

2.5. معيار التكلفة الأموال

1.2.5. مفهوم تكلفة الأموال

تكلفة الأموال هي " ثمن استعمال الأموال في تمويل المشاريع الاستثمارية". وبما أن تمويل المشاريع الاستثمارية يتم عادة من مصادر تمويل طويلة الأجل (الأموال المقترضة والأموال الخاصة)، فإن تكلفة التمويل تتمثل في تكلفة هذين المصدرين أي نسبة الفوائد التي تدفع إلى الدائن، ومعدل الربح المتوقع تحقيقه للمساهمين. وعليه، يمكن تعريف تكلفة الأموال بأنها: " الحد الأدنى من العائد الذي يجب تحقيقه من المشروعات الاستثمارية التي تم تمويلها من الأموال الخاصة أو من أموال الاقتراض أو كليهما معاً، بحيث تؤدي عوائد هذه الاستثمارات إلى المحافظة على السعر السوقي أو إلى زيادته."

2.2.5. أهمية تحديد تكلفة رأس المال

تجسد أهمية تكلفة الأموال في عدة نقاط أهمها:

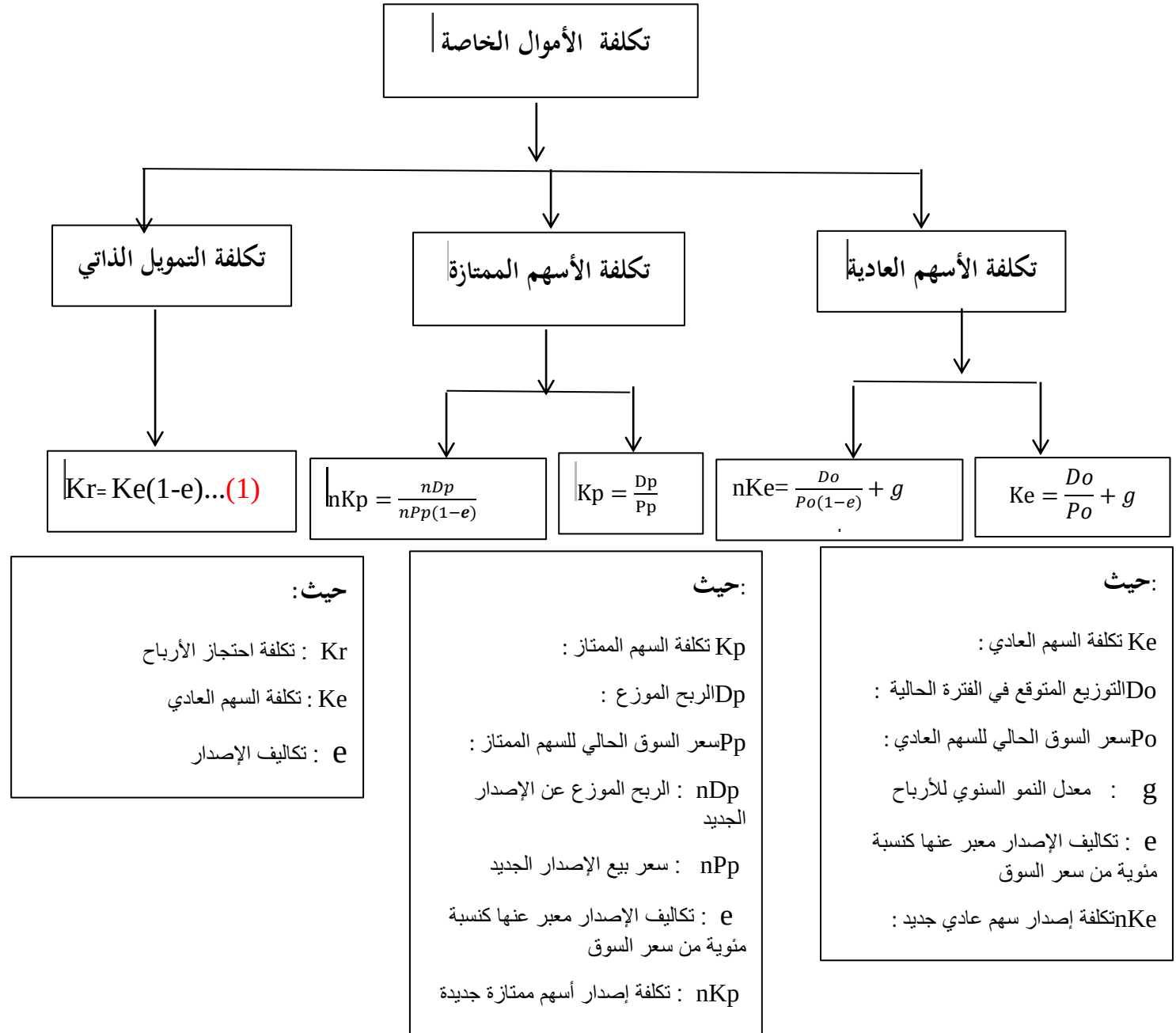
- تلعب تكلفة الأموال دوراً رئيسياً في قرارات السياسة التمويلية؛
- تعتبر متغيراً أساسياً في المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية، لأنها تمثل معدل الخصم المستعمل في إيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة، لذلك فإن تخفيضها يتطلب قياسها بطريقة موضوعية؛
- هي المعيار الذي يمكن الاعتماد عليه في معرفة مدى تأثير القرارات الاستثمارية على مردودية المؤسسة، ومن ثم اختيار البدائل الاستثمارية التي تحقق أعلى مردودية لها، أي البدائل التي تتحقق بأقل تكلفة تمويل ممكنة؛
- هي الحد الأدنى للعائد المتوقع على الاستثمار، حيث أن الاستثمار الذي لا يحقق عائداً يساوي على الأقل تكلفة تمويله هو استثمار غير مرغوب فيه طالما أنه يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم العادية؛
- تحديد تكلفة الأموال والسهر على تدنيها يندرج في إطار الهدف استراتيجي للإدارة المالية المتمثل في تعظيم القيمة السوقية.

3.2.5. كيفية تقدير تكلفة رأس المال

إن تقدير تكلفة الأموال يقتضي الوقوف على تكلفة كل عنصر من عناصر هيكل رأس المال المتمثلة في الأموال الخاصة والديون كمرحلة أولى، ثم حساب التكلفة الإجمالية لمصادر التمويل من خلال تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال كمرحلة ثانية:

- أ. **تكلفة الأموال الخاصة:** عبارة عن معدل المردود الأدنى الذي يطلبه المساهمون نظير توظيف أموالهم بالمؤسسة المصدرة للأسهم. لذلك فإنه لتقدير هذه التكلفة لا بد من تقدير تكلفة كل من الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والتمويل الذاتي وفق الآتي:

تكلفة الأموال الخاصة



أ.1. **تكلفة الأسهم العادية:** تتمثل في تكلفة الفرصة البديلة باعتبار أن حملة الأسهم العادية يرغبون في تحقيق معدل عائد يساوي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن الحصول عليه من استثمارات أخرى بديلة لها نفس الدرجة من المخاطر. ومن ثم يمكن تعريف تكلفة الأسهم العادية " بأنها الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم".

تعرف عملية تقدير تكلفة الأسهم العادية صعوبة كبير نظرا لصعوبة تحديد معدل العائد الذي يقبل به المساهمون نظير إعادة استثمار العائد داخل المؤسسة، أو بسبب ارتباط هذه التكلفة بشكل كبير بالتوزيعات المستقبلية على المساهمين.

أ.2. **تكلفة الأسهم الممتازة:** يمكن تعريف تكلفة الأسهم الممتازة بأنها العائد الثابت الذي يحصل عليه حملة الأسهم الممتازة والذي يمثل نسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم الممتاز. وهذا المعدل المطلوب في الواقع

عبارة عن توزيعات السهم الممتاز الواحد مقسوما على صافي السعر الذي تحصل عليه المؤسسة عند بيع سهم واحد من إصدار جديد من الأسهم الممتازة.

أ.3. **تكلفة التمويل الذاتي:** يتوقف تحديد تكلفة التمويل الذاتي على تحديد تكلفة مكوناته (الأرباح المحتجزة والاهتلاك) وفق الآتي:

❖ **تكلفة الأرباح المحتجزة:** إن الأرباح المحتجزة ليست مجانية وبما أنها ملك للمساهمين فإن تكلفتها تتمثل في معدل العائد المطلوب من طرف هؤلاء المساهمين مهما كانت كيفية ووجهة استخدام هذه الموارد (تمويل استثمارات جديدة أو تسديد الديون... إلخ). لذلك، فإن تقدير تكلفة الأرباح المحتجزة يكون بتطبيق العلاقة المستخدمة في حساب تكلفة الأسهم العادية بعد استبعاد مصاريف الإصدار (العلاقة 1)، وهذا نظرا لأن احتجاز الأرباح لا تترتب عنه مصاريف مماثلة.

❖ **تكلفة أقساط الاهتلاكات:** أمام المؤسسة دائما الخيار بين احتجاز أقساط الاهتلاك وبين توزيعها على مصادر التمويل من ملاك ومقرضين، وإذا ما تم التوزيع فينبغي أن يكون بنسبة مساهمة الطرفين في هيكل رأس المال، وذلك حتى لا يطرأ تغيير على نسبة مكوناته. أما إذا احتجزت الاهتلاكات لغرض الاستثمار فينبغي أن يكون العائد المتولد يساوي على الأقل تكلفة تلك الأموال. لذلك فقد اختلفت الآراء حول طبيعة تكلفة الاهتلاكات، حيث:

- هناك من يرى بأن هذه الأقساط تم اقتطاعها بهدف تحديد استثمارات المؤسسة، المحافظة على طاقتها الإنتاجية وتمويل الاستثمارات التوسعية، وعليه فلا تكلفة لها لأنها لا تدخل في تكلفة الأموال الخاصة؛
- وهناك من يرى بأن تكلفة هذه الأقساط تتعلق بمجال استخدامها، فإذا استعملت في سداد القروض فإن تكلفتها تعادل تكلفة هذه القروض؛
- في حين هناك من يرى أن احتجاز الاهتلاكات لغرض الاستثمار يتطلب تحقيق عائد مناسب على هذه الأموال وهذا العائد ما هو إلا عائد الفرصة البديلة الذي يطلبه حملة الأسهم، مما يعني أن تكلفة إعادة استثمار هذه الأموال ما هي إلا تكلفة الفرصة البديلة؛
- وهناك من يرى عدم إلزامية أخذ هذه الأقساط في الحسبان عند حساب تكلفة الأموال لأن تكلفة الاهتلاك تتمثل في المتوسط المرجح لتكلفة عناصر التمويل. وهذا يعني وجوب أخذ أقساط الاهتلاك في عملية حساب تكلفة الأموال، طالما أن المتوسط المرجح يعكس آليات تكلفة ذلك العنصر.

ب. **تكلفة الأموال المقترضة:** تكلفة الاقتراض هي المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للجهة المقرضة، أي معدل الفائدة قبل الضريبة مطروحا منه الوفر الضريبي (الوفر الضريبي = مقدار الفائدة * معدل الضريبة).، وهذا:

- سواء كانت القروض ممنوحة من طرف البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة؛
- أو كانت القروض سنديّة مصدرة في السوق المالي؛
- أو كان الاقتراض في شكل اعتماد إيجاري.

ب.1. تكلفة القروض البنكية (المتوسطة وطويلة الأجل): هي معدل الخصم أو معدل العائد الذي تتساوى عنده القيمة الحالية للتدفقات الداخلة والخارجة المرتبطة بالعملية. أي أن تكلفة الاقتراض هي المعدل الذي يتساوى عنده مبلغ القرض الفعلي الذي تحصلت عليه المؤسسة مع مجموع الأقساط الدورية المسددة من طرفها. ويمكن حساب تكلفة القروض متوسطة وطويلة الأجل من خلال العلاقة التالية:

$$D = \sum_{t=1}^n \frac{RBi + FF(1 - T)}{(1 + K_D)^t}$$

حيث:

D : قيمة القرض ، RBi : القسط السنوي للقرض ، K_D : تكلفة القرض

n : مدة القرض ، T : معدل الضريبة على الأرباح ، FF : المصاريف المالية

ب.2. تكلفة القروض السندية: تتمثل تكلفة القرض السندي في " معدل العائد الفعلي الذي يطلبه حاملو السندات حتى تاريخ استحقاقها. أي أنها عبارة عن معدل الخصم الذي يحقق المساواة بين المدفوعات التي تتحملها المؤسسة (التدفقات النقدية الخارجة بسعر السند)، وصافي المتحصلات من هذه الإصدارات ". ولحساب تكلفة القرض السندي نستخدم العلاقة التالية:

$$VM = \frac{S[1 - (1 + r)^{-n}]}{r} + \frac{VN}{(1 + r)^n}$$

VM : قيمة السند الحالية

S : التدفقات النقدية المتمثلة في الفوائد الدورية بعد خصم الضريبة والفوائد المستحقة: $S = R(1 - T)$

R : إجمالي ما تدفعه المؤسسة سنوياً لقاء حصولها على التمويل.

r : تكلفة السند n : عدد السنوات VN : القيمة الاسمية للسند

ب.3. تكلفة القرض الإيجاري: تعرف تكلفة القرض الإيجاري بأنها " معدل التكلفة الذي يضمن تعادل قيمة الأقساط المدفوعة مع إجمالي القرض المتحصل عليه".

إن حساب تكلفة الاعتماد الإيجاري تتطلب تحليل التدفقات النقدية التالية:

- الوفر الضريبي المساوي لتكلفة الأصل والتي لا تتحملها المؤسسة إذا قررت استئجار الأصل بدلاً من شرائه؛
- التدفق النقدي الخارج المساوي للقيمة الحالية لأقساط الاستئجار بعد الضريبة والتي يجب أن تدفعها المؤسسة عند الاستئجار؛
- القيمة الحالية للتكلفة البديلة المساوية للوفر الضريبي من اهتلاك الأصل والتي ستفقدتها المؤسسة إذا قامت بالاستئجار بدلاً من الشراء؛
- كما أن القيمة المتبقية للأصل تؤدي إلى انخفاض تكلفة استئجاره.

يتم حساب تكلفة الاعتماد الإيجاري وفق العلاقة التالية:

$$I_0 = \sum_{t=1}^n \frac{I_t(1 - T) + A_t * T}{(1 + K_I)^t} + \frac{VR}{(1 + K_I)^t}$$

حيث :

I_0 : قيمة الأصل المستأجر

L_t : قسط الإيجار السنوي.

A_t : قسط الإهلاك السنوي للأصل :

T : معدل الضريبة؛

VR : القيمة المتبقية للأصل في نهاية السنة (قيمة الشراء)

K_I : معدل تكلفة التأجير

ج. التكلفة المتوسطة المرححة لرأس المال

تتوقف تكلفة الأموال على تركيبة المزيج المكون لهيكل رأس المال وتكلفة كل عنصر فيه. وبما أن نسبة العناصر المكونة للمزيج التمويلي ليست متساوية وتكلفتها مختلفة، فلا بد من استخدام المتوسط المرحح للأوزان لاحتساب تكلفة الأموال وذلك وفق الصيغة التالية:

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

حيث:

CMP : التكلفة المتوسطة المرححة للأموال (تكلفة رأس المال)

V_{CP} : قيمة الأموال الخاصة

V_D : قيمة الديون

t : تكلفة الأموال الخاصة

i : تكلفة الاستدانة (المعدل الفعلي للاقتراض).