3.46%	3.04%	0.36%
	الأموال الخاصة	19796410396.58	21776278416.42	22234554786.95	22912568215.05	18965371886.37
	الديون + الأموال الخاصة	32767734008.14	34240989173.52	34289532677.4	38089213392.32	34577266296.82
	VD تكلفة الدين	1.88%	2.67%	1.20%	0.62%	2.96%
	الديون	12971323611.56	12464710757.10	12054977890.45	15176645177.27	15611894410.45
	الديون + الأموال الخاصة	32767734008.14	34240989173.52	34289532677.4	38089213392.32	34577266296.82
	تكلفة رأس المال المرجح	2.28%	2.88%	2.58%	2.02%	1.27%

المصدر: من اعداد الطلبة من خلال الاعتماد على المعطيات السابقة

عرفت تكلفة رأس المال تذبذباً واضحاً خلال الفترة 2018-2022، حيث بلغت أقصاها سنة 2019 بنسبة 2.88%، ثم سجلت انخفاضا تدريجياً إلى أن وصلت 1.27% في سنة 2022. ويُعزى هذا الانخفاض أساساً إلى التراجع الكبير في تكلفة الأموال الخاصة التي بلغت مستوى منخفضاً جداً قدره 0.36%، وهو ما يعكس تحسناً في ثقة المستثمرين أو انخفاضاً في العوائد المطلوبة من طرفهم، بغض النظر عن ارتفاع نسبة الديون خلال نفس السنة.

والشكل التالي يوضح تطور تكلفة رأس المال المؤسسة خلال فترة الدراسة:



المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على المعطيات السابقة

المطلب الثالث: العلاقة بين تكلفة رأس المال والقرار الاستثماري:

أولاً: معدل العائد على الاستثمار

العائد على الأصول أو الاستثمار $\text{Retrn Of Assests (ROA)}$ =

صافي الربح بعد الضرائب / متوسط الأصول

هذه النسبة هامة للمقارنة بين المؤسسات وهي تقس مدى الفعالية استخدام مجموع الأصول في توليد الأرباح الصافية. ويمكن حسابها أيضا باستخدام الربح قبل الفوائد والضرائب " بدلا من صافي الربح.

يلاحظ انه يمكننا حساب هذه النسبة من خلال جداء نسبتين كالتالي:

معدل العائد على الاستثمار = (صافي الربح / صافي المبيعات) × (صافي المبيعات / متوسط

الأصول). = النتيجة الصافية للسنة المالية / مجموع الأصول

والجدول التالي يوضح تطور معدل العائد على الاستثمار للشركة خلال فترة الدراسة:

الجدول رقم (2-13): تطور معدل العائد على الاستثمار خلال الفترة (2018-2022)

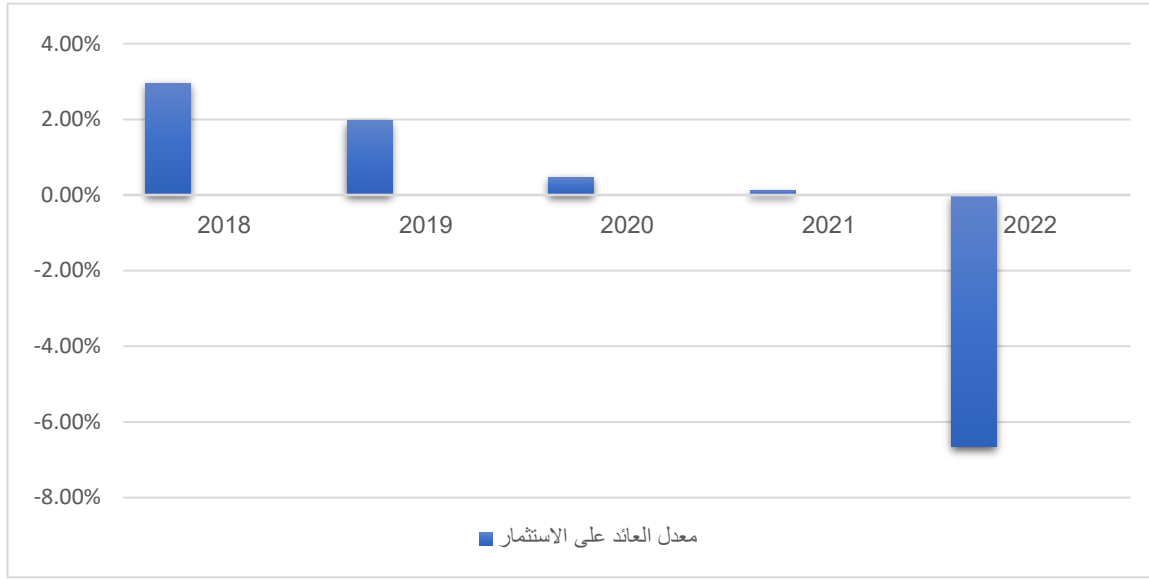
السنوات	2018	2019	2020	2021	2022
النتيجة الصافية للنسبة المالية RN	1174214390.98	793514004.08	189936341.33	48694704.82	-2987159711.62
مجموع الأصول	39574343961.92	40434178877.27	40687550476.43	44811485632.67	44880800299.74
العائد على الاستثمار ROA	2.96%	1.96%	0.47%	0.11%	-6.66%

المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على بيانات المؤسسة.

يتضح من خلال المؤشرات أن العائد على الاستثمار قد عرف تنذباً ملحوظاً خلال الفترة 2018-2022، حيث سجل مستويات إيجابية خلال السنوات الأربع الأولى، بداية من 2.96% في 2018 إلى غاية 1.96% في 2019، ثم بدأ في الانخفاض إلى 0.47% في 2020 و 0.11% في 2021. إلا أن سنة 2022 عرفت انعكاساً حاداً، حيث سجل العائد قيمة سالبة بلغت -6.66%، وهو ما يعكس تكبد المؤسسة لخسائر كبيرة في نتائجها الصافية، رغم حجم أصول معتبر. هذا التراجع الحاد في الأداء الاستثماري يُعد مؤشراً سلبياً يستدعي مراجعة استراتيجية الاستثمار والتسيير المالي للمؤسسة.

والشكل الآتي يبين أعمدة بيانية لتطور معدل العائد على الاستثمار:

الشكل رقم (2-6): تطور معدل العائد على الاستثمار



المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على بيانات المؤسسة

ثانيا: العلاقة بين تكلفة رأس المال والعائد على الاستثمار

بعد دراسة وتحليل القوائم المالية باستخدام النسب المالية، يبقى تحليل تأثير كل من العائد على الاستثمار وتكلفة رأس المال على القرارات القائمة ومن خلال ما يأتي سنحاول التعرف أكثر على العلاقة بين العائد على الاستثمار وتكلفة رأس المال.

والجدول التالي يوضح العلاقة بين تكلفة رأس المال والعائد على الاستثمار:

الجدول رقم: (2-14): العلاقة بين تكلفة رأس المال والعائد على الاستثمار

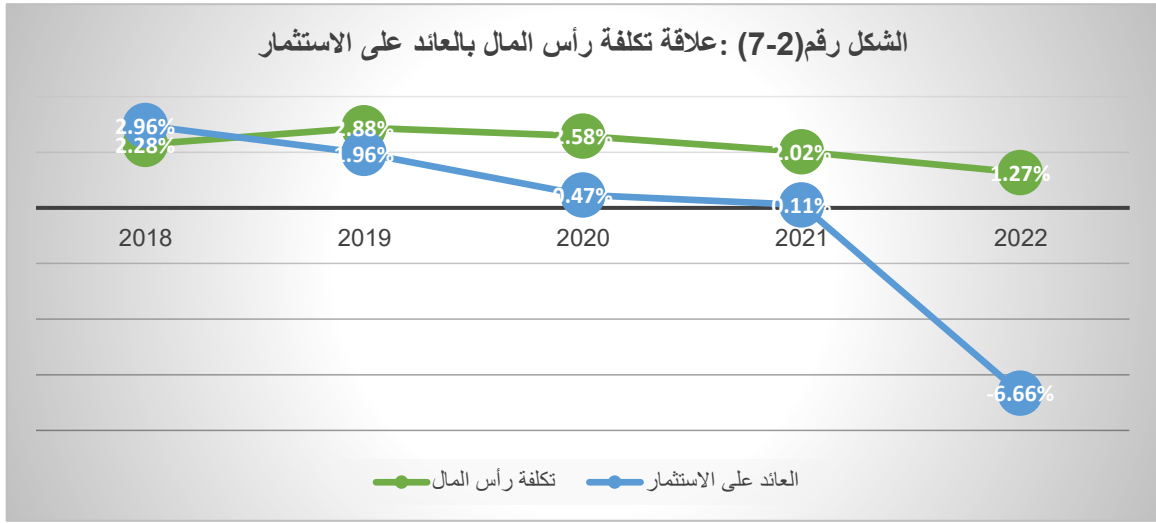
البيان	2018	2019	2020	2021	2022
تكلفة الأموال الخاصة RCP	2.79%	3.30%	3.46%	3.04%	0.36%
تكلفة الدين VD	1.88%	2.67%	1.20%	0.62%	2.96%
تكلفة رأس المال CAMP	2.28%	2.88%	2.58%	2.02%	1.27%
العائد على الاستثمار ROA	2.96%	1.96%	0.47%	0.11%	-6.66%

المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على بيانات المؤسسة

من خلال البيانات نلاحظ أن العلاقة بين تكلفة رأس المال والعائد على الاستثمار تعكس أداء متباينا خلال الفترة من 2018 إلى 2022، في 2018 كان العائد على الاستثمار (2.96%) أعلى من تكلفة رأس المال (2.28%)، مما يعني تحقيق قيمة مضافة.

أما في 2019، كان العائد على الاستثمار (1.96) أقل من تكلفة رأس المال (2.88%)، وهذا يشير إلى أن الشركة لم تحقق عوائد كافية لتغطية تكلفة التمويل، مما يعني بداية تآكل القيمة للمساهمين. وفي السنوات اللاحقة (2020، 2021، و2022)، استمر هذا الاتجاه السلبي بشكل متزايد، حيث ظل العائد على الاستثمار منخفضاً جداً أو حتى سالبا في 2022 (-6.66)، بالرغم من الانخفاض المستمر في تكلفة رأس المال، مما يعكس تراجعاً كبيراً في أداء الاستثمارات وعدم تحقيق أرباح تغطي تكلفة التمويل.

والشكل التالي يوضح علاقة تكلفة رأس المال بالعائد على الاستثمار:



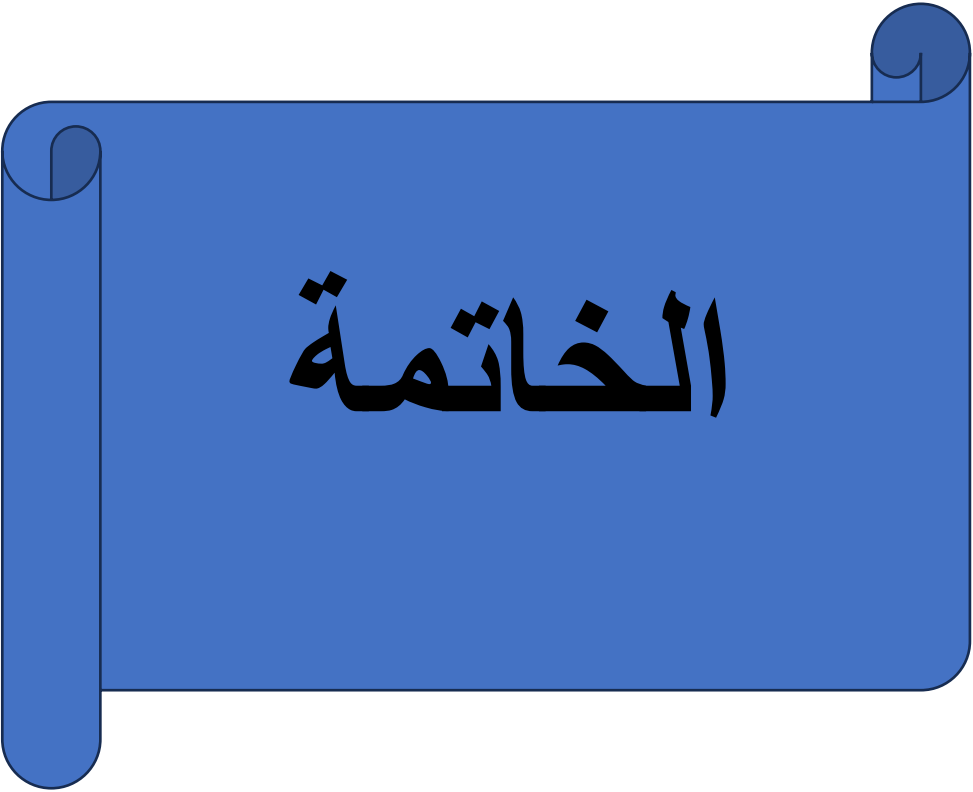
المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على بيانات المؤسسة

يتضح أن المؤسسة أصبحت غير قادرة على تحقيق عوائد تغطي تكلفة التمويل منذ سنة 2019، مع تدهور متسارع في 2022. هذا يشير إلى ضعف في كفاءة استخدام الموارد المالية، وانخفاض في الربحية، مما قد يؤثر سلباً على جاذبية المؤسسة لدى المستثمرين وقدرتها على النمو مستقبلاً.

خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل تم إسقاط الجزء النظري على الدراسة الميدانية لمجمع صيدال للفترة 2018-2022 ، من خلال موضوع بحثنا تطرقنا إلى دراسة القوائم المالية والمتمثلة في الميزانيات المالية ، وجدول حسابات النتائج بالإضافة إلى دراسة الوضعية المالية من مختلف النسب المديونية والمرد وديات المالية والاقتصادية و اثر الرافعة المالية و كذلك نسب الربحية ، ثم قمنا بتحليل تكلفة رأس المال و العائد على الاستثمار وكذلك حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل و حساب تكلفة الأموال الخاصة للوصول إلى التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.

تطرقنا كذلك إلى دراسة العلاقة بين تكلفة رأس المال والعائد على الاستثمار، كون تكلفة رأس المال تعد التكلفة الحدية للاستثمار، وحيث تعبر تكلفة رأس المال عن المعدل الأدنى الذي يسمح بالمحافظة على قيمة الأموال المستخدمة من قبل المستثمر.



الخاتمة

حاولنا من خلال هذه الدراسة تحليل مساهمة تكلفة رأس المال على اتخاذ القرار الاستثماري في مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة (2018-2022) حيث تعتبر تكلفة رأس المال من المقاييس الهامة لاتخاذ القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية، كما تعد تكلفة رأس المال أمراً ضرورياً في الكثير من القرارات المالية خصوصاً القرارات الاستثمارية إذ أنها من العوامل المساعدة في عملية المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية، ومساعدة متخذ القرار الاستثماري على كيفية تقدير الهيكل المالي المستخدم في تمويل المشاريع الاستثمارية الذي يتماشى مع ظروف وأهداف كل مؤسسة، وفيما يلي يتم تلخيص مجموعة من النتائج منها:

النتائج النظرية:

- _ يقصد بتكلفة رأس المال بالمعدل الأدنى المطلوب الذي يسمح بالمحافظة على قيمة الأموال المستخدمة من قبل المستثمر، بالطريقة التي تضمن الحصول على المردودية أكبر؛
- _ تتأثر تكلفة رأس المال بعدة عوامل فمنها العوامل العامة مرتبطة بتكوين الهيكل التنظيمي، وأخرى عوامل خاصة بكل عنصر من عناصر التمويل؛
- _ تمكن حساب تكلفة رأس المال لكل عنصر من عناصر التمويل الإدارة المالية من اختيار أنسب تلك المصادر من ناحية التكلفة، وعند تساوي الشروط الأخرى المرتبطة بكل مصدر والمصاحبة له، فإنه يختار المصدر الذي يحمل المؤسسة أقل تكلفة ممكنة؛
- _ يتم تقدير تكلفة رأس المال انطلاقاً من تحديد مصادر التمويل المستخدمة، وتقدير تكلفة كل مصدر وتحديد وزن نسبي لهاته المصادر للوصول إلى التكلفة الإجمالية لرأس المال والمتمثلة في التكلفة الوسطية المرجحة؛
- _ القرار الاستثماري هو الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بدلين على الأقل فأكثر، والمبني على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسبق عملية الاختيار.
- _ يقوم القرار الاستثماري على مجموعة من الأسس تتمثل في العائد المتوقع من المشاريع الاستثمارية، درجة الخطر المتوقع والعامل الزمني؛
- إن تحقيق معدل عائد استثماري أقل من المعدل الحدي يؤدي بالمؤسسة إلى وقوعها في حالة حرجة أكثر مما كانت عليه، في حين تحقيقها لمعدل عائد أكبر من العائد الحدي يؤدي بالمؤسسة إلى تحسين وضعيتها المالية وزيادة قيمتها السوقية، وهذا ما يفسر العلاقة القائمة بين تكلفة رأس المال والقرار الاستثماري.

النتائج التطبيقية:

- _ يعتمد مجمع صيدال على الأموال الخاصة أكثر من الديون في تمويل المشاريع الاستثمارية، وبالتالي تتمتع بالاستقلالية المالية.
- _ انخفاض تكلفة رأس المال في المؤسسة خلال سنوات الدراسة وبلغت أقصاها سنة 2019 بنسبة 2.88%.
- _ كلما كان معدل العائد على الاستثمار أقل من تكلفة رأس المال، فإن المؤسسة تكون في وضعية غير مربحة وتفقد من قيمتها السوقية. أما إذا تجاوز العائد تكلفة رأس المال، فذلك يعني أن الاستثمارات ناجحة وتخلق قيمة اقتصادية.
- _ من خلال دراسة وتحليل القوائم المالية لمجمع صيدال خلال الفترة من 2018 إلى 2022 تبين أن المؤسسة تشهد تناقص في النتائج المحققة.

اختبار الفرضيات:

- من خلال النتائج المتوصل إليها نستخلص صحة الفرضيات التالية:
- بالنسبة للفرضية الأولى: محققة، حيث أن تكلفة رأس المال هي المتوسط الحسابي المرجح لمختلف مصادر التمويل الدائمة في المؤسسة
- بالنسبة للفرضية الثانية: محققة، حيث أن تكلفة رأس المال تساعد متخذ القرار على اتخاذ القرارات الاستثمارية في المؤسسة؛
- بالنسبة للفرضية الثالثة: محققة، تؤثر تكلفة رأس المال بشكل مباشر على عملية اتخاذ القرار الاستثماري، ففي حالة انخفاض تكلفة رأس المال تكون المؤسسة أمام لحظة اتخاذ قرار استثماري سليم والعكس صحيح.

التوصيات:

- ✓ ضرورة تطبيق مفهوم تكلفة رأس المال في انتقاء المشاريع الاستثمارية في المؤسسة؛
- ✓ على مسيري المؤسسات الاقتصادية بما فيها مجمع صيدال عند اتخاذهم أي قرار أن يعملوا على ضرورة تحقيق التوازن بين الأموال المملوكة والأموال المقترضة؛
- ✓ ضرورة القيام بدراسة مسبقة قبل اتخاذ قرار الاستثمار أو قرار التمويل من أجل تحقيق كفاءة الهيكل المالي للمؤسسة؛
- ✓ يجب على المؤسسات الإفصاح عن المعلومات والمعطيات من أجل القيام بدراسة وإعطائها رؤية واضحة وأقرب إلى الواقع.
- ✓ محاولة الربط بين القرار الاستثماري والقرار التمويلي، بهدف تحقيق انسجام بين القرارين للوصول بتكلفة رأس المال إلى أدنى حد؛

آفاق الدراسة:

نظرا لحدود الدراسة الموضوعية والصعوبات التي واجهتنا في الحصول على البيانات المالية اللازمة،

نقترح بعض المواضيع لتكون بحوث مستقبلية:

- ✓ أثر حوكمة الشركات على تكلفة رأس المال في المؤسسة الاقتصادية؛
- ✓ أثر الإفصاح البيئي على تكلفة رأس المال في المؤسسة الاقتصادية؛
- ✓ قياس تكلفة رأس المال للمؤسسات المدرجة في البورصة؛
- ✓ أثر تكلفة رأس المال على سياسة توزيع الأرباح دراسة حالة مؤسسة اقتصادية.



قائمة المصادر

والمراجع

أولاً: الكتب

- أسعد سيد العلي، الإدارة المالية، جامعة مؤتة، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة 2013
- انس إبراهيم يونس أثر الإفصاح الكامل على ترشيد قرارات الاستثمار دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، 2016،
- أحمد بوراس أستاذ التعليم العالي، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، 2008.
- احمد دريد محمد، الإستثمار قراءة في المفهوم والأنماط والمحددات دار أمجد للنشر والتوزيع، 2015
- حمزة أليشي، إبراهيم الحرزاوي، الإدارة المالية الحديثة، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1998.
- حنيفة عبد الغفار، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- جهاد وليد همام إدارة الاستثمار، الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار أمجد للنشر والتوزيع، 2015،
- رندة جميل محمود، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار أمجد للنشر والتوزيع، 2015.
- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، 1999
- سيد سالم عرفة إدارة المخاطر الإستثمارية، دار الراية للنشر والتوزيع، 2009
- شفيري موسى وآخرون، مهند الدويكات إدارة الإستثمار، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2011.
- عدنان تايه النعيمي وآخرون، دار المسيرة كلية العلوم الإدارية والمالية جامعة الاسراء الخاصة، الطبعة الأولى
- قحطان سيوقي اقتصاديات المالية العامة، دار طرابلس للدراسات والنشر والتوزيع
- كارل ماركس رأس المال: نقد الاقتصاد السياسي .ترجمة فالح عبد الجبار، دار الفارابي 2008، المجلد الأول،
- كارل ماركس. رأس المال-الجزء الأول، ترجمة راشد البراوي (القاهرة، الطبعة الأولى، مكتبة النهضة المصرية، 1948).
- منصور محمد الزين، تشجيع الإستثمار وأثره على التنمية الاقتصادية، دار الراية للنشر والتوزيع، 2012
- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية دار صفاء للنشر والتوزيع، 2008

ثانيا: المذكرات

- عبد القادر مساهمة محاسبة المسؤولية الاجتماعية في تحسين جودة القوائم المالية دراسة حالة مجمع صيدال مذكرة الدكتوراه في العلوم المالية والمحاسبة جامعة محمد خيضر بسكرة, 2020/2021

ثالثا: المراجع باللغة الإنجليزية

- Eric Roll ,A History of Economic Thought (4th ed., London, Fabor & Fabor Ltd., 1973).
- roll, op. cit., p. 45,56.
- Kenneth E. Boulding, Economic Analysis, (3rd ed., New York: Harper & Brothers, 1955).
- Joan Robinson, An Essay on Marxian Economics (2nd ed, London: McMillan. Co Ltd., 1967).
- Karl marks, Capital; a critique of political economy, (Chicago: C.H. Kerr & Company, 1906).
- James C. Van Horne John M. Wachowicz, Jr. Fundamentals of Financial Management, 13th Edition.



قائمة الملاحق

الملحق رقم (1)

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL

SPA Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2019

ACTIF	31/12/2019			31/12/2018
	MONTANT BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIF NON COURANT				
Ecart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564.00		141 648 564.00	115 414 200.00
Immobilisation incorporelles	465 669 052.05	291 611 807.29	174 057 244.76	139 733 986.51
Immobilisation corporelles				
Terrains	3 805 721 423.42		3 805 721 423.42	2 391 687 791.42
Batiments	13 199 283 086.61	5 707 118 136.67	7 492 164 949.94	2 312 989 288.09
Autres Immobilisation corporelles	20 621 201 809.67	14 989 073 641.21	5 632 128 168.46	3 976 090 139.77
Immobilisations en consession				0.00
Immobilisations en cours	3 580 260 802.98		3 580 260 802.98	10 759 890 495.72
Immobilisations financières				0.00
Titres mis équivalence- Entreprises associées	2 960 993 718.84		2 960 993 718.84	1 433 217 458.23
Autres participations et créances Rattachées	102 167 575.00	53 407 519.13	48 760 519.13	223 859 927.10
Autres titres immobilisés	2 500 000 000.00		2 500 000 000.00	3 000 000 000.00
Prêts et autres actifs financiers non courants	107 512 187.56		107 512 187.56	152 869 240.73
Impôts différés actif	329 960 563.53		329 960 563.53	324 860 044.51
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	47 814 418 783.66	21 041 211 104.30	26 773 207 679.36	24830 612 573.08
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	7 449 789 735.69	562 259 114.50	6 887 530 621.19	6 288 271 950.21
Créances et emplois assimilés				0.00
Clients	5 073 699 027.73	1 896 165 287.33	3 177 533 740.40	3 681 013 225.61
Autres débiteurs	1 436 866 591.79	7 500.00	1 436 859 091.79	1 391 490 814.49
Impôts	222 336 344.63		222 336 344.63	228 705 651.05
Autres actif courant				0.00
Disponibilités et assimilés				0.00
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989.19		18 559 989.19	18 559 989.19
Trésorerie	2 000 587 077.07	82 435 666.36	3 135 689 758.29	3 135 689 758.29
TOTAL ACTIF COURANT	16 201 838 766.10	2 540 867 568.19	13 660 971 197.91	14 743 731 388.84
TOTAL GENERAL ACTIF	64 016 257 549.76	23 582 078 672.49	40 434 178 877.27	39 574 343 961.92

الملحق رقم (2)

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL

SPA Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2018

PASSIF	31/12/2018	31/12/2017
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000.00	2 500 000 000.00
Dotation de l'état		
Autres fonds propres	411 677 000.00	411 677 000.00
Primes et réserves –(réserves consolidées)	13 461 406 696.77	12 991 033 164.36
Ecart de réévaluation	1 272 192 408.65	1 585 712 860.28
Ecart d'équivalence	1 016 986 928.55	955 727 524.41
Résultat Net	1 174 214 390.98	1 376 295 647.88
Autres capital propres –report à nouveau	-866 679 031.92	-1 080 714 611.43
Intérêts minoritaires	826 612 003.56	881 619 980.04
TOTAL I	19 796 410 396.58	27 931 531 057.74
<u>PASSIF NON COURANTS</u>		
Emprunts et dettes financières	10 923 905 958.66	10 894 562 658.08
Impôts (différés et provisionnés)	19 887 217.01	17 509 995.00
Autres dettes non courantes	593 645 268.24	1 059 992 788.80
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 433 885 167.65	1 346 632 170.47
TOTAL PASSIF NON COURANTS II	12 971 323 611.56	13 318 697 612.35
<u>PASSIF COURANTS</u>		
Fournisseurs et comptes	2 249 615 538.04	1 436 731 269.94
Impôts	201 334 246.61	726 697 526.43
Autres dettes	3 734 753 856.30	4 107 579 876.69
Trésorerie passif	620 906 312.83	797 707 247.08
TOTAL PASSIF COURANTS III	6 806 609 953.78	7 068 715 920.14
TOTAL GENERAL PASSIF	39 574 343 961.92	48 318 944 590.23

الملحق رقم (3)

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL
SPA Direction des Finances et du Portefeuille
DATE DE CLOTURE : 31/12/2018

TABLEAU DES COMPTES RESULTAT	31/12/2018	31/12/2017
Chiffre d'affaires	10 317 577 775.54	10 265 897 771.06
Variation stocks produits finis et en cours	272 122 098.95	-558 329 961.16
Production immobilisée		
Subvention d'exploitation		
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 589 699 874.49	9 707 567 809.90
Achats consommés	-4 624 142 242.57	-3 755 793 245.73
Services extérieurs et autres consommations	-1 067 499 186.54	-1 002 621 754.72
II-COSOMATIONS DE L'EXERCICE	-5 691 641 429.11	-4 758 415 000.45
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOIATION (I-II)	4 898 058 445.38	4 949 152 809.45
Charges de personnel	-3 329 762 210.93	-2 866 108 087.05
Impôts , taxes versements assimilés	-169 982 582.04	-167 524 872.66
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 398 313 652.41	1 915 519 849.74
Autres produits opérationnels	1 159 167 515 .64	120 876 666.93
Autres charges opérationnelles	-188 852 963.84	-58 405 988.66
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 454 793 798.08	-868 249 692.56
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	380 039 983.32	370 500 844.60
V-RESULTAT OPERATIONNEL	1 293 874 389.45	1 480 241 680.08
Produits financiers	200 013 164.65	163 571 611.87
Charges financières	-254 951 764.57	-164 840 374.12
VI-RESULTAT FINANCIER	-54 938 599.92	-1 268 762.25
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V +VI)	1 238 935 789.53	1 478 972 917.80
Impôts exigibles sur résultat ordinaires	-127 206 062.00	-277 583 318.00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-21 232 781.46	7 032 819.01
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	12 328 920 538.10	10 362 516 933.30
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 195 958 029.11	-9 168 160 152.51
VIII- RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 132 962 508.99	1 194 356 780.79
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX- RESULTAT EXTRAORDINAIRES		
X- RESULTAT NET DES LEXERCICES	1 132 962 508.99	1 194 356 780.79
Résultat minoritaires	44 778 352.30	85 189 898.58
Part dans les Résultats nets des sociétés mises en équivalence	-3 526 470.31	96 748 968.51
RESULTAT NET DES LEXERCICES	1 174 214 390.98	1 376 295 647.88

الملحق رقم (4)

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL
SPA Direction des Finances et du Portefeuille
DATE DE CLOTURE : 31/12/2020

ACTIF	31/12/2020			31/12/2019
	MONTANT BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIF NON COURANT				
Ecart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564.00	0.00	141 648 564.00	141 648 564.00
Immobilisation incorporelles	468 576 191.02	343 249 100.26	125 627 090.76	174 057 244.76
Immobilisation corporelles				
Terrains	4 398 481 823.42	0.00	4 398 481 823.42	3 805 721 423.42
Batiments	13 261 407 322.31	5 844 143 212.84	7 417 264 109.47	7 492 164 949.94
Autres Immobilisation corporelles	20 778 518 111.59	15 362 335 010.82	5 416 183 100.77	5 632 128 168.46
Immobilisations en consession				
Immobilisations en cours	3 523 900 855.21	0.00	3 523 900 855.21	3 580 260 802.98
Immobilisations financières				
Titres mis équivalence- Entreprises associées	2 134 015 175.22	0.00	2 134 015 175.22	2 960 993 718.84
Autres participations et créances Rattachées	335 939 575.00	59 416 028.43	276 523 546.57	48 760 519.13
Autres titres immobilisés	2 002 300 000.00		2 002 300 000.00	2 500 000 000.00
Prêts et autres actifs financiers non courants	14 614 749.45		14 614 749.45	107 512 187.56
Impôts différés actif	352 717 927.73		352 717 927.73	329 960 563.53
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	47 412 120 294.95	21 609 143 352.35	25 802 976 942.60	26 773 207 679.36
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	7 191 992 769.17	641 539 237.02	6 550 453 532.15	6 887 530 621.19
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 911 959 706.26	1 887 229 726.08	4 024 729 980.18	3 177 533 740.40
Autres débiteurs	1 316 384 098.39	7 500.00	1 316 376 598.39	1 436 859 091.79
Impôts	188 887 081.60	0.00	188 887 081.60	222 336 344.63
Autres actif courant				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989.19	0.00	18 559 989.19	18 559 989.19
Trésorerie	2 868 002 018.68	82 435 666.36	2 785 566 352.32	3 135 689 758.29
TOTAL ACTIF COURANT	17 495 785 563.29	2 611 212 129.46	14 884 573 533.83	13 660 971 197.91
TOTAL GENERAL ACTIF	64 907 905 858.24	24 220 355 481.81	40 687 550 476.43	40 434 178 877.27

الملحق رقم (5)

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL

SPA Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2019

PASSIF	31/12/2019	31/12/2018
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000.00	2 500 000 000.00
Dotation de l'état		
Autres fonds propres	411 677 000.00	411 677 000.00
Primes et réserves –(réserves consolidées)	14 047 153 641.65	13 461 406 696.77
Ecarts de réévaluation	2 686 777 592.57	1 272 192 408.65
Ecarts d'équivalence	1 905 284 336.88	1 016 986 928.55
Résultat Net	793 514 004.08	1 174 214 390.98
Autres capital propres –report à nouveau	-1 178 074 235.34	-866 679 031.92
Intérêts minoritaires	609 971 657.90	826 612 003.56
TOTAL I	21 776 278 416.42	19 796 410 396.58
<u>PASSIF NON COURANTS</u>		
Emprunts et dettes financières	10 403 266 267.81	10 923 905 958.66
Impôts (différés et provisionnés)	21 011 203.32	19 887 217.01
Autres dettes non courantes	593 645 268.24	593 645 268.24
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 446 788 017.73	1 433 885 167.65
TOTAL PASSIF NON COURANTS II	12 464 710 757.10	12 971 323 611.56
<u>PASSIF COURANTS</u>		
Fournisseurs et comptes	1 556 885 668.31	2 249 615 538.04
Impôts	116 625 268.50	201 334 246.61
Autres dettes	3 708 972 235.69	3 734 753 856.30
Trésorerie passif	810 706 531.25	620 906 312.83
TOTAL PASSIF COURANTS III	6 193 189 703.75	6 806 609 953.78
TOTAL GENERAL PASSIF	40 434 178 877.27	39 574 343 961.92

الملحق رقم (6)

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL

SPA Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2019

TABLEAU DES COMPTES RESULTAT	31/12/2019	31/12/2018
Chiffre d'affaires	9 392 750 935.10	10 317 577 775.54
Variation stocks produits finis et en cours	1 085 935 007.08	272 122 098.95
Production immobilisée		
Subvention d'exploitation		
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 478 685 942.18	10 589 699 874.49
Achats consommés	-4 577 729 592.68	-4 624 142 242.57
Services extérieurs et autres consommations	-1 113 922 480.89	-1 067 499 186.54
II-COSOMATIONS DE L'EXERCICE	-5 691 652 073.57	-5 691 641 429.11
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOIATION (I-II)	4 787 033 868.61	4 898 058 445.38
Charges de personnel	-3 514 951 683.35	-3 329 762 210.93
Impôts , taxes versements assimilés	-154 310 399.06	-169 982 582.04
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 117 771 786.20	1 398 313 652.41
Autres produits opérationnels	687 941 345.57	1 159 167 515.64
Autres charges opérationnelles	-75 628 723.04	-188 852 963.84
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 399 508 839.03	-1 454 793 798.08
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	664 533 494.03	380 039 983.32
V-RESULTAT OPERATIONNEL	995 270 118.85	1 293 874 389.45
Produits financiers	152 968 301.58	200 013 164.65
Charges financières	-343 123 098.91	-254 951 764.57
VI-RESULTAT FINANCIER	-190 154 797.33	-54 938 599.92
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V +VI)	805 954 266.41	1 238 935 789.53
Impôts exigibles sur résultat ordinaires	-77 823 533.00	-127 206 062.00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	5 579 922.73	-21 232 781.46
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	11 984 129 083.37	12 328 920 538.10
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 262 578 272.69	-11 195 958 029.11
VIII- RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	721 550 810.68	1 132 962 508.99
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX- RESULTAT EXTRORDINAIRES		
X- RESULTAT NET DES LEXERCICES	721 550 810.68	1 132 962 508.99
Résultat minoritaires	19 736 411.44	44 778 352.30
Part dans les Résultats nets des sociétés mises en équivalence	52 226 781.96	-3 526 470.31
RESULTAT NET DES LEXERCICES	793 514 004.08	1 174 214 390.98

الملحق رقم (7)

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL

SPA Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2020

PASSIF	31/12/2020	31/12/2019
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000.00	2 500 000 000.00
Dotation de l'état		
Autres fonds propres	411 677 000.00	411 677 000.00
Primes et réserves –(réserves consolidées)	14 634 151 624.90	14 047 153 641.65
Ecarts de réévaluation	3 063 429 710.86	2 686 777 592.57
Ecarts d'équivalence	1 408 146 175.93	1 905 284 336.88
Résultat Net	189 936 341.33	793 514 004.08
Autres capital propres –report à nouveau	-797 268 702.03	-1 178 074 235.34
Intérêts minoritaires	824 482 635.96	609 971 657.90
TOTAL I	22 234 554 786.95	21 776 278 416.42
<u>PASSIF NON COURANTS</u>		
Emprunts et dettes financières	10 404 842 508.14	10 403 266 267.81
Impôts (différés et provisionnés)	24 094 670.27	21 011 203.32
Autres dettes non courantes	0.00	593 645 268.24
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 626 040 712.04	1 446 788 017.73
TOTAL PASSIF NON COURANTS II	12 054 977 890.45	12 464 710 757.10
<u>PASSIF COURANTS</u>		
Fournisseurs et comptes	1 247 407 073.70	1 556 885 668.31
Impôts	175 915 917.23	116 625 268.50
Autres dettes	4 052 684 542.80	3 708 972 235.69
Trésorerie passif	922 010 265.30	810 706 531.25
TOTAL PASSIF COURANTS III	6 398 017 799.03	6 193 189 703.75
TOTAL GENERAL PASSIF	40 687 550 476.43	40 434 178 877.27

الملحق رقم (8)

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL
SPA Direction des Finances et du Portefeuille
DATE DE CLOTURE : 31/12/2020

TABLEAU DES COMPTES RESULTAT	31/12/2020	31/12/2019
Chiffre d'affaires	9 809 929 760.98	9 392 750 935.10
Variation stocks produits finis et en cours	264 531 468.40	1 085 935 007.08
Production immobilisée		
Subvention d'exploitation		
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 074 461 229.38	10 478 685 942.18
Achats consommés	-4 245 356 684.94	-4 577 729 592.68
Services extérieurs et autres consommations	-910 765 524.13	-1 113 922 480.89
II-COSOMATIONS DE L'EXERCICE	-5 156 122 209.07	-5 691 652 073.57
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOIATATION (I-II)	4 918 339 020.31	4 787 033 868.61
Charges de personnel	-3 609 396 024.60	-3 514 951 683.35
Impôts , taxes versements assimilés	-201 768 850.04	-154 310 399.06
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 107 174 145.67	1 117 771 786.20
Autres produits opérationnels	205 038 628.28	687 941 345.57
Autres charges opérationnelles	-109 057 603.07	-75 628 723.04
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 088 338 701.82	-1 399 508 839.03
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	214 605 132.80	664 533 494.03
V-RESULTAT OPERATIONNEL	329 421 601.86	995 270 118.85
Produits financiers	129 016 705.12	152 968 301.58
Charges financières	-154 762 522.08	-343 123 098.91
VI-RESULTAT FINANCIER	-25 745 816.96	-190 154 797.33
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V +VI)	303 675 784.90	805 954 266.41
Impôts exigibles sur résultat ordinaires	-88 374 651.00	-77 823 533.00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-19 069 142.98	5 579 922.73
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	10 623 121 695.58	11 984 129 083.37
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	10 388 751 418.70	-11 262 578 272.69
VIII- RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	234 370 276.88	721 550 810.68
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX- RESULTAT EXTRORDINAIRES		
X- RESULTAT NET DES LEXERCICES	234 370 276.38	721 550 810.68
Résultat minoritaires	-592 334.84	19 736 411.44
Part dans les Résultats nets des sociétés mises en équivalence	-43 841 600.71	52 226 781.96
RESULTAT NET DES LEXERCICES	189 936 341.33	793 514 004.08

الملحق رقم (9)

2.3. Actif du Bilan (Consolidé Groupe)

UM : DA

ACTIF	31/12/2022			31/12/2021
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIF NON COURANT				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564,00	0,00	141 648 564,00	141 648 564,00
Immobilisations incorporelles	568 182 071,69	446 119 234,37	122 062 837,32	74 170 413,60
Immobilisations corporelles				
Terrains	4 398 481 823,42	0,00	4 398 481 823,42	4 398 481 823,42
Bâtiments	13 528 529 989,50	6 193 807 728,92	7 334 722 260,58	7 342 094 769,19
Autres immobilisations corporelles	21 173 669 435,11	15 545 048 325,36	5 628 621 109,75	5 503 675 138,29
Immobilisations en concession	316 872 000,00	0,00	316 872 000,00	322 740 000,00
Immobilisations en cours	4 410 193 665,04	0,00	4 410 193 665,04	3 850 372 946,09
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalences- entreprises associées	2 218 965 232,68	0,00	2 218 965 232,68	2 418 384 302,29
Autres participations et créances rattachées	44 667 575,00	153 650 987,24	-108 983 412,24	44 667 575,00
Autres titres immobilisés	1 000 000 000,00	0,00	1 000 000 000,00	2 001 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	33 330 823,74	0,00	33 330 823,74	51 251 159,52
Impôts différés actif	244 260 019,92	0,00	244 260 019,92	244 899 794,64
TOTAL ACTIF NON COURANT	48 078 801 200,10	22 338 626 275,89	25 740 174 924,21	26 393 386 486,04
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	10 529 211 735,74	4 075 962 514,31	6 453 249 221,43	9 804 951 484,95
Créances et emplois assimilés				
Clients	9 256 533 457,23	2 184 100 113,51	7 072 433 343,72	3 350 908 815,99
Autres débiteurs	1 468 506 617,14	7 500,00	1 468 499 117,14	1 302 856 167,38
Impôts	335 215 938,20	0,00	335 215 938,20	170 411 184,88
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	0,00
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	3 875 103 432,21	82 435 666,36	3 792 667 765,85	3 770 411 504,24
TOTAL ACTIF COURANT	25 483 131 169,71	6 342 505 794,18	19 140 625 375,53	18 418 099 146,63
TOTAL GENERAL ACTIF	73 561 932 369,81	28 681 132 070,07	44 880 800 299,74	44 811 485 632,67



الملحق رقم (10)

2.4. Passif du Bilan (Consolidé Groupe)

UM : DA

PASSIF	31/12/2022	31/12/2021
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotation de l'état	411 677 000,00	411 677 000,00
Autres fonds propres	0,00	0,00
Primes et réserves-(réserves consolidées)	15 796 006 288,78	15 318 040 327,17
Ecart de réévaluation	3 055 720 451,96	3 055 720 451,96
Écart d'équivalence	1 463 082 352,04	1 838 063 594,82
Résultat Net	-2 987 159 711,62	48 694 704,82
Autres capitaux propres-report à nouveau	-2 092 312 082,35	-1 097 023 529,49
Intérêts minoritaires	818 357 587,56	837 395 665,76
TOTAL I	18 965 371 886,37	22 912 568 215,05
<u>PASSIF NON COURANT</u>		
Emprunts et dettes financières	14 259 371 288,67	13 825 430 092,80
Impôts (différés et provisionnés)	7 110 987,15	7 112 411,32
Autres dettes non courantes	316 872 000,00	322 740 000,00
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 028 540 134,63	1 021 362 673,15
TOTAL PASSIF NON COURANT II	15 611 894 410,45	15 176 645 177,27
<u>PASSIF COURANT</u>		
Fournisseurs et comptes rattachés	3 293 487 276,35	2 207 198 255,47
Impôts	125 547 764,68	121 945 175,14
Autres dettes	5 080 009 086,66	4 038 233 979,11
Trésorerie passif	1 804 489 875,23	354 894 830,63
TOTAL PASSIF COURANT III	10 303 534 002,92	6 722 272 240,35
TOTAL GENERAL PASSIF	44 880 800 299,74	44 811 485 632,67



الملحق رقم (11)

2.5. Tableau de Compte de Résultats (Consolidé Groupe)

UM : DA

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2022	31/12/2021	Evolution 2022/2021
Chiffre d'affaires	15 518 343 549,99	10 211 439 983,73	51,97%
Variation stocks produits finis et en cours	1 916 701 144,87	997 900 766,87	92,07%
Production immobilisée	0,00	0,00	/
Subvention d'exploitation	0,00	0,00	/
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	17 435 044 694,86	11 209 340 750,60	55,54%
Achats consommés	-10 304 903 076,96	-4 999 154 719,75	106,13%
Services extérieurs et autres consommations	-1 250 061 996,09	-1 067 885 794,68	17,06%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-11 554 965 073,05	-6 067 040 514,43	90,45%
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	5 880 079 621,81	5 142 300 236,17	14,35%
Charges de personnel	-3 943 686 171,34	-3 944 240 090,42	-0,01%
Impôts, taxes et versements assimilés	-136 922 185,18	-162 116 139,62	-15,54%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 799 471 265,29	1 035 944 006,13	73,70%
Autres produits opérationnels	111 250 981,17	175 408 940,73	-36,58%
Autres charges opérationnelles	-157 427 854,84	-75 130 256,23	109,54%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-4 476 289 679,29	-1 036 215 417,74	331,98%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	261 601 989,89	326 911 529,02	-19,98%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	-2 461 393 297,78	426 918 801,91	-676,55%
Produits financiers	145 902 545,02	177 090 776,00	-17,61%
Charges financières	-520 845 400,17	-105 692 416,20	392,79%
VI - RESULTAT FINANCIER	-374 942 855,15	71 398 359,80	-625,14%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	-2 836 336 152,93	498 317 161,71	-669,18%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-20 000,00	-100 897 797,00	-99,98%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	1 525 656,79	25 670 878,24	-94,06%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	17 953 800 210,94	11 888 751 996,35	51,02%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-20 791 682 020,66	-11 517 003 509,88	80,53%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	-2 837 881 809,72	371 748 486,47	-863,39%
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00	/
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	0,00	0,00	/
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00	/
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	-2 837 881 809,72	371 748 486,47	-863,39%
Résultats minoritaires	-2 178 182,54	19 855 956,80	-110,97%
Part dans le résultat des Sociétés mises en équivalence	-147 099 719,36	-342 909 738,46	-57,10%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	-2 987 159 711,62	48 694 704,82	-6 234,47%

Désignation	Ratios 2022	Ratios 2021	Evol 2022/2021
Valeur ajoutée / Chiffre d'affaires	37,89%	50,36%	-24,76%
Excédent brut d'exploitation/ Chiffre d'affaires	11,60%	10,14%	14,30%
Charges du personnel/Chiffre d'affaires	25,41%	38,63%	-34,21%
Charges du personnel/ Valeur ajoutée	67,07%	76,70%	-12,56%
Résultat opérationnel / Chiffre d'affaires	-15,86%	4,18%	-479,38%

