

د. محمد بكر عيسى

كلية التجارة جامعة قناة السويس

مقدمة البحث وأهميته وهدفه :

تتصف الموارد المالية في الدول النامية بصفة عامة بالندرة، وتشير هذه الخاصية الى تراحم الاستخدامات على المتاح من تلك الموارد . وهذا يتطلب ترشيد عملية تخصيص الموارد المحدودة على الاستخدامات المتعددة . ويتحقق ذلك بالتأكد من أن الاستخدامات التي لم يتم تخصيص موارد لها ليست بأفضل من الاستخدامات المختارة من خلال المقارنة بين : (١)

- ١ - إنتاجية الموارد في الاستخدامات المختارة باعتبارها مؤشرا للمنافع والوفورات المترتبة على تخصيص معين للموارد .
- ٢ - إنتاجية الموارد في الاستخدامات غير المختارة كمؤشر لتكلفة الفرصة البديلة لعملية التخصيص وهو ما يتصل بتحليل وتقييم مشروعات الإستثمار .

وبذلك يتم تخصيص الموارد بطريقة تؤدي الى تعظيم العائد أو المنفعة . فالتخصيص والاستخدام هما جوهر المشكلة الاقتصادية ، وذلك بتوجيه الموارد الى المجالات الأكثر منفعة ، أي ترشيد استخدام الأموال . (٢) ولا يتحقق هذا الا بتقييم الجدوى الاقتصادية لمشروعات الإستثمار المتنافسة كمدخل لتعظيم العائد وبالتالي يمكن القول أن النمو الاقتصادي يتوقف على الفاعلية الاقتصادية لعملية اتخاذ القرار . (٣)

ويتم تحقيق الفاعلية في استخدام الموارد وترشيد قرارات الإستثمار من خلال وجود معيار للمفاضلة بين مشروعات الإستثمار وترتيبها بطريقة تؤدي الى اختيار أفضلها لتعظيم العائد ، وسوف يحاول الباحث بيان دور تكلفة التمويل في هذا المجال .

وتظهر أهمية البحث من خلال بيان دور تكلفة التمويل في مجال

ترشيد قرارات الاستثمار ، وسوف يتضح أن أفضل الأساليب التي تستخدم في تقييم واختيار مشروعات الاستثمار لابد من اعتمادها على تكلفة التمويل كمعيار أساسي لها .

ولهذا يهدف البحث الى دراسة وتحليل تكلفة التمويل وبيان دورها في أساليب تقييم وترتيب مشروعات الاستثمار ثم محاولة قياس تلك التكلفة وصولا الى منهج مقترح للتقييم والمفاضلة بين مشروعات الاستثمار .

ومراعاة لأهمية البحث وتحقيقا لهدفه يتناول الباحث هذا البحث من خلال النقاط الآتية :

- ١ - طبيعة تكلفة التمويل .
- ٢ - تكلفة التمويل والنظام المحاسبي الموحد .
- ٣ - تكلفة التمويل وأساليب تقييم مشروعات الاستثمار .
- ٤ - الصعوبات التي تواجه قياس تكلفة التمويل .
- ٥ - قياس تكلفة التمويل .
 - أ - تكلفة التمويل الداخلي .
 - ب - تكلفة التمويل الخارجي .
- ٦ - تكلفة التمويل المتغيرة كمنهج مقترح لترشيد قرارات الاستثمار .
- ٧ - النتائج والتوصيات .

أولا : طبيعة تكلفة التمويل :

تشكل تكلفة التمويل حجر الزاوية بالنسبة لإدارة المنشأة (٤) ، فهي توجهها نحو تعظيم حقوق الملكية بقبول المشروعات التي عوائدها أكبر من تكلفة الأموال المستخدمة في تمويلها . وترشدها نحو التوصل الى الهيكل الأمثل لرأس المال . (٥)

وهي تمثل معيارا للأداء المالي لقياس فاعلية استخدام الأموال (٦) .

والحد الأدنى للعائد الواجب تحقيقه على الاستثمار The minimum required rate of return (٧) ومعدل البت The cut of rate

فى ظل استخدام أسلوب معدل العائد الداخلى ومعدل الخصم فى أسلوب صافى القيمة الحالية. (٨)

وبذلك تشكل تكلفة التمويل معيارا لتوجيه الادارة نحو تعظيم العائد ، فهى تعتبر المكون الأساسى للأساليب المستخدمة فى تقييم مشروعات الاستثمار .

ويبرز دور تكلفة التمويل فى مجال التقييم الاقتصادى لمشروعات الاستثمار باستخدامها كمعامل لخصم التدفقات النقدية الداخلىة والخارجية ومعرفة العلاقة بين التكلفة والعائد. (٩)

وقد أشار Solomon (١٠) الى دور تكلفة التمويل فى تقييم الجدوى الاقتصادية للمشروعات وتخصيص الأموال - فهى تمثل تكلفـة الفرصة البديلة للأموال والتي شاع استخدامها فى الدول ذات الاقتصاديات المخططة .

وتتضمن تكلفة التمويل التكلفة التعاقدية المتعلقة بالقروض وكذا التكلفة الضمنية لحقوق الملكية والتي تشكلان فى مجموعهما تكلفة الفرصة البديلة للأموال بالمنشأة. (١١)

وقد أشار الاستاذ الدكتور عباس الشيرازى (١٢) عند تعريفه للتكلفة الى أنها تمثل التضحيات الاقتصادية المتوقعة التى يمكن اخضاعها للقياس والتي تمثل الحد الأدنى من التضحيات الاقتصادية اللازمة لتحقيق أهداف المنشأة فى ضوء الظروف الاقتصادية والاجتماعية والقانونية وبهذا فان عناصر التكاليف لا تتمثل بالضرورة فى انفاق أو التزام بانفاق من جانب المنشأة ، فقد نجد أن التضحيات الاقتصادية التى تتحملها المنشأة فى سبيل تحقيق أهدافها تشمل أيضا ما يمكن تسميته بالتكاليف الضمنية أو غير التعاقدية. (١٣)

ويرى الاستاذ الدكتور منير سالم (١٤) أن التكلفة الضمنية (المفترضة) عبارة عن المبالغ المقدرة للاستفادة من خدمات أو منافع لم يترتب عليها تكبد المنشأة لنفقات نقدية أو الالتزام بها ، مثال ذلك الفائدة على رأس المال المملوك وايجار الأراضى المملوكة للمنشأة ، وبالرغم من أن هذه العناصر لا تعتبر نفقات نقدية أو فعلية من وجهة نظر المحاسب المالى ، الا أنها تعتبر عناصر تكلفة مؤثرة فى اتخاذ القرارات نظرا لأنها تعبر عن تكلفة فرصة مضاعة .

وفى ذات المعنى يوضح Horngren^(١٥) أن احتساب الفائدة على رأس المال المملوك يمكن التعبير عنه بتكلفة الفرصة .

وفى الاتجاه المضاد ليعترف Thacker^(١٦) بالفائدة على رأس المال المملوك (تكلفة ضمنية) ضمن عناصر التكاليف ولايجوز تحميلها للإيرادات ويكتفى بتحميل الحسابات الختامية بالفائدة على الأموال المقترضة . ويعتبر Quirin^(١٧) معدل الفائدة على القروض طويلة الأجل مقياسا لتكلفة التمويل ومعيارا لقبول أو رفض مشروع ————— الاستثمار ومبررا لتخصيص الأموال ، وهى تمثل الرابطة بين قرارات الاستثمار والتمويل .

بينما يرى Vernimmen^(١٨) أنه من غير المنطقى اعتبار تكلفة القروض طويلة الأجل معيارا لقبول أو الخضم ، لأن هذا يعنى أن الاستثمارات يتم تمويلها بالقروض فقط ، واعتبار حقوق الملكية أموالا مجانية ، والمفروض أن تكلفتها تعادل تكلفة الفرصة البديلة .

وقد أكد ذلك Anthony^(١٩) بقوله أنه من غير المنطقى القول بأن حقوق الملكية أموالا مجانية ، ومن الأفضل استخدام المفهوم الاقتصادى ، باعتبار أن هذه الأموال أحد عوامل الانتاج وأن تكلفتها تعادل على الأقل تكلفة القروض طويلة الأجل قبل الضريبة .

ولايفرق للاقتصاديون بين رأس المال المملوك ورأس المال المقترض من حيث اعتبارهما مصادر أموال يترتب عليها توفير أحد عوامل الانتاج — رأس المال — للمنشأة . ويعتبر الاقتصاديون أن الفائدة على رأس المال تمثل تكلفة استخدام خدمات هذا العامل من عوامل الانتاج لمدة معينة سواء تم تدبير رأس المال عن طريق أصحاب المنشأة أو عن طريق الاقتراض . (٢٠)

ويؤكد الأستاذ الدكتور عبدالعزيز حجازى^(٢١) على ضرورة احتساب الفائدة على رأس المال المملوك — تكلفة ضمنية — ليس على اعتبار أنها تمثل أحد عناصر النفقة الاجمالية المدفوعة فعلا ، ولكن على أساس اعتبارها مبلغا واجب تغطيته اذا ما أريد للمنشأة أن تستمر . والواقع يؤكد أن القياس الفعلى للتكاليف لايجوز أن يقتصر على قياس عناصر النفقات الايرادية فقط والمتمثلة فى التكاليف التعاقدية وانما الأمر يتطلب ضرورة أخذ التكاليف الضمنية فى الاعتبار .

وإذا نظرنا الى فرض الشخصية المعنوية المستقلة الذى بموجبه تعتبر شخصية المنشأة مستقلة عن شخصية أصحابها ، نجد أن حقوق الملكية يمكن اعتبارها بمثابة دين على المنشأة ذاتها بصفتها تتمتع بذمة مالية مستقلة عن الذمة المالية لملاكها. (٢٢) ولذا لا بد من احتساب فوائد على مثل هذه الديون لتتحملها المنشأة كتكلفة للأموال المملوكة شأنها فى ذلك شأن الأموال المقرضة من الغير .

وكمثال آخر فى نفس الاتجاه اذا أخذنا مبدأ المقابلة السليمة بين النفقات والايرادات لوجدنا أن الأموال المملوكة تساهم متحدة مع الأموال المقرضة فى تحقيق إيرادات الفترة المالية ، وتحميل نفقات الفترة بتكلفة الأموال المقرضة دون تحميلها بتكلفة الأموال المملوكة أمر يخل بهذا المبدأ المحاسبى . على خلاف لو تمت المقابلة مع تكلفة الأموال المستخدمة فى المنشأة بغض النظر عن مصادرها لكان الأمر أقرب الى القبول المنطقى من غيره .

ونخلص مما سبق الى أنه يمكن النظر الى تكلفة التمويل من اتجاهين مختلفين :

الاتجاه الأول : حيث ينظر الى تكلفة التمويل على أنها تتمثل فى الفائدة على القروض - التمويل الخارجى - وبعبارة أخرى التكلفة التعاقدية الصريحة والتي تتحملها المنشأة فعلا . وهذا معناه أن تكلفة التمويل الداخلى لاتساوى شئ ، وهذا غير منطقى ، بل يجب أن تساوى على الأقل تكلفة الفرصة البديلة ، والا لادعى لاستثمارها داخل المنشأة . أضف الى ذلك أن تجاهل هذه التضحيات الاقتصادية من شأنه تقويم المخزون السلى بأقل من حقيقته واطهار أرباح المنشأة بأكثر من حقيقتها. (٢٣)

الاتجاه الثانى : حيث ينظر الى تكلفة التمويل على أنها تشمل :

أ - التكلفة التعاقدية والتي تتحملها المنشأة فعلا .

ب - تكلفة حقوق الملكية والتي تعادل التكلفة الضمنية أو تكلفة الفرصة البديلة على الأقل .

حيث تهتم ادارة المنشأة بالتكلفة الضمنية بسبب وجود مصادر للتمويل ليست لها تكلفة تعاقدية وفى نفس الوقت ليست مجانية ، خاصة مايتعلق بالتمويل الداخلى ، وتعادل التكلفة الضمنية لهذه الأموال

تكلفة الفرصة البديلة . وبذلك يمكن القول بأن التكلفة التعاقدية لاتعتبر بمفردها معيارا ملائما لتقييم مشروعات الاستثمار لأنها لاتعطي مؤشرا دقيقا عن تكلفة الفرصة البديلة ، والواقع يؤكد أن قياس التكاليف لايجوز أن يقتصر على التكاليف التعاقدية وانما الأمر يتطلب أخذ عناصر التكاليف الضمنية - غير التعاقدية - أيضا فى الاعتبار ، فهى تفيد ادارة المنشأة فى عمليات اتخاذ قرارات الاستثمار .

ثانيا : تكلفة التمويل والنظام المحاسبى الموحد :

اعترف النظام المحاسبى الموحد بالتكلفة الضمنية للعقارات المملوكة للوحدة الاقتصادية وتزاوُل بها نشاطها - فرق الايجار المحسوب - وبالتكلفة الضمنية لرأس المال المملوك - فرق الفوائد المحسوبة - وان اعتراف النظام المحاسبى الموحد بهذين البندين يعد تطبيقا لمفهوم تكلفة الفرصة البديلة على أساس أن الوحدة التى تشغل عقاراتها وتستثمر أموالها تضيع عليها فرصة استثمار هذه العقارات وتلك الأموال فى أفضل الاستخدامات الأخرى البديلة .

فقد عرف النظام المحاسبى الموحد^(٢٤) الايجار المحسوب بالقيمة الاجارية المقدرة للعقارات التى تمتلكها الوحدة وتستخدمها لخدمة أغراضها ، ويقدر الايجار على نفس الأسس المتبعة فى حالة العقارات المستأجرة من الغير . اذ أن القيمة الاجارية هى التعبير الموضوعى لخدمة العقارات لنشاط المنشأة . أيضا فقد عرف النظام المحاسبى الموحد الفوائد المحسوبة بالفوائد المقدرة على المال المستثمر وفقا لسعر الفائدة الجارى ، ولاتحسب فوائد على قيمة المباني والانشاءات المملوكة التى قدر لها ايجار محسوب . وقد عرف النظام المال المستثمر بأنه رأس المال المدفوع والاحتياطيات بما فيها الاحتياطيات المجنبة من فائض العام (عدا احتياطي شراء سندات حكومية) والفائض غير الموزع ، والمخصصات التى لها طبيعة الاحتياطيات والمخصصات المؤجلة ، والمخصصات المجمعدة للاهلاك ، والقروض طويلة الأجل وكل ما استخدم فى تمويل توسعات الوحدة من تسهيلات ائتمانية وأرصدة دائنة للبنوك وقروض قصيرة الأجل محلية وأجنبية ويطرح من ذلك الخسائر المرحلة .

وحساب تلك الفروق يمكن من تقييم الأداء وترشيد قرارات الاستثمار واجراء المقارنات بين نتائج النشاط الجارى للوحدات الاقتصادية المتماثلة على أساس موضوعى أى غير متأثر بملكية أو عدم ملكية هذه الوحدات للعقارات أو الأموال التى تستخدمها فى ممارسة نشاطها ، كما تسهل مهمة المحاسب القومى فى توفير البيانات التى تحقق القياس الموضوعى لعناصر القيمة المضافة .

*

ثالثا : تكلفة التمويل وأساليب تقييم مشروعات الاستثمار :

توجد أساليب متعددة تستخدم فى تقييم مشروعات الاستثمار أهمها الآتى :

- ١ - متوسط معدل العائد .
- ٢ - فترة الاسترداد .
- ٣ - صافى القيمة الحالية .
- ٤ - معدل العائد الداخلى .

وبدراسة هذه الأساليب تبين أن متوسط معدل العائد ما هو الا أسلوب لقياس ربحية الأموال المستثمرة ويطلق عليه العائد على الاستثمار ، وان اعتماد المنشأة فى عملية الاختيار وتقييم المشروعات على هذا المعيار بصفة أساسية قد يؤدى الى قبول مشروعات تسهم بدرجة أقل فى تعظيم أرباح المنشأة ورفض أخرى تسهم بدرجة أكبر فى تعظيم هذه الأرباح .

أيضا بالنسبة لفترة الاسترداد رغم أنها تتسم بالبساطة والسهولة فى التطبيق الا أنها تعانى من بعض نقاط الضعف التى تقلل من فاعليتها واستخدامها كمعيار وحيد فى تقييم مشروعات الاستثمار ، خاصة أنها تتجاهل كلية عنصر الربحية .

وقد تبين أيضا أن كلا من متوسط معدل العائد وفترة الاسترداد لاتأخذ فى الاعتبار القيمة الزمنية للنقود ، بمعنى عدم الأخذ فى الحسبان التوقيت الزمنى للتدفقات النقدية عند تقييم مشروعات الاستثمار ، وأن قيمة النقد فى الوقت الحاضر ليست هى نفسها فى وقت لاحق فى المستقبل .

ومن أهم الأساليب التى تأخذ فى الحسبان القيمة الزمنية للنقود وأكثرها استخداما فى تقييم مشروعات الاستثمار هى أسلوبى صافى القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلى .

وبالنسبة لصافى القيمة الحالية يتم تحديده من خلال مقارنة القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة بالقيمة الحالية للتدفقات الخارجة - تكلفة الاستثمار - وذلك على أساس معدل خصم مناسب ، هو معدل العائد المطلوب على الاستثمار . وينبغى تحديد هذا المعدل على أساس تكلفة التمويل كحد أدنى لقبول أى مشروع استثمارى ، ويتم تحديد هذا المعدل بمعرفة ادارة المنشأة .

فإذا كان الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات الداخلة والخارجة موجبا فهذا يعنى أن معدل العائد الذى سينتج عن المشروع الاستثمارى يفوق تكلفة التمويل ، ويترتب على ذلك قبول المشروع الاستثمارى . وإذا كان الفرق سالبا فهذا يعنى أن معدل العائد المتوقع من المشروع أقل من تكلفة التمويل وبالتالي يرفض هذا المشروع . أما إذا كان الفرق يساوى صفر ، فهذا يعنى أن العائد المتوقع حديا يكفى لتغطية تكلفة التمويل . وهنا يتوقف قبول أو رفض المشروع على عوامل أخرى قد تكون غير مالية .

أما بالنسبة لمعدل العائد الداخلى فهو يعتمد على تحديد المعدل اللازم لخصم التدفقات النقدية الذى يجعل القيمة الحالية للتدفقات المتوقعة من المشروع الاستثمارى مساوية للقيمة الحالية للاستثمار .

ولابد من مراعاة أن تحديد معدل العائد الداخلى للمشروع لايعنى شيئا بذاته ، فهو وحده لايكفى لاتخاذ القرارات المتعلقة بتقييم المشروعات الاستثمارية . اذ لابد من مقارنته بمعيار معين لقبول تحده ادارة المنشأة ، هذا المعيار ينبغى تحديده على أساس تكلفة التمويل فهى تعبر عن معدل العائد المطلوب تحقيقه كحد أدنى لقبول المشروعات الاستثمارية . ويترتب على ذلك اجراء مقارنة بين معدل العائد الداخلى والمعدل المطلوب تحقيقه والمعدل على أساس تكلفة التمويل وعلى أساس نتيجة المقارنة يتم اتخاذ القرار .

مما سبق يتضح أن أسلوبى صافى القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلى أفضل الأساليب التى تستخدم فى تقييم واختيار مشروعات الاستثمار . وأنه عند استخدام أسلوب صافى القيمة الحالية لابد من توافر معدل معين يتم به خصم التدفقات النقدية ، هذا المعدل لابد من اعداده على أساس تكلفة التمويل .

أيضا فى أسلوب معدل العائد الداخلى لابد من مقارنة العائد الداخلى المحقق من الاستثمار بمعيار أو معدل يستخدم كمؤشر أو كحد أدنى للعائد المطلوب تحقيقه ، ويتم اعداد هذا المعيار على أساس تكلفة التمويل . أى أن تكلفة التمويل تعتبر الأساس الذى يرتكز عليه أفضل الأساليب التى تستخدم فى تقييم واختيار مشروعات الاستثمار .

ولما كانت تكلفة التمويل تمثل مجموعة التكاليف التى ينبغى أن تتحملها أو تحتسبها المنشأة مقابل توفير الأموال المطلوب استثمارها . ولما كانت هذه التكلفة تمثل قيما مالية يمكن قياسها . فان التركيز على قياس ومعايرة تكاليف التمويل قد يصبح معيارا مناسباً يمكن استخدامه :

١ - كأساس لأساليب التقييم والمفاضلة بين البدائل المتاحة وذلك لترشيد قرارات الاستثمار .

٢ - كمؤشر لمدى كفاءة أداء ادارة المنشأة . اذ أن ارتفاع الكفاءة الادارية لادارة المنشأة يترتب عليه انخفاض حجم تكلفة التمويل والعكس بالعكس بشرط ثبات الظروف الأخرى على ماهى عليه .

رابعاً : الصعوبات التى قد تواجه قياس تكلفة التمويل :

قد يواجه قياس تكلفة التمويل بعض الصعوبات أهمها الآتى :

١ - عدم الاتفاق على أهمية قياس تكلفة التمويل فى كل الأحوال . اذ أن هناك جدل بين المحاسبين حول طبيعة خدمات رأس المال ، وهل يجب احتساب تكلفة هذه الخدمات ضمن عناصر النفقات أو أن يتم خصمها من العائد، (٢٥) وهو امتداد للجدل الذى ثار من قبل بين الاقتصاديين والذى استقر على التفرقة بين أجر رأس المال وربحه .

٢ - اختلاف مصادر التمويل بين الملكية والاقتراض بأنواعها ، ولكل مصدر عوامل معينة تحكم حساب تكلفته ، وعدم التأكد من ناتج الأموال المستثمرة حتى يمكن قياس تكلفتها . فاختلاف مصادر التمويل يؤدي الى وجود هيكل تمويلي تتجمع فيه أنواع مختلفة من الأموال لكل منها تكلفة خاصة كما أن هذا الهيكل غير ساكن بل يتغير بتغير نسب تكوينه من أنواع مصادر التمويل ، وأى تغيير فى أحد هذه المصادر ليس من السهل حساب تأثيره بدقة على تكلفة المصادر الأخرى وعلى التكلفة الكلية لهيكل التمويل . ولذلك يرى البعض أن محاولة الوصول الى تكلفة خاصة لبنود هيكل التمويل لا تكون فقط مصطنعة ولكنها أيضا غير معبرة عن الحقيقة (٢٦) .

ومن ناحية أخرى يكون للأموال المستثمرة تكلفتين : التكلفة السوقية وتكلفة الفرصة البديلة ، والأولى تعبر عن الحد الأدنى الذى يجب دفعه حتى يمكن الحصول على الأموال ، والثانية تعبر عن الحد الأدنى الذى يجب أن تكسبه الأموال عند استثمارها فى المشروع . (٢٧)

٣ - عدم التأكد من ناتج الخدمات التى تؤديها الأموال المستخدمة ، حيث تمثل مشكلة عدم التأكد أحد الصعوبات الهامة فى قياس التكلفة . فدرجة التأكد من العائد عند استخدام الأموال تتوقف على عوامل قد تكون معقدة . (٢٨) وتؤثر مشكلة عدم التأكد فى حساب التكلفة ككل ، كما تؤثر فى قياس أثر استخدام مصدر معين من الأموال على المصادر الأخرى الموجودة وبالتالي على التكلفة الكلية للتمويل .

وغنى عن البيان أن مشاكل القياس المحاسبى كانت ولا زالت الى حد كبير هى جوهر العمل الفنى للمحاسب . ولقد حدث الكثير من التطور فى أساليب القياس المحاسبى منذ الوقت الذى ظهرت فيه المحاسبة كعلم له أصوله ومبادئه . وما زالت الممارسة العملية للمحاسبة تظهر الكثير من مشاكل القياس التى تحتاج الى المزيد من البحث والدراسة وإيجاد الحلول المناسبة فى مجتمع اقتصادى يتسم بالتطور والحركة المستمرة .

وطالما أن المستوى الإدارى المختص باتخاذ القرار يتوقع مقاييس محاسبية ليتأكد من صحة حالة أو ظاهرة معينة ، فإنه يصبح لزاماً على المحاسب أن يحاول جاهداً إيجاد المقاييس التى تمكن من ذلك . (٢٩)

ولاشك أن المحاسبين يبذلون قصارى جهدهم لتوفير الدقة المحاسبية عند قياسهم مختلف العمليات والظواهر وتقديمها الى الأطراف المعنية . ولذلك فإن مستخدمى المعلومات المحاسبية يفضلونها عادة على غيرها من المعلومات نظراً لما يتوقعونه فيها من دقة . إذ أن دقة القياس أمر مرغوب فيه لأنها تؤدى الى زيادة الثقة والاطمئنان الى المعلومات المعطاه . (٣٠)

وعلى هذا الأساس يحاول الباحث المساهمة فى مواجهة بعض الصعوبات التى قد تواجه قياس تكلفة التمويل وذلك بتقديم المبررات التالية لكل صعوبة .

الصعوبة الأولى . عدم الاتفاق على أهمية قياس تكلفة التمويل :

أصبحت تكلفة التمويل من الأهمية بمكان حيث تعتبر :

- ١ - أساس للعايير المفاضلة بين مشروعات الاستثمار .
- ٢ - أنها تعتبر أساس معيار تقييم أداء ادارة المنشأة .
- ٣ - أن احتساب تكلفة لحقوق الملكية - أحد عناصر تكلفة التمويل - يجعل قواعد المحاسبة تتفق مع المفاهيم الاقتصادية خاصة مفهوم تكلفة الفرصة البديلة .
- ٤ - احتساب تكلفة التمويل تمكن من اجراء المقارنات بين نتائج الوحدات المتماثلة والتي تختلف فى أسلوب التمويل وذلك على أساس موضوعى .

الصعوبة الثانية . اختلاف مصادر التمويل :

الاختلاف فى مصادر التمويل لا يغير من قيمة ومنفعة الوحدة النقدية المستثمرة ، والأمر يتطلب ضرورة اعتبار الأموال المستخدمة - مملوكة أو مقترضة - متجانسة ولها تكلفة طالما أنها تستخدم فى منشأة واحدة، وتستحق الأموال المملوكة والمقترضة الحصول على عائد مقابل الخدمات التى يقدمها كل منهم للمنشأة ، وتستحق الأموال المملوكة فقط الحصول أيضا على نصيب من الربح نظير قبول المخاطرة فى الاستثمار .

الصعوبة الثالثة . عدم التأكد من ناتج الخدمات بسبب العوامل

المؤثرة، يمكن تقسيم العوامل المؤثرة على تكلفة التمويل والتي يجب أخذها فى الحسبان عند قياس التكلفة الى عوامل خارجية وعوامل داخلية .

١ - العوامل الخارجية :

وهى العوامل السوقية التى يمكن دراستها والتأكد منها بمجموعة

من الأساليب العلمية والتي تبين امكانية العائد من استخدام الأموال . وتشمل العوامل الخارجية :

- أ - طلب المستهلكين على سلع وخدمات المنشأة .
- ب - الفرص البديلة لاستخدام الأموال فى منشأة أخرى .

٢ - العوامل الداخلية :

فهى تلك العوامل التى تتعلق بخدمات ومنافع الأموال فى العملية الانتاجية . وتتمثل خدمات الأموال المستخدمة فى المنشأة فى المنافع التالية :

- أ - منفعة توفير الوقت والجهد مع زيادة وتحسين الانتاج والتى تنشأ من استخدام الأصول الثابتة . وحساب قيمة هذه المنفعة يختلف عن حساب الاستهلاكات للأصول . اذ أن حسابها فى قياس تكلفة التمويل — يعنى قياس المنافع الناتجة عن استخدام هذه الأصول ومكافأة أصحابها عند استخدامها والتى تقاس على أساس أجر المثل فى الأصول المؤجرة .
- ب - منفعة الوقت بالنسبة للسلع التى تحتاج فترة تخزين حتى ترتفع قيمتها سواء كان الارتفاع فى القيمة الذاتية للسلع بالنضج أو الصلاحية للاستخدام أو فى القيمة السوقية التى تتعلق بعوامل العرض والطلب .
- ج - منفعة التغلب على طول الفترة الانتاجية وتتمثل فى ضرورة توفر رأس المال اللازم لدفع تكاليف العملية الانتاجية أى تمويلها حتى تتحقق الإيرادات .

خامسا : قياس تكلفة التمويل :

لقد أدى ظهور الشركات المساهمة الى انفصال الملكية عن الادارة وأصبح رأس المال من وجهة نظر الادارة يعبر عن مجموع المـوارد أو الأموال المستثمرة فى أعمال المنشأة بصرف النظر عن مصادر هذه الأموال ، أى سواء كانت من أصحاب المنشأة أو من الدائنين . (٣١) وبهذا فان المساهمين والدائنين يعتبرون بمثابة مستثمرين فى المنشأة ولهم فقط حق على أصولها .

ويقترح البعض تقسيم ثلاثى لمصادر التمويل المختلفة بصرف النظر عن أصحاب هذه الأموال وحقوقهم كالتى: (٣٢)

- ١ - رأس المال المملوك والممثل فى قيمة الأسهم المكتتب فيها والمدفوعة .
- ٢ - رأس المال المقترض والممثل فى قيمة القروض المختلفة .
- ٣ - رأس المال المتجمع ويشمل الفائض (الأرباح المحتجزة) والاحتيالات المختلفة .

ويرى الباحث أنه يمكن تبويب مصادر التمويل المختلفة وفقاً لغرض الشخصية المعنوية المستقلة ومفهوم الفصل بين الملكية والادارة الى :

١ - مصادر تمويل داخلية : وتشمل الأرباح المحتجزة والاحتياطيات ومخصصات الاهلاك والمصادر العرضية الأخرى ان وجدت وذلك بدون رأس المال الممثل فى الأسهم المصدرة .

وان كان هذا يختلف مع تعريف المحاسبين لرأس المال على أنه يشكل قيمة الأسهم المصدرة وكذلك الأرباح المرحلة والاحتياطيات المحجوزة ، الا أن هذا التبويب يتفق مع رأى القانونيين حيث أنهم يقصرون رأس المال على قيمة الأسهم المصدرة والامتدالة فقط والسبب فى هذا يرجع الى أن القانون يعتبر رأس مال الشركة الضمان الوحيد لحقوق الدائنين ولايجوز مطلقاً اجراء أى توزيعات منه ، ولما كانت الأرباح المرحلة والاحتياطيات المحجوزة قابلة للتوزيع ان آجلاً أو عاجلاً . فلا يعتبرها رجال القانون ضمن العناصر المكونة لرأس المال . (٣٣) وهذا ما يؤيده الباحث فهى تعتبر مصدراً من مصادر التمويل الداخلى .

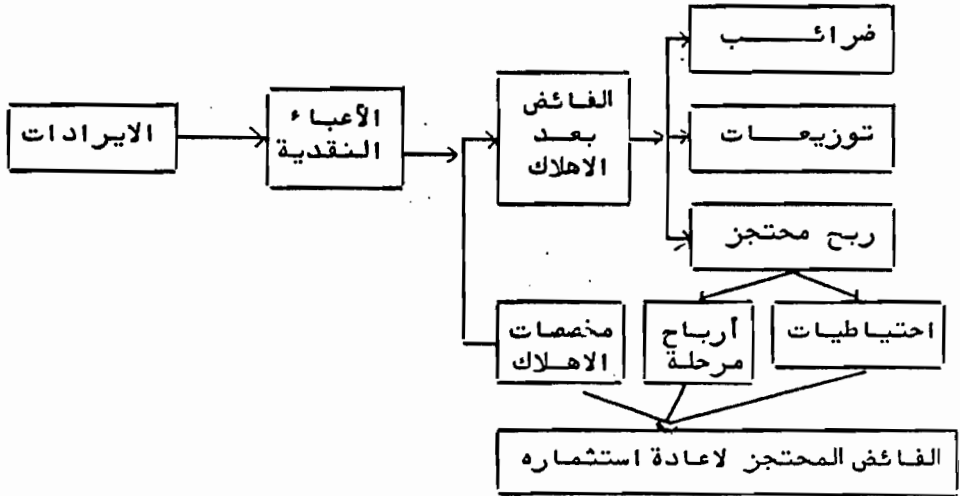
ومن ناحية أخرى فقد جرت عادة المحاسبين على اظهار رأس المال والأرباح المحتجزة والاحتياطيات فى قائمة المركز المالى فى بنود مختلفة ومستقلة ويظهر رأس المال المصدر أولاً ثم يليه الأرباح المرحلة فى بند مستقل ثم الاحتياطيات المختلفة . وهذا معناه أن المحاسبين يظهرين رأس المال القانونى فى بند مستقل .

٢ - مصادر تمويل خارجية : وتشمل رأس المال عن طريق الأسهم المصدرة والمساهمات الحكومية والقروض متوسطة وطويلة الأجل .

حيث تهدف قرارات الاستثمار الى تعظيم العائد على حقوق الملكية ، ويتطلب ذلك دراسة أشر أى قرار على العائد والتعرف على تكلفة التمويل الداخلى والخارجى والمزيج الأمثل لمصادر التمويل وعلاقته بالعائد المتوقع ، وهى أمور تستوجب استخدام هذه التكلفة كمعيار فى تقييم الجدوى الاقتصادية لمشروعات الاستثمار . (٣٤) ويحاول الباحث فيما يلى قياس تكلفة التمويل وفقاً لمصادره .

١ - قياس تكلفة التمويل الداخلى :

نعنى بالتمويل الداخلى تلك الأموال الناتجة من العمليات الجارية للمنشأة أو من مصادر عرضية دون اللجوء الى مصادر خارجية . ولا يقتصر التمويل الداخلى على الربح المحتجز فقط وانما أيضا على الأموال المحتجزة لأسباب أخرى قبل الوصول الى الربح القابل للتوزيع والتي تشكل فى مجموعها الفائض المحتجز لاعادة استثماره . ويمكن بيان مكونات الفائض المعاد استثماره فى الشكل الآتى :



يتضح من الشكل السابق أن الفائض المحتجز يتكون من عنصرين أساسيين فى حالة المنشآت الراححة وهما : الربح المحتجز والذي يشمل الأرباح المرحلة والاحتياطيات والعنصر الثانى يتمثل فى مخصصات الاهلاك ، حيث يمثل الاهلاك قيد محاسبى لا يترتب عليه تدفق نقدى ويعتبر حجزا للنقدية ، ولا تبقى هذه النقدية عاطلة وانما يعاد استثمارها ،

ويرى Depallens (٣٥) ان التمويل الداخلى يمكن المنشأة من تغطية الاحتياجات المالية اللازمة لسداد الديون وتنفيذ الاستثمارات الرأسمالية وزيادة رأس المال العامل ، ويشمل التمويل الداخلى الفائض النقدى الناتج من العمليات الجارية وكذلك ثمن بيع الأصول غير المستخدمة .

ويضيف البعض (٣٦) عناصر أخرى الى العناصر السابقة مثل الوفر النقدى نتيجة تحسين معدل دوران بعض الأصول كالمخزون السلعى والزمم وأوراق القبض ومتابعة التطورات فى المخصصات وباستبعاد ماتم استخدامه خلال العام يمكن معرفة مايدخل فى التمويل الداخلى منها .

- وقد فرق Depallens (٣٧) بين نوعين من التمويل الداخلى :
- أ - التمويل الداخلى الذى يهدف الى المحافظة على انطاقة الانتاجية للمنشأة ، ويشمل مخصصات الاهلاك واحتياطى ارتفاع أسعار الأصول .
 - ب - التمويل الداخلى الذى يهدف الى التوسع وتنمية المنشأة وتشمل الأرباح المحتجزة وباقى الاحتياطات .

ويرى الباحث أن حجز الأموال تحت أى بند من البنود تشكل فى مجموعها التمويل الداخلى وتبرز تكلفة الفرصة البديلة لخطة تخصيص هذه الأموال . اذ أن تخصيص هذه الأموال تعتبر عملية ذات طبيعة خاصة، حيث يصعب عمليا تواجد هذه الأموال فى لحظة معينة كتلك التى تحصل عليها المنشأة من مصادر خارجية كالاقتراض أو زيادة رأس المال . فهذه الأموال مستثمرة ويتم تخصيصها بطريقة شبه أتوماتيكية على الاستخدامات المختلفة ، مما يتطلب وضع هذه الأموال تحت الرقابة الدقيقة .

- والتمويل الداخلى له تكلفة كغيره من الأموال الأخرى وبالرغم من صعوبة قياسها الا أن هذا المصدر يتميز عن غيره بمايلى :
- أ - يعامل التمويل الداخلى معاملة ضريبية خاصة ، فالجزء الأكبر منه معفى من الضريبة - مخصصات الاهلاك - وهو مايميز هذا المصدر عن المصادر الخارجية ، حيث يخصم الاهلاك من الربح لتحديد الوعاء الضريبى .

- ب - إعادة استثمار الفائض المحتجز يجنب المنشأة فقدان جزء من هذا الفائض اذا ماتقرر توزيعه فى شكل ضرائب ونفقات .

- ونخلص مما سبق الى أن التمويل الداخلى يتكون من عنصرين أساسيين فى حالة المنشآت الرباحة هما :
- أ - الأرباح المحتجزة .
 - ب - مخصصات الاهلاك .

وان له تكلفة تماثل تكلفة الفرصة البديلة تبرز لحظة تخصيص الأموال . ويمكن قياس تكلفة التمويل الداخلى عن طريق قياس تكلفة مكوناته كمايلى :

أ - تكلفة الأرباح المحتجزة :

الأرباح المحتجزة كأحد مكونات التمويل الداخلى لها تكلفة تماثل تكلفة الفرصة البديلة أو التكلفة الحدية للمصادر الأخرى للأموال البديلة لهذا المصدر . فاستخدام الأرباح المحتجزة يؤدي الى تخفيض حجم الأموال المطلوبة من المصادر الخارجية .

ويرى Gitman (٣٨) أن تكلفة التمويل الداخلى غير المعفى من الضريبة - الأرباح المحتجزة - تعادل تكلفة حقوق الملكية ذات المصدر الخارجى - رأس المال عن طريق الأسهم - على الرغم من أن الأخيرة أكثر تكلفة بسبب مصاريف الاصدار والضرائب ويؤيد ذلك Solomon (٣٩) ويعتبر معدل العائد الخارجى كمعيار دال على تكلفة الفرصة البديلة وهو مايؤيده Van Horne (٤٠).

نخلص من هذا الى أن تكلفة الفرصة البديلة هي المناظر لتكلفة الأرباح المحتجزة ، واذا لم تستطيع ادارة المنشأة تحقيق معدل عائد على هذه الأموال باستثمارها داخل المنشأة يعادل معدل العائد الخارجى على الاستثمارات المماثلة من حيث درجة الخطر ، فلا مبرر لحجز هذه الأموال لأنه يترتب على استثمارها داخليا تدنية العائد على حقوق الملكية ، وهو ما يتعارض مع هدف ادارة المنشأة والخاص بتعظيم العائد .

ب - تكلفة مخصصات الاهلاك :

اختلفت الآراء فيما يتعلق بتكلفة مخصصات الاهلاك ، حيث يرى Depallens (٤١) أن هدف هذه المخصصات هو اعادة التكوين التدريجى للأصول الثابتة والمحافظة على الطاقة الانتاجية وليس لتمويل الاستثمارات التوسعية ولا تكلفه لها .

وفى نفس الاتجاه فقد أغفل نموذج Gordon-Shapiro (٤٢) تكلفة مخصصات الاهلاك حيث افترض هذا النموذج أن النمو فى الأرباح والتوزيعات يرجع الى اعادة استثمار الأرباح المحتجزة فقط ولاتأثير لمخصصات الاهلاك فى نمو الأرباح والتوزيعات .

ولكن فى الاتجاه المضاد نجد أن Couvreur (٤٣) يربط تكلفة مخصصات الاهلاك بمجال الاستخدام أو التخصيص ، فاذا استخدمت فى أداء

القروض فان تكلفة هذه القروض تناظر تكلفة هذه الأموال . ويرى Hal & Plas (٤٤) أنه اذا استخدمت هذه الأموال في تمويل استثمارات توسعية فان تكلفتها تعادل تكلفة الفرصة البديلة .

ويرى Van Horne (٤٥) ان الاهلاك بمعنى تحويل :لاصون الثابتة الى نقدية حاضرة تكلفتها تعادل تكلفة الفرصة البديلة لتخصيص هذه الأموال .

وفي رأى Kuchhal (٤٦) أنه اذا كان العائد اُمنتظر من استثمار أموال الاهلاك يقل عن عائد الفرصة البديلة فيفضل التصفية التدريجية للأصول .

ويرى الباحث أنه لايمكن اهمال تكلفة مخصصات الاهلاك . إذ أن مخصصات الاهلاك كغيرها من الأموال التي تحتجزها المنشأة . وان هذه الأموال لاتبقى عاطلة وانما يعاد استثمارها كما أن مخصصات الاهلاك لاتؤدي فقط الى المحافظة على الأصول بالاحلال انما أيضا الى نمو هذه الأموال ممايوجب حساب تكلفة هذا النوع من التمويل الداخلى . بمايعادل تكلفة الفرصة البديلة .

ونخلص مماسبق انى ضرورة احتساب تكلفة للتمويل اُنداخلـ، بنوعيه سواء كانت أرباح محتجزة أو مخصصات اهلاك بمعدل عائد يماثل تكلفة الفرصة البديلة . إذ أن هذه الأموال يعاد استثمارها في المنشأة ولا بد من وجود عائد من هذا الاستثمار لا يقل عن عائد الفرصة البديلة والا من الأفضل تحويل هذه الأموال الى الفرصة البديلة ، وقد تكون نتيجة هذا التحويل في غير صالح الاستثمار في مشروعات الأعمال .

ويقترح أحد الباحثين أن يكون الأساس الذي يبني عليه معدل قياس تكلفة حقوق الملكية في شركات المساهمة هو نفس المعدل السائد في السوق على المدخرات في البنوك التجارية وليس المعدل السائد للفائدة على القروض والسندات أو معدل الفائدة على الأموال المقترضة فنى ذات المنشأة ، وذلك للأسباب التالية : (٤٧)

- (١) لأن المعدل السائد على المدخرات في البنوك التجارية يكاد يهتف بالثبات النسبي من ناحية وبالموضوعية في القياس من ناحية أخرى .
- (٢) لأن المعدل السائد على المدخرات في البنوك التجارية يساعد على امكانية المقارنة السليمة بين المشروعات على خلاف معدل الفائدة على الأموال المقترضة الذي يختلف من منشأة الى أخرى

وكذلك المعدل السائد للفائدة على القروض والسندات الذى يمكن أن يتغير صعودا وهبوطا من فترة لأخرى .

(٣) تجنب تعرض المساهم للاجفاف عندما تكون نتيجة النشاط خسارة ، وخاصة اذا ماطبق مفهوم تكلفة الفرصة البديلة مع الايداع فى البنوك .

(٤) تشجيع المستثمر على المساهمة فى مشروعات الأعمال بصورة تعود على المجتمع ككل بالنفع والرخاء الاقتصادى ففتحول الأموال من حالة السكون الى حالة الديناميكية الاقتصادية .

ولهذا يتم تخصيص الأموال المحتجزة واعادة استثمارها بصرف النظر عن مصدرها بمعدل عائد يماثل تكلفة الفرصة البديلة . فليست الزيادة فى الأرباح والتوزيعات قاصرة على اعادة استثمار الربح المحتجز فقط وانما تتوقف هذه الزيادة على استثمار الفائض المحتجز ككل . وتقاس تكلفة التمويل الداخلى بدلالة الفائض المحتجز والتى تتمثل فى معدل النمو المنتظر كمايلى : (٤٨)

$$ك = \frac{ت}{س} + م$$

حيث

- ك = تكلفة التمويل الداخلى
- ت = توزيعات الأسهم
- س = القيمة السوقية للسهم
- م = معدل النمو = ب أع

حيث

- ب = نسبة الفائض المحتجز

$$= \frac{\text{الفائض النقدي} - \text{التوزيعات}}{\text{الفائض النقدي}}$$

الفائض النقدي = الربح المعلن + مخصصات الاهلاك

$$أ = \text{الوفر الضريبي} = \frac{\text{مخصصات الاهلاك}}{\text{الفائض قبل الضريبة}} \times \text{معدل الضريبة}$$

يلاحظ أن الفائض المحتجز يتكون من جزء معفى من الضرائب - مخصصات الاهلاك - وتخضع من الوعاء الضريبي وتشكل جزء من التمويل الداخلى ويحقق وفرا ضريبيا للمنشأة يعادل نسبة هذا الجزء الى الفائض النقدي. قبل الضريبة x معدل الضريبة .

ع = عائد الفرصة البديلة .

ومن هذا يتضح أن معدل النمو عبارة عن :

الفائض المحتجز / الفائض قبل الضريبة x عائد الفرصة البديلة (كنسبة مئوية + ١ - معدل الضريبة على الأرباح)

هذا الأسلوب يأخذ فى الاعتبار عائد الفرصة البديلة وبالتالى فهو يصلح لحساب معدل النمو ومنه تكلفة التمويل الداخلى خاصة فى حالة وجود سوق مالية للأسهم .

٢ - قياس تكلفة التمويل الخارجى :

بصفة عامة قد لايكفى التمويل الداخلى لتغطية الاحتياجات المالية للمنشأة مما يحدو بها للجوء الى مصادر خارجية بزيادة رأس المال أو الاقتراض أو هما معا .

وقد دلت احدى الدراسات التى شملت مجموعة من الشركات بالولايات المتحدة لمعرفة أهمية التمويل الخارجى مقارنة بالتمويل الداخلى واجمالى التمويل خلال الفترة من ١٩٨٠ - ١٩٨٦ الى أن التمويل الخارجى يغطى ثلث الاحتياجات المالية تقريبا وتغطى مخصصات الاهلاك فى المتوسط ٤٨٧٪ من الاحتياجات بينما يغطى الربح المحتجز ١٨٠٪ (٤٩)

ويمكن حصر المصادر الخارجية للحصول على الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات فى الآتى :

أ - الحصول على أموال من الغير فى شكل قروض باصدار سندات أو اتفاقيات خاصة .

ب - زيادة رأس المال باصدار أسهم جديدة. كما فى الشركات المساهمة أو اضافة مساهمات حكومية كما فى شركات القطاع العام أو باتفاقيات خاصة كإنضمام شريك أو شركة .

ويتم قياس تكلفة هذين المصدرين كمايلي :

أ - تكلفة التمويل عن طريق الاقتراض :

تتعدد أشكال الحصول على الأموال من هذا المصدر ، فقد يتم الحصول على الأموال مقابل سندات عادية ، حيث يحدد في السند تاريخ الاستحقاق ومعدل الفائدة السنوي . أو سندات قابلة للتحويل إلى أسهم . وقد يكون السند بالعملة المحلية أو الأجنبية .

ويرى البعض أن تكلفة الأموال المقترضة تناظر معدل العائد المطلوب للمقرضين ، بمعنى أن تكلفة الأموال المقترضة قبل الضرائب تساوي معدل الفائدة على القروض . (٥٠)

ويؤكد ذلك الاستاذ الدكتور سيد الهوارى حيث يرى أن تكلفة الأموال المقترضة تعادل معدل العائد الواجب كسبه على الاستثمارات الممولة بالقروض من أجل ألا تتأثر المكاسب المرتبطة بحملة الأسهم العادية ، وعلى ذلك فإن تكلفة الأموال المقترضة هي في ذاتها معدل الفائدة على القرض ، لأنه إذا قامت المنشأة بالاقتراض ثم استثمرت الأموال المقترضة لتحمل على عائد مساو لمعدل الفائدة فإن الأرباح العائدة للأسهم العادية لن تتأثر . (٥١)

ويعتقد الباحث أن :تتصار تكلفة التمويل عن طريق الاقتراض على معدل الفائدة على القرض أمر ينقصه الكثير . إذ أن المنشأة تتحمل عادة في حالة إصدار السندات مجموعة من الأعباء بخلاف فائدة القرض أهمها الآتى :

- (١) مصاريف إصدار السندات وتشمل عادة رسوم ترخيص بإصدار السندات ورسوم الرهن للأصول في حالة وجود شرط يرهن بعض ممتلكات المنشأة ومصروفات الطباعة ومصروفات الحملة الاعلانية .
- (٢) عمولة الموزعين للسندات في حالة الاعتماد على وسطاء للتوزيع أو عمولة البنك في حالة قيام البنك بذلك .

ومن ناحية أخرى فقد تصدر السندات بقيمة أقل من قيمتها الاسمية أو قد يتم سدادها في تاريخ الاستحقاق بقيمة أعلى من قيمتها أي بعلاوة سداد . فما هو موقف هذا من تكلفة التمويل ؟

ولهذا يجب أن تحسب تكلفة التمويل في حالة الحصول على الأموال المطلوبة عن طريق الاقتراض بحصر كافة الأعباء التي قد تتحملها المنشأة في سبيل الحصول على هذه الأموال مقارنة بصافي المبالغ التي يتم تحصيلها من الاقتراض .

ويمكن حساب تكلفة التمويل باستخدام معادلة مبسطة كما يلي: (٥٢)

$$\text{تكلفة تمويل السند} = \frac{\text{ت} + \frac{\text{م} - ١٠٠}{\text{ن}}}{\frac{\text{م} + ١٠٠}{٢}}$$

حيث :

- ت = الفائدة السنوية الواجب دفعها على السند .
- ١٠٠ = السند يستحق السداد في تاريخ الاستحقاق بمبلغ ١٠٠ جنيه .
- م = صافي المتحصلات بعد خصم جميع الأعباء التي تتحملها المنشأة في سبيل اصدار السند .
- ن = عدد السنوات التي يستحق بعدها السند .

ويلاحظ أن هذه التكلفة يتم حسابها قبل الضرائب ، ولهذا يتطلب الأمر تعديل هذه التكلفة بتخفيضها بقيمة الضرائب ، إذ أن فائدة الاقتراض تعتبر من النفقات الواجب خصمها من الوعاء الضريبي .

ولما كانت هذه التكلفة تأخذ في الاعتبار فائدة الاقتراض التعاقدية بالإضافة الى كل الأعباء التي قد تتحملها المنشأة في سبيل الحصول على القرض ، لذلك يوصى الباحث باستخدام المعادلة السابقة في حساب تكلفة التمويل عن طريق الاقتراض مع الأخذ في الاعتبار الضرائب المستحقة على القروض .

ب- تكلفة التمويل عن طريق رأس مال الأسهم :

بصفة عامة يمكن القول أن تكلفة التمويل تتوقف على المقابل الذي يعرض على المستثمر ويحفزه على تقديم مدخراته للمنشأة .

ولا تمثل تكلفة رأس المال بالضرورة صرفاً نقدياً أو حتى استحقاقاً محاسبياً عن التزام يوجب الصرف نقداً ، ولذلك فإن قياسها الصحيح صعب بالمقارنة مع تكلفة العمل أو المواد . وتظهر مدى المعوبة من المعاني المتعارضة أو وجهات النظر المختلفة التي تتعلق باصطلاح

تكلفة رأس المال كما يلي : (٥٣)

- (١) التفضيات التي يتحملها المستثمرين أو الدخل الضائع .
 - (٢) التكلفة التاريخية وقت استخدام رأس المال فى المشروع أو تكلفة الاستبدال الآن لرأس المال أو التكلفة الحالية لرأس مال جديد أو اضافى .
 - (٣) التكلفة على أساس ظروف السوق العالية أو التكلفة على أساس الظروف العادية أو فى الأجل الطويل .
 - (٤) التكلفة معبرا عنها بمبلغ سنوى من الجنيهات أو معبرا عنها كمعدل نسبة مئوية للاحتياجات السنوية من الأموال .
- ويعتقد الباحث أن تكلفة التمويل عن طريق رأس مال الأسهم تمثل العائد المستهدف على هذه الأموال من المستثمرين ، أى أنها تناظر تكلفة الفرصة البديلة .

سادسا : تكلفة التمويل المتغيرة كمنهج مقترح لترشيد قرارات الاستثمار :

يجب أن يتم تحليل التكلفة فى ضوء الهدف الذى يتم تحليـل التكلفة من أجله . (٥٤) فإذا كان الهدف من تحليل التكلفة هو قياس نتائج الأعمال أو اجراء المقارنات بين الوحدات المحاسبية المختلفة أو ترشيد قرارات التسعير ، فإنه من الضرورى الاعتراف بتكلفة التمويل وأخذها فى الاعتبار سواء كانت تكاليف تعاقدية صريحة أو تكلفة غير تعاقدية .

وفى حالة تحليل التكلفة لأغراض ترشيد قرارات قصيرة الأجل فإنه يمكن الاعتماد على تكلفة الفرصة البديلة لحساب تكلفة التمويل والتي يمكن أن تفيد فى ترشيد هذه القرارات ، فعند تحليل التكلفة لغرض قبول أو رفض طلبية جديدة ، فيمكن حساب تكلفة تمويل الآلة التى ستخصص لانتاج الطلبية الجديدة على أساس أنها تتمثل فى صافى الإيرادات المتوقعة من استخدام الآلة فى أفضل الاستخدامات الأخرى البديلة .

أما إذا لم يكن هناك استخدام بديل لهذه الآلة فتكون تكلفة استخدام الآلة فى انتاج هذه الطلبية عبارة عن تكلفة غارقة ولايجوز أخذها فى الاعتبار عند حساب تكلفة انتاج الطلبية لغرض ترشيد قبول أو رفض هذه الطلبية .

وإذا كان الهدف من تحليل التكلفة هو ترشيد قبول أو رفض مشروعات استثمارية جديدة ، فإن الأمر يتطلب حساب تكلفة التمويل المتغيرة حتى يمكن قبول المشروعات التي تكون صافي قيمتها الحالية موجبة ورفض المشروعات الاستثمارية التي لا تحقق صافي قيمة حالية موجبة ، حيث لا تتمشى التكلفة الثابتة وطبيعة قرارات الاستثمار من حيث كونها مستقبلية . لذلك يفضل التكلفة المتغيرة إذ أنها تقيس تكلفة الأموال المتوقع استخدامها في تنفيذ مشروعات الاستثمار ، وتأخذ في الاعتبار التغيرات المنتظر حدوثها في مصادر التمويل والتكلفة المناظرة لهذه المصادر ، وبذلك فهي تقيس تكلفة الفرصة البديلة . كما أن استخدام التكلفة المتغيرة كمعيار تمنع قبول مشروعات استثمارية عوائدها أقل من هذه التكلفة .

ولابد من حساب تكلفة التمويل حتى لو كان المشروع الاستثماري الجديد سوف يتم تمويله بالكامل من طريق مصادر تمويل خارجية . لأن اعتماد المنشأة في تمويلها لهذا المشروع على مصادر التمويل الخارجي سوف يحد من قدرتها على الحصول على مصادر تمويل خارجية أخرى لتمويل المشروعات الاستثمارية الأخرى في المستقبل . (٥٥)

مما سبق يتضح أن حسن اختيار المعيار المستخدم في تقييم وترتيب مشروعات الاستثمار يؤدي إلى دقة تقييم المشروعات الاستثمارية وبالتالي إلى ترشيد قرار الاستثمار . وأن تكلفة التمويل المتغيرة تعتبر المعيار الملائم لهذا التقييم لأنها :

(١) تقيس تكلفة الأموال المتوقع استخدامها في تنفيذ مشروعات الاستثمار ، وهذا ما يتفق مع طبيعة قرارات الاستثمار من حيث كونها مستقبلية .

(٢) تأخذ في الاعتبار التغيرات المنتظر حدوثها في مصادر التمويل المختلفة والتكلفة المناظرة لهذه المصادر .

(٣) ان استخدام تكلفة التمويل المتغيرة كمعيار يمنع قبول مشروعات استثمارية عوائدها أقل من هذه التكلفة .

ولكن كيف يمكن استخدام هذه التكلفة وما هو أسلوب قياسها ؟

تستخدم تكلفة التمويل المتغيرة كمعامل خصم لإيجاد القيم الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية للمشروعات موضع الدراسة . حيث لا تقبل إلا المشروعات التي تعطي صافي قيمة حالية موجبة . أي أنه

يشترط لقبول المشروع الاستثمارى أن يكون :

$$\text{صافى القيمة الحالية} \leq \text{صفر}$$

وإذا ما استخدم أسلوب معدل العائد الداخلى لاتقبل الا المشروعات التى تكون معدلات عوائدها الداخلية تساوى أو أكبر من تكلفة التمويل المتغيرة . فمن المنطقى قبول المشروعات التى تعطى عوائد أكبر من معدل البت فى هذه الحالة يشترط لقبول المشروع الاستثمارى أن يكون :

$$\text{معدل العائد الداخلى} \leq \text{تكلفة التمويل المتغيرة}$$

وبهذا يعتبر المشروع الاستثمارى فى حكم المرفوض إذا توافر فيه الشرط التالى .

(صافى القيمة الحالية \leq صفر) \rightarrow (معدل العائد الداخلى $>$ ك)
حيث ك تمثل تكلفة التمويل المتغيرة والتى تناظر تكلفة الفرصة البديلة .

وفى حالة تعدد مصادر تمويل المشروعات الجديدة لمنشأة قائمة أو منشأة جديدة ، يصبح من الصعب اعتبار تكلفة أحد هذه المصادر ممثلة لتكلفة التمويل ، لذلك يجب استخدام أسلوب الترجيح لاحتساب تكلفة التمويل حسب وزن كل مصدر منها وتستخدم كمعدل خصم التدفقات النقدية الصافية لتقييم المشروع اقتصادياً . (٥٦)

ويمكن الحصول على تكلفة التمويل المتغيرة المرجحة عن طريق تحديد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل واعطاء وزن نسبى لكل مصدر يعادل نسبة هذا المصدر الى اجمالى المصادر المتوقع استخدامها .

ويوضح الجدول التالى كيفية حساب معدل تكلفة التمويل المتغيرة المرجحة وذلك بعد الأخذ فى الاعتبار تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل والتى سبق حسابها فى النقاط السابقة .

حساب تكلفة التمويل المتغيرة المرجحة

٤ = ٢ × ٣ معدل تكلفة التمويل المتغيرة المرجحة	٣ معدل تكلفة التمويل لكل مصدر	٢ نسبة كل مصدر الى الاجمالي (الوزن النسبي)	١ مبلغ كل مصدر	مصادر التمويل
٠.٠٠٠٠	معدل عائد الفرملة البديلة	٪١	×	رأس المال
٠.٠٠٠٠	معدل النمو المحسوب على أساس معدل عائد الفرملة البديلة .	٪٣٣	××	اللائق المحتجز
٠.٠٠٠٠	معدل الفائدة على القروض بعد تعديله بإضافة جميع الأعباء التي قد تتحملها المنشأة فـى سبيل الاقتراض .	٪٣٣٣	×××	الاقتراض
٠.٠٠٠٠				
٠.٠٠٠٠		١٠٠	××××××	

٠. معدل تكلفة التمويل المتغيرة المرجحة = $\frac{١٠٠ \times ٠٠٠٠}{١٠٠٠٠} = ١٠\%$

ولهذا يوصى الباحث باستخدام معدل تكلفة التمويل المتغيرة المرجحة سواء كمعيار أو كعامل خصم لتقييم مشروعات الاستثمار .
اذ أنه باستخدام هذا المعدل يمكن الحصول على نتائج أقرب ما تكون الى الدقة .

شامنا : النتائج والتوصيات :

تمثل الهدف من هذا البحث فى دراسة وتحليل تكلفة التمويل وبيان دورها فى تقييم أداء المسئولين فى المنشأة وأيضا أساليب تقييم مشروعات الاستثمار ، ثم محاولة قياس هذه التكلفة وصولا الى منهج مقترح يساعد ادارة المنشأة فى التقييم والمفاضلة بين مشروعات الاستثمار .

وقد توصل الباحث الى عدة نتائج أهمها الآتى :

- ١ - تعتبر تكلفة التمويل معيارا لقياس فاعلية استخدام الأموال والحد الأدنى للعائد الواجب تحقيقه على الاستثمار ومعدل البت فى ظل استخدام أسلوب معدل العائد الداخلى ومعدل الخصم فى أسلوب صافى القيمة الحالية . فهى تشكل معيارا لتوجيه ادارة المنشأة نحو تعظيم العائد . وهى تعتبر الأساس الذى تركز عليه أفضل الأساليب التى تستخدم فى تقييم واختيار مشروعات الاستثمار .
- ٢ - تتضمن تكلفة التمويل التكلفة التعاقدية الصريحة وأيضا تكلفة الفرمة البديلة .

٣ - من غير المنطقي القول بأن تكلفة التمويل الداخلى لاتساوى شيئا ، بل يجب أن تساوى على الأقل تكلفة الفرصة البديلة ، والا لاداعى لاستثمار الأموال الداخلية داخل المنشأة . هذا بالإضافة الى أن تجاهل هذه التضحيات الاقتصادية من شأنه تقويم المخزون السلعى بأقل من حقيقته واطهار الأرباح بأكبر من حقيقتها .

٤ - اعترف النظام المحاسبى الموحد بالفوائد على الأموال المملوكة - فرق الفوائد المحسوبة - وأيضا بايجار العقارات المملوكة والتي تشغلها الوحدة - فرق الايجار المحسوب - وان اعتراف النظام المحاسبى بهذين البندين يعد تطبيقا لمفهوم تكلفة الفرصة البديلة . وحساب تلك الفروق يمكن من تقييم الأداء وترشيد قرارات الاستثمار واجراء المقارنات بين نتائج النشاط الجارى للوحدات المتماثلة على أساس موضوعى ، كما تسهل مهمة المحاسب القومى فى توفير البيانات التى تحقق القياس الموضوعى لعناصر القيمة المضافة .

٥ - تمثل تكلفة التمويل قيما مالية يمكن قياسها وهى فى نفس الوقت يتم تحديدها أو الارتباط بها بمعرفة ادارة المنشأة ، إذ أن الادارة هى المختصة بتحديد معيار القبول أو الرفض . لذلك فان التركيز على قياس ومعايرة هذه التكاليف تصبح معيارا مناسباً يمكن استخدامه :
أ - كأساس لأساليب التقييم والمفاضلة بين البدائل المتاحة وذلك لترشيد قرارات الاستثمار .
ب - كمؤشر لمدى كفاءة أداء ادارة المنشأة .

٦ - يواجه قياس تكلفة التمويل بعض الصعوبات أهمها الآتى :
أ - عدم الاتفاق على أهمية قياس تكلفة التمويل فى كل الأحوال .
ب - اختلاف مصادر التمويل بين الملكية والاقتراض . ولكل مصدر عوامل معينة تحكم حساب تكلفته .
ج - هناك مجموعة من العوامل تؤثر على تكلفة التمويل .
وقد قدم الباحث بعض المبررات لمواجهة هذه الصعوبات .

٧ - يمكن تبويب مصادر التمويل المختلفة وفقا لغرض الشخصية المعنوية المستقلة ومفهوم الفصل بين الملكية والادارة الى :
أ - مصادر تمويل داخلية وتشمل الأرباح المحتجزة والاحتياطيات ومخيمات الاهلاك والمصادر العرضية الأخرى ان وجدت .
ب - مصادر تمويل خارجية وتشمل رأس المال أو المساهمات الحكومية وانضمام شريك أو شركة والقروض متوسطة وطويلة

٨ - احتساب تكلفة لحقوق الملكية يجعل قواعد المحاسبة تتفق مع المفاهيم الاقتصادية خاصة تكلفة الفرصة البديلة ، وأيضا إجراء المقارنات بين نتائج الوحدات المتماثلة في طبيعة النشاط وتختلف في التمويل ، وذلك على أساس موضوعي .

٩ - يعامل التمويل الداخلى معاملة ضريبية خاصة . فالجزء الأكبر منه معفى من الضريبة (مخصصات الاهلاك) حيث يخصم الاهلاك من الربح لتحديد الوعاء الضريبى .

١٠ - تحتسب تكلفة التمويل في حالة الحصول على الاموال عن طريق الاقتراض بحصر كافة الاعباء التى تحملها المنشأة في سبب الحصول على المال اللازم مقارنا بمافى المبالغ التى يتم تحصيلها من هذه القروض .

١١ - لا تمثل تكلفة رأس المال بالضرورة صرفا نقديا أو حتى استحقاقا محاسبيا عن التزام يوجب الصرف نقدا . ولذلك فان قياسها الصحيح صعب بالمقارنة مع تكلفة المواد أو تكلفة العمل . ويرى الباحث قياسها على أساس تكلفة الفرصة البديلة .

التوصيات :

بناء على ماسبق من نتائج يوصى الباحث بالآتى :

١ - ضرورة احتساب تكلفة للتمويل الداخلى بمعدل عائد يماثل تكلفة الفرصة البديلة . وقد يكون معدل النمو أسلوب معقول لحساب تكلفة التمويل ، اذ أن هذا الأسلوب يأخذ في الاعتبار عائد الفرصة البديلة .

٢ - ضرورة حساب تكلفة التمويل عن طريق الاقتراض بحصر كافة الاعباء التى قد تحملها المنشأة في سبب الحصول على تلك القروض مقارنة بمافى المبالغ التى يتم تحصيلها عند الاقتراض مع الأخذ في الاعتبار الضرائب المستحقة على القروض اذ أنها تعتبر من النفقات الواجب خصمها من الربح لتحديد الوعاء الضريبى .

٣ - ضرورة حساب تكلفة لرأس المال المملوك بمعدل يماثل تكلفة الفرصة البديلة وقد يكون معدل العائد على المدخرات فى البنوك التجارية أساسا معقولا لحساب تكلفة رأس المال المملوك .

٤ - ضرورة استخدام معدل تكلفة التمويل المتغيرة المرجحة سواء كمعيار أو معامل خصم لتقييم مشروعات الاستثمار اذ أنه باستخدام هذا المعدل يمكن الحصول على نتائج أفضل ما كان الحال عليه

هوامش البحث

- ١ - د. محمد فخرى مكي ، " دراسة الجدوى الاقتصادية القومية للمشروعات فى الدول النامية " ، مجلة الادارة ، المجلد الرابع ، العدد الثانى ، اتحاد جمعيات التنمية الادارية ، أكتوبر ١٩٨١ ، ص ٥٧ .
2. R.G.Murdick, & D.D.Deming, The Management of Capital Expenditures, N. Y., McGraw-Hill Book Com., 1978, p. 17 .
3. L.J.Moore & D.F.Scott, " A Formalized Procedure for Longrange Capital Planning " , Managerial Planning, May/June, 1983, p. 31.
4. S.C.Kuchhal, Financial Management,India Chartanya Publishing-House-University Road,Allahobad , 1979, p. 269 .
5. R.R.Reily & W.E.Wecker, " On the Weighted Average Cost of Capital " , Journal of Finance, Jan.,1973, p. 123.
6. E.Solomon, The Theory of Financial Management,Columbia University Press, N.Y. 1973, p. 27
7. W.W.Sihler, " Frame Work For Financial Decision", Harvard Business Review, March/April,1981,p. 123.
8. W.Branek, " The Weighted Average Cost of Capital and Shareholder Wealth Maximization" , Journal of Financial and Quantitative Analysis, March, 1977, p. 13 .
9. G.D.Quirin, L'investissements, Paris,1983,p. 155.
- 10.E.Solomon, op. cit., p. 8.

11. L.N.Killough, " Relevancy of Capital cost for Decision", Managrial Planning , March/April , 1983 , p. 26.

١٢ - د. عباس مهدي الشيرازي ، أصول محاسبة التكاليف ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ١٩٨١ ، ص ٣٦ .

١٣ - المرجع السابق ص ٣٦ .

١٤ - د. منير سالم ، بحوث محاسبية فى اقتصاديات المشروع ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ١٩٧٥ ، ص ١٧ .

15. C.T.Horngren, Cost Accounting-A Managerial Emphasis, Fourth Edition, Prentice-Hall International Inc., London, 1982, p. 371.

16. R.J.Thacker, Introduction to Modern Accounting , Fourth Edition, Prentice-Hall Inc., E.C. , N. J. 1987, p. 212 .

17. G.D.Quirin, op. cit., p. 155.

18. P.Vernimmen, Finance D'entreprise-Logique et Pratiques, Paris, 1979, p. 108.

19. R.N.Anthony, " Accounting For the Cost of Equity", Harvard Business Review, Nov./Dec., 1983, p. 88.

20. R.G.Lipsey, An Introduction to Positive Economics, Weidenfeld & Nicolson, London, 1981, p. 372.

٢١ - د. عبدالعزيز حجازي ، الأصول العلمية للتكاليف الفعلية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، غير مبين سنة النشر ، ص ٩٥ - ٩٦ .

٢٢ - د. نبيل فهمي سلامه ، المحاسبة عن تكلفة حقوق الملكية فى الشركات المساهمة بهدف تحييد الهيكل التمويلي ، الكفاية الانتاجية ، العدد الأول/الثاني ، ١٩٨٩ ، ص ٥٩ .

- ٢٣ - د. عباس مهدي الشيرازي ، مرجع سبق ذكره ، ص ٣٧ .
- ٢٤ - الجهاز المركزي للمحاسبات ، النظام المحاسبي الموحد ، مجموعة الاستفسارات والايفاحات التي أصدرتها اللجنة الفنية الدائمة للنظام ، الطبعة الرابعة ، ١٩٧٦ ، ص ١١٨ - ١٢١ .
25. L.W.J.Owler & J.L. Brown, Cost Accounting and Costing Methods , 13th. ed., Mcdonald and Evans Ltd, 1975, p. 216 .
26. George A. Christy & P.E.Roden, Finance Environment and Decisions, N.Y., Harper and Row Pub. Inc. , 1973, p. 236 .
27. Ibid., p. 236 .
28. Ibid., p. 237 .
- ٢٩ - د. جلال الشافعي ، " الموضوعية كمييار للقياس المحاسبي " ، التكاليف ، الجمعية العربية للتكاليف ، أكتوبر ١٩٧٨ ، ص ٨٨ .
- ٣٠ - المرجع السابق ، ص ٨٩ .
- ٣١ - د. حلمي محمود نمر ، د. عبد المنعم محمود ، الأصول العلمية والعملية في محاسبة الشركات - الجزء الثاني شركات الأموال ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ١٩٧١ ، ص ١٧٥ .
- ٣٢ - المرجع السابق ، ص ١٧٦ .
- ٣٣ - المرجع السابق ، ص ١٧٥ .
34. J.P. Couvreur, La Decision D'investir, Entreprise Moderne D'edition, Paris, 1978, p. 84 .
35. G.Depallens, Gestion Tnanciere De L'entreprise , Edition Sirey, Paris, 1977, p. 196.

36. J.A.Krier, & E.Y.Rio, Gestion De L'entreprise , Press Universitaire de France, Paris ,1977,p. 365.
37. G.Depallens, op. cit., p. 196 .
38. J.C.Gitman, Principales of Managrial Feuance , 2ed., N. Y., 1979, p. 348 .
39. E.Solomon, op. cit., p. 51.
40. J.C.Van Horne, Financial Management & Policy , 3rd., Prentice-Hall International Editions,1975, p. 111.
41. G.Depallens, op. cit., p. 198.
42. Ibid., p. 198 .
43. J.P.Couvreur, op. cit.,p. 247 .
44. J.Ch. Hall & J.P.Plas, Les Choix D'investissement Dans L'entreprise, Presses Universitaires de France, 1973, p. 72.
45. G.C.Van Horne, op. cit.,, p. 177.
46. S.C.Kuchhal, op. cit.,, p. 296 .

٤٧ - د. نبيل فهمى سلامه ، مرجع سبق ذكره ، ص ٦٢ .

٤٨ - د. عبدالغفار حنفى ، د. رسميه قرياقص ، الادارة المالىة ، الجزء الثانى ، المكتب العربى الحديث ، الاسكندرية، ١٩٨٧ ، ص

• ٥٥١

49. G.R.Christy & P.F.Roden, Finance Environment and Decisions, International Edition, N.Y., 1989, p. 235 .

- ٥٠ - د. عبدالمنعم أحمد التهامى ، دراسات الجدوى للمشروع —————
الجديدة ، مكتبة عين شمس ، القاهرة ، ١٩٨٤ ، ص ٢١٠ .
- ٥١ - د. سيد النهوارى ، الادارة المالية منهج اتخاذ انقـرارات ،
مكتبة عين شمس ، القاهرة ، ١٩٧٦ ، ص ٢٥٥ .
- ٥٢ - د. جميل أحمد توفيق ، مذكرات فى الادارة المالية، دار انجـامعات
المصرية ، الاسكندرية ، غير مبين سنة النشر ، ص ٢٨٦ .
- ٥٣ - د. شوقى حسين عبدالله ، التمويل الادارى مدخل حديث ، دار النهضة
العربية ، القاهرة ، ١٩٦٩ ، ص ٤٢٥ .
- ٥٤ - د. حازم أحمد يس ، " التكلفة الضمنية ودورها فى تحقيق
العدالة الضريبية " ، التكاليف ، الجمعية العربية للتكاليف،
يناير ١٩٨٢ ، ص ١٩ .
55. J.F.Weston & E.F.Brigham, Managerial Finance, Fifth
Edition, The Dryden Press, Illinois, 1985,p, 595.
- ٥٦ - د. عبدالمنعم أحمد التهامى ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢١٧ .