

جامعة غرداية
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المحاسبة والمالية



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي
في ميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
الشعبة: العلوم المحاسبة والمالية
التخصص: محاسبة

بعنوان:

أثر تكلفة رأس المال على اتخاذ القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية

من إعداد الطلبة:

نعاس فاطمة الزهراء
بوشارب مارية

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ:

أمام لجنة المناقشة المكوّنة من السّادة:

الاسم واللقب	الرتبة	الصفة
شرح مريم	أستاذة محاضرة أ	رئيس
د. بن قايد الشيخ	أستاذ محاضر أ	مشرفاً
بن جواد مسعود	أستاذ مساعد أ	ممتحن 1
أولاد إبراهيم ليلي	أستاذة مساعدة ب	ممتحن 2

السنة الجامعية: 2021-2022

جامعة غرداية
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المحاسبة والمالية



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي
في ميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
الشعبة: العلوم المحاسبة والمالية
التخصص: محاسبة

بعنوان:

أثر تكلفة رأس المال على اتخاذ القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية

من إعداد الطلبة:

نعاس فاطمة الزهراء

بوشارب مارية

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ:

أمام لجنة المناقشة المكوّنة من السّادة:

الاسم و اللقب	الرتبة	الصفة
شرح مريم	أستاذة محاضرة أ	رئيس
د. بن قايد الشيخ	أستاذ محاضر أ	مشرفاً
بن جواد مسعود	أستاذ مساعد أ	ممتحن 1
أولاد إبراهيم ليلي	أستاذة مساعد ب	ممتحن 2

السنة الجامعية: 2021-2022

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

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

(سورة المجادلة، الآية 11)

الإهداء

قال تعالى:

" و قل اعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله و المؤمنون "

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات...أهدي ثمرة جهدي إلى من تزين اسمي بجمال حروف اسمه و تعطرت روعي بكمال وصفه و رسمه إلى من أرجو أن أكون رفيقته في الفردوس الأعلى نبينا و حبيبنا محمد صلى الله عليه و سلم. إلى من أرضعتني الحب و الحنان... إلى من كان دعاؤها سر نجاحي و حنانها بلسم جراحي... إلى من كلت أناملها لتقدم لي لحظة سعادة... إلى من علمتني و عانت الصعاب لأصل إلى ما أنا فيه... إلى أغلى الحبايب **" أمي الحبيبة الغالية "**

إلى ذرعي الذي احتميت به و في الحياة به اقتديت و الذي شق لي بحر العلم و التعلم الى من احترقت شموعه ليضيء لنا درب النجاح ركيزة عمري و صدر امانى **" أبي الغالي "**

إلى من يذكرهم القلب قبل أن يكتب القلم ألى من قاسموني حلو الحياة و مرها **" إخوتي و أختي "** حفظهم الله إلى أحسن من عرفني بها القدر **" صديقتي "** التي كانت داعمة و عانة لي شكرا. إلى عائلتي و كل من أحب .

إلى **" فاطمة "** زميلتي و صديقتي التي تقاسمت معي أتعاب هذا العمل إلى كل أساتذتي الكرام و إلى كل من لم يخل غلي بجهدا في مساعدتي في إنجاز هذا العمل و لو بكلمة تشجيع. و أخيرا كل من هم في ذاكرتي و ليسو في مذكرتي.

الإهداء

إلى المعلم الأول

الذي سطرَ بعد الجهلِ عِلْمًا، وشق في عباب الظلم نورا
فأشرقت ببعثه الأفكار والنفوس..... وأخضوضرتْ بعدله الحياة.....

محمد بن عبد الله (ص)

إلى الذي عانى..... وجهد وجاهد.....

متجاوزاً نفسه..... وخصوصياته...وقدراته.....

ورسم لي مستقبل الحياة.....

إلى من أحمل اسمه بكل افتخار.....

والذي حفظه الله وأطال في عمره

إلى النور الذي يسطع دائماً ليبددَ ظلمة الواقع.....

إلى من غفوث على دفء حنانها، ورعتني بنفض جنانها، وعلمتني الصبر والكفاح.....

إليك يا أمّاه.....أهدي ما وصلتُ إليه، فهل تُرى يشفع لي نخلي؟!

والدتي حفظها الله وأطال في عمرها

إلى أحق الناس بصحبتى وحبى.....

إلى من كانوا سندي ولازالوا.....

إلى دنيا المحبة والوفاء.....

إلى من شاركوني الأفراح والجراح.....

إخواني وأخواتي

عزائي عندما يخيم ليل الحزن.....

فسحة أمني عندما يضيق العيش.....

إلى قلوب التي دفعتني إلى الأمام.....

إلى كل المحبين في فضاء الذاكرة.....

أصدقائي وأحبابي

الشكر والعرفان

إلى 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 إتمامنا لمذكرتنا بعد جهد جهيد أنت تعلمه. فلك الحمد
ربي عدد أوراق الشجر وعدد حصيات الحجر وعدد قطرات المطر .
والصلاة والسلام على خير الآنام والبشر سيد العرب والعجم محمد صلوات ربي عليه وسلم
وعلى آله وصحبه الطيبين الطاهرين.
وفي معرض الشكر والامتنان أتوجه بأسمى معاني الحب والتقدير إلى:
الدكتور "بن قايد الشيخ" و الذي تكرم بالإشراف على مذكرتنا
والتي كان خير عون لنا ولم يخل علينا بنصائح وإرشادات.
كما لا يفوتنا أن نتقدم بالشكر الجزيل الى أعضاء لجنة المناقشة الذين سيتحملون عبئ دراسة هذه المذكرة
وكرم قبولها وتقييمها.
وإلى كل من ساعدنا في إنجاز هذا العمل من قريب أو بعيد ولم يتسنى لنا ذكر اسمه.

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى توضيح مدى أثر تكلفة رأس المال على اتخاذ القرارات الاستثمارية بشركة الكهرباء والطاقت المتجددة بغرداية خلال الفترة 2018-2020. ولتحقيق هذا الهدف قمنا بتحليل تكلفة رأس المال وتحليل بعض المعطيات من خلال المعلومات المقدمة من طرف شركة، وقد توصلنا إلى أن لتكلفة رأس المال أثر وأهمية كبيرة على اتخاذ القرارات الاستثمارية وذلك من خلال تحديدها لمصادر التمويل الملائمة من أجل اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد. كما خلصت الدراسة إلى أن تكلفة رأس المال لها علاقة عكسية بعائد على الاستثمار، وتوصي الدراسة بضرورة تنويع وتحديد مصادر تمويل استثماراتها واختيارها بدقة من أجل تحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة ممكنة.

الكلمات المفتاح: تكلفة رأس المال، القرار الاستثماري، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، تمويل.

Abstract:

This study aims to demonstrate the impact of the cost of capital on the investment decisions of Electricity and Renewable Energies Company in Ghardia during 2018-2020. To achieve this goal, we analyzed the cost of capital and some data through information provided by a company. We found that the cost of capital has a significant impact and importance on investment decision-making by identifying appropriate sources of financing for rational investment decision-making. The study also concluded that the cost of capital was inversely related to the return on investment, and recommends the need to diversify, identify and carefully select sources of financing its investments in order to maximize return at the lowest possible cost.

Key words: capital cost, investment decision, capital asset pricing model, finance.

قائمة المحتويات	
الصفحة	العنوان
IV	الإهداء
V	كلمة شكر وعرهان
VI	ملخص
VII	قائمة المحتويات
XII	قائمة الجداول
XV	قائمة الأشكال
XVII	قائمة الملاحق
XVIII	قائمة الاختصارات والرموز
أ-	مقدمة
1	<u>الفصل الأول: الإطار النظري لتكلفة رأس المال والقرار الاستثماري</u>
2	تمهيد
3	المبحث الأول: الأدبيات النظرية لتكلفة رأس المال والقرار الاستثماري
3	المطلب الأول: ماهية تكلفة رأس المال
3	الفرع الأول: مفهوم تكلفة رأس المال وأشكالها
7	الفرع الثاني: تقدير تكلفة الأموال
10	الفرع الثالث: العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال
12	المطلب الثاني: القرار الاستثماري في مؤسسة اقتصادية
12	الفرع الأول: مفهوم القرارات الاستثمارية ومراحلها وأهدافها
15	الفرع الثاني: أنواع القرارات الاستثمارية ومبادئها
16	الفرع الثالث: العوامل المؤثرة على القرارات الاستثماري
18	المطلب الثالث: العلاقة بين تكلفة رأس المال واتخاذ القرار الاستثماري
19	المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية -الدراسات السابقة للموضوع-
19	المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية
22	المطلب الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية
24	المطلب الثالث: ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة
26	خلاصة الفصل
27	<u>الفصل الثاني: الإطار التطبيقي لأثر تكلفة رأس المال على اتخاذ القرار الاستثماري لشركة الكهرباء</u>

والطاقات المتجددة SKTM	
31	تمهيد
28	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
29	المطلب الأول: طريقة معتمدة في الدراسة
29	الفرع الأول: مجتمع الدراسة
30	الفرع الثاني: عموميات حول شركة الكهرباء والطاقات المتجددة
34	الفرع الثالث: متغيرات الدراسة
34	المبحث الثاني: عرض النتائج ومناقشتها
35	المطلب الأول: عرض القوائم المالية لشركة الكهرباء و الطاقات المتجددة خلال الفترة 2018-2020
35	الفرع الأول: ميزانية المؤسسة خلال فترة الدراسة
37	الفرع الثاني: جدول حساب النتائج خلال فترة الدراسة
38	المطلب الثاني: دراسة وتحليل القوائم المالية خلال فترة الدراسة
38	الفرع الأول: تحليل نسبة المديونية
39	الفرع الثاني: نسبة المردودية
41	الفرع الثالث: تشخيص المالي بواسطة النسب المالية
42	المطلب الثالث : دراسة وتحليل تكلفة رأس المال المؤسسة خلال فترة الدراسة
43	الفرع الأول : تقدير تكلفة الأموال
44	الفرع الثاني: تقدير تكلفة الديون
45	الفرع الثالث: تكلفة الوسطية المرجحة
47	الفرع الرابع : تحليل العائد على الاستثمار
48	الفرع الخامس: العلاقة بين تكلفة رأس المال و العائد على الاستثمار
49	المطلب الرابع: مناقشة نتائج الدراسة
51	خلاصة الفصل
52	الخاتمة
55	قائمة المصادر والمراجع
59	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
08	طرق تقدير تكلفة الأسهم العادية	(1-1)
24	أوجه الاختلاف والتشابه مع الدراسات السابقة	(2-1)
35	الميزانية المالية لمؤسسة الكهرباء والطاقات المتجددة جانب الأصول للفترة (2020-2018)	(1-2)
36	الميزانية المالية لمؤسسة المؤسسة شركة الكهرباء والطاقات المتجددة جانب الخصوم للفترة (2020-2018)	(2-2)
37	جدول حسابات النتائج لمؤسسة الشركة الكهرباء والطاقات المتجددة خلال فترة الدراسة (2020-2018)	(3-2)
39	تطور المديونية خلال الفترة 2020-2018	(4-2)
40	تطور نسب المردودية خلال الفترة 2020-2018	(5-2)
42	تطور الربحية خلال الفترة 2020-2018	(6-2)
43	تكلفة الأموال الخاصة خلال الفترة (2020-2018)	(7-2)
44	القروض البنكية للمؤسسة خلال الفترة (2020-2018)	(8-2)
45	معدل الفائدة على القروض للمؤسسة خلال الفترة (2020-2018)	(9-2)
45	تكلفة التمويل بالاستدانة خلال الفترة (2020-2018)	(10-2)
46	تكلفة رأس المال للشركة خلال فترة الدراسة (2020-2018)	(11-2)
47	معدل العائد على الاستثمار خلال فترة الدراسة (2020-2018)	(12-2)
48	العائد على الاستثمار وتكلفة رأس المال خلال الفترة (2020-2018)	(13-2)

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
06	يبين كيفية حساب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال بالطريقة غير المباشرة	(1-1)
18	يوضح العلاقة بين تكلفة رأس المال و القرار الاستثماري	(2-1)
32	الهيكل التنظيمي لشركة كهرباء وطاقت متجددة	(1-2)
39	تطور المديونية خلال الفترة 2018-2020	(2-2)
41	تطور نسب المردودية خلال الفترة 2018-2020	(3-2)
42	تطور الربحية خلال الفترة 2018-2020	(4-2)
44	تطور تكلفة الأموال الخاصة للشركة خلال فترة الدراسة	(5-2)
45	تكلفة الاستدانة خلال فترة الدراسة	(6-2)
47	تطور تكلفة رأس المال للشركة خلال فترة الدراسة	(7-2)
48	تطور العائد على الاستثمار	(8-2)
49	التمثيل البياني لتكلفة رأس المال ومعدل العائد على الاستثمار للشركة خلال فترة الدراسة	(9-2)

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	الرقم
60	الميزانية المالية لشركة الكهرباء والطاقت المتجددة لسنة 2020 جانب الأصول	(1)
61	الميزانية المالية لشركة الكهرباء والطاقت المتجددة لسنة 2019 جانب الأصول	(2)
62	الميزانية المالية لشركة الكهرباء و الطاقت المتجددة لسنة 2019 جانب الخصوم	(3)
63	الميزانية المالية لشركة الكهرباء و الطاقت المتجددة لسنة 2018 جانب الأصول	(4)
64	الميزانية المالية لشركة الكهرباء و الطاقت المتجددة لسنة 2018 جانب الخصوم	(5)
65	الميزانية المالية لشركة الكهرباء والطاقت المتجددة لسنة 2020 جانب الخصوم	(6)
66	جدول حسابات النتائج حسب الطبيعة لشركة الكهرباء والطاقت المتجددة لسنة 2019	(7)
67	جدول حسابات النتائج حسب الطبيعة لشركة الكهرباء والطاقت المتجددة لسنة 2018	(8)
68	جدول حسابات النتائج حسب الطبيعة لشركة الكهرباء والطاقت المتجددة لسنة 2020	(9)

قائمة الرموز والاختصارات

الإختصارات/ الرموز	الدلالة
SKTM	شركة الكهرباء و الطاقات المتجددة
CMP	التكلفة الوسطية المرجحة (تكلفة رأس المال)
VCP	قيمة الأموال الخاصة
VD	قيمة الديون
T	تكلفة الأموال الخاصة
I	تكلفة الاستدانة بعد الاقتصاد في الضريبة
Ps	حصة السهم من الربح
P0	سعر البيع من السهم
R_i	معدل المردودية المتوقع للورقة المالية
R_f	معدل العائد الخالي من المخاطر
R_m	معدل عائد السوق
β	معامل المخاطر بين حساسية معدل المردودية للسهم بالنسبة لمعدل المردودية السائد في السوق
ε	متغير عشوائي يمثل بواقى النموذج أو الأخطاء.
RE	المردودية الاقتصادية
RF	المردودية المالية

مقدمة

أ. توطئة

يتعلق قرار التمويل لدى المؤسسات عادة بتحديد الهيكل التمويلي الأنسب، أي المزيج التمويلي الذي يعمل على تخفيض تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى ويقلل من المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات ومن ثم تعظيم ثروة الملاك، وعليه تعتبر القرارات المتعلقة بتحديد تكلفة رأس المال من أكثر القرارات أهمية حيث تهدف إلى اختيار الهيكل التمويلي الأنسب من أجل تعظيم قيمة المؤسسة من خلال تحقيق الحد الأدنى لتكلفة رأس المال حيث أنه كلما انخفضت تكلفة رأس المال ارتفعت قيمة المؤسسة.

يعتبر موضوع تكلفة رأس المال من المواضيع الرئيسية في مجال المالية في المؤسسة، والتي يجب على المؤسسة تحديده بدقة أخذاً بعين الاعتبار كل الظروف المؤثرة على هذه التكلفة، وصولاً إلى قيمتها، وكيفية التحكم فيها، نظراً لكونها تمثل عامل مهم في تقييم الأداء وهمزة وصل في قبول أي مشروع استثماري أو رفضه، كما تستخدم كمعدل خصم للتدفقات النقدية المستقبلية لتقييم الجدوى الاقتصادية، وبالتالي فإن تكلفة رأس المال تشكل أحد العوامل الأساسية في تحديد معدل القيمة الحالية وبالتالي تؤثر على المؤسسة، حيث أن القيمة الحالية ترتبط مباشرة بقيمة المؤسسة، لأن جميع الاستثمارات التي لها قيمة صافية موجبة تزيد من قيمة المؤسسة، بينما الاستثمارات التي لها قيمة صافية سالبة تخفض من قيمة المؤسسة، أي أنه كلما انخفض معدل خصم تكلفة رأس المال زادت صافي القيمة الحالية وبذلك تزداد قيمة الشركة وقدراتها المالية.

ب. إشكالية الدراسة:

انطلاقاً مما سبق، وباعتبار تكلفة رأس المال من أهم المعايير المعتمدة في اتخاذ القرار الاستثماري في المؤسسات الاقتصادية، يمكن صياغة إشكالية التالية :

ما مدى تأثير تكلفة رأس المال على اتخاذ القرارات الاستثمارية في مؤسسة الكهرباء والطاقة المتجددة sktm بغرداية خلال الفترة الممتدة من 2018 إلى 2020؟

لمعالجة هذه الإشكالية والعمل على الإحاطة بالجوانب التي تشكل محاور هذا الموضوع قمنا بتحليلها إلى مجموعة من الإشكاليات الفرعية التالية:

1. كيف يتم قياس تكلفة رأس المال في مؤسسة الكهرباء والطاقة المتجددة بغرداية؟
2. كيف تؤثر تكلفة رأس المال على اتخاذ القرار الاستثماري في المؤسسة؟
3. هل توجد علاقة بين تكلفة رأس المال ومعدل العائد على الاستثمار بالمؤسسة؟

ت.فرضيات الدراسة:

قصد دراسة هذا الموضوع، يمكن طرح الفرضيات التالية:

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. توجد علاقة تكلفة رأس المال بشكل سلبي على معدل العائد على الاستثمار.

ث.مبررات اختيار الموضوع:

يمكن إدراج الدوافع التي أدت إلى اختيار هذا الموضوع، فيما يلي:

- أنه من المواضيع التي حظيت بالاهتمام والبحث في السنوات الأخيرة من طرف الباحثين، المستثمرين، المحللين وصانعي السياسات الاقتصادية، نظراً لارتباطه بالجوانب النظرية المالية المعاصرة؛
- أهمية الموضوع باعتبار معيار تكلفة رأس المال من أبرز المعايير للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية؛
- الرغبة الشخصية في التطرق لمثل هذه المواضيع، وارتباط الموضوع بمجال التخصص.

ج.أهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلى:

- 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 بالمؤسسة الاقتصادية؛
- محاولة التعرف على العائد على الاستثمار كأسلوب لتقييم المشاريع الاستثمارية وكيفية حسابه.

ح.أهمية الدراسة:

تكمن 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 ووضعيات مؤسسة الكهرباء والطاقت المتجددة.

خ. حدود الدراسة:

• **الحدود المكانية:** تمت الدراسة في مؤسسة اقتصادية وبالتحديد سونلغاز فرع شركة كهرباء و طاقات متجددة - SKTM -بغرداية؛

• **الحدود الزمنية:** تمثلت الحدود الزمانية في الفترة ما بين سنة 2018 و 2020 وهو تاريخ المعطيات التي توفرت لدينا لإنجاز الدراسة وذلك من خلال دراسة ميزانيات المؤسسة وجدول حسابات النتائج.

د. منهج الدراسة:

من أجل الوصول إلى نتائج وحقائق حول الموضوع ومن أجل الإجابة على التساؤلات المطروحة وتأكيد صحة الفرضيات الموضوعية سابقا، تم استخدام المنهج الوصفي من خلال استعراض الجوانب النظرية المحيطة بالموضوع من خلال التطرق إلى أهم العناصر الواجب التعرف عليها كالإطار لمفاهيمي تكلفة رأس المال والقرار الاستثماري، ومن خلال تحديد وتحليل العلاقة بينهما، أما فيما يخص الجانب التطبيقي فقد تم الاعتماد على المنهج دراسة حالة من خلال استعراض مختلف الجداول والأشكال وتحليلها.

ذ. صعوبات الدراسة:

يمكن حصر الصعوبات والعقبات التي حدثت من قدرتنا على الوصول إلى نتائج أكثر دقة في:

- صعوبة الحصول على البيانات والمعلومات؛

- رفض المؤسسة موافقتنا بالبيانات والإحصائيات بسبب التحفظ والسرية حول إفصاح ميزانياتها المالية وقوائمها المالية وبالخصوص البيانات المتعلقة بقياس تكلفة رأس المال.

ر. هيكل الدراسة:

استنادا إلى الإشكالية المطروحة والفرضيات المتبناة في بحثنا هذا، تم تقسيم الدراسة إلى فصلين. الفصل الأول يخص الأسس النظرية للدراسة والتطبيقية لعلاقة تكلفة رأس المال بالقرار الاستثماري حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، في المبحث الأول تم استعراض الأدبيات النظرية لتكلفة رأس المال والقرار الاستثماري والعلاقة بينهما، وفيما يخص المبحث الثاني تم التطرق فيه إلى الدراسات السابقة ومناقشتها والتي لها صلة مباشرة بموضوعنا، في حين خصص الفصل الثاني للدراسة التطبيقية من خلال دراسة وتحليل أثر تكلفة رأس المال على اتخاذ القرار الاستثماري في مؤسسة الكهرباء و الطاقات المتجددة بغرداية. والذي تضمن مبحثين، المبحث الأول بعنوان التعريف بالمؤسسة محل الدراسة، أما في المبحث الثاني دراسة وضعية المؤسسة وتحليل العائد على الاستثمار وتكلفة رأس المال وتحليل العلاقة بينهما وتوصل إلى نتائج ومناقشتها.

الفصل الأول: الإطار النظري لتكلفة رأس المال والقرار الاستثماري

تمهيد

يعتبر موضوع تكلفة رأس المال من المواضيع الرئيسية في مجال الإدارة المالية في المؤسسة، والتي يجب على المؤسسة تحديده بدقة أذا بعين الاعتبار كل الظروف المؤثرة على هذه التكلفة، وصولاً إلى قيمتها، وكيفية التحكم فيها، حيث أن تكلفة رأس المال تعتمد على طبيعة مصادر التمويل من جهة وتكلفة كل مصدر من جهة أخرى. ونظراً لأن مصادر التمويل المختلفة نادراً ما تكون متساوية لذلك تكلفة رأس المال هي تكلفة كل عنصر من عناصر التمويل مرجح بوزنه النسبي في القيمة السوقية للمؤسسة.

حيث يعد القرار الاستثماري من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة في الوقت الحاضر لتظهر نتائجها في المستقبل، ولكونه يتعلق بنشاط مستقبلي وأثره يلزم المؤسسة لفترة زمنية، حيث أن 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 بعدة مراحل تنتهي باختيار قابلية هذا البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين وفقاً لأهداف وطبيعة المشروع الاستثماري، وبناءً على هذا يتم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين كما يلي.

المبحث الأول: الأدبيات النظرية لتكلفة رأس المال والقرار الاستثماري
المبحث الثاني: الدراسات السابقة

المبحث الأول : الأدبيات النظرية لتكلفة رأس المال والقرارات الاستثمارية

نهدف من خلال هذا المبحث إلى التطرق لبعض المفاهيم والأسس التي تصب في محور الدراسة حيث سيتم تبين الإطار النظري لتكلفة رأس المال والقرارات الاستثمارية في المؤسسة، في المطلب الأول سيكون مفاهيم أساسية حول تكلفة رأس المال بدءاً بالمفهوم ثم كيفية تقديرها يلي ذلك العوامل التي تؤثر عليها، أما المطلب الثاني فستطرق فيه إلى مفهوم القرار الاستثماري وأنواعه وأسسها والعوامل المؤثرة عليه، في حين المطلب الثالث يعرض العلاقة بين تكلفة رأس المال واتخاذ القرار الاستثماري في المؤسسة.

المطلب الأول: ماهية تكلفة رأس المال

يتوقف اتخاذ القرارات الاستثمارية في المؤسسة على تحديد الحد الأدنى لمعدل العائد الواجب تحقيقه من المشاريع الاستثمارية والمتمثل في تكلفة رأس المال، هذه الأخيرة تعد من أكثر المواضيع صعوبة وتعقيدا ولا بد للمسیر المالي أن يتعامل معها بحذر ودقة متناهية، ويمكن إرجاع ذلك إلى تعدد أهداف حساب تكلفة رأس المال من اتخاذ قرار الاستثمار إلى قياس جودة وفعالية مصادر التمويل المتاحة أو قياس مردودية المشاريع الاستثمارية. لذا يناقش هذا المطلب تكلفة رأس المال.

الفرع الأول : مفهوم تكلفة رأس المال وأشكالها

1- مفهوم تكلفة رأس المال

تعددت التعاريف لتكلفة رأس المال نذكر منها ما يلي:

تعرف تكلفة رأس المال بأنها المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة وبذلك فهي تكلفة مصادر التمويل وتحسب بالعلاقة التالية¹:

$$CMP = t \frac{V_{CP}}{V_D + V_{CP}} + i \frac{V_D}{V_D + V_{CP}}$$

- **CMP** : التكلفة الوسطية المرجحة (تكلفة رأس المال) .

- **VCP** : قيمة الأموال الخاصة.

- **VD** : قيمة الديون.

- **t** : تكلفة الأموال الخاصة.

- **i** : تكلفة الاستدانة بعد الاقتصاد في الضريبة.

¹إدان عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، 2006، العدد04، ورقة، ص ص 107-108.

تكلفة رأس المال هي العائد المتوقع الذي يطلبه المشاركون في السوق من أجل جذب الأموال إلى استثمار معين، ومن الجانب الاقتصادي فإن تكلفة رأس المال لاستثمار ما هي إلا التكلفة الفرصة البديلة، وهي تكلفة التخلي عن الاستثمار محلي بديل دون الأفضل، وبهذا المعنى، يتعلق الأمر بالمبدأ الاقتصادي المتمثل في الاستبدال بمعنى أن المستثمر لن يستثمر في أصل معين إذا كان هناك بديل أكثر جذبا للاستثمار¹.
ومما سبق يمكن تعريف تكلفة رأس المال على أنها عبارة عن المعدل الأدنى الذي يسمح بالمحافظة على قيمة الأموال المستخدمة من قبل المستثمر، أو هي معدل المرودية الأدنى المطلوب تحقيقه من قبل المشاريع الاستثمارية بالطريقة التي تضمن لصاحب رأس المال مرودية قابلة للمقارنة مع مرودية أخرى يمكن الحصول عليها من السوق.

2- أشكال تكلفة رأس المال

تأخذ تكلفة رأس المال أشكالا مختلفة تتمثل في ما يلي²:

✓ **التكلفة المستقبلية والتكلفة التاريخية:** تمثل التكلفة التاريخية في تكلفة مصادر التمويل التي تم استعمالها، في حين تهتم القرارات المالية بمعرفة ما سيتم الحصول عليه من زيادات في رأس المال وليس ما تم الحصول عليه في الماضي (التوقعات المستقبلية للتمويل).

✓ **التكلفة النوعية والتكلفة المشتركة:** تتحدد التكلفة النوعية في تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل داخل المؤسسة كل على حدي، كتكلفة الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والسندات... الخ، كما تهتم المؤسسة بتكلفة مصادر التمويل مجتمعة وهذا ما يسمى بالتكلفة الكلية أو المشتركة.

✓ **التكاليف الظاهرية والتكاليف الضمنية:** يمكن تعريف التكاليف الظاهرة على أنها معدل الخصم الذي يساوي بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة من الأموال الإضافية المستخدمة في تمويل الاقتراح الاستثماري وبين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة مثل: الفوائد، نصيب الأسهم من الأرباح... الخ. أما التكلفة الضمنية هي تكلفة الفرصة البديلة، والتي تنشأ من تعدد الخيارات الاستخدام الأموال الإضافية ومنه فالتكلفة الضمنية هي معدل العائد الخاص بأفضل فرصة استثمارية.

✓ **التكلفة المتوسطة والتكلفة الحدية:** تمثل التكلفة المتوسطة المعدل الموزون لتكاليف التمويل، وهي حاصل ضرب تكلفة كل مصدر في الأهمية النسبية له، أما التكلفة الحدية فهي عبارة عن التكلفة المتوسطة للأموال

¹Shannon p. Pratt, Roger J. GRABOWSKI (2008), **Cost of Capital, Applications and Examples**, Third Edition, John Wiley & Sons, Inc. P3.

²سمير محمد عبد العزيز، إقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي - مدخل في تحليل واتخاذ القرارات -، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2006، ص ص 166-169.

الإضافية التي يتم الحصول عليها أي تكلفة كل دينار إضافي يتم الحصول عليه خلال العام الحالي فالمؤسسة لن تقبل أي مصدر تمويلي جديد تكون فيه الكلفة الحدية لها أقل من معدل العائد الداخلي¹.

3- التكلفة المرجحة لرأس المال:

يعرف متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال بأنه الحد الأدنى للعائد الذي يقبل به الموردون لعناصر رأس المال لتحقيقه في الاستثمار، ولحساب هذه التكلفة تحدد مكونات هيكل رأس المال من خلال احتساب هذه الكلفة بناء على المعدل المرجح لنسبة مساهمة كل مصدر تمويل، وينبغي لذلك أن يتم إعطاء وزن نسبي محدد لجميع مصادر التمويل، ثم يتم القيام بضرب كلفة كل عنصر بالوزن النسبي لما يساهمه في هيكل رأس المال ثم يتم تجميع النتيجة من أجل الحصول على الكلفة المرجحة للأموال².

وينبغي قبل القيام بحساب تكلفة التمويل أن يتم احتساب التكلفة الإجمالية للتمويل والتي يقصد بها متوسط التكلفة المرجحة للأموال، وتعني كلمة مرجحة في هذا الإطار بأنها الحصة النسبية لكل عنصر من عناصر التمويل من مجموع الهيكل الكلي للأموال³.

توجد طريقتين لحساب التكلفة المرجحة لرأس المال وهما⁴:

3-1 الطريقة المباشرة عن طريق حساب β الخاص بالأصل الاقتصادي

حسب هذه الطريقة يتم الاعتماد على نموذج CAPM مع الأخذ في الحسبان تغيير المعلمة β ، ففي النموذج المعروف في تكلفة الأموال الخاصة كانت المعلمة β تتعلق بالأموال الخاصة و أما الآن فهي تتعلق بالأصل الاقتصادي المتمثل في المجموع الجبري للأموال الخاصة والاستدانة الصافية، تحسب تكلفة رأس المال حسب هذه الطريقة بالعلاقة الرياضية التالية :

$$K = r_f + \beta_{AE}(r_m - r_f) \dots\dots (28)$$

حيث تمثل β_{AE} درجة حساسية مردودية الأصل الاقتصادي لمردودية السوق؛ ويتم حسابه إيجاد المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لـ β الأموال الخاصة و β الاستدانة ونكتب:

¹جلال إبراهيم العبد، محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية -مدخل القيمة واتخاذ القرارات -، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص ص 301-305.

²أل الشبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، الأردن، 2007، ص 334.

³غسان محمد نومان المشهداني، أثر التكلفة المرجحة لرأس المال في تعظيم ثروة الملاك، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، ص 27.

⁴علي بن الضب، قياس تكلفة رأس المال في البورصات العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2014، ص 115.

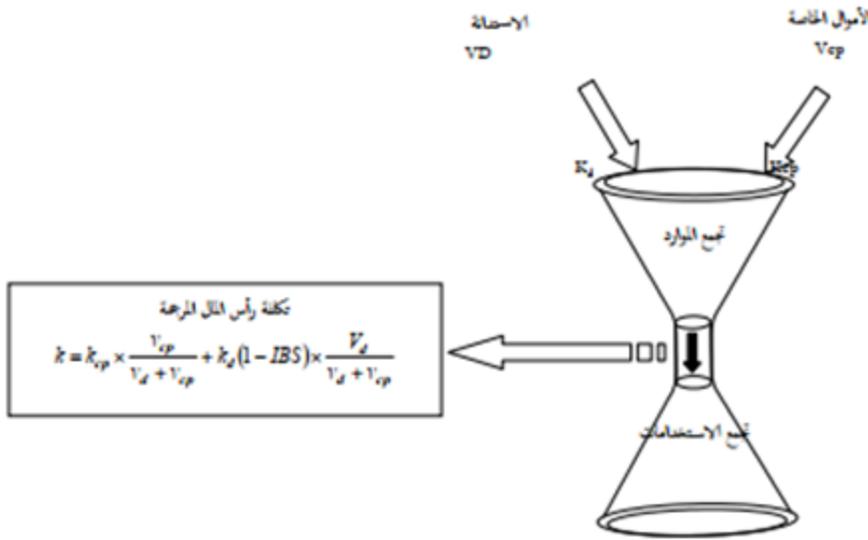
$$\beta_{AE} = \beta_{CF} \cdot \frac{CP}{AE} + \beta_D \cdot \frac{D_{net}}{AE}$$

$$\Rightarrow \beta_{AE} = \frac{\beta_{CF} + \beta_D \cdot \frac{D}{CP}}{1 + \frac{D}{CP}} \dots\dots\dots (03-29)$$

يبدو من العلاقة أعلاه أن β_{AE} ترتبط بالاستدانة الصافية، β_D تحسب كسابقتها عن طريق إجراء الانحدار بين مردودية الديون المسعرة ومردودية السوق؛ في حالة انعدام β_D تبقى β_{AE} ترتبط بالاستدانة الصافية.

3-2 الطريقة غير المباشرة: يتم حسب هذه الطريقة تحديد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل، ثم يتم حساب المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان، والشكل التالي يبرز ذلك:

الشكل رقم (1-1): يبين كيفية حساب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال بالطريقة غير المباشرة



المصدر: علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 115.

3-أبعاد تكلفة رأس المال:

يمكننا أن ننظر إلى تكلفة رأس المال أو ما يسمى أحيانا المعدل المتوقع، أو المطلوب من العوائد، أو معدل الخصم من ثلاث وجهات نظر مختلفة¹:

3-1 من جانب الأصول من ميزانية الشركة (الجانب الأيمن): فهو المعدل الذي ينبغي أن يستخدم لخصم قيمة التدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل، وهي تمثل معدل الكفاية الحدية لرأس المال في النظرية الكينزية marginal efficiency of investment

¹ علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 108.

2-3 من جانب الخصوم (المطلوبات أو الجانب الأيسر): هو التكلفة الاقتصادية للشركة لجذب والإبقاء على رأس المال في بيئة تنافسية، والتي ترضي المستثمرين ومقدمي رؤوس الأموال بعد تحليل دقيق ومقارنة لجميع الفرص المدرة للعوائد.

3-3 من جانب المستثمر: هي معدل العائد المتوقع والمطلوب من الاستثمار في الديون أو من حقوق الملكية. قد تعرض وجهات النظر هذه تكلفة رأس المال بشكل مختلف، فعندما نتحدث عن تكلفة رأس المال لحقوق الملكية أو تكلفة الأموال الخاصة (أي العائد المتوقع للأسهم أو المستثمرين في الشركة)، وهو المصطلح الأكثر استخداما عادة للتعبير عن "تكلفة رأس المال" بينما نتحدث عن مصطلح التكلفة الشاملة أو الإجمالية لرأس المال للشركة فهنا نكون أمام متوسط تكلفة رأس المال لكل من حقوق الملكية أو الأموال الخاصة والديون، ونطلق عبارة "المتوسط المرجح التكلفة رأس المال WACC".

يقول bbotson إن تكلفة رأس المال هي وظيفة للاستثمار، وليس وظيفة للمستثمر " وذلك بسبب أن تكلفة رأس المال تتحدد في السوق الذي يجمع مختلف المستثمرين الذين يقومون بتسعير مخاطر أصول معينة. كما يرى Allen Brealey, and Myers نفس المفهوم حيث التكلفة الحقيقية لرأس المال تعتمد على استخدام المعروض من رأس المال.

الفرع الثاني: تقدير تكلفة الأموال

نظرا لعدم وجود قواعد واعتبارات متفق عليها ثابتة ومحددة من الناحية الحسابية في تحديد تكلفة الأموال، فإن جميع المداخل المختصة بدراسة تكلفة رأس المال تعتمد على التنبؤ في تقديرها، كما تركز على أن يكون التمويل باتجاه المصدر الأقل تكلفة والذي يحقق أعلى عائد، وبالتالي على المدير المالي أن يقوم بحساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل (أموال الملكية؛ أموال الاقتراض) وتحديد أوزان نسبية لهاته المصادر؛ واستنتاج التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

1- تكلفة مصادر التمويل المملوكة (أموال الملكية):

تكلفة الأموال عبارة عن معدل العائد الضروري للحفاظ على القيمة السوقية بحيث يجب على المديرين معرفة قياسه، وغالبا ما يطلق عليه بمعدل العائد الأدنى المطلوب، وتكمن أهميته في: اتخاذ قرارات الميزانية الرأسمالية والمساعدة في إنشاء هيكل رأس المال الأمثل.

يتم حساب تكلفة رأس المال كمتوسط مرجح لمختلف مكونات رأس المال، والتي هي عناصر على الجانب الأيسر من الميزانية مثل الديون والأسهم الممتازة والأسهم العادية والأرباح المحتجزة.

1-1 تكلفة الأسهم العادية: هي الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم، ويمكن استخدام عدة طرق لحساب كلفة الأسهم العادية وهي موضحة في الجدول الآتي:

الجدول رقم (1-1): طرق تقدير تكلفة الأسهم العادية

اسم المصدر	نوع الطريقة	كيفية الحساب
الأسهم العادية	طريقة الأرباح	= [الأرباح المتوقعة لكل سهم / القيمة السوقية (1 - كلفة السهم)] + الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم
	طريقة توازن الأصول المالية CAMP	= المعدل الخالي من المخاطر + (علاوة مخاطر السوق X مقياس المخاطر)
	طريقة GORDON ET SHAPIRO	= (الأرباح الموزعة / القيمة السوقية للسهم) + معدل النمو المتوقع السنوي لسعر السهم في السوق
	طريقة الأرباح المعدلة بسعر السهم	= [الأرباح الحالية للسهم الواحد / [سعر البيع - (كلفة الإصدار + كلفة السهم)]

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على الدراسات السابقة.

1-2 تكلفة الأسهم الممتازة: تعرف تكلفة الأسهم الممتازة على أنها معدل العائد الواجب كسبه على الاستثمارات التي تم تمويلها عن طريق أسهم ممتازة وذلك من أجل أن لا تتأثر مكاسب حملة الأسهم العادية، و يتمثل هذا المعدل في الربح الموزع للسهم الممتاز مقسوما على صافي الدخل الذي ستحققه المؤسسة نتيجة بيعها أسهم ممتازة جديدة مع الأخذ في الاعتبار تكاليف الإصدار كما يلي¹:

$$K_{ps} = \frac{Dps}{P_0 - F}$$

Ps : حصة السهم من الربح.

P0 : سعر بيع السهم

¹ قذوح بدر الدين، مليكاوي مولود، قياس اثر تكلفة الأموال على القيمة السوقية للمنشأة باستخدام بيانات البانل خلال 2014 2018،

1-3 تكلفة الأرباح المحتجزة: تمثل في تكلفة الفرصة البديلة لحملة الأسهم العادية، حيث أن حملة الأسهم العادية تفوتهم فرصة أخذ هذه التوزيعات و استثمارها بأنفسهم لذلك فهم يطالبون بعوائد مساوية للفرصة البديلة وبهذه الحالة فإن التكلفة الأرباح المحجوزة يمكن احتسابها بالمعادلة التالية:

✓ عدم وجود ضرائب: **تكلفة الأرباح المحتجزة = تكلفة الأسهم العادية**

✓ في حالة وجود ضريبة: **تكلفة الأرباح المحتجزة = تكلفة العادية (1-نسبة الضريبة) (1- نسبة العمولة)**

2- تكلفة الديون:

هي التكلفة المرتبطة بجمع الأموال عن طريق إصدار دين، حيث أن تكلفة رأس مال الدين هي تكلفة استخدام أموال البنك أو المؤسسة المالية في الأعمال التجارية، يتم تعويض البنوك في شكل فوائد على رأس مالها، وتحسب تكلفة رأس مال الديون كما يلي:¹

$$D = \sum_{i=1}^n \frac{RB + FF(1 - IS)}{(1 + K_D)^i}$$

3- استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM في حساب تكلفة الأموال الخاصة:

يفضل أصحاب النظريات المالية عموماً استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM كأسلوب مفضل لتقدير تكلفة رأس المال، على الرغم من الكثير من الانتقادات، فإنه لا يزال واحداً من أكثر النماذج استخداماً لتقدير تكلفة رأس المال.

-افتراضات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM:

- المستثمرون يتعدون من المخاطرة؛
- يسعى المستثمرون إلى تكوين محافظ كفاءة؛
- المستثمرون لديهم فترات عقد متوقعة؛
- يملك جميع المستثمرون توقعات متماثلة حول معدل العائد المحتمل؛
- لا توجد تكاليف معاملات؛
- لا توجد ضرائب ذات صلة بالاستثمار، ومع ذلك يكون ضرائب على أرباح الشركات؛
- معدل الإقراض نفس معدل الاقتراض؛
- أن سوق رأس المال في حالة توازن.

¹مداني شهر زاد، أثر تكلفة رأس المال على ربحية الشركات دراسة عينة من الشركة المدرجة في بورصة عمان، مجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 07، العدد 02، 2021. ص 41 .

من الواضح أن هذه الافتراضات لا تتحقق بالكامل، مما يجعل صحة CAPM محل تقييم، في حين أن فرضية كمال السوق والسيولة ليست محققة بالكامل في الواقع حيث توجد تكاليف للصفقات.¹

- معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

يتمثل الإسهام الأساسي لنظرية المحفظة في تحديد معدل مردودية من قبل المساهم؛ حسب نموذج CAPM؛ حيث المعدل يساوي مجموع لمعدل المردودية خالي من المخاطر كتعويض عن الزمن، وعلاوة مخاطر السوق النظامية مضروبة بمعامل الحساسية، وتحسب بالعلاقة التالية²:

$$E(R_i) - r_f = \beta_i(R_m - R_f)$$

لتقدير β نستخدم على طريقة المربعات الصغرى OLS لتقدير نموذج الانحدار التالي:

$$E(R_{it}) - r_{ft} = \beta_i(R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{it}$$

حيث:

- R_i معدل المردودية المتوقع للورقة المالية.
- R_f معدل العائد الخالي من المخاطر.
- R_m معدل عائد السوق.
- β معامل المخاطر بين حساسية معدل المردودية للسهم بالنسبة لمعدل المردودية السائد في السوق.
- ε متغير عشوائي يمثل بواقي النموذج أو الأخطاء.

الفرع الثالث: العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال

تتأثر تكلفة رأس المال بالعديد من المتغيرات الكمية، النوعية، المالية، الاقتصادية، الكلية والجزئية ... ؛ والتي يمكن تقسيمها من منظور استراتيجي إلى صنفين؛ صنف يتعلق بالبيئة الداخلية للشركة ويشمل المتغيرات التي يمكن التحكم فيها والسيطرة عليها، وصنف يتعلق بالبيئة الخارجية ويمثل مخاطر لا بد من إدارتها.

1- محددات البيئة الداخلية للشركة³:

1-1 معدل نمو المبيعات واستقرارها

يعد ارتفاع معدل نمو المبيعات أحد المؤشرات الدالة على أداء الشركة في أغلب الأحيان (أول مصدر لإنشاء القيمة)؛ مما يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهمها ومنه ارتفاع أسعارها، وهو دليل على إنشاء القيمة

¹ علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 122.

² علي بن الضب، تكلفة حقوق الملكية لشركات التأمين المدرجة بالبورصة السعودية، مجلة الإستراتيجية والتنمية، مستغانم، عدد 14، ص 384.

³ علي بن الضب، قياس تكلفة رأس المال في البورصات العربية، مرجع سبق ذكره، ص 117.

وانخفاض تكلفة رأس المال، هذا من جهة ومن جهة أخرى يمكن النظر من خلال العلاقة بين BFRE ومعدل النمو، وزيادة الاحتياجات التشغيلية يتطلب اللجوء عادة إلى الاستدانة البنكية قصيرة الأجل.

1-2 المردوديات:

تلجأ الشركة للاستدانة في حالة عدم كفاية الموارد الداخلية والمتمثلة أساساً في المردودية، وهذا هو منطلق نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل، من هذه الزاوية تكون العلاقة عكسية بين المردودية ومعدل الاقتراض، ومن زاوية أخرى نتيجة للعلاقة الطردية بين المردودية والمخاطرة؛ فكلما زادت المخاطر التشغيلية، ومن ثمة تحاول الشركة التقليل من المخاطر بالحد من اللجوء للاستدانة وهي نتيجة خلص إليها MARSH.

1-3 حجم الشركة:

يحظى حجم الشركة بتأثير على تكلفة رأس المال من خلال تراجع تكلفة الإفلاس؛ فالدولة عن تطبيق قوانين الإفلاس قد تراعي جوانب أخرى كمعدل البطالة الناجم عن تصريح العمال، تراجع الصادرات ... فكلما كان الحجم هم قد تتخفف تكلفة الإفلاس و منه من المحتمل وجود علاقة طردية بين معدل الاقتراض وحجم الشركة. من جهة أخرى يمكن النظر لتأثير الحجم من خلال القدرة على استخدام المشتقات المالية والتنوع الدولي للأنشطة الذي بدوره يقلل من المخاطر النظامية، كما وجدت نماذج تأخذ في الحسبان أثر الحجم size effect

1-4 هيكل الأصول:

تعتبر الأصول الجهة المقابلة للهيكل المالي، فاستخدام الأموال يتمثل في تمويل الأصول، لذلك إذا كان للشركة أصول ثابتة تريد تمويلها فهي تحتاج إلى تمويل طويل الأجل نسبياً، أما إذا كان للشركة أصول متداولة تريد تمويلها فهي تحتاج إلى تمويل قصير الأجل سواء كان مصرفياً أو تجارياً. تشير نظرية POT إلى أن المؤسسات التي لها أصول ثابتة قليلة أقل ضاهاً وأكثر حساسية لظاهرة عدم التناظر في المعلومة لذلك تستعمل القروض بصفتها المورد الأقل حساسية لعدم التناظر في المعلومة مقارنة بالأسهم العادية

2-محددات البيئة الخارجية للشركة¹:

تعتبر هذه المؤشرات ذات طبيعة خارجية على عكس المؤشرات السابقة المرتبطة بالشركة، ومحيطها الداخلي، لا يمكن التحكم فيها بل لابد من تسييرها، فوجودها يعني إما فرصة لآبد من اغتنامها أو تهديد لآبد من التقليل من آثاره وأهم هذه المؤشرات تتعلق بالمتغيرات الاقتصادية الكلية على سبيل الذكر لا الحصر وهي :

1-2 العرض النقدي: تفيد معرفة المسير المالي لهذا المتغير في تحديد اتجاهات سعر الفائدة (تكلفة الإسدانة)

الذي يعتبر مؤشراً هاماً للرفع المالي.

2-2 معدل إعادة الخصم لدى البنك المركزي: يفيد كذلك هذا المتغير في معرفة الطاقة الافتراضية للبنوك، ومدى إمكانية اللجوء للاستدانة.

¹ نفس المرجع السابق، ص 118.

2-3 الإعانات الحكومية: يفيد هذا المؤشر إلى تراجع تكلفة التمويل في القطاعات التي تحظى بهذه الإعانات.
2-4 التضخم: يكون هذا المؤشر ذو أهمية في المدى الطويل، بالنسبة للمساهم يكون هذا المتغير مدمج في معدل المردودية المفروض؛ أما على مستوى القروض إذا كان معدل الفائدة مثبت والتضخم في زيادة؛ يعني تراجع معدل الفائدة الحقيقي، وهذا ما يؤثر على اختيار الهيكل المالي، ومن ثمة التأثير على التكلفة المرجحة لرأس المال.

2-5 الضرائب: يحظى هذا المؤشر بأهمية بالغة في اختيار الهيكل المالي؛ فغيابه (المناطق التي تعرف لجنة الاستثمارات) يعني غياب الاقتصاد في الضريبة الناجم عن خصم المصاريف المالية والذي يعتبر من أهم مزايا الرفع المالي من جهة وانخفاض التكاليف بسبب تراجع الضرائب من جهة أخرى.

2-6 سعر الصرف: يكون هذا المؤشر ذو أهمية بالغة للشركات دولية النشاط، أو متعددة الجنسيات، فتراجع سعر الصرف قد يكون فرصة لتسديد ديون بالعملة الأجنبية نتيجة انخفاض قيمتها بسبب تراجع سعر الصرف، ومن ثمة التأثير على قرار التمويل.

2-7 سعر الفائدة: يعتبر هذا المؤشر ذو أهمية بالغة وهو يختلف من دين لآخر حسب طبيعته، كما يمثل معدل العائد بدون مخاطرة إذا تعلق بالسندات الحكومية.

المطلب الثاني : القرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية

يعتبر القرار الاستثماري من بين القرارات التي تتخذها الإدارة أو يتخذها المستثمر، والتي تعد من أهم القرارات وذلك لكونها تؤثر على بقاء واستمرارية المؤسسة وقيمتها السوقية، وهذا ما سنتطرق إليه في هذا المطلب من خلال التطرق إلى تعريف القرارات الاستثمارية ومراحلها في الفرع الأول، ثم مقومات القرارات الاستثمارية وأنواعها ضمن الفرع الثاني، وفي الفرع الثالث سنتناول العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري.

الفرع الأول: مفهوم القرارات الاستثمارية، مراحلها و أهدافها

سنقوم في هذا الفرع بالتطرق أولاً إلى تعريف القرارات الاستثمارية، ثم تبيان مراحل اتخاذ القرارات الاستثمارية، وأخيراً سنتناول أهداف القرارات الاستثمارية، على النحو الآتي:

1-تعريف القرارات الاستثمارية:

لقد تعددت التعاريف التي تم إعطاؤها للقرار الاستثماري، ومن بين هذه التعاريف نذكر منها مايلي:

يعرف القرار الاستثماري بأنه "القرار الذي ينصب اهتمام متخذها على كيفية توظيف الأموال التي يتم الحصول عليها، أي التوظيف الأفضل يهدف الحصول على العوائد الملائمة لمستوى المخاطرة التي تعرض لها هذه الأموال عند توظيفها".¹

القرار الاستثماري يعرف بأنه القرار الذي ينطوي عليه تخصيص قدر معلوم من أموال المؤسسة في الوقت الراهن على مدار فترة زمنية طويلة بهدف تحقيق الربح في المستقبل، وهو يكون عرضة لدرجات مختلفة من الخطر وعدم التأكد.²

ومن التعاريف المذكورة نستنتج أن القرار الاستثماري هو الذي يقوم على اختيار البديل الملائم من البدائل المتاحة، فهو القرار أكثر خطورة لارتباطه المالي الكبير، واعتباره من أهم القرارات المالية التي يمكن اتخاذها في المؤسسة، والهدف من هذا هو تحقيق عائد خلال سنوات متعاقبة.³

2-مراحل اتخاذ القرار الاستثماري:

إن عملية اتخاذ القرار الاستثماري ينبغي أن تمر بعدة مراحل وخطوات منطقية للوصول إلى القرارات الصائبة السليمة، وهذه المراحل نوضحها كالتالي:⁴

-**تحديد الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة:** وهي من أهم مراحل اتخاذ القرار الاستثماري، إذ أن الهدف من وراء حيازة أو إنجاز الاستثمارات هو تحقيق أهداف المؤسسة على المدى المتوسط والطويل والتي تحدد بدورها بناء على التوجه الاستراتيجي للمؤسسة.

-**البحث عن الاستثمارات أو المشاريع:** في هذه المرحلة يتم التفتيش والبحث عن الاستثمارات اللازمة التي من شأنها تحقيق الأهداف العامة للمؤسسة، فضلا عن عملية وصف المشروع الاستثماري المتضمن عددا من الاستثمارات: أراضي، مباني، وآلات، ... الخ، مما يطرح أمام متخذ القرار مجموعة من البدائل والحلول الاستثمارية المختلفة والتي تقتضي بدورها دراسة معمقة لها للمفاضلة بينها واختيار أنسبها؛

-**جمع المعلومات:** إن الطابع الاستراتيجي للاستثمارات يتطلب القيام بمجموعة من الدراسات والبحوث بهدف جمع المعلومات الضرورية عنها، وهو ما يعرف بتحليل جدوى المشاريع حيث تشمل عدة جوانب يمكن جمعها فيما يلي:

1 عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2002، ص38.

²مصطفى كمال السيد طایل، القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية، المكتب العربي الحديث الإسكندرية، 1999، ص 203.

³ خالد جمال الجعازات، معايير التقارير المالية الدولية 2007، الطبعة الأولى، إثراء للنشر و التوزيع الأردن، 2009.

⁴معراج هواري، القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية، دار الكنوز للمعرفة، الأردن، 2013، ص 65 .

✓ **دراسة الجدوى التسويقية:** هي مجموع الاختبارات، التقديرات والأساليب التي تحدد فيما إذا كان هناك طلب على منتجات المشروع خلال عمره الافتراضي أم لا، وتعتبر أهم دراسة حيث يتحدد من خلالها رقم الأعمال الذي يمكن تحقيقه.

✓ **دراسة الجدوى التقنية والاقتصادية:** يقصد بها الدراسات التي تقوم على تحديد كل من الاحتياجات الضرورية واللازمة لإنشاء وتشغيل المشروع الاستثماري من خلال تحديد قيمة الاستثمارات الضرورية.

✓ **الدراسة البشرية:** تركز على تخطيط التشغيل وتحديد الاحتياجات من الموارد البشرية من حيث العدد، المؤهلات والكفاءات اللازمة؛

✓ **الدراسة الجبائية والقانونية:** تتمثل في تحديد الامتيازات التي يمكن للمؤسسة الاستفادة منها فيما يخص الإهلاك، الرسم على القيمة المضافة، معدل الضريبة على أرباح الشركات، وكذا مختلف التنظيمات القانونية المشجعة أو المقيدة مثل الإعانات الممكنة؛

✓ **دراسة الجدوى المالية:** تعتمد على نتائج دراسات الجدوى التسويقية والفنية للمشروع، إذ تتعلق بتحديد موارد التمويل، قدرة المؤسسة على الاستدانة، معدل الفائدة في السوق المالي وسياسة التمويل المرغوب تبنيتها من قبل المؤسسة، أي بحث جدوى الهيكل المالي للمشروع واختيار هيكل التمويل الأمثل.

- **التقييم واتخاذ القرار:** يتم اتخاذ القرار النهائي باختيار البديل الأفضل بناء على النتائج السابقة وكذا نتائج عملية التقييم المالي والاقتصادي للربحية التجارية.

3- أهداف القرارات الاستثمارية:

تتمثل أهداف القرار الاستثماري في:¹

- 1- تحقيق العائد المناسب والربحية المناسبة، بحيث يكون ذلك ملائماً لاستمرارية المشروع؛
- 2- إيجاد سبل الحفاظ على رأس مال المشروع الأصلي من النقصان والتآكل من خلال عملية الاستثمار؛
- 3- التفكير الدائم في اختيار البدائل الاستثمارية التي تضمن استمرار تدفق الدخل وزيادته؛
- 4- ضمان السيولة اللازمة لمواجهة الظروف الطارئة والالتزامات المترتبة على القرار الاستثماري.

ابن إبراهيم الغالي، اتخاذ القرارات الاستثمارية في البنوك الإسلامية: من أجل معامل خصم في ظل الضوابط الشرعية -دراسة حالة بنك البركة الجزائري-، رسالة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013، ص78.

الفرع الثاني: أنواع القرارات الاستثمارية ومبادئها

1-أنواع القرارات الاستثمارية:

هناك ثلاثة مواقف تواجه المستثمر وتتطلب منه اتخاذ القرار، حيث تتوقف طبيعة القرار على طبيعة العلاقة القائمة بين سعر الأداة الاستثمارية، وقيمتها من وجهة نظره، وتندرج تحت القرارات الآتية:¹

-قرار الشراء:

في هذه الحالة فإن المستثمر يرى ويشعر بأن قيمة الأداة الاستثمارية والتي تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها محسوبة في إطار العائد والمخاطرة أكبر من سعرها السوقي أي أن السعر السوقي أقل من قيمة الأداة الاستثمارية، وهذا ما يدفع المستثمر لشراء الأداة رغبة منه في تحقيق الأرباح لأنه يتوقع أن يرتفع سعرها السوقي.

-قرار عدم التداول:

في هذه الحالة يكون السوق في توازن فبعد ارتفاع السعر (الحالة السابقة) ويستمر في ذلك إلى أن يصل إلى التساوي بين السعر السوقي وقيمة الأداة، وهذا ما يؤدي إلى توقف الشراء وتوقف البيع لغياب الحافز فيكون بذلك القرار الاستثماري المناسب هو عدم التداول فالمستثمر في هذا الظرف لا يتوقع تحقيق عوائد ولا يتوقع تحقيق إلا إذا تغيرت الظروف السائدة.

-قرار البيع:

في هذه الحالة وبعد مرور السوق بحالة تساوي السعر مع القيمة تعمل ديناميكية السوق لتخلق رغبات إضافية فيه لشراء تلك الأداة من مستثمر جديد، حيث أن أي مستثمر يرى بأنه مازال أقل من مما يتطلب منه أن يعرض سعرا جديدا لتلك الأداة يزيد عن قيمة، وهو ما يعمل على علة ارتفاع السعر عن القيمة وهو ما يعمل على دفع غيره فيكون قرار المستثمر حينئذ هو قرار بيع.

2-المبادئ التي يقوم عليها القرار الاستثماري:

من أجل قرار استثماري ناجح وصائب يجب على متخذ القرار مراعاة مجموعة من المبادئ والتي تتمثل فيما يلي:²

¹ اميرة دباش، دور مخرجات النظام المحاسبي المالي في ترشيد القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة العربي بن مهيدي ام البواقي، سنة 2016، ص 116.

² نفس المرجع سابق، ص 117.

-مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية:

يعد من الأركان الرئيسية لاتخاذ القرار الاستثماري، إذ يستمد أصوله من حقيقة أن الفوائد النقدية المتوفرة لدى المستثمر الفرد أو المؤسسة تتسم بالندرة، بينما تكون الفرص أو المجالات المتنافسة على استقطاب هذه الفوائد كثيرة في معظم الأحيان، ويفرض على متخذ القرار الاستثماري بأن يراعي هذه الحقيقة وذلك باختيار ما يناسبه منه ضمن عملية المفاضلة تمكنه من اختيار الأداة الاستثمارية التي تتفق مع إستراتيجيته في الاستثمار.

-مبدأ الخبرة والتأهيل:

يقوم هذا المبدأ على أن القرار الاستثماري الرشيد يتطلب دراية وخبرة قد لا تتوفر لكل فئات المستثمرين.

-مبدأ الملائمة:

يعد هذا المبدأ من المبادئ الأساسية التي يجب مراعاتها عند اتخاذ قرار استثماري، حيث أن المستثمر يطبق هذا المبدأ في الواقع العملي عندما يقوم باختيار المجال الاستثماري المناسب.

-مبدأ التنوع:

أو توزيع المخاطر الاستثمارية إن هدف المستثمر هو تحقيق ما يعرف بالعائد المستهدف على الاستثمار، هذا يعني أن كل مستثمر يحدد في العادة العائد على الاستثمار الذي يطمح في تحقيقه من استثمارات، وذلك في صورة هدف حيث لا يمكن للمستثمر أن يضمن تماما تحقق العائد على استثمارات إلا من خلال تنوع وتوزيع مخاطره الاستثمارية.

الفرع الثالث: العوامل المؤثرة على القرار الاستثماري

تتعدد المتغيرات والعوامل التي تؤثر على طبيعة اتخاذ القرار الاستثماري، ومن أهم العوامل التي تؤثر بدرجة كبيرة في اتخاذ القرار الاستثماري والتي يجب أن تنال العناية وبالاهتمام لمالها من آثار بالغة على قبول أو رفع المشروع الاستثماري المقترح، وتتمثل هذه العوامل فيما يلي:

1- عوامل البيئة الداخلية: وتتمثل في عدم وجود نظام للمعلومات داخل المنظمة يفيد متخذ القرار بشكل جيد وعدم وضوح درجة العلاقات التنظيمية بين الأفراد والإدارات والأقسام، وعليه فإنه يجب معرفتها للعمل على تعزيز نقاط القوة واستغلالها ومعالجة نقاط الضعف في الوقت المناسب ومن هذه العوامل نذكر¹:

- عدم توفر المؤسسة على نظام كفى وفعال يوفر كافة المعلومات بالكمية المناسبة وبالجودة المطلوبة؛

¹اموسى فضل المولى مالك، دور التحليل المالي في تقييم أداء المنشآت، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية الدرسان العليا، جامعة النيلين، الخرطوم، ص ص 72-73.

• تعقد الهيكل التنظيمي بالمؤسسة فقد يكون هنالك عدم وضوح للعلاقات التنظيمية بين الأفراد والإدارات والأقسام؛

• مدى توافر الموارد المالية والبشرية والفنية للمؤسسة، فكلما توفرت هذه الموارد كلما كان ذلك في صالح متخذ القرار .

2- **عوامل البيئة الخارجية:** هي العوامل التي تؤثر في القرار الاستثماري بطريقة غير مباشرة وتشكل الضغوطات القادمة من خارج المؤسسة ومن المحيط الذي تعمل فيه، بحيث نجد:¹

أ- الظروف الاقتصادية:

من المعروف أن النشاط الاقتصادي يمر بفترات من الراج وفترات من الكساد في إطار ما يعرف بالدورة الاقتصادية، و تتأثر عملية الاستثمار بالظروف السائدة سلبا و إيجابا

ب- الظروف السياسية:

يلعب الاستقرار السياسي دورا كبيرا مؤثرا على الاستثمارات والمستثمرين داخل البلد المعني ويعتمد الاستقرار السياسي على درجة المخاطرة السياسية والتي تختلف من دولة إلى أخرى وتلعب إيديولوجية الحكومة دورا كبيرا في استقرار الاستثمارات من خلال التشريعات المحفزة للاستثمار ودرجة الانفتاح وتحقيق استقرار قيمة العملة.

3- عوامل نفسية:

يتم اتخاذ القرار من قبل شخص أو مجموعة من الأشخاص لديهم عوامل نفسية تؤثر على قراراتهم و اختياراتهم مثل الدوافع و الإدراك و الشخصية.²

مما سبق يتضح لنا أهمية العوامل المؤثرة في اتخاذ القرار الاستثماري والتي قد تؤدي إلى قبول أو رفض المشروع الاستثماري، والتي لا يجب الإغفال عن دراستها عند اتخاذ قبول أو رفض المشروع الاستثماري، خصوصا وأن من طبيعة المشروع الاستثماري أنه يحتاج إلى إنفاق مالي كبير، لذا يجب العناية بكل ما قد يؤثر على اتخاذ القرار الاستثماري.

¹خولة شهاب نجم، أهمية استخدام الأساليب الكمية والرياضية في تقييم القرارات الاستثمارية، مجلة التقني، المجلد 27 ، العدد 05، 2014، ص 69.

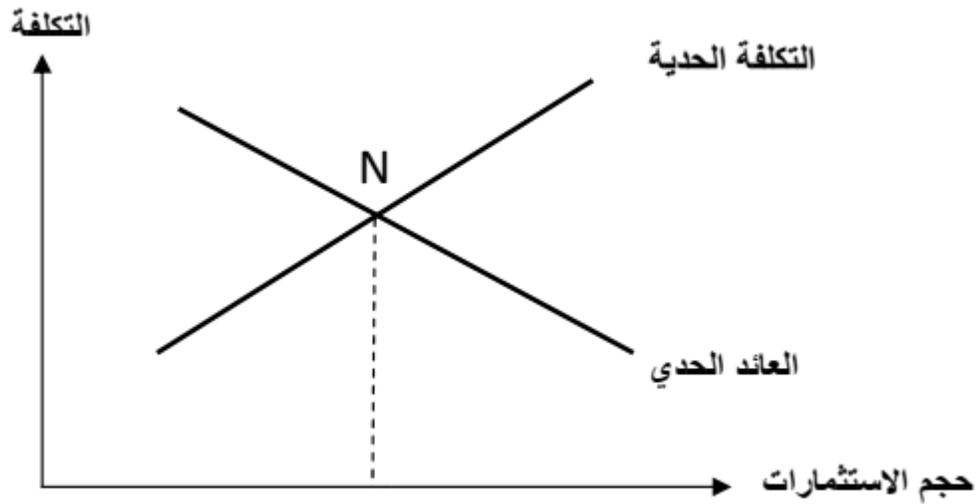
² اميرة دباش، مرجع سبق ذكره، ص 81.

المطلب الثالث: 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 و التي يمكن استثمارها بحيث تختلف باختلاف معدل الفائدة، فارتفاع رأس المال يترتب عليها انخفاض المبالغ التي يمكن استثمارها بهذه التكلفة، بينما نجد الواقع إن حجم الاستثمارات يزيد بالرغم من ارتفاع تكلفة رأس المال وذلك من أجل استفاد الفرص الاستثمارية المربحة¹.

وعليه فإنه عند تقدير حجم الاستثمار الرأسمالية التي تحقق عند أقصى منفعة ممكنة يجب حل جملة تكلفة رأس المال التي تمثل العرض مع معدل العائد الموقع عند المستثمر و هو الطلب، كما يمكننا الاستعانة بالمنحنى البياني التالي:

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



المصدر : حنفي عبد الغفار، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الدار الجامعة الإسكندرية، 2007، ص 432 .

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

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

المبحث الثاني: الإطار التطبيقي لتكلفة رأس المال والقرار الاستثماري

بعدما تم التطرق للإطار النظري لموضوع دراستنا، وُجِب علينا إعطاء نظرة على أهم الدراسات السابقة المرتبطة بالموضوع والتي تعتبر قليلة جداً، قصد مقارنتها مع دراستنا الحالية، من خلال إبراز أوجه التشابه والاختلاف فيما بينهم، 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 خُصص الثاني للدراسات الأجنبية، أما المطلب الثالث والأخير أبرزنا فيه ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة.

المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية

حاولنا في هذا المطلب تقديم بعض الدراسات السابقة العربية التي تناولت موضوع تكلفة رأس المال الذي لم يحظى باهتمام كبير من قبل الباحثين، وسنقتصر في السياق التالي على بعض مما تم تناوله:
الدراسة رقم 01: علي بن الضب، سيد محمد عياد، **تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة**، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، المجلد 1، العدد 2، (2012).

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة على مستوى بورصة الدار البيضاء كنموذج تطبيقي للفترة (2007-2010)، بحيث تمثلت إشكالية الدراسة في: "ما مدى إمكانية تطبيق نموذج CAPM لتقدير تكلفة رأس المال ومدى تحقيق فرضياته للشركات المدرجة بالبورصة المغربية؟" ولتحقيق أهداف الدراسة اعتمد الباحثان على المنهج الوصفي التحليلي، وخلصت الدراسة إلى أن افتراضات نموذج الأصول المالية غير محقق ببورصة الدار البيضاء لاسيما أن معظم متخذي القرار يستخدمونه بصفة كبيرة مما يجعل مؤشر إنشاء القيمة EVA غير صحيح في تقييم الأداء المالي كونه يعتمد على تكلفة رأس المال.

الدراسة رقم 02: علي بن الضب، **تكلفة حقوق الملكية لشركات التأمين المدرجة بالبورصة السعودية - اقتراح نموذج قياسي باستخدام CAPM-GARCH**، مجلة الإستراتيجية والتنمية، المجلد 14، العدد 14، (2018).

تختبر هذه الدراسة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) وتحلل مشكل عدم تجانس التباين بأسهم شركات قطاع التأمين في سوق السهم السعودي خلال الفترة 2012/01/01 - 2015/12/31. خلصت إلى أن وجود أثر ARCH في بواقي نموذج (CAPM) لجل الشركات المدروسة، مما يدل على أن نموذج (CAPM) باستخدام طريقة OLS غير مؤهل لتقدير تكلفة رأس المال لاسيما عند وجود تذبذبات عالية، ومن ثمة يستوجب الاعتماد على نماذج (CAPM-GARCH) لتقدير تكلفة رأس المال.

الدراسة رقم 03: 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 كوردستان، 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 فان 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 04: غربي حمزة، بدروني عيسى، العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة ، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 01، العدد02، (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 05: بدر الدين قدوج، تكاليف التمويل وأثرها على قيمة المؤسسة -دراسة حالة، أطروحة دكتوراه غير منشورة، برج بوعريبيج، 2020 .

تهدف الدراسة إلى محاولة اختبار أثر تكاليف التمويل على قيمة المؤسسة، وذلك بالتطبيق على عينة من المؤسسات الصناعية المدرجة ببورصة نيويورك خلال الفترة 2015- 2020 ، وقد عالجت الدراسة في الجانب النظري الهيكل المالي وتكلفته من خلال التطرق للعناصر المكونة للهيكل المالي وتكلفة كل عنصر، وكذا التكلفة الوسطية المرجحة للتمويل والعوامل المؤثرة فيها وأهم المداخل لتحديد الأوزان النسبية لتركيب الهيكل المالي، كما تم معالجة مفهوم قيمة المؤسسة وكيفية قياسها والعوامل المؤثرة في القيمة السوقية للمؤسسة، بالإضافة إلى التطرق إلى العلاقة بين تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة وفق النظرية المالية التقليدية والحديثة، وفي الفصل الثالث

تم عرض مفهوم بيانات البائل وأهم الاختبارات للمفاضلة بينها واستعراض الجانب المنهجي للدراسة القياسية كعينة ومجتمع الدراسة ومتغيرات الدراسة وكيفية قياسها وكذا فرضيات الدراسة، كما تم التطرق إلى الإطار القياسي للدراسة من خلال التطبيق على 50 مؤسسة صناعية مدرجة ببورصة نيويورك باستعمال بيانات البائل و STATA16 مع إجراء مختلف الاختبارات القياسية للتأكد من سلامة وجودة النموذج القياسي.

وقد توصلت الدراسة إلى أن 98,9% من التغيرات الحاصلة في قيمة المؤسسات الصناعية المدرجة ببورصة نيويورك والمقاسة بنموذج Tobin's Qjفسرها المتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج المتمثلة في معدل العائد على حقوق الملكية ومعدل العائد على رأس المال المستثمر والرفع المالي والملاءة المالية، أما باقي التغيرات والمقدرة بـ 1,1% تعود لمتغيرات أخرى غير مدرجة في النموذج القياسي، كما توصلت الدراسة إلى نتيجة أساسية تؤكد عدم تأثير تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة، وهذا يتماشى مع النظريات التقليدية وأهمها نظرية Miller and Modigliani لسنة 1958 وكذلك نظرية صافي ربح العمليات، حيث تؤكد هذه النظريات أن تكلفة التمويل محايدة أي ليس لها تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة.

الدراسة رقم 06: بدر الدين قدوج، مولود مليكاوي، قياس أثر تكلفة الأموال على القيمة السوقية للمنشأة باستخدام بيانات البائل خلال الفترة 2014-2018، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 13، العدد 02، 2021.

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة قياس أثر تكلفة التمويل على القيمة السوقية للمنشأة الاقتصادية من خلال التطبيق على عينة من المنشآت الصناعية المدرجة في بورصة الكويت للسوق المالي خلال فترة 2014-2018 باستخدام بيانات البائل، وقد تم تكوين نموذج الدراسة بالاعتماد على أربعة متغيرات مستقلة تشمل تكلفة التمويل و معدل العائد على حقوق الملكية و حجم الأرباح الموزعة و صافي التدفقات النقدية. وقد تم الاستعانة بكل من اختبار فيشر وهوسمان من أجل المفاضلة بين نماذج البائل الثلاثة. ومن خلال المعالجة الإحصائية والقياسية لبيانات الدراسة تم التوصل إلى أن 77.5% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للمنشآت الصناعية تفسر من خلال المتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج، كما توصلت الدراسة أيضا أن تكلفة التمويل تؤثر بشكل معنوي على القيمة السوقية للمنشآت الصناعية، إلا أن هذا التأثير موجب وهذا ما يتعارض مع النظرية المالية، كما أن كل من معدل العائد على حقوق الملكية وحجم التوزيعات وصافي التدفقات النقدية تؤثر إيجابا وبشكل معنوي على القيمة السوقية للمنشأة.

الدراسة رقم 07: 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.

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.

1 /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.

2/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, 2015:

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.

3/ Simon Gilchrist and Egon Zakrajsek. **Investment and the Cost of Capital: New Evidence from the Corporate Bond Market**. NBER Working Paper No. 13174 June 200 JEL No. E22, E44, E62

فحصت هذه الدراسة تأثير التباين في أسعار الفائدة على الإنفاق الاستثماري، باستخدام مجموعة بيانات بانل تربط العوائد على سندات الشركات المستحقة ببيانات دخل وميزانية الإصدار. حيث تم استعمال بيانات أسعار السندات -بناءً على التداولات في السوق الثانوية- لبناء مقياس خاص بالشركة لتكلفة رأس المال بناءً على التكلفة الهامشية للتمويل الخارجي كما هو محدد في السوق لديون الشركات طويلة الأجل. وأشارت نتائج الدراسة إلى تأثير قوي ومهم من الناحية الكمية لتكلفة رأس المال على قرارات الاستثمار على مستوى الشركة. حيث أن زيادة 1 نقطة مئوية في تكلفة رأس المال تعني انخفاضا في معدل الاستثمار 50 إلى 75 نقطة أساس، وعلى المدى الطويل، انخفاضا بنسبة 1 في المائة في مخزون رأس المال.

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 سالفة 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.

الجدول رقم (1-2): أوجه الاختلاف والتشابه مع الدراسات السابقة

الدراسة	الحدود المكانية والزمنية للدراسة	الأسلوب والنموذج الإحصائي	أهم النتائج
(بن الضب، عياد، 2012)	البورصة الدار البيضاء خلال الفترة 2012 – 2015	المنهج الوصفي والتحليلي	افتراضات نموذج الأصول المالية غير محقق ببورصة الدار البيضاء
(بن الضب، 2018)	شركات قطاع التأمين في سوق السهم السعودي خلال الفترة 2012 – 2015	نموذج CAPM-GARCH	خلصت إلى أن وجود أثر ARCH في بواقي نموذج (CAPM) لجل الشركات المدروسة، مما يدل على أن نموذج (CAPM) باستخدام طريقة OLS غير مؤهل لتقدير تكلفة رأس المال
(صابر خلف،)	الشركات الصناعية	التشخيص المالي لتكلفة رأس	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.	المال	في إقليم كوردستان	(2018)
توصلت الدراسة إلى نتيجة أساسية تؤكد عدم تأثير تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة	نماذج بانل لتقدير تكلفة رأس المال	المؤسسات الصناعية المدرجة ببورصة نيويورك خلال الفترة 2015-2020	(قدوج، 2020)
أن تكلفة التمويل تؤثر بشكل معنوي على القيمة السوقية للمنشآت الصناعية	نماذج بانل لتقدير تكلفة رأس المال	المنشآت الصناعية المدرجة في بورصة الكويت خلال فترة 2014-2018	(قدوج ومليكايوي، 2021)
يوجد دلالة إحصائية لتأثير تكلفة رأس المال على ربحية المؤسسات	الانحدار المتعدد	30 شركة مدرجة في بورصة عمان	(مداني، 2021)
توصلت الدراسة إلى أن تكلفة رأس المال لهل تأثير على عملية صنع القرار الاستثماري	منهج الوصفي التحليلي	الاتحاد المصرفي الافريقي خلال الفترة 2004-2013	(Anaja Blessing & Emmanuel E. Onoja, 2015)
أظهرت النتائج أن هناك علاقة سلبية بين المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال وقرار الاستثمار	تحليل الانحدار	قطاع الأغذية المدرجة في بورصة باكستان خلال الفترة 2008-2014.	(Fizza Ijaz, Ali Mirza, Hamza Nisar, & Nosheen Rasool, 2011)
أشارت نتائج الدراسة إلى تأثير قوي لتكلفة رأس المال على قرارات الاستثمار على مستوى الشركة	نماذج بانل لتقدير تكلفة رأس المال	سوق السندات	(Simon Gilchrist and Egon Zakrajsek, 2010)

المصدر: من إعداد الطلبة.

خلاصة الفصل:

تم في هذا الفصل التطرق إلى العلاقة النظرية والتطبيقية بين تكلفة رأس المال في المؤسسة الاقتصادية وعلاقتها بالقرار الاستثماري التي تعد أحد العلاقات الهامة التي لاقت اهتمام في المالية، وذلك أن تكلفة رأس المال من العناصر الأساسية لنجاح أي شركة واستمرارها بالسوق ولتقييم جودة القرارات الاستثمارية في ظل متغيرات أسواق المال التي تتميز بالتطور السريع.

نقصد بتكلفة رأس المال هو المعدل الأدنى الذي يسمح بالمحافظة على قيمة الأموال المستخدمة من قبل المستثمر، وهي كذلك المتوسط الحسابي المرجح لمختلف مصادر التمويل الدائمة في المؤسسة. حيث أن تكلفة الأموال الخاصة هو معدل المردودية المفروض الذي يعوض المساهم علاوة الزمن وعلاوة المخاطرة النظامية، ويمكن قياس تكلفة رأس المال بعدة نماذج، وتختلف عن تكلفة الاستدانة التي تعبر عن سعر تكلفة الديون والمتمثل في المصاريف المالية بعد استبعاد الاقتصاد في الضريبة.

وتستخدم تكلفة رأس المال في تقييم المشاريع الاستثمارية باعتبارها حاجزا دون الدخول في مشاريع ذات مردودية أقل من تكلفة رأس مالها، مما يساهم في تدمير الثروة وزيادة صراع وتكلفة الوكالة بين أصحاب المصالح في الشركة، كما تستخدم تكلفة رأس المال في تقييم الشركات من أجل الخصوصية أو القيام بعمليات الاندماج والاستحواذ وبعض القرارات الإستراتيجية.

الفصل الثاني: الإطار التطبيقي لأثر تكلفة رأس المال على اتخاذ القرار الاستثماري لشركة الكهرباء و الطاقات المتجددة بولاية غرداية

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 ارض الواقع باختيارنا لمؤسسة الكهرباء والطاقات المتجددة وذلك باعتبار الهدف من الجانب الميداني هو محاولة تطبيق الجانب النظري منها على ارض الواقع لاستكمال محاور الدراسة وعليه سنحاول تبيان اثر تكلفة رأس المال على القرار الاستثماري لمؤسسة الكهرباء و الطاقات المتجددة .

سنحاول في هذا الفصل تقديم صورة عامة حول المؤسسة محل الدراسة و تحليل الوضعية المالية للمؤسسة وحساب أهم مؤشرات التطور و 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 للمؤسسة الكهرباء و الطاقات المتجددة .

المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة؛

المبحث الثاني: عرض النتائج ومناقشتها.

المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

قبل الشروع في دراسة أثر تكلفة رأس المال على القرار الاستثماري، وتحليل الوضعية المالية للمؤسسة الدراسة، نوضح بعض جوانب الدراسة والمتمثلة في عينة الدراسة، وتحديد متغيراتها، كل هذا سيتم التطرق له من خلال المطلبين التاليين.

المطلب الأول: الطريقة المعتمدة في الدراسة

يحتوي هذا المطلب على ثلاثة فروع، الأول يتناول مجتمع الدراسة بإلقاء نظرة على مديرية توزيع الكهرباء والغاز بغرداية، أما الفرع الثاني فتطرقنا فيه إلى شركة كهرباء طاقات متجددة المعروفة اختصارا بـ SKTM ، بينما الفرع الثالث تم فيه تحديد متغيرات الدراسة.

الفرع الأول: مجتمع الدراسة

يعتبر مجمع سونلغاز من المؤسسات العمومية الجزائرية الذي يقوم بإنتاج وتوزيع الكهرباء والغاز في الجزائر، وبعد فاعلا في نمو الاقتصاد الوطني، كماله هدف رئيسي يسعى لتحقيقه وهو تعميم التراب الوطني للغاز والكهرباء، سنحاول من خلال هذا المطلب التعريف بالمجمع وإبراز مكانته في الاقتصاد الجزائري. مر مجمع سونلغاز بعدة مراحل منذ الاستقلال، حيث تم فيها تغيير الأهداف والوسائل بتغيير المحيط الذي كان يعمل فيه، وبرزت ثلاثة مراحل أساسية ميز مسار المجمع وأثر في طرق تسييره بصفة مباشرة، هذه المراحل هي مرحلة ما بعد الاستقلال، ومرحلة التسيير الاشتراكي التي شهدت تحولات كبرى على مستوى الاقتصاد الوطني، لنصل إلى مرحلة التسعينات التي عرفت أهم التغيرات على مستوى المؤسسة.

مؤسسة سونلغاز هي المتعامل التاريخي في ميدان الإمداد بالطاقة الكهربائية والغازية بالجزائر، ومهامها الرئيسية هي إنتاج الكهرباء ونقلها وتوزيعها وكذلك نقل الغاز وتوزيعه عبر قنوات، وقانونها الأساسي الجديد الصادر في 2002، يسمح لها بإمكانية التدخل في القطاعات أخرى من قطاعات الأنشطة ذات الأهمية بالنسبة للمؤسسة ولأسيما في ميدان تسويق الكهرباء والغاز نحو الخارج.

منذ صدور القانون قامت مؤسسة سونلغاز بإعادة هيكلة مصالحها لكي تتكيف مع السياق الجديد، إذ أضحت اليوم مجمعا صناعيا يتألف من 39 شركة فرعية، وتشغل 40000 عامل.

لعبت مؤسسة سونلغاز على الدوام دورا راجحا في التنمية الاقتصادية والاجتماعية للبلاد، ومساهماتها في تجسيد السياسة الطاقوية الوطنية ترقى إلى مستوى برامج الانجاز الهامة في مجال الإنارة الريفية والتوزيع

العمومي للغاز التي سمحت برفع نسبة التغطية من حيث إيصال الكهرباء إلى أكثر من 97% ونسبة توغل الغاز إلى ما يفوق 37% .

إن مؤسسة سونلغاز عازمة على فعل المزيد وبشكل أفضل، قد حددت على الدوام تمويلات هامة من أجل تطوير وتعزيز المنشآت الكهربائية والغازية، وبالنسبة إلى الفترة (2005-2010) فقد وضعت برنامج استثماري استثنائي في موضع التنفيذ بغية رفع قدراتها الإنتاجية الخاصة بالكهرباء والغاز وجعلها أقوى، والعمل على تحسين وتحديث خدماتها الموجهة إلى زبائنها كذلك.

وطموح مؤسسة سونلغاز هو أن تغدو مؤسسة تنافسية لكي تقوى على مواجهة المنافسة التي تلوح ملامحها في الأفق، وأن تكون في الأمد المنظور من بين أفضل المتعاملين الخمسة التابعين للقطاع في حوض البحر الأبيض المتوسط.¹

1- أهداف المؤسسة:

يهدف المجمع إلى تحقيق ما يلي:

- إنتاج الكهرباء سواء في الجزائر أو في الخارج ونقلها وتوزيعها وتسويقها؛
- توزيع الغاز عن طريق القنوات سواء في الجزائر أو في الخارج وتسويقه؛
- تطوير وتقديم الخدمات الطاقوية بكل أنواعها؛
- دراسة كل شكل ومصدر للطاقة وترقيته وتثمينه؛
- تطوير كل نشاط له علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالصناعات الكهربائية والغازية وكل نشاط يمكن أن تترتب عنه منفعة لمجمع سونلغاز، وبصفة عامة كل عملية مهما كانت طبيعتها ترتبط بصفة مباشرة أو غير مباشرة بهدف الشركة لاسيما البحث عن المحروقات واستكشافها وإنتاجها وتوزيعها؛
- تطوير كل شكل من الأعمال المشتركة في الجزائر أو في الخارج مع شركات جزائرية أو أجنبية؛
- إنشاء فروع وأخذ مساهمات وحيازة كل حقيبة أسهم وغيرها من القيم المنقولة في كل شركة موجودة أو سيتم إنشاؤها في الجزائر أو في الخارج.

الفرع الثاني: عموميات حول الشركة الكهرباء و الطاقات المتجددة 1- تعريف و نشأة الشركة الكهرباء و الطاقات المتجددة

شركة كهرباء طاقات متجددة المعروفة اختصارا بـ SKTM ShariketKahraba Wa TaketMoutadjadida هي شركة ذات أسهم SPA برأس مال قدره 38 700 000 000 دينار وتعود كل أسهمها إلى مجمع سونلغاز متخصصة في إنتاج الكهرباء عبر الوقود الاحفوري (غاز، وقود) في مناطق الشبكة المعزولة بالجنوب الجزائري وإنتاج الكهرباء عبر الوسائط المتجددة عبر كامل أنحاء الوطن.

تعتبر SKTM شركة الكهرباء والطاقات المتجددة: إحدى شركات مجمع الشركة الكبرى القابضة سونلغاز، تأسست في 07 أفريل 2013، يقع مقرها الرئيسي في غرداية، ولدت الشركة في سياق الوعي على نطاق واسع من عدم اليقين بأن الطاقة غير كافية والحاجة إلى مكافحة ظاهرة الاحتباس الحراري، يتم الاستخدام المكثف للطاقة الشمسية في جميع أشكالها، مباشرة (الضوئية والحرارية) أو غير مباشر (الرياح، الكتلة الحيوية) يجب أن تظهر على سبيل الأولوية، بشكل واضح.¹

2- أهداف وإنجازات شركة كهرباء والطاقات المتجددة SKTM

تهدف شركة كهرباء والطاقات المتجددة إلى:

- التوجه الاستراتيجي للدولة في تحقيق البرنامج الوطني الطموح في تطوير الطاقات المتجددة؛
- الوقوف على تطلعات سكان الجنوب من اجل الاستمرارية في التزود بالكهرباء ونوعية الخدمات؛
- يسمح إنشاء شركة كهرباء طاقات متجددة لشركة SPE في التركيز حول التحديات الكبرى في الإنتاج خاصة في الشبكة المترابطة نظرا لتعاظم الطلب في الشمال ذو الكثافة السكانية العالية في الجزائر؛
- التخصص في تسيير معدات الإنتاج المخصصة للشبكة المعزولة والشبكة المترابطة نظرا لخصوصية مناطق الجنوب من حيث الظروف المناخية القاسية والاستثنائية وبعد المسافات والأهمية الاقتصادية للجنوب في الاقتصاد الوطني.

3- أنشطة وأفاق شركة الكهرباء والطاقات المتجددة.

1-3 أنشطة شركة الكهرباء والطاقات المتجددة

- إنتاج الكهرباء في المناطق التابعة للشبكة المعزولة وكذلك إنتاج الكهرباء عبر الوسائط المتجددة عبر الوطن؛
- تطوير المنشآت القاعدية لإنتاج الكهرباء في الشبكة المعزولة في الجنوب مع أعمال الهندسة والصيانة؛
- تسويق الطاقة المنتجة لمؤسسات التوزيع SD؛

¹معلومات مقدمة من طرف قسم المحاسبة و المالية في SKTM.

- الالتزام بكل العمليات بغض النظر عن طبيعتها سواء كانت مالية -تجارية -صناعية -مدنية أو عقارية متعلقة بالهدف الاجتماعي للشركة في إطار سياسة الدولة للسكان والعمل على تحفيز وضمان تطور هذه العمليات.

3-2 أفاق التنمية الدولية

- إمكانية تمديد الشبكات إلى ما وراء الحدود الجنوبية، من أجل السماح بتصدير خدمات التشغيل والصيانة إلى كل من البلدان المجاورة وتلك الموجودة في أفريقيا جنوب الصحراء الكبرى.
- دراسة والإشراف على إنشاء محطات الطاقة الشمسية الكهروضوئية
- تصدير الطاقة الكهربائية على الحدود.
- نصائح حول صيانة وتشغيل محطات توليد الكهرباء بالديزل.

4- الهيكل التنظيمي للشركة

نظرا لأن الشركة حديثة النشأة، فهي إلى حد اليوم تتبنى هيكل تنظيمي موروث من الشركة الجزائرية الإنتاج الكهرباء، في انتظار المصادقة عليه من طرف مجلس إدارة مجمع سونلغاز في السداسي الأول من 2018 والذي سيحدد بدقة المهام والمسؤوليات ومستويات الإدارة للشركة، وعلى هذا الأساس فان الهيكل التنظيمي الحالي هو على الشكل التالي:

الشكل رقم (1-2): الهيكل التنظيمي لشركة كهرباء وطاقات متجددة



المصدر: من وثائق المؤسسة

يسهر قسم المحاسبة على استعمال أفضل التقنيات لمتابعة النشاطات في المؤسسة و يسجل كل الكتابات المحاسبية انطلاقاً من التقدم النقدي للتحركات المالية و هذه المعلومات تسمح بتقدير انجازات المؤسسة و يتكون من ثلاث مصالح و هي:

- مصلحة الميزانية و مراقبة التسير؛
- مصلحة المالية؛

- مصلحة الاستغلال.

تهتم إدارة المالية و المحاسبة والرقابة الإدارية بكل الجوانب المتعلقة بالبعثات و المحاسبة الخاصة بالموظفين و المؤسسة، ومن مهامها ما يلي:

- تحكم و ضمان الامتثال بالقواعد الصعبة للمحاسبة الدقة المالية و الضريبة و الإدارة SKTM.
- تسهيل و تنسيق أنشطة التفتيش في SKTM.
- إجراء الاختبارات اللازمة على الوحدات اللامركزية لضمان حماية و الحفاظ على التراث.
- التحقق من التطبيق السليم في مجال التمويل و المحاسبة و الضرائب القواعد و الأحكام القانونية و اللوائح الداخلية و الخارجية.
- توفير أنظمة مخصصة أو مهام خاصة بتكليف من SKTM.

الفرع الثالث: متغيرات الدراسة

باعتبار أن الدراسة تبحث في العلاقة بين المتغيرين، الأول هو تكلفة رأس المال، والثاني هو القرار الاستثماري، فعليه تمثل تكلفة رأس المال المتغير المستقل وهو المتغير الرئيسي في الدراسة، أما القرار الاستثماري فيمثل المتغير التابع وهو العنصر الذي يكشف عن مدى تأثير المتغير المستقل عليه (المتغير التابع).

المبحث الثاني: عرض النتائج ومناقشتها

بعد تحديد عينة الدراسة ومتغيرات الدراسة سنتناول في ما يلي عرض النتائج المتوصل إليها وتحليلها ومناقشتها، من أجل الوصول إلى النتيجة النهائية ومقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة.

المطلب الأول: عرض القوائم المالية لشركة الكهرباء والطاقات المتجددة خلال الفترة 2018-2020

تعتبر القوائم المالية المرآة العاكسة لصورة أي مؤسسة اقتصادية ومن خلالها يتمكن كل من المساهمين والمقرضين وباقي الأطراف ذات العلاقة بالمؤسسة الاقتصادية من تقييم أدائها، ومن خلال هذا المطلب سيتم عرض الميزانية المالية وجدول حسابات النتائج للفترة 2018-2020 .

الفرع الأول: ميزانية المؤسسة خلال فترة الدراسة

يعرض هذا الفرع دراسة الميزانية المالية لمؤسسة الكهرباء والطاقات المتجددة:

الجدول رقم (1-2): الميزانية المالية لمؤسسة الكهرباء والطاقات المتجددة جانب الأصول الوحدة دج

2020	2019	2018	الأصول
			أصول غير جارية :
	0.00	0.00	تثبيات غير معنوية
120765796.20	120765796.20	120765796.20	أراضي
1174670859.81	1152717131.13	951784575.47	ترتيب و تهيئة الأراضي
8239739767.97	8465163232.98	8413057499.39	بنايات
85219554517.38	76474482880.41	80220325475.20	منشآت تقنية
91048009986.18	95259240804.05	70406216323.58	تثبيات عينية أخرى
14552304400.41	8468926264.28	30284463285.32	التثبيات الجاري انجازها
			سندات - مؤسسات شريكة
315000.00	315000.00	185988610.00	سندات المساهمات وديون ملحقة
			سندات المالية الأخرى
259300.00	259300.00	83850.00	قروض وأصول أخرى غير جارية
280807600.95	276982319.67	233847458.34	ضرائب مؤجلة عن الأصل
200636427228.90	190218852728.72	190816532873.50	مجموع أصول غير جارية
			أصول جارية :
3299562393.82	2764560074.05	3184033027.33	مخزونات ومنتجات حاري العمل بها
104736362.96	752419649.18	125329992.45	الزبائن
5689899421.59	5354648272.88	1391976263.04	مدينون آخرون
620624690.53	1483485897.45	639139699.49	الضرائب
0.00	0.00	0.00	أصول أخرى جارية
			توظيفات و أصول مالية جارية

21574363423.06	10528499405.08	3558578064.73	الخزينة
0.00	0.00	0.00	الحساب الانتقالي
21289186291.96	20883613298.64	8899054047.04	مجموع الأصول الجارية
221925613520.86	211102466027.36	199715586920.54	مجموع الأصول

المصدر: من وثائق المؤسسة.

يتضح من خلال الجدول أعلاه تطور أصول المؤسسة من سنة إلى أخرى، راجع ذلك قيام المؤسسة بشراء تثبيات عينية أخرى، ناهيك عن ارتفاع في أصولها الجارية عن طريق الخزينة.

الجدول رقم (2-2): الميزانية المالية لمؤسسة شركة الكهرباء والطاقة المتجددة جانب الخصوم

الوحدة دج

2020	2019	2018	الخصوم
			<u>رؤوس الأموال الخاصة</u>
38700000000.00	38700000000.00	38700000000.00	رأسمال الصادر
922714012.00	922714012.00	922714012.00	تدعيم الأموال الخاصة
			رأسمال غير المستعان به
3339432392.61	2336300034.39	0.00	علاوات واحتياطات
-	-	-	فارق إعادة التقييم
-	-	-	فارق المعادلة
400975870.27	1003132358.22	631035634.53	النتيجة الصافية
228200595.82	228200595.82	1705264399.86	رؤوس الأموال الخاصة-تحويل من جديد
	0.00	0.00	حساب الربط
43591322870.70	43.190347000.43	41959014046.39	إجمالي رؤوس الأموال الخاصة
			الخصوم غير جارية
			اقتراضات و ديون مالية
455702585.10	455702585.10	455702585.10	ضرائب مؤجلة
0.00	0.00	825000.00	ديون أخرى غ جارية
9971232778.19	9538098600.14	3694409618.56	المؤونات و المنتجات المسجلة مسبقا
10426935363.29	9993801185.24	4150937203.66	مجموع الخصوم غير الجارية
			الخصوم الجارية
10557828058.05	9510946919.23	6181293783.79	الموردون و الحسابات المرتبطة
6108.10	141108.10	82223133.54	الضرائب
157349521120.72	148407219846.71	147342118753.16	ديون أخرى

0.00	9967.65	0.00	خزينة الخصوم
0.00	0.00	0.00	حساب انتقالي
167907355286.87	157918317841.69	153605635670.49	مجموع الخصوم الجارية
221925613520.86	211102466027.36	199715586920.54	مجموع الخصوم

المصدر: من وثائق المؤسسة.

وجد من خلال الجدول أعلاه تطور في خصوم المؤسسة من سنة إلى أخرى هي كذلك، راجع ذلك إلى قيام المؤسسة برفع في أموالها الخاصة من سنة إلى أخرى.

الفرع الثاني: جدول حسابات النتائج المؤسسة خلال فترة الدراسة

يمكن اعتبار جدول حسابات النتائج بأنه الوسيلة التي تبين فيها مختلف التكاليف التي أنفقتها المؤسسة ومختلف الإيرادات التي تحصلت عليها خلال دورتها المالية، ومن الجدول التالي يتم عرض جدول حسابات النتائج للمؤسسة للفترة (2018-2020):

الجدول رقم (2-3): جدول حسابات النتائج لمؤسسة الشركة الكهرباء والطاقات المتجددة خلال فترة الدراسة:

2020	2019	2018	البيانات
27613476772.55	2676958785098	24159617506.60	مبيعات و منتجات ملحقة
27613476772.55	26769587850.98	24159617506.60	1- منتج السنة المالية
-5685454289.02	-531992414984	-5393315530.76	مشتريات مستهلكة
-5767816580.20	-4743211413.31	-4698971918.50	الخدمات الخارجية والإستهلاكات الأخرى
-11453270869.22	-10063135563.15	-10092287449.26	2- استهلاك السنة المالية
16160205903.33	16706452287.83	14067330057.34	3- القيمة المضافة للإستغلال (11-1)
-3510186654.32	-3481402208.33	-2543795059.02	أعباء المستخدمين
-5378614.13	-6689032.19	30624309.50	ضرائب و رسوم المسائلة
12644640634.88	13218361047047.31	11492910688.82	الفائض الإجمالي للإستغلال EBE
495061608.85	191579111.93	112584982.20	منتجات عملياتية أخرى
-80796168.78	-173789894.35	-48173601.75	أعباء عملياتية أخرى
-12724357317.34	-11951797192.24	-10 416655926.01	مخصصات اهتلاكات والمؤونات
121084763.40	-25236576.36	0.00	استرجاع خسائر القيمة والمؤونات
455633521.01	1309589649.02	1140666143.26	النتيجة العملياتية

50000000.00	17748970.61	90841094.39	منتجات مالية
---	---	---	أعباء مالية
50000000.00	17748970.61	90841094.39	النتيجة المالية
505633521.01	1327338619.63	1231507237.65	النتيجة العادية قبل الضرائب
-108482932.02	-367341122.74	-617138087.83	الضرائب المستحقة على النتيجة العادية
3825281.28	43134861.33	16666484.71	الضرائب المؤجلة على النتيجة الغير عادية
28283448426.08	27047287371.22	24379710067.90	مجموع منتجات الأنشطة العادية
-27882472555.81	-26044155013.00	-23748674433.37	مجموع أعباء الأنشطة العادية
400975780.27	1003132358.22	631035634.53	النتيجة الصافية للأنشطة العادية
400975870.27	1003132358.22	631035634.53	النتيجة السنة المالية الصافية

المصدر: من وثائق المؤسسة.

من خلال الجدول رقم (03) والذي يوضح حسابات النتائج لمؤسسة شركة الكهرباء والطاقة المتجددة خلال الفترة 2018-2020، تبين أن المؤسسة حققت أرباح في كل السنوات، حيث يرجع ارتفاع الأرباح في سنة 2019 بشكل أساسي إلى ارتفاع في قيمة مبيعات المؤسسة، إلا أن أرباح المؤسسة في سنة 2020 شهدت انخفاض محسوس بالرغم من ارتفاع في رقم الأعمال في سنة 2020، حيث يرجع هذا لانخفاض بشكل أساسي في تضخم تكاليف دورة الاستغلال والمتمثلة في الاستهلاكات الوسيطة، مصاريف المستخدمين.

المطلب الثاني : دراسة وتحليل القوائم المالية باستخدام النسب المالية خلال فترة الدراسة

نهدف من خلال هذا المطلب التطرق لتحليل مؤشرات المديونية (الرفع المالي) واستقلاليتها، 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 رقم (2-4): تطور المديونية خلال الفترة 2018-2020

البيان	2018	2019	2020
نسبة المديونية	0.78	0.79	0.75
نسبة الاستقلالية المالية	0.22	0.21	0.25
نسبة التمويل الدائم	0.24	0.27	0.21

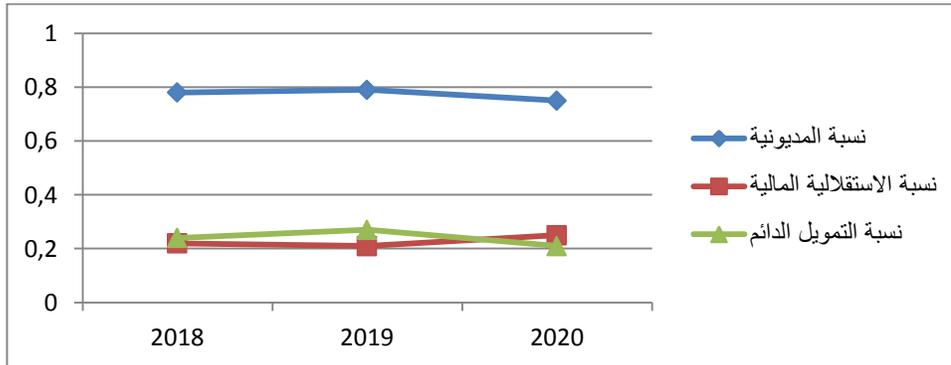
المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على بيانات المؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول أن نسبة المديونية خلال فترة الدراسة كانت متقاربة، حيث في سنة 2018 قدرت بـ0.78 وهذا يدل على أن المؤسسة اعتمدت على 78% من حجم ديونها في تمويل أصولها، وفي سنة 2019 ارتفعت النسبة بسبب ارتفاع ديونها، لتشهد انخفاض في سنة 2020.

كما نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن المؤسسة لم تكن مستقلة ماليا خلال فترة الدراسة أي أن المؤسسة مشبعة بالديون في هذه الحالة.

وبخصوص التمويل الدائم نلاحظ خلال السنوات الثلاثة 2018-2020 كانت النسبة أقل من الواحد ومتمدنية جدا مما يوضح أن أصولها الغير جارية أكبر من الموارد الدائمة وهذا يجعلها عاجزة عن تغطيتها.

الشكل رقم (2-2): تطور المديونية خلال الفترة 2018-2020



المصدر: من إعداد الطلبة.

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 و تنقسم الى :

1. نسبة المردودية الاقتصادية :

$$\text{المردودية الاقتصادية} = \text{نتيجة الاستغلال} / \text{الأصل الاقتصادي}$$

2. نسبة المردودية المالية :

$$\text{المردودية المالية} = \text{النتيجة الصافية} / \text{الأموال الخاصة}$$

3. اثر الرافعة المالية :

$$\text{اثر الرافعة المالية} = \text{المردودية المالية} - \text{المردودية الاقتصادية}$$

والجدول التالي يوضح تطور نسب المردودية للشركة خلال فترة الدراسة:

الجدول رقم (2-5) : تطور نسب المردودية خلال الفترة 2018-2020

البيان	2018	2019	2020
المردودية الاقتصادية RE	0.57	0.60	0.5
المردودية المالية RF	0.015	0.025	0.010
اثر الرافعة المالية	0.555	0.575	0.49

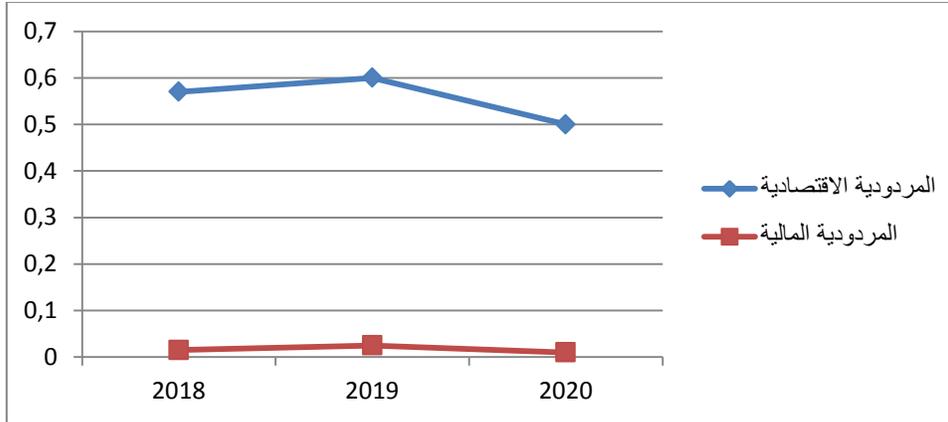
المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على بيانات المؤسسة.

من خلال الجدول يتضح أن المؤسسة حققت مردودية اقتصادية إيجابية خلال سنوات الدراسة، وهذا يعني أن كل وحدة نقدية مستثمرة كأصول تحقق للوحدة ربحا صافيا يقدر بـ 57%، 60%، 50% على التوالي خلال فترة الدراسة.

أما بالنسبة إلى المردودية المالية في 2018 قدرت بـ 0.015 مما يدل على أن كل واحد دينار من الأموال الخاصة يحقق هامش قدره 0.015 من النتيجة الصافية، أما بالنسبة لسنة 2019 ارتفعت المردودية المالية إلى 0.025 أي إن كل واحد دينار من الأموال الخاصة يحقق 0.23 من النتيجة الصافية، لتشهد انخفاض في السنة الأخيرة وذلك بسبب الانخفاض في النتيجة خلال تلك السنة.

ومن خلال حساب اثر الرافعة المالية خلال سنوات الدراسة اتضح إن اثر الرافعة المالية سالبة خلال الثلاثة السنوات مما يعني إن الديون لها أثر سلبي على المردودية المالية.

الشكل رقم (2-3) : تطور نسب المردودية خلال الفترة 2018-2020



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على بيانات المؤسسة.

الفرع الثالث: التشخيص المالي بواسطة النسب المالية

يمكن تعريف النسب كعلاقة بين مقدارين مميزين للحالة المالية وكذا إمكانيات ونشاط المؤسسة، 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 إلى¹:

أول : نسب الربحية:

تعتبر 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 :

$$\text{هامش الربح الصافي} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{صافي المبيعات}}$$

• هامش الربح التشغيلي :

$$\text{نسبة النتيجة الجارية قبل الضرائب} = \frac{\text{النتيجة الجارية قبل الضرائب}}{\text{المبيعات}}$$

¹ خميسي الشبيخة، التسيير المالي للمؤسسة، دار هومة، الجزائر، 2010، ص 82

الجدول رقم (2-6): تطور الربحية خلال الفترة 2018-2020

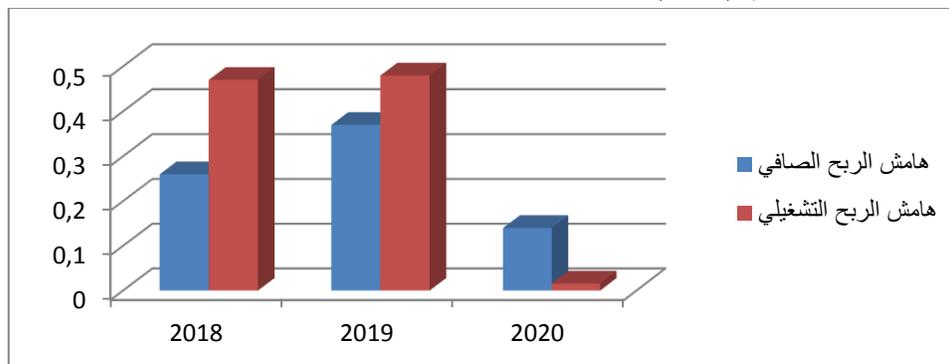
البيان	2018	2019	2020
هامش الربح الصافي	0.26	0.37	0.14
هامش الربح التشغيلي	0.47	0.48	0.016

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على بيانات المؤسسة.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن كل دينار من رقم الأعمال يحقق هامش قدره 0.26 دج من هامش الربح الصافي ، نلاحظ أن هذه النسبة ارتفعت سنة 2019 إذ قدر الدينار الواحد من رقم الأعمال هامش بقيمة 0.37 من هامش الربح الصافي حيث أن هذه النسبة تعبر عن مساهمة كل دينار واحد من رقم الأعمال في توليد الأرباح الصافية، إلا أن هذا المؤشر شهد انخفاض سنة 2020 بسبب الارتفاع الكبير في التكاليف خلال هذه السنة.

ونلاحظ أيضا المؤسسة حققت هامش قدره 0.47 من هامش الربح التشغيلي من كل دينار من رقم الأعمال، و ارتفعت في سنة 2019 إلى 0.48 ثم انخفض الهامش بنسبة 0.016 بسبب ضعف أداء المؤسسة في جانب التحكم الجيد في التكاليف.

الشكل رقم (2-4): تطور الربحية خلال الفترة 2018-2020.



المصدر: من إعداد الطلبة.

المطلب الثالث : دراسة وتحليل تكلفة رأس المال المؤسسة خلال فترة الدراسة

ذكرنا سابقا إن مؤسسة الكهرباء والطاقت المتجددة تعتمد في تمويل نشاطاتها على توليفة من الأموال من المصادر طويلة الأجل إلى المصادر قصيرة الأجل، و فيما يلي سنتناول المصادر طويلة الأجل التي يلجا إليها المركب و كيفية حساب تكلفتها.

الفرع الأول: تقدير تكلفة الأموال الخاصة

أ. رأس المال

من التقارير المالية السنوية للمؤسسة الكهرباء والطاقت المتجددة، يظهر لنا أن رأس المال الشركة تساوي 3870000000 دينار مقسمة إلى 60000000 سهم عادي، وتساوي قيمة السهم الواحد 60000000 دج، مملوكة 100% للدولة.

ب. تكلفة الأموال الخاصة :

يظهر من خلال الجدول الآتي قيمة تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة الكهرباء والطاقت المتجددة خلال فترة

الدراسة:

الجدول رقم(2-7): تكلفة الأموال الخاصة

السنوات	توزيعات الأرباح	الأموال الخاصة	تكلفة الأموال الخاصة
2018	11 000 000 000	41959014046.39	2.62
2019	22 000 000 000	43.190347000.43	5.09
2020	32 000 000 000	43591322870.70	7.34

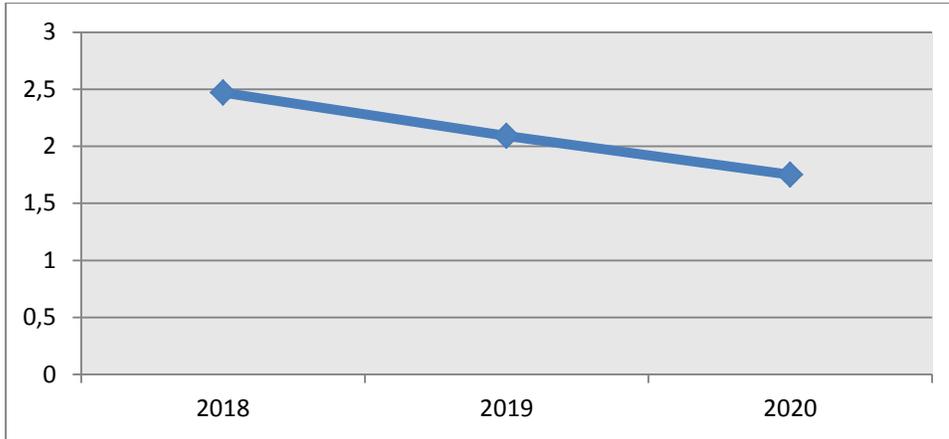
المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على بيانات الشركة.

اعتمدنا عند حساب تكلفة الأموال الخاصة على العلاقة التالية:

تكلفة الأموال الخاصة = التوزيعات / الأموال الخاصة

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن تكلفة الأموال الخاصة في ارتفاع مدار الثلاثة السنوات، حيث سجلت أعلى نسبة سنة 2020 بنسبة 7.34%، ذلك راجع إلى الارتفاع في التوزيعات وكذلك في الأموال الخاصة، كما أن المؤسسة تعتمد أكثر على الديون في تمويل نشاطاتها، والشكل التالي يوضح تطور تكلفة الأموال الخاصة خلال فترة الدراسة:

الشكل رقم (2-5): تطور تكلفة الأموال الخاصة للشركة خلال فترة الدراسة



المصدر : من إعداد الطلبة.

الفرع الثاني: تقدير تكلفة الديون

يبين الجدول التالي قيمة القروض المتحصل عليها المؤسسة الكهرباء والطاقت المتجددة:

الجدول رقم (2-8): القروض البنكية للمؤسسة

السنة	المؤسسة	الديون
2018	83850.00	147342118753.16
2019	259300.00	148407219846.71
2020	259300.00	157349521120.72

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد ببيانات المؤسسة.

تحسب تكلفة الاقتراض من خلال العلاقة التالية:

$$\text{تكلفة الدين} = \text{معدل الفائدة (1 - معدل الضريبة)}$$

لكن لعدم توفر المعلومات اللازمة بخصوص إدارة واستهلاك القروض داخل المؤسسة الكهرباء والطاقت المتجددة ، سنحسب معدل الفائدة من خلال العلاقة التالية :

$$\text{معدل الفائدة على القروض} = \frac{\text{المصاريف المالية}}{\text{مبلغ القروض}}$$

مما سبق، نجد أن معدل الفائدة على القروض هو:

الجدول رقم(2-9): معدل الفائدة على القروض للمؤسسة

السنة	المصاريف المالية	معدل الفائدة على القروض
2018	90841094.39	11.08%
2019	17748970.61	10.52%
2020	50000000.00	8.25%

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد بيانات المؤسسة.

تخضع مؤسسة الكهرباء والطاقت المتجددة للجباية ويبلغ معدل الضريبة على الأرباح 51%، وعليه تكون تكلفة التمويل بالاستدانة كما يلي:

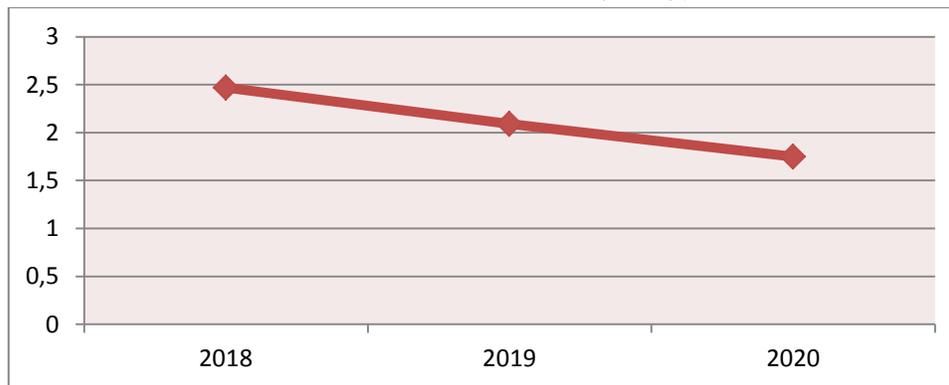
الجدول رقم(2-10): تكلفة التمويل بالاستدانة

السنوات	2018	2019	2020
تكلفة التمويل بالاستدانة	2.47 %	2.09 %	1.75 %

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على النتائج المتوصل إليها من حساب تكلفة الاستدانة.

يبين الجدول أعلاه أن أقل نسبة لتكلفة الاستدانة كانت سنة 2020 وتمثلت في 1.75% ومن الملاحظ أنها كانت في انخفاض على مدى السنوات الثلاث، ذلك راجع إلى انخفاض الأعباء المالية وكذلك معدل الفائدة .

الشكل رقم(2-6): تكلفة الاستدانة خلال فترة الدراسة



المصدر : من إعداد الطلبة بالاعتماد بيانات المؤسسة.

الفرع الثالث: تكلفة الوسيطة المرجحة

يتم حساب التكلفة الوسيطة المرجحة لمؤسسة الكهرباء و الطاقات المتجددة 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)

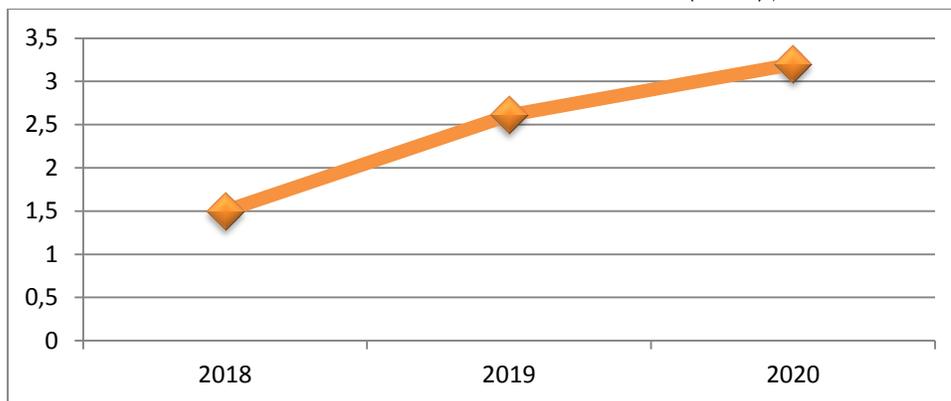
الجدول رقم(2-11): تكلفة رأس المال للشركة خلال فترة الدراسة

السنوات	2018	2019	2020
الأموال الخاصة	41959014046.39	43.190347000.43	43591322870.70
تكلفة الأموال الخاصة	%2.62	%5.09	%7.34
الديون	147342118753.16	148407219846.71	157349521120.72
تكلفة تمويل بالاستدانة	%2.47	%2.09	%1.75
تكلفة رأس المال	%1.5	%2.61	%3.2

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على المعطيات السابقة.

يتضح من خلال الجدول السابق أن تكلفة رأس المال في ارتفاع مستمر خلال سنوات الدراسة، حيث بلغت أقصاها سنة 2020 بنسبة 3.2 % والسبب في ذلك انخفاض نسبة الاقتراض مقارنة بالارتفاع النسبي في تكلفة الأموال الخاصة. ويتضح كذلك أن مؤسسة الكهرباء والطاقات المتجددة تعتمد على الديون في تمويل نشاطاته أكثر من اعتماده على الأموال الخاصة، وعلى العموم، أن المؤسسة الكهرباء و الطاقات المتجددة مسؤولة عن اتخاذ قرارات الاستثمار، والشكل التالي يوضح تطور تكلفة رأس المال المؤسسة خلال فترة الدراسة:

الشكل رقم(2-7): تطور تكلفة رأس المال للشركة خلال فترة الدراسة



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد بيانات المؤسسة.

الفرع الرابع: تحليل العائد على الاستثمار

العائد على الأصول (أو الاستثمار) = 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 . و يمكن حسابها أيضا باستخدام "الربح قبل الفوائد و الضرائب " بدلا من صافي الربح.

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

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

= النتيجة الصافية للسنة المالية/مجموع الأصول

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

الجدول رقم(2-12): معدل العائد على الاستثمار خلال فترة الدراسة

السنوات	2018	2019	2020
النتيجة الصافية للسنة المالية	631035634.53	1003132358.22	400975870.27
مجموع الأصول	199715586920.54	211102466027.36	221925613520.86
العائد على الاستثمار	%0.316	%0.375	%0.18

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات المؤسسة.

يتبين لنا من خلال الجدول أعلاه أن أعلى نسبة للعائد كانت سنة 2019، حيث بلغت نسبة 0.475%،

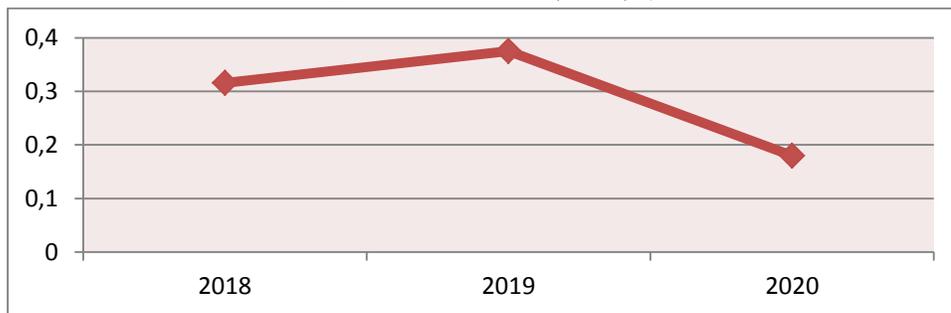
ويعني كل دينار واحد من الأصول المستخدمة يولد 0.475 وحدة من النتيجة الصافية، ويرجع سبب هذا

الارتفاع إلى ارتفاع في نتيجة المؤسسة مقارنة بالسنوات الماضية، وشهدت هذه النسبة انخفاض بسبب انخفاض

في نتيجة المؤسسة.

كما أنه عرف ارتفاعا نسبيا على مدار سنتين 2018-2019 ثم انخفض سنة 2020 بنسبة 3.16 % والسبب هو الانخفاض الكبير في مجموع الأصول سنة عن سنة مقارنة بالتذبذب في نتيجة السنة المالية.

الشكل رقم (2-8): تطور العائد على الاستثمار



المصدر: من إعداد الطلبة.

الفرع الخامس : العلاقة بين تكلفة رأس المال والعائد على الاستثمار

بعد دراسة وتحليل القوائم المالية باستخدام النسب المالية، يبقي 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.

الجدول رقم (2-13) : العائد على الاستثمار وتكلفة رأس المال

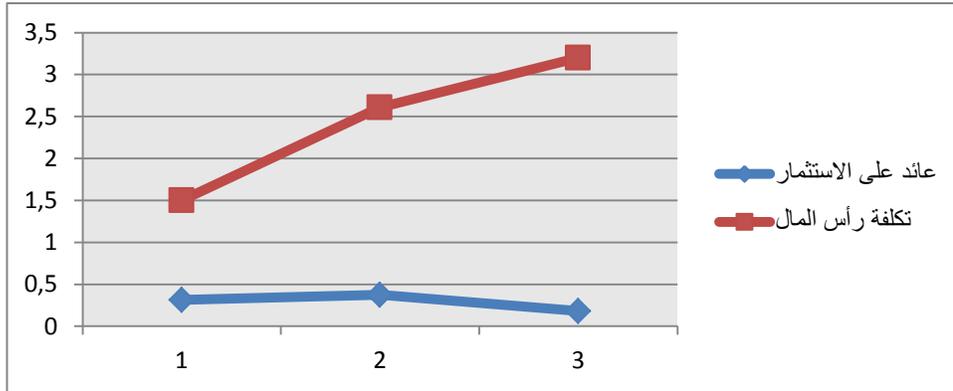
السنوات	2018	2019	2020
العائد على الاستثمار	0.316%	0.475%	0.18%
تكلفة الأموال الخاصة	2.62%	5.09%	7.34%
تكلفة التمويل بالاستدانة	2.47%	2.09%	1.75%
تكلفة رأس المال	1.5%	2.61%	3.2%

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على بيانات المؤسسة.

من خلال الجدول أعلاه اتضح أن العلاقة بين معدل العائد على الاستثمار وتكلفة رأس المال علاقة عكسية، فقد سجلت اقل نسبة سنة 2018 بنسبة 1.80% أما بالنسبة لسنة 2019 سجلت نسبة 4.75% وكانت أعلى نسبة للعائد على الاستثمار خلال السنوات الثلاثة بينما سجلت سنة 2020 بنسبة 3.16%. كذلك الأمر بالنسبة لتكلفة رأس المال إذ سجلت سنة 2018 نسبة 1.5% وفي سنة 2019 بنسبة 2.61%، ويعود سبب هذا الارتفاع إلى ارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة حيث ارتفعت تدريجيا على مدار سنوات الدراسة لتبلغ أقصاها سنة 2020 بنسبة 3.2%.

وفيما يلي التمثيل البياني للعائد على الاستثمار وتكلفة رأس المال.

الشكل رقم (2-9): التمثيل البياني لتكلفة رأس المال ومعدل العائد على الاستثمار للشركة خلال فترة الدراسة



المصدر: من إعداد الطلبة .

يتضح من خلال الشكل أعلاه، وجود علاقة عكسية بين تكلفة رأس المال والعائد على الاستثمار، حيث أن الارتفاع في تكلفة رأس المال يؤدي إلى انخفاض في العائد على الاستثمار خلال فترة الدراسة .

المطلب الرابع : مناقشة نتائج الدراسة

سعت هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير تكلفة رأس المال على اتخاذ القرارات الاستثمارية بشركة الكهرباء والطاقت المتجددة بغرداية خلال الفترة 2018-2020. حيث ان لتكلفة رأس المال أثر وأهمية كبيرة على اتخاذ القرارات الاستثمارية وذلك من خلال تحديدها لمصادر التمويل الملائمة من أجل اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد.

من خلال الدراسة وتحليل القوائم المالية للمؤسسة باستخدام النسب المالية خلال فترة الدراسة أن نسبة المديونية خلال فترة الدراسة كانت متقاربة، حيث في سنة 2018 قدرت بـ0.78 وهذا يدل على أن المؤسسة اعتمدت على 78% من حجم ديونها في تمويل أصولها، وفي سنة 2019 ارتفعت النسبة بسبب ارتفاع ديونها، لتشهد انخفاض في سنة 2020. كما نجد أن المؤسسة لم تكن مستقلة ماليا خلال فترة الدراسة أي أن المؤسسة مشبعة بالديون في هذه الحالة.

وبخصوص التمويل الدائم نلاحظ خلال السنوات الثلاثة 2018-2020 كانت النسبة أقل من الواحد ومتمدنية جدا مما يوضح أن أصولها الغير جارية أكبر من الموارد الدائمة وهذا يجعلها عاجزة عن تغطيتها. بالإضافة إلى نسب المرودية حيث أن المؤسسة حققت مرودية اقتصادية إيجابية خلال سنوات الدراسة، وهذا يعني أن كل وحدة نقدية مستثمرة كأصول تحقق للوحدة ربحا صافيا يقدر بـ 57%، 60%، 50% على التوالي خلال فترة الدراسة.

أما بالنسبة إلى المردودية المالية في 2018 قدرت ب 0.015 مما يدل على أن كل واحد دينار من الأموال الخاصة يحقق هامش قدره 0.015 من النتيجة الصافية، أما بالنسبة لسنة 2019 ارتفعت المردودية المالية إلى 0.025 أي إن كل واحد دينار من الأموال الخاصة يحقق 0.23 من النتيجة الصافية، لتشهد انخفاض في السنة الأخيرة وذلك بسبب الانخفاض في النتيجة خلال تلك السنة.

ومن خلال حساب اثر الرافعة المالية خلال سنوات الدراسة اتضح إن اثر الرافعة المالية سالبة خلال الثلاثة السنوات مما يعني إن الديون لها أثر سلبي على المردودية المالية.

وبخصوص النسب الربحية من خلال تحليل النتائج المتحصلة عليه أن الهامش الربح الصافي هذا المؤشر شهد انخفاض سنة 2020 بسبب الارتفاع الكبير في التكاليف خلال هذه السنة. أما بالنسبة لهامش الربح التشغيلي ارتفع في سنة 2019 إلى 0.48 ثم انخفض الهامش بنسبة 0.016 بسبب ضعف أداء المؤسسة في جانب التحكم الجيد في التكاليف.

عند تشخيص تكلفة الأموال الخاصة لوحظ من خلال النتائج المتحصل عليها أن نسبة الأموال الخاصة في ارتفاع مدار الثلاثة السنوات ذلك راجع إلى الارتفاع في التوزيعات وكذلك في الأموال الخاصة، كما أن المؤسسة تعتمد أكثر على الديون في تمويل نشاطاتها.

حيث تكلفة الديون لاحظ من خلال النتائج المتحصل عليها أن نسبة تكلفة الديون خلال فترة الدراسة منخفضة مقارنة مع تكلفة الأموال الخاصة ، هذا ما يفسر لنا إن المؤسسة تعتمد قليلا على الديون.

فيما يتعلق لتكلفة رأس المال نلاحظ أنها في ارتفاع مستمر خلال سنوات الدراسة والسبب في ذلك انخفاض نسبة الاقتراض مقارنة بالارتفاع النسبي في تكلفة الأموال الخاصة، ويتضح كذلك أن مؤسسة الكهرباء والطاقت المتجددة تعتمد على الديون في تمويل نشاطاته أكثر من اعتماده على الأموال الخاصة.

عند دراسة العائد على الاستثمار عرف ارتفاعا نسبيا على مدار سنتين 2018-2019 ويرجع سبب هذا الارتفاع إلى ارتفاع في نتيجة المؤسسة مقارنة بالسنوات الماضية، ثم انخفض سنة 2020 بنسبة 3.16 % والسبب هو الانخفاض الكبير في مجموع الأصول سنة عن سنة مقارنة بالتذبذب في نتيجة السنة المالية.

كما أسفرت نتائج الدراسة عن وجود علاقة عكسية بين تكلفة رأس المال والعائد على الاستثمار، حيث أن الارتفاع في تكلفة رأس المال يؤدي إلى انخفاض في العائد على الاستثمار خلال فترة الدراسة.

وتبقى هذه النتائج مجرد افتراضات لأن المؤسسة الأم "سونلغاز" هي المسؤولة عن اتخاذ القرارات المالية لشركة الكهرباء و الطاقات المتجددة ودراسات الجدوى للمشاريع الاستثمارية، ومن الصعب الحصول على كل المعلومات الخاصة بشركة بهذا يصعب تحديد الأسباب والعوامل المسؤولة عن حدوث تغيرات في النتائج الخاصة بالقوائم المالية.

خلاصة الفصل

من خلال هذا الفصل تم إسقاط الجزء النظري على الدراسة الميدانية لمؤسسة الكهرباء والطاقت المتجددة للفترة 2018-2020 ، من خلال موضوع بحثنا تطرقنا إلى دراسة القوائم المالية والمتمثلة في الميزانيات المالية ، وجدول حسابات النتائج بالإضافة إلى دراسة الوضعية المالية من مؤشرات التطور ومختلف النسب المديونية والمردوديات المالية والاقتصادية و اثر الرافعة المالية و كذلك النسب 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 تعتبر تكلفة رأس المال عن المعدل الأدنى الذي يسمح بالمحافظة على قيمة الأموال المستخدمة من قبل المستثمر.

الختامة

حاولنا من خلال هذا الدراسة تحليل أثر تكلفة رأس المال على القرار الاستثماري في مؤسسة الكهرباء والطاقت المتجددة خلال الفترة الممتدة (2018-2020) حيث تعتبر تكلفة رأس المال من المقاييس الهامة لاتخاذ القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية، حيث تعد تكلفة رأس المال أمرا ضروريا في الكثير من القرارات المالية خصوصا 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 الإدارية 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 انطلاقا من تحديد مصادر التمويل المستخدمة، وتقدير تكلفة كل مصدر وتحديد وزن نسبي لهاته المصادر للوصول إلى التكلفة الإجمالية لرأس المال والتمثلة 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.

النتائج التطبيقية:

- ◀ تعتمد المؤسسة الكهرباء والطاقت المتجددة على الديون أكثر من الأموال الخاصة في تمويل المشاريع استثمارية، وبالتالي لا تتمتع بالاستقلالية المالية.
- ◀ ارتفاع تكلفة رأس المال في المؤسسة سنوات الدراسة وبلغت أقصاها سنة 2020 بنسبة 3.2%.
- ◀ توجد علاقة عكسية بين العائد على الاستثمار وتكلفة رأس المال، حيث أن المؤسسة تختار الاستثمارات التي تدر عليه عوائد معتبرة بتكلفة مرتفعة؛
- ◀ من خلال دراسة وتحليل القوائم المالية لمؤسسة الكهرباء و الطاقت المتجددة خلال الفترة من 2018 إلى 2020 تبين أن المؤسسة تشهد تزايد في النتائج المحققة.

اختبار الفرضيات:

- 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 الثانية: محققة، حيث أن تكلفة رأس المال لها علاقة وتؤثر بشكل سلبي على معدل العائد على الاستثمار عند ارتفاع أو انخفاض تكلفة رأس المال.

المقترحات:

بناءً على ما سبق، ارتأينا اقتراح ما يلي:

- ✓ يجب على المؤسسات الإفصاح عن المعلومات والمعطيات من أجل القيام بدراسة وإعطائها رؤية واضحة واقرب إلى الواقع؛
- ✓ ضرورة تقدير المؤسسة لتكلفة رأس المال من خلال تحديد مصادر التمويل المستخدمة، وتقدير تكلفة كل مصدر وتحديد وزن نسبي لهاته المصادر للوصول إلى التكلفة الإجمالية لرأس المال؛
- ✓ دعم المؤسسة بالهيكل المالي أدق ما يساهم في مساعدة متخذ القرار الاستثماري على كيفية تقدير الهيكل المالي المستخدم في تمويل المشاريع الاستثمارية الذي يتماشى مع ظروف وأهداف كل مؤسسة؛
- ✓ ضرورة ربط بين القرار الاستثمار والقرار التمويلي، بهدف تحقيق انسجام بين السياستين للوصول إلى تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى.

آفاق البحث:

نظرا لحدود الدراسة الموضوعية والصعوبات التي واجهتنا في الحصول على البيانات المالية اللازمة، نقترح بعض المواضيع لتكون بحوث مستقبلية:

- ◀ اثر حوكمة الشركات على تكلفة رأس المال؛
- ◀ أثر الإفصاح البيئي على تكلفة رأس المال؛
- ◀ قياس تكلفة رأس المال المؤسسات المدرجة في البورصة؛
- ◀ أثر تكلفة رأس المال على سياسة توزيع الأرباح.

قائمة المصادر والمراجع

I. الكتب

1. آل الشبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، الأردن، 2007، ص334.
2. سمير محمد عبد العزيز، إقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي - مدخل في تحليل واتخاذ القرارات -، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2006، ص ص 166-169.
3. جلال ابراهيم العبد، محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية -مدخل القيمة واتخاذ القرارات -، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص ص 301-305.
4. حمزة الشخي، إبراهيم الحرزوي، الإدارة المالية الحديثة ، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1998 ، ص380 .
5. خميسي الشيخة، التسيير المالي للمؤسسة، دار هومة، الجزائر، 2010، ص 82
6. خالد جمال الجعارات، معايير التقارير المالية الدولية 2007 ، الطبعة الأولى، إثراء للنشر و التوزيع الأردن، 2009.
7. عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2002، ص38.
8. مصطفى كمال السيد طایل، القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية، المكتب العربي الحديث الإسكندرية، 1999، ص 203.
9. معراج هوارى، القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية، دار الكنوز للمعرفة، الأردن، 2013، ص 65 .

II. الأطروحات والرسائل الجامعية

1. أميرة دباش، دور مخرجات النظام المحاسبي المالي في ترشيد القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة العربي بن مهدي ام البواقي، سنة 2016، ص 116.
2. بن إبراهيم الغالي، اتخاذ القرارات الاستثمارية في البنوك الإسلامية: من أجل معامل خصم في ظل الضوابط الشرعية -دراسة حالة بنك البركة الجزائري-، رسالة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013، ص78.
3. علي بن الضب، قياس تكلفة رأس المال في البورصات العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2014، ص 115.

4. غسان محمد نومان المشهداني، أثر التكلفة المرجحة لرأس المال في تعظيم ثروة الملاك، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، ص 27.
5. موسى فضل المولى مالك، دور التحليل المالي في تقييم أداء المنشآت، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية الدراسات العليا، جامعة النيلين، الخرطوم، ص ص 72-73.

III. المجلات، الدوريات والمقالات المنشورة

1. بدر الدين قدوج، مولود مليكاوي، قياس أثر تكلفة الأموال على القيمة السوقية للمنشأة باستخدام بيانات البائل خلال الفترة 2014-2018، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 13، العدد 02، 2021.
2. بدر الدين قدوج، تكاليف التمويل وأثرها على قيمة المؤسسة -دراسة حالة، أطروحة دكتوراه غير منشورة، برج بوعرييج، 2020 .
3. خولة شهاب نجم، أهمية استخدام الأساليب الكمية والرياضية في تقييم القرارات الاستثمارية، مجلة التقني، المجلد 27، العدد 05، 2014، ص 69.
4. دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، 2006، العدد 04، ورقة، ص ص 107-108.
5. 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 كوردستان، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية، عدد خاص (2018) .
6. علي بن الضب، تكلفة حقوق الملكية لشركات التأمين المدرجة بالبورصة السعودية، مجلة الإستراتيجية والتنمية، مستغانم، عدد 14، ص 384.
7. علي بن الضب، سيد محمد عياد، تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، المجلد 1، العدد 2، (2012).
8. غربي حمزة، بدروني عيسى، العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 01، العدد 02، (2019).
9. قدوج بدر الدين، مليكاوي مولود، قياس اثر تكلفة الأموال على القيمة السوقية للمنشأة باستخدام بيانات البائل خلال 2014 2018، المجلد 13، العدد 12، 2021، ص 180

10. مداني شهر زاد، أثر تكلفة رأس المال على ربحية الشركات دراسة عينة من الشركة المدرجة في بورصة عمان، مجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 07، العدد 02، 2021. ص 41 .

ثانيا: قائمة المصادر والمراجع باللغة الأجنبية

1-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, 2015.

2-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

3-Shannon p. Pratt, Roger J. GRABOWSKI (2008), **Cost of Capital, Applications and Examples**, Third Edition, John Wiley & Sons, Inc. P3.

4- Simon Gilchrist and Egon Zakrajsek. **Investment and the Cost of Capital: New Evidence from the Corporate Bond Market**. NBER Working Paper No. 13174 June 200 JEL No. E22, E44, E62

ثالثا: المواقع الالكترونية

1- www.sonegaz.com.dz .

الملاحق

الملحق رقم 1

SOCIETE SHARIKET KAHRABAT WA TAKET MOUTADJADIDA

EXERCICE 2020

BILAN ACTIF

Définitif

ACTIF	note	brut 2020	amort 2020	2020	2019
ACTIF NON COURANT					
Ecart d'acquisition (ou goodwill)					
Immobilisations incorporelles		7 025 907,18	7 025 907,18	0,00	0,00
Terrains		120 765 796,20		120 765 796,20	120 765 796,20
Agencements et aménagements de terrains		1 720 198 408,76	545 527 548,95	1 174 670 859,81	1 152 717 131,13
Constructions (Batiments et ouvrages)		11 489 759 527,58	3 250 019 759,61	8 239 739 767,97	8 465 163 232,98
Installations techniques, matériel et outillage		135 509 457 936,93	50 289 903 419,55	85 219 554 517,38	76 474 482 880,41
Autres immobilisations corporelles		112 055 367 365,97	21 007 357 379,79	91 048 009 986,18	95 259 240 804,05
Immobilisations en cours		14 552 492 185,41	187 785,00	14 552 304 400,41	8 468 926 264,28
Titres mises en équivalence - entreprises associées					
Titres participations et créances rattachées		315 000,00		315 000,00	315 000,00
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants		259 300,00		259 300,00	259 300,00
Impôts différés actif		280 807 600,95		280 807 600,95	276 982 319,67
TOTAL ACTIF NON COURANT		275 736 449 028,98	75 100 021 800,08	200 636 427 228,90	190 218 852 728,72
ACTIF COURANT					
Stocks et encours		3 299 562 393,82	0,00	3 299 562 393,82	2 764 560 074,05
Clients		104 736 362,96		104 736 362,96	752 419 649,18
Autres débiteurs		5 740 617 879,75	50 718 458,16	5 689 899 421,59	5 354 648 272,88
Impôts		620 624 690,53		620 624 690,53	1 483 485 897,45
Autres actifs courants		0,00		0,00	0,00
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		11 574 363 423,06		11 574 363 423,06	10 528 499 405,08
TOTAL ACTIF COURANT		21 339 904 750,12	50 718 458,16	21 289 186 291,96	20 883 613 298,64
TOTAL GENERAL ACTIF		297 076 353 779,10	75 150 740 258,24	221 925 613 520,86	211 102 466 027,36

الملحق رقم 2

SOCIETE SHARIKET KAHRABAT WA TAKET MOUTADJADIDA

EXERCICE 2019

BILAN ACTIF

Définitif

ACTIF	note	brut 2019	amort 2019	2019	2018
ACTIF NON COURANT					
Ecart d'acquisition (ou goodwill)					
Immobilisations incorporelles		7 025 907,18	7 025 907,18	0,00	0,00
Terrains		120 765 796,20		120 765 796,20	120 765 796,20
Agencements et aménagements de terrains		1 639 102 910,37	486 385 779,24	1 152 717 131,13	951 784 575,47
Constructions (Batiments et ouvrages)		11 375 667 377,08	2 910 504 144,10	8 465 163 232,98	8 413 057 499,39
Installations techniques, matériel et outillage		117 213 318 394,08	40 738 835 513,67	76 474 482 880,41	80 220 325 475,20
Autres immobilisations corporelles		110 060 410 626,35	14 801 169 822,30	95 259 240 804,05	70 406 216 323,58
Immobilisations en cours		8 469 114 049,28	187 785,00	8 468 926 264,28	30 284 463 285,32
Titres mises en équivalence - entreprises associées					
Titres participations et créances rattachées		315 000,00		315 000,00	185 988 610,00
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants		259 300,00		259 300,00	83 850,00
Impôts différés actif		276 982 319,67		276 982 319,67	233 847 458,34
TOTAL ACTIF NON COURANT		249 162 961 680,21	58 944 108 951,49	190 218 852 728,72	190 816 532 873,50
ACTIF COURANT					
Stocks et encours		2 764 560 074,05	0,00	2 764 560 074,05	3 184 033 027,33
Clients		752 419 649,18		752 419 649,18	125 329 992,45
Autres débiteurs		5 405 366 731,04	50 718 458,16	5 354 648 272,88	1 391 976 263,04
Impôts		1 483 485 897,45		1 483 485 897,45	639 136 699,49
Autres actifs courants		0,00		0,00	0,00
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		10 528 499 405,08		10 528 499 405,08	3 558 578 064,73
TOTAL ACTIF COURANT		20 934 331 756,80	50 718 458,16	20 883 613 298,64	8 899 054 047,04
TOTAL GENERAL ACTIF		270 097 293 437,01	58 994 827 409,65	211 102 466 027,36	199 715 586 920,54

الملحق رقم 3

188 610,00

19 050,00

8 624,12

1971

IETE SHARIKET KAHRABAT WA TAKET MOUTADJADIDA

EXERCICE 2019

BILAN PASSIF

Définitif

PASSIF	note	2019	2018
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou compte de l'exploitant)			
Renforcement des fonds propres		38 700 000 000,00	38 700 000 000,00
Capital non appelé		922 714 012,00	922 714 012,00
Primes et réserves (Réserves consolidées)		2 336 300 034,39	0,00
Écart de réévaluation			
Ecart d'équivalence			
Résultat net		1 003 132 358,22	631 035 634,53
Autres capitaux propres - Report à nouveau		228 200 595,82	1 705 264 399,86
compte de liaison**		0,00	0,00
TOTAL CAPITAUX PROPRES		43 190 347 000,43	41 959 014 046,39
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières			
Impôts (différés et provisionnés)		455 702 585,10	455 702 585,10
Autres dettes non courantes		0,00	825 000,00
Provisions et produits comptabilisés d'avance		9 538 098 600,14	3 694 409 618,56
TOTAL PASSIFS NON COURANTS		9 993 801 185,24	4 150 937 203,66
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		9 510 946 919,23	6 181 293 783,79
Impôts		141 108,10	82 223 133,54
Autres dettes		148 407 219 846,71	147 342 118 753,16
Trésorerie passif		9 967,65	0,00
TOTAL PASSIFS COURANTS		157 918 317 841,69	153 605 635 670,49
TOTAL GENERAL PASSIF		211 102 466 027,36	199 715 586 920,54

الملحق رقم 4

SOCIÉTÉ SHARIKET KAHRABAT WA TAKET MOUTADJADIDA

EXERCICE 2018

BILAN ACTIF

Définitif

ACTIF	note	brut 2018	amort 2018	2018	2017
ACTIF NON COURANT					
Ecart d'acquisition (ou goodwill)					
Immobilisations incorporelles		7 025 907,18	7 025 907,18	0,00	0,00
Terrains		120 765 796,20		120 765 796,20	66 263 311,20
Agencements et aménagements de terrains		1 380 456 218,13	428 671 642,66	951 784 575,47	836 839 075,15
Constructions (Batiments et ouvrages)		11 033 467 738,04	2 620 410 238,65	8 413 057 499,39	7 680 393 840,06
Installations techniques, matériel et outillage		114 996 851 173,85	34 776 525 698,65	80 220 325 475,20	65 543 252 253,27
Autres immobilisations corporelles		79 765 009 931,42	9 358 793 607,84	70 406 216 323,58	77 347 441 589,08
Immobilisations en cours		30 284 651 070,32	187 785,00	30 284 463 285,32	31 785 423 618,98
Titres mises en équivalence - entreprises associées					
Titres participations et créances rattachées		185 988 610,00		185 988 610,00	185 988 610,00
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants		83 850,00		83 850,00	139 050,00
Impôts différés actif		233 847 458,34		233 847 458,34	204 228 624,12
TOTAL ACTIF NON COURANT		238 008 147 753,48	47 191 614 879,98	190 816 532 873,50	183 649 969 971,86
ACTIF COURANT					
Stocks et encours		3 299 651 544,58	115 618 517,25	3 184 033 027,33	5 648 395 169,39
Clients		125 329 992,45		125 329 992,45	125 329 992,45
Autres débiteurs		1 486 573 387,76	50 718 458,16	1 435 854 929,60	1 183 218 222,74
Impôts		639 230 331,18		639 230 331,18	418 280 787,10
Autres actifs courants		0,00		0,00	0,00
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		3 558 578 064,73		3 558 578 064,73	2 942 498 435,29
TOTAL ACTIF COURANT		9 109 363 320,70	166 336 975,41	8 943 026 345,29	10 317 722 606,97
TOTAL GENERAL ACTIF		247 117 511 074,18	47 357 951 855,39	199 759 559 218,79	193 967 692 578,83

الملحق رقم 5

SOCIETE SHARIKET KAHRABAT WA TAKET MOUTADJADIDA

EXERCICE 2018

BILAN PASSIF

Définitif

PASSIF	note	2018	2017
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou compte de l'exploitant)		38 700 000 000,00	38 700 000 000,00
Renforcement des fonds propres		922 714 012,00	922 714 012,00
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées)			
Écart de réévaluation			
Ecart d'équivalence			
Résultat net		631 035 634,53	537 108 933,26
Autres capitaux propres - Report à nouveau		1 705 264 399,86	- 719 358 695,65
compte de liaison**		0,00	0,00
TOTAL CAPITAUX PROPRES		41 959 014 046,39	39 440 464 249,61
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières			
Impôts (différés et provisionnés)		455 702 585,10	0,00
Autres dettes non courantes		825 000,00	825 000,00
Provisions et produits comptabilisés d'avance		3 694 409 618,56	3 784 366 254,00
TOTAL PASSIFS NON COURANTS		4 150 937 203,66	3 785 191 254,00
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		6 181 293 783,79	9 086 530 097,00
Impôts		82 316 765,23	99 739,79
Autres dettes		147 385 997 419,72	141 655 407 238,43
Trésorerie passif		0,00	0,00
TOTAL PASSIFS COURANTS		153 649 607 968,74	150 742 037 075,22
TOTAL GENERAL PASSIF		199 759 559 218,79	193 967 692 578,83

الملحق رقم 6

SOCIETE SHARIKET KAHRABAT WA TAKET MOUTADJADIDA

EXERCICE 2019

COMPTE DE RESULTAT PAR NATURE

Définitif

	note	2019	2018
Ventes et produits annexes		26 769 587 850,98	24 159 617 506,60
Variations stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée		0,00	
Subvention d'exploitation			
I - Production de l'exercice		26 769 587 850,98	24 159 617 506,60
Achats consommés		- 5 319 924 149,84	- 5 393 315 530,76
Services extérieures et autres consommations		- 4 743 211 413,31	- 4 698 971 918,50
II - Consommation de l'exercice		- 10 063 135 563,15	- 10 092 287 449,26
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		16 706 452 287,83	14 067 330 057,34
Charges de personnel		- 3 481 402 208,33	- 2 543 795 059,02
Impôts, taxes et versements assimilés		- 6 689 032,19	- 30 624 309,50
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		13 218 361 047,31	11 492 910 688,82
Autres produits opérationnels		191 579 111,93	112 584 982,20
Autres charges opérationnelles		- 173 789 894,35	- 48 173 601,75
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur		- 11 951 797 192,24	- 10 416 655 926,01
Reprise sur pertes de valeur et provisions		25 236 576,37	0,00
V - RESULTAT OPERATIONNEL		1 309 589 649,02	1 140 666 143,26
Produits financiers		17 748 970,61	90 841 094,39
VI - RESULTAT FINANCIER		17 748 970,61	90 841 094,39
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)		1 327 338 619,63	1 231 507 237,65
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		- 367 341 122,74	- 617 138 087,83
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		43 134 861,33	16 666 484,71
Autres impôts sur les résultats			
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		27 047 287 371,22	24 379 710 067,90
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		- 26 044 155 013,00	- 23 748 674 433,37
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		1 003 132 358,22	631 035 634,53
Éléments extraordinaires (produits)		0,00	
Résultats internes**			
Éléments extraordinaires (charges)		0,00	
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		0,00	
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 003 132 358,22	631 035 634,53

الملحق رقم 7

SOCIETE SHARIKET KAHRABAT WA TAKET MOUTADJADIDA

EXERCICE 2018

COMPTE DE RESULTAT PAR NATURE

Définitif

	note	2018	2017
Ventes et produits annexes		24 159 617 506,60	21 523 754 414,73
Variations stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée		0,00	
Subvention d'exploitation			
I - Production de l'exercice		24 159 617 506,60	21 523 754 414,73
Achats consommés		- 5 393 315 530,76	- 5 445 524 480,48
Services extérieures et autres consommations		- 4 698 971 918,50	- 3 835 324 895,50
II - Consommation de l'exercice		- 10 092 287 449,26	- 9 280 849 375,98
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		14 067 330 057,34	12 242 905 038,75
Charges de personnel		- 2 543 795 059,02	- 2 312 171 455,71
Impôts, taxes et versements assimilés		- 30 624 309,50	- 4 883 137,53
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		11 492 910 688,82	9 925 850 445,51
Autres produits opérationnels		112 584 982,20	292 297 499,45
Autres charges opérationnelles		- 48 173 601,75	- 112 194 826,91
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur		- 10 416 655 926,01	- 9 426 726 471,61
Reprise sur pertes de valeur et provisions		0,00	0,00
V - RESULTAT OPERATIONNEL		1 140 666 143,26	679 226 646,44
Produits financiers		90 841 094,39	4 102 447,68
VI - RESULTAT FINANCIER		90 841 094,39	4 102 447,68
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)		1 231 507 237,65	683 329 094,12
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		- 617 138 087,83	- 173 343 879,86
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		16 666 484,71	27 123 719,00
Autres impôts sur les résultats			
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		24 379 710 067,90	21 847 278 080,86
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		- 23 748 674 433,37	- 21 310 169 147,60
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		631 035 634,53	537 108 933,26
Eléments extraordinaires (produits)		0,00	
Résultats internes**			
Eléments extraordinaires (charges)		0,00	
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		0,00	
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		631 035 634,53	537 108 933,26

الملحق رقم 8

SOCIETE SHARIKET KAHRABAT WA TAKET MOUTADJADIDA

EXERCICE 2020

COMPTES DE RESULTAT PAR NATURE

Définitif

	note	2020	2019
Ventes et produits annexes		27 613 476 772,55	26 769 587 850,98
Variations stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée		0,00	
Subvention d'exploitation			
I - Production de l'exercice		27 613 476 772,55	26 769 587 850,98
Achats consommés		- 5 685 454 289,02	- 5 319 924 149,84
Services extérieures et autres consommations		- 5 767 816 580,20	- 4 743 211 413,31
II - Consommation de l'exercice		- 11 453 270 869,22	- 10 063 135 563,15
III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I-II)		16 160 205 903,33	16 706 452 287,83
Charges de personnel		- 3 510 186 654,32	- 3 481 402 208,33
Impôts, taxes et versements assimilés		- 5 378 614,13	- 6 689 032,19
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		12 644 640 634,88	13 218 361 047,31
Autres produits opérationnels		495 061 608,85	191 579 111,93
Autres charges opérationnelles		- 80 796 168,78	- 173 789 894,35
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur		- 12 724 357 317,34	- 11 951 797 192,24
Reprise sur pertes de valeur et provisions		121 084 763,40	25 236 576,37
V - RESULTAT OPERATIONNEL		455 633 521,01	1 309 589 649,02
Produits financiers		50 000 000,00	17 748 970,61
VI - RESULTAT FINANCIER		50 000 000,00	17 748 970,61
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)		505 633 521,01	1 327 338 619,63
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		- 108 482 932,02	- 367 341 122,74
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		3 825 281,28	43 134 861,33
Autres impôts sur les résultats			
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		28 283 448 426,08	27 047 287 371,22
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		- 27 882 472 555,81	- 26 044 155 013,00
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		400 975 870,27	1 003 132 358,22
Eléments extraordinaires (produits)		0,00	
Résultats internes**			
Eléments extraordinaires (charges)		0,00	
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		0,00	
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		400 975 870,27	1 003 132 358,22

الملحق رقم 9

E SHARIKET KAHRABAT WA TAKET MOUTADJADIDA		EXERCICE 2020	
BILAN PASSIF		Définitif	
PASSIF	note	2020	2019
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou compte de l'exploitant)		38 700 000 000,00	38 700 000 000,00
Renforcement des fonds propres		922 714 012,00	922 714 012,00
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées)		3 339 432 392,61	2 336 300 034,39
Écart de réévaluation			
Ecart d'équivalence			
Résultat net		400 975 870,27	1 003 132 358,22
Autres capitaux propres - Report à nouveau		228 200 595,82	228 200 595,82
compte de liaison**		0,00	0,00
TOTAL CAPITAUX PROPRES		43 591 322 870,70	43 190 347 000,43
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières			
Impôts (différés et provisionnés)		455 702 585,10	455 702 585,10
Autres dettes non courantes		0,00	0,00
Provisions et produits comptabilisés d'avance		9 971 232 778,19	9 538 098 600,14
TOTAL PASSIFS NON COURANTS		10 426 935 363,29	9 993 801 185,24
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		10 557 828 058,05	9 510 946 919,23
Impôts		6 108,10	141 108,10
Autres dettes		157 349 521 120,72	148 407 219 846,71
Trésorerie passif		0,00	9 967,65
TOTAL PASSIFS COURANTS		167 907 355 286,87	157 918 317 841,69
TOTAL GENERAL PASSIF		221 925 613 520,86	211 102 466 027,36