

تعتبر 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، حيث أن تكلفة رأس المال عاملاً محورياً في اختيار المشاريع الاستثمارية، ولكل مصدر من مصادر التمويل المختلفة تكلفة خاصة به، وعلى المؤسسة تحديد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل التي اعتمدت عليها بغية الوصول إلى تكلفة رأس المال. يجب القيام بحساب التكلفة الإجمالية للتمويل لحساب تكلفة رأس المال لأي مؤسسة، ونظراً لأن تمويل المؤسسات يتم من مصادر متعددة، يواجه المدير المالي صعوبات عديدة في قياس تكلفة رأس المال من كل مصدر تمويلي وفي حساب التكلفة المتوسطة لمصادر التمويل المختلفة. مفهوم تكلفة رأس المال لتوضيح مفهوم تكلفة رأس المال ينبغي في البداية تعريف رأس المال فيقصد برأس المال مصادر التمويل التي يتم استخدامها من قبل المنشأة بهدف تمويل الموجودات وتمويل المشتريات فهي تشكل مجموع مصادر التمويل للمنشأة، ويعد رأس المال أحد مكونات عناصر الإنتاج ويعتبر من أهم العناصر الذي يتطلب تكلفة كغيره من عناصر الإنتاج، ومن هنا يطلق على الأموال التي تقوم المنشأة بتوفيرها لتسديد حاجاتها بالكلفة وكلفة رأس المال هي مجموع تلك التكاليف . هناك عدة تعاريف لتكلفة رأسمال ● تكلفة رأس المال عبارة عن المتوسط الحسابي المرجح لمختلف مصادر التمويل الدائمة في المؤسسة حيث يتطلب تحديد تكلفة مختلف مصادر التمويل المستعملة من المؤسسة وبعدها يتم تقدير تكلفة رأس المال عن طريق حساب متوسط التكلفة المرجحة، للحصول على تكلفة التمويل النهائية. ● هو متوسط معدل المردودية الأدنى الذي يلتزم به المستثمرون عند الحصول على التمويل المطلوب لتحقيق مشاريعهم الاستثمارية. ● كما يمكن تعريفه أنه مقدار ما تدفعه المؤسسة من أجل الحصول على الأموال مصادرها المختلفة ويمكن النظر إلى تكلفة رأس المال على أنها الحد الأدنى من العائد الذي يطلبه المستثمرون الذين يقومون باستثمار أموالهم في الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسة "تكلفة رأس المال هي ببساطة التكلفة التي يتم دفعها مقابل استخدام رأس المال". ● كما تعرف بأنها الحد الأدنى للمعدل الواجب تحقيقه على المشروعات الاستثمارية للمحافظة على القيمة السوقية لأسهم الشركة بدون تغيير فتحقيق عائد يقل عن تكلفة الأموال يضر بالمؤسسة والمساهمين أما الزيادة في العائد وهي المرغوبة فتؤدي إلى تحسين الوضع المالي لأصحابها مع ارتفاع القيمة السوقية لأسهم المشروع. فتكلفة رأس المال تعبر عن المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة، وبذلك فهي تعبر عن تكلفة مصادر التمويل. وهو المعدل الذي بواسطته يتم حساب صافي القيمة الحالية، وعند استخدام معدل العائد الداخلي، فإنه يتم مقارنة هذا المعدل مع تكلفة رأس المال حتى يصبح بالإمكان اتخاذ قرار الاستثمار أو عدم الاستثمار في المشروع. بدروني (ص148) أهمية تكلفة رأس المال تمثل تكلفة رأس المال الأساس للكثير من القرارات التي تعتمد عليها الإدارة المالية، إلا أنه يمكن إجمال ما يمكن أن تحققه الإدارة المالية من أهمية عند حسابها لتكلفة الأموال لكل عنصر أو عند حساب المعدل الموزون لتكلفة أموال المؤسسة ككل، وفيما يلي بعض عناصر أهمية حساب تكلفة رأس المال ● تمكن حساب تكلفة الأموال 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. ● تستخدم تكلفة الأموال كعيار للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية الممكن أن تستخدم فيها الأموال. ● يفيد حساب تكلفة الأموال في المفاضلة بين البدائل الاستثمارية ذاتها وتحديد مدلولاتها إضافة إلى دوره في قرارات الأسعار والربط بين قيمة المؤسسة في الأسواق المالية وبين هيكلتها المالية. ● العديد من القرارات المالية من ضمنها تلك القرارات المرتبطة بإيجاد الموجودات وإعادة تمويل السندات وسياسة رأس المال العامل، ● تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة كهدف استراتيجي للإدارة المالية يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات المؤسسة من ضمنها الأموال بحدودها الدنيا. (160) أهداف تكلفة رأس المال: أن أهداف تكلفة رأس المال متعدد وتشمل الآتي: ● تقييم الاستثمارات: تساعد تكلفة رأس المال الشركات على تقييم مدى جدوى الاستثمارات المختلفة. ● قياس العائد: توفر معياراً لقياس العائد المتوقع من الاستثمارات. ● تحديد الدين: تساعد الشركات على تحديد قيمة الدين المتوقعة وما إذا كان بإمكانها تغطية معدلات السداد. ● تحديد معدل الخصم: تستخدم في تحديد معدل الخصم المناسب لتخصيم التدفقات النقدية المستقبلية. ● تحسين هيكل رأس المال: تساعد الشركات على تحسين هيكل رأس المال لديها بما يتناسب مع أهدافها. ● تحديد الحد الأدنى للعائد: تحديد الحد الأدنى للعائد الذي يجب أن تحققه الاستثمارات لتكون مقبولة. تكلفة رأس المال تعتبر أداة أساسية للإدارة المالية وتخطيط الاستثمار، وهي ضرورية لضمان أن الشركة تستثمر في المشاريع التي ستولد عائداً يفوق تكلفتها. (مداني شهرزاد ص 44) تتأثر تكلفة رأس المال بالعديد من العوامل، ومنها المتعلقة بكل عنصر من عناصر بالإضافة إلى قرارات المؤسسة بشأن الهيكل المالي. تأثير

العوامل العامة إن هدف أي مستثمر من وضع أمواله في المؤسسة هو حصوله على عائد مقابل استثماراته ويمكن تصنيف ● عائد مقابل عنصر الزمن لتعويض المستثمر عن حرمانه من استغلال أمواله في منافع حالية، نتيجة لتوجيه تلك الأموال نحو الاستثمار، كالاستثمار في السندات الحكومية التي لا تزيد فترة استحقاقها عن السنة، وهو ما يطلق عليه معدل العائد من الخطر، ويتوقف هذا العائد على الحالة الاقتصادية، فكلما زاد الطلب على الأموال زاد معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر والعكس صحيح. ويطلق عليه بدل المخاطر إذ تتعلق بالمخاطر المرتبطة بالمؤسسة ذاتها. تأثير العناصر الخاصة بكل عنصر ترتبط بتحديد مصادر التمويل الطويلة الأجل التي تلبي احتياجات الاستثمارية، ونظرا للخصائص المميزة لكل مصدر فإن درجة المخاطر التي يتعرض لها تكون مختلفة ومتفاوتة، فالمقرضون هم عرضة للمخاطر أكثر من حملة الأسهم إذ، لهم الحق في الحصول على العوائد بغض النظر عن تحقيق المؤسسة للربح أو الخسارة، كما لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتها في حالة التصفية أو الإفلاس إما، حملة الأسهم العادية فيتحملون الجزء الأكبر من المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة العائد الذي سيتحصل عليه المستثمرون يتوقف على المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل، فمن المتوقع أن يكون الاقتراض أقل المصادر التمويل تكلفة والأسهم العادية أكثرها تكلف. العوامل غير النظامية : تتمثل العوامل غير النظامية فيما يلي: هيكل التكاليف: كلما ارتفعت التكاليف الثابتة، كلما زادت حساسية المؤسسة للظروف الاقتصادية وهو ما يؤدي لارتفاع تكلفة رأس المال. الحساسية للظروف الاقتصادية الكلية: هناك بعض القطاعات تكون حساسة جدا للظروف الاقتصادية كقطاع النقل أين تكون تكلفة رأس ماله مرتفعة على خلاف بعض القطاعات الأخرى التي تكون ذات حساسية ضعيفة، وبالتالي تكون تكلفة رأس المال جد منخفضة . خصوصية النشاط: تختلف تكلفة رأس المال حسب نوعية النشاط، فإذا قارنا بين قطاع العقار وقطاع الصناعة، ناصر ص22، 23) صعوبات قياس تكلفة رأس المال يواجه المدير المالي صعوبات عديدة في قياس تكلفة رأس المال من كل مصدر تمويلي وفي حساب التكلفة المتوسطة لمصادر التمويل المختلفة من أهم صعوبات قياسها ما يلي ● صعوبة تحديد أوزان أهمية تكلفة كل مصدر تمويلي في هيكل رأس المال. ● استخدام سعر خصم ثابت لجميع سنوات التدفق النقدي ولجميع مصادر التمويل مما قد لا يتفق عليه. ● قد تختلف أوزان الأهمية مع الزمن بالنسبة لكل نوع من التكلفة. ● اشتراط بعض جهات التمويل تعديل أسعار الخصم دوريا بسبب ظروف التضخم مما يجعل من الصعب حساب تكلفة التمويل بدقة مسبقا. من الضروري دراسة مصادر التمويل المختلفة الحالية والمتوقعة وتنمية علاقات فعالة مع المستثمرين والمقرضين وحاملي الأسهم والسندات بصفة دورية ومنظمة. (غربي ، بدروني ص160) علاقة تكلفة رأس المال بالقرار الاستثماري إن قرار الاستثمار مرتبط بمعدل المردودية الاستثمارية الممكن تحقيقها من خلال اتخاذ القرار الاستثماري مقارنة بمعدل تكلفة رأس المال المستثمر في المشروع، لكن وكما سبق وأن رأينا فإن تكلفة رأس المال تختلف باختلاف مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة، فتسعى هذه الأخيرة إلى اختيار المصادر التي تحقق لها أقل تكلفة ممكنة على أن تكون هذه المصادر أيضا مناسبة لاحتياجاتها المالية. فارتفاع تكلفة رأس المال يترتب عليه انخفاض المبالغ التي يمكن استثمارها بهذه التكلفة، (بعوط ، ناصر ص21) استخدامات تكلفة رأس المال للمفاضلة بين المشاريع القيمة الحالية الصافية يمكن تعريف القيمة الحالية الصافية لأي مشروع استثماري بأنها" الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة للمشروع. ومن خلال التعريف يتضح أنه لحساب صافي القيمة الحالية لابد من وجود تكلفة استثمار يتم على أساسها خصم التدفقات النقدية المرتبطة بالاستثمار ويجب أن يعكس هذا المعدل ما يلي: معدل تكلفة الحصول على الأموال المستثمرة. حيث : تكلفة الاستثمار = | التدفقات النقدية الصافية CFt = تكلفة رأس المال (معدل الخصم) K = مدة حياة المشروع n = معدل العائد الداخلي TRI يعرف معدل العائد الداخلي " بأنه معدل الخصم الذي تتساوى عنده القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة مع تكلفة الاستثمار". وبذلك فهو عبارة عن معدل الخصم الذي تكون عنده القيمة الحالية الصافية مساوية للصفر، حيث: التدفقات النقدية الصافية خلال الفترة CFt = معدل العائد الداخلي r = تكلفة الاستثمار = | حيث ان مؤشر الربحية = IP صافي القيمة الحالية لتدفقات النقدية = VAN تكلفة الاستثمار = I0 ويستخدم هذا المعيار كمعيار مكمل للقيمة الحالية الصافية، ويمكن اتخاذ القرار على النحو التالي: ● عند المفاضلة بين المشاريع التي تحقق قيمة حالية صافية موجبة يتم اختيار المشروع ذو مؤشر الربحية الأكبر وهذا ما يدل على أن هذا المعيار مكمل للقيمة الحالية الصافية. (24) عناصر تكلفة رأس المال وطريقة قياسها وتنوع أهمية دراسة تكلفة رأس المال من خلال دورها في تحديد الجدوى الاقتصادية للمشاريع الاستثمارية هذه من جهة وأيضا من من خاصية الندرة للموارد المتاحة وأثر ذلك في تحديد الهيكل الأمثل لرأس المال. حيث أنه هناك بديهية استثمارية تفيد: إن العلاقة طردية بين العائد المطلوب من استثمار وبين خطورة هذا الاستثمار. انطلاقا من ذلك يعتبر مصدر

ستنخفض بسبب زيادة عدد الأسهم المتداولة وبالتالي انخفاض سعر السهم في السوق أخيراً، يرى العديد من المستثمرين بان إصدار أسهم عادية جديدة كإشارة تدل على أن إدارة الشركة تستخدم التمويل عن طريق الملكية لأنها تعتقد بان سعر سهم الشركة الحالي في السوق أعلى من قيمته الحقيقية وبالأخذ بهذه الأسباب جميعها، فان المستثمرين سيقومون بشراء أسهم هذه الشركة فقط في حالة ان يكون سعر السهم الجديد أقل من سعر السوق. إضافة إلى ذلك، فان التكاليف العائمة التي سيتم دفعها من أجل إصدار هذه الأسهم الجديدة وبيعها ستخفض البالغ التي سيتم تحصيلها نتيجة لبيع هذا الإصدار. وذلك على النحو التالي $K=D1/Nn+g$ حيث ان $N=$ المبالغ المحصلة من بيع الأسهم العادية الجديدة Nn ، ستكون أقل من سعر السوق $P0$ ولهذا فان تكلفة الأسهم العادية الجديدة ستكون دائماً أكبر تكلفة الأسهم العادية والمساوية لتكلفة الأرباح المحتجزة. ومن الطبيعي أن تكون تكلفة الأسهم العادية الجديدة أكبر من أي مصدر آخر من مصادر التمويل طويل الأجل. ولان توزيعات أرباح الأسهم العادية تدفع . بعد الضريبة فانه لا يوجد حاجة للتعديل على الضريبة. (الحداد فايز ص248، ترغب شركة الموارد الصناعية بتحديد تكلفة سهمها العادي الجديد، فإذا كان من المتوقع أن يتم بيع السهم الجديد بمبلغ 23. بلغت 1. 25 دينار، الحل معدل نمو الأرباح. $K=2/22.25+0.05=14$ $G = 5\%$ $K=D1/Nn+g$ الأسهم الممتازة حيث تعطي حامل السهم الممتاز الحق في الحصول على الأرباح قبل أي توزيعات أرباح ولان الأسهم الممتازة هي نوع من أموال الملكية في الشركة، فانه من المتوقع للمبالغ المتأتية من بيعها ان يحتفظ بها في الشركة لفترة ان توزيعات الأرباح الثابتة على الأسهم للممتازة غالباً ما يتم وضعها على شكل عملة نقدية كالدينار، وفي بعض الأحيان يتم وضع توزيعات الأرباح للسهم الممتاز على شكل نسبة مئوية سنوية من القيمة الاسمية للسهم الممتاز ، فمثلاً إذا كان السهم الممتاز يباع بقيمة اسمية 100 دينار وبفائدة سنوية 10%، وقبل حساب تكلفة السهم الممتاز فانه يجب تحويل أي توزيعات أرباح بشكل نسبي إلى توزيعات أرباح على شكل دنانير تدفع بشكل سنوي. تكلفة السهم الممتاز هي عبارة عن نسبة توزيعات أرباح السهم الممتاز إلى المبلغ الذي تم تحصيله نتيجة لبيع السهم الممتاز. المبلغ المتحصل نتيجة لبيع السهم الممتاز هو عبارة عن المبلغ الذي تم استلامه ناقص التكلفة العائمة والمعادلة التالية تبين كيفية حساب تكلفة السهم الممتاز Kp ، والتي تساوي توزيعات أرباح السهم الممتاز بالدنانير Dp مقسومة على المبلغ الذي تم تحصيله نتيجة لبيع السهم الممتاز Np وذلك على النحو التالي (الحداد فايز ص241) حيث ان الأرباح السنوية الموزعة بالدينار $Dp=$ يدفع السهم أرباحاً موزعة بنسبة 10% أما تكاليف السهم العائمة فقد بلغت 5% من قيمته الاسمية. الحل الأرباح السنوية الموزعة بالدينار للسهم الممتاز $=10 \times 100 = 10\%$ دنانير التكاليف العائمة $=5 \times 100 = 5\%$ دنانير المبلغ الذي تم تحصيله نتيجة لعملية بيع السهم الممتاز $=95 - 5 - 90$ دينار $Kp=10/90=11$. مثال 52 52 الأرباح المحتجزة : ملكية هذه الأرباح المحتجزة تعود للمساهمين ، وتعد جزءاً من حقوق الملكية، ونشير هنا، إلى أن الأرباح المحتجزة تؤدي إلى زيادة القيمة الدفترية للسهم ناجمة عن زيادة حقوق الملكية، وذلك يترجم من خلال وجود علاقة إيجابية بين حجم هذه الأرباح المحتجزة والقيمة الدفترية للسهم تكلفة الأرباح المحتجزة كما هو معروف فان توزيعات الأرباح تدفع من أرباح الشركة للمساهمين فيها على شكل توزيعات نقدية، مما يؤدي إلى انخفاض الأرباح المحتجزة، ولنفترض بان الشركة بحاجة إلى تمويل عن طريق أموال الملكية لكمية معينة باحتجاز أرباحها أي لا تقوم بتوزيع أرباح بنفس الكمية التي نحتاجها للتمويل. محاسبياً، عادية جديدة، وبالتالي فان تكلفة الأرباح المحتجزة بالنسبة للشركة تكون مساوية تماماً لتكلفة بيع أسهم عادية جديدة. كان من المتوقع بأنهم سيحصلون على العائد الذي يطلبونه لإعادة استثمار الأموال فانه يمكن اعتبار تكلفة الأرباح المحتجزة ، تماماً لتكلفة بانها مساوية لتكلفة الأسهم العادية ، كما هو مبين في المعادلة التالية: $K_r = k$ احتجاز الأرباح لا يحتاج لتكاليف عائمة (تكاليف إصدار وتكاليف إدارية) وبالتالي فان تكلفة الأرباح المحتجزة ستكون أقل من تكلفة إصدار الأسهم العادية الجديدة (بوغازي، $K_r=D1/P0+g$ $Kr=$ تكلفة الأرباح المحتجزة Kr الأرباح المتوقعة لكل سهم $D1$ معدل نمو الأرباح G إذا كانت أرباحك السنوية المتوقعة لشركو ما هي 1. 08 القيمة السوقية للسهم $P0 = 30$ معدل نمو الأرباح. $08/30+0.06$ % شركة توزع أرباح كل سهم بقيمة 20 دينار والقيمة السوقية للسهم 155. الحل القيمة السوقية للسهم $P0 = 155$. معدل نمو الأرباح. $G = 5\%$ $K=20/155.2+0$ 88% وفي حال وجود ضرائب يتم ضرب تكلفة الأرباح المحتجزة في (1 - معدل الضرائب) فاذا كان معدل الضرائب 40% فإن الأرباح المحتجزة 88 (1 - 40%) = 10. الوسط المرجح لتكلفة رأس المال هو حساب تكلفة كل عنصر من عناصر رأس المال المكونة من الديون، الأسهم الممتازة والملكية ويمكن أن يتم الوزن على أساس القيمة الدفترية أو السوقية بمعنى ان بعد ماتم حساب كل مصدر من مصادر التمويل طويل الأجل على حدا، ويمكن القيام بذلك عن طريق حساب الوسط المرجح لتكلفة رأس

المال ، والذي يمكن إيجاده بضرب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل في وزن كل مصدر بالنسبة إلى مجموع جميع مصادر التمويل التي استخدمت في الهيكل المالي للشركة كما يجب ملاحظة النقاط التالية: • ان تكلفة الدين يجب حسابها بعد الضريبة. • مجموع الأوزان تساوي 1 صحيح • وزن الأسهم العادية يتم ضربه إما بتكلفة الأرباح المحتجزة أو بتكلفة الأسهم العادية الجديدة أو كليهما، (الازهري ، $W_i = W_s + W_p + W_i = 1$ مثال مصادر التمويل القيمة التكلفة 5% الاسهم الممتازة = وزن الأسهم الممتازة $W_s = 10\%$ الأرباح المحتجزة 80000 10% الحل الوزن النسبي = مصدر التمويل / تكلفة الكلية للمشروع الوسط المرجح لتكلفة رأس المال = الوزن النسبي لكل مصدر × تكلفة كل مصدر التمويل مصادر التمويل القيمة التكلفة × الوزن النسبي = النسبة كل مصدر قروض طويلة الاجل 60000 .2 006 قروض طويلة الاجل 300000 .4 اسهم ممتازة 100000 10% 10% .1 .

الاستثمارية وخاصة قرارات الموازنة الرأسمالية فان على الشركة قبول المشاريع التي تولد عائدا أكبر من الوسط المرجح لتكلفة رأس المال.