

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر أكاديمي

الميدان : علوم اقتصادية ، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة : علوم تسيير

التخصص: مالية المؤسسة

من إعداد الطالب: خرور الياس

بعنوان:

أثر تكلفة رأس المال على القرار الاستثماري في القطاع الصناعي

دراسة حالة مؤسسة ملبنة الأوراس - باتنة - خلال الفترة ( 2011-2013 )

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2014/06/10

أمام اللجنة المكونة من الأستاذة:

(أستاذ التعليم العالي - جامعة قاصدي مرباح - ورقلة) رئيسا

الأستاذ/شيخ محمد

(أستاذ مساعد أ - جامعة قاصدي مرباح - ورقلة) مشرفا

الأستاذ/تمجدين نور الدين

(أستاذ مساعد أ - جامعة قاصدي مرباح - ورقلة) مناقشا

الأستاذ/نعوم عبد العزيز

السنة الجامعية : 2014/2013

## الإهداء

إلى كل من نطق بكلمة التوحيد لسانه وصدقها قلبه، إلى كل من صلى على خير البرية محمد عليه الصلاة والسلام .

إلى أعظم امرأة بين نساء الكون أُمي الغالية التي حملتني وهنأ علي وهنأ جنينا وسقتني لبن التوحيد مع الأخلاق رضيها وعلمتني صغيرا ورافقتني بدعائها كبيرا.

إلى أبي الفاضل الشامخ المكارم والراسخ الفضائل ، الحريص علي، رءوف بي رحيم ، سندي المتين وأنيسي المعين .

إلى دفع البيت وسعاده أخواتي

إلى كل من جمعني معهم المشوار الدراسي من بدايته إلى اليوم إلى من أحببناهم بإخلاص وبادلونا نفس الشعور.

إلى كل من عرفني وسيعرفني إن شاء الله .

## الياس

## الشكر

الحمد لله الذي وفقنا ومنحنا القوة والصبر لإتمام هذا العمل .  
نتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ المشرف تمجدين نور الدين وكل من ساعدنا في  
انجاز هذا العمل المتواضع من قريب أو من بعيد  
و إلى كل معلمينا و أساتذتنا الكرام.

## الملخص

تناولت هذه الدراسة مدى تأثير تكلفة رأس المال في اتخاذ القرارات الاستثمارية في القطاع الصناعي .

وفي إسقاط لهذه الدراسة على حالة مؤسسة ملبنة الأوراس حيث قمنا بدراسة مشروعين استثماريين خلال الفترة ( 2011-2013 ) وذلك بحساب تكلفة رأس المال و قد توصلنا إلى بعض النتائج التي تؤكد في مجملها على أهمية تكلفة رأس المال في تحديد مصادر التمويل المناسبة لاتخاذ القرار الاستثماري السليم ، كما يجب على المؤسسة ضرورة تنويع واختيار مصادر التمويل المناسبة التي تحقق أكبر عائد و بأقل تكلفة ممكنة

## الكلمات المفتاحية:

تكلفة رأس المال ، ، القرار الاستثماري .

## Abstract

This study examined the impact of the cost of capital in investment decision-making in the industrial sector.

At the drop of the study on the state institution dairy Aures, where we studied two investment projects during the period (2011-2013) and then calculates the cost of capital and have reached some conclusions which emphasizes in its entirety on the importance of the cost of capital in determining the appropriate funding sources for investment decision proper , the institution must also need to diversify the sources of funding and selecting the appropriate check biggest yield and the lowest possible cost

**Keywords:** The cost of capital, investment decision.

الفهرس

رقم الصفحة	المحتوى
I	الاهداء
II	الشكر
III	الملخص
IV	الفهرس
VI	قائمة الجداول
VII	قائمة الأشكال
VIII	قائمة الملاحق
IX	قائمة الاختصارات والرموز
أ	المقدمة
	الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية
2	تمهيد
3	المبحث الأول : الأدبيات النظرية
3	المطلب الأول: أساسيات حول تكلفة رأس المال
3	أولاً: تعريف تكلفة رأس المال:
4	ثانياً: أهمية تقدير تكلفة رأس المال والعوامل المؤثرة فيها
6	المطلب الثاني : معايير اختيار مصادر التمويل
6	أولاً: معيار المردودية
6	ثانياً: معيار التكلفة
13	المطلب الثالث: القرار الاستثماري
13	أولاً: تعريف القرار الاستثماري
13	ثانياً : صعوبات اتخاذ القرار الاستثماري
14	ثالثاً: مراحل و أسس اتخاذ القرار الاستثماري
18	رابعاً: علاقة تكلفة رأس المال بالقرار الاستثماري
19	المبحث الثاني : الأدبيات التطبيقية

الفهرس

19	المطلب الأول : عرض الدراسات
21	المطلب الثاني:تقييم الدراسات
23	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني : دراسة ميدانية بملبنة الاوراس
25	تمهيد
26	المبحث الأول : منهجية الدراسة
26	المطلب الأول : تقديم ملبنة الأوراس
26	أولا: تعريف ملبنة الاوراس
27	ثانيا:أهداف ومشاكل ملبنة الاوراس
28	ثالثا: الهيكل التنظيمي لملبنة الاواس
35	المطلب الثاني : مجتمع ومتغيرات الدراسة
35	أولا :مجتمع وعينة الدراسة
35	ثانيا : متغيرات الدراسة
35	ثالثا :معطيات الدراسة
36	رابع : مصادر جمع المعلومات
37	المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج
37	المطلب الأول : نتائج الدراسة
50	المطلب الثاني: مناقشة النتائج واختبار الفرضيات
50	أولا : مناقشة النتائج
53	ثانيا: اختبار الفرضيات
54	خلاصة الفصل
56	الخاتمة
	قائمة المراجع
	الملاحق

## أ- توطئة

إن ما يميز القطاع الصناعي هو التغير الدائم وعدم الاستقرار و التي أصبحت إحدى السمات الرئيسية لبيئة الأعمال الحديثة ، إن الاستثمار في القطاع الصناعي يتميز بارتفاع درجة المخاطر وهو ما يتطلب إعداد خطط استثمارية طويلة المدى بما يساعد المؤسسة على ترشيد نفقاتها الاستثمارية واختيار أفضل الاقتراحات الاستثمارية التي تعظم القيمة السوقية لها ، إن اتخاذ أي قرار استثماري أو تمويل مشروع ، نكون أمام اختيار المصدر الملائم للتمويل من خلال تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل ، وبالتالي بناء الهيكل التمويلي المناسب بحيث يستند المسير المالي إلى عدة معايير من أجل المفاضلة بين البدائل الاستثمارية أو التمويلية ، ومن ابرز هذه المعايير تكلفة رأس المال ، بحيث تسعى كل مؤسسة لتحقيق معدل عائد أعلى أو يساوي تكلفة رأس المال .

ويعتبر موضوع تكلفة رأس المال من المواضيع الأكثر صعوبة ، والتي يجب التعامل معها بدقة أكبر ، فالمؤسسة تكون أمام عدة اقتراحات استثمارية للمفاضلة بينها ، وهنا تكمن أهمية تكلفة رأس المال كأحد العوامل المساعدة في المفاضلة بين الاقتراحات الاستثمارية ومصادر التمويل.

إن الهدف الأساسي للإدارة المالية في المؤسسة هو تعظيم قيمتها و ترشيد عملية استخدام الأموال فيها ، فانه يتم اختيار المصادر المالية من خلال الحصول على أكبر عائد بأقل تكلفة ممكنة ، وتقوم المؤسسات باختلاف أنواعها بمراعاة هذه التكاليف عند الشروع في استثمار معين من أجل الاختيار الأنسب لطريقة التمويل التي تتماشى مع وضعية المؤسسة.

## ب- إشكالية البحث

فاستنادا لما سبق ارتأينا لطرح الإشكالية على النحو التالي:

ما مدى تأثير تكلفة رأس المال في اتخاذ القرارات الاستثمارية على القطاع الصناعي؟

ولإجابة على الإشكالية و الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع تم طرح الأسئلة الفرعية التالية :

- ما هي أهمية قياس تكلفة رأس المال والعوامل المحددة لها ؟

- ما هي المعايير التي يتم من خلالها اختيار مصدر تمويل المشروعات الاستثمارية في المؤسسة الصناعية ؟

- ما اثر تكلفة رأس المال على مردودية المشروعات الاستثمارية في المؤسسة محل الدراسة ؟

## ت- فرضيات البحث:

- للإجابة على الإشكالية الرئيسية ومختلف الإشكاليات الفرعية ، تم الاعتماد على الفرضيات التالية:
- إن لقياس تكلفة رأس المال أهمية بالغة من حيث اختيار مصادر التمويل المناسبة ، وتتأثر بالعديد من العوامل منها عوامل عامة ، ومنها ما هو متعلق بكل عنصر من عناصر الهيكل المالي بالإضافة إلى بعض العوامل غير النظامية
  - يتم اختيار مصادر تمويل المشروعات الاستثمارية بالاعتماد على المعايير التي تحدد جوانب المردودية المالية وتكلفة مصادر تمويل الاستثمارات في المؤسسة.
  - من الممكن أن تؤثر تكلفة رأس المال على مردودية المشروعات الاستثمارية للمؤسسة بشكل إيجابي .

## ث- مبررات اختيار الموضوع

- موضوع البحث يخدم مجال التخصص .
- أهمية الموضوع باعتبار معيار تكلفة رأس المال من أبرز المعايير للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية .
- القيمة العلمية والعملية لموضوع تكلفة رأس المال .

## ج- أهداف الدراسة وأهميتها

- الأهداف:
  - التعرف على اثر تكلفة رأس المال على القرارات الاستثمارية .
  - التعرف على العلاقة التي تربط تكلفة رأس المال بالقرار الاستثماري
  - تبيان أن معرفة نسبة تكلفة رأس المال ومساهمتها في ترشيد قرارات المؤسسة.
  - محاولة معرفة أحسن السبل لتقدير تكلفة رأس المال .
  - الأهمية:
- تكمن أهمية الموضوع في التحسيس بمدى حاجة مؤسساتنا الانفتاح على الأسواق العالمية لكي تتطور وتطور من أهدافها وحاجة اقتصادنا لسوق نشط وفعال، كما تعتبر القرارات الاستثمارية المتبناة من طرف المؤسسة ذات أهمية كبيرة في حياتها وفي بقائها ونموها وهذا بإبراز مدى ضرورة تكييفها مع الظروف المالية للمؤسسة، وباعتبار تكلفة رأس المال ذات أهمية في المفاضلة بين البدائل الاستثمارية داخل المؤسسة وزيادة أهمية تكلفة رأس المال يحتم



الاهتمام بالإدارة المالية وذلك لتأثيرها على القرار الاستثماري ، كما تكمن أهمية هاته الدراسة في معرفة نتائج ووضعية المؤسسة الصناعية العمومية في الجزائر.

### ح- حدود الدراسة:

- الحدود المكانية: تمت الدراسة في مؤسسة صناعية وبالتحديد مؤسسة ملبنة الأوراس -باتنة-
- الحدود الزمنية: كانت الدراسة لمشروعين استثماريين لمؤسسة ملبنة الأوراس خلال فترة (2011-2013).

### خ- منهج البحث والأدوات المستخدمة

- منهج البحث:

سعت هذه الدراسة إلى بلوغ الأهداف والتوصل إلى نتائج وتوصيات وذلك بالاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري، من خلال التطرق إلى أهم العناصر الواجب التعرف عليها كإطار المفاهيمي تكلفة رأس المال والقرار الاستثماري، للولوج في صميم الموضوع من خلال الدراسة الميدانية وتحليل العلاقة بينهما، كما اعتمدنا على منهج دراسة حالة، في الجانب الميداني بغرض إسقاط الجانب النظري على حالة إحدى المؤسسات التي تنشط في القطاع الصناعي بالاستعانة بأدوات جمع المعلومات كالمقابلة.

- الأدوات المستخدمة:

اعتمدنا في دراستنا لهذا الموضوع في دراسة حالة على أسلوب المقابلة مع مدير مصلحة المالية والمحاسبة بمؤسسة ملبنة الأوراس وبعض إطاراتها في جمع المعلومات وأسلوب التحليل المالي للمعلومات المتوفرة في القوائم المالية للفترة الممتدة من 2011 إلى 2013.

### د- مرجعية الدراسة:

في دراستنا لموضوع أثر تكلفة رأس المال على القرار الاستثماري قمنا بالاعتماد على مجموعة من المراجع متمثلة في الكتب والمجلات، إضافة إلى المداخلات والمقتنيات، وكذلك المذكرات ووثائق تحصلنا عليها من مصلحة المالية والمحاسبة والمتمثلة في القوائم المالية للمؤسسة موضع الدراسة.

### ذ- صعوبات البحث:

تتمثل أبرز الصعوبات والعقبات التي صادفناها أثناء إنجاز هذه المذكرة في :

- صعوبة الحصول على البيانات الخاصة بالدراسة .

- رفض عديد المؤسسات قبول التبرص لديها لعدم رغبتها في الإفصاح عن ميزانيتها المالية.

## ر- هيكل البحث:

لكي نجيب على تساؤلات الدراسة تناولنا الموضوع في فصلين؛ بحيث قمنا بتخصيص الفصل الأول لعرض الأسس النظرية و التطبيقية لعلاقة تكلفة رأس المال بالقرار الاستثماري، المبحث الأول تطرقنا فيه للأدبيات النظرية وفي المبحث الثاني إلى الدراسات السابقة.

أما الفصل الثاني فقد تضمن الدراسة الميدانية؛ وذلك من خلال تطرقنا في المبحث الأول إلى منهجية الدراسة، وفي المبحث الثاني عرض النتائج ومناقشتها.

### تمهيد:

يعتبر موضوع تكلفة رأس المال من المواضيع المهمة في مجال الإدارة المالية والتي يجب على المسير المالي للمؤسسة التعامل معها بحذر ودقة ويمكن إرجاع ذلك إلى تعدد أهداف حساب تكلفة رأس المال: من اتخاذ للقرارات الاستثمارية إلى قياس جودة وفعالية مصادر التمويل منها إلى قياس مردودية المشاريع الاستثمارية... الخ.

في هذه الحالة تجد المؤسسة نفسها أمام مجموعة من الصعوبات التي تتمثل في مجملها في اختيار وترتيب أولويات الاستثمار وفق الربحية، فتكلفة رأس المال تعبر عن معدل المردودية الأدنى المطلوب من المشاريع الاستثمارية بالطريقة التي تضمن لصاحبها مردودية قابلة للمقارنة مع مردودية أخرى يمكن الحصول عليها من السوق بنفس درجة المخاطرة.

وعليه تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

**المبحث الأول: الأدبيات النظرية**

**المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية**

## المبحث الأول: الأدبيات النظرية

إن اختيار اقتراح استثماري معين لا يتوقف على العائد المتوقع منه بل يعتمد على تحديد سعر الخصم المستخدم ، والمتمثل في تكلفة رأس المال أي الحد الأدنى الواجب تحقيقه من المشاريع الاستثمارية .

وسنعرض في هذا المبحث أهم التعاريف الخاصة بتكلفة رأس المال وكيفية حسابها.

### المطلب الأول: أساسيات حول تكلفة رأس المال

تعتبر تكلفة رأس المال ذات أهمية بالغة عند اتخاذ القرارات الاستثمارية للمؤسسة باعتبارها تبرز العائد الناتج عن الأموال المستخدمة .

#### أولاً: تعريف تكلفة رأس المال:

تعرف على أنها متوسط معدل المردودية الأدنى الذي يلتزم به المستثمرين عند الحصول على التمويل المطلوب لمشاريعهم الاستثمارية<sup>1</sup>.

أي أن تكلفة رأس المال عبارة عن : المتوسط الحسابي المرجح لمختلف مصادر التمويل الدائمة في المؤسسة أو الهيكل التمويلي لها، وهذا يتطلب:<sup>2</sup>

- تحديد تكلفة مختلف مصادر التمويل المستعملة من المؤسسة.

- بعدها يتم تقدير تكلفة رأس المال عن طريق حساب متوسط التكلفة المرجحة ، للحصول على تكلفة التمويل النهائية .

إن تكلفة رأس المال عبارة عن "تكلفة المزيج الذي يتكون منه هيكل رأس المال أي الخليط المكون لمصادر التمويل طويل الأجل، المتمثل في الافتراض طويل الأجل و السندات و الأسهم الممتازة و حقوق الملكية المتكونة من الأسهم العادية و الأرباح المحتجزة"<sup>3</sup>.

انطلاقاً من التعريف السابق نستطيع القول بان تكلفة رأس المال تعتمد على طبيعة مصادر التمويل من جهة و تكلفة كل مصدر من جهة أخرى. و نظراً لان مصادر التمويل المختلفة نادراً ما تكون متساوية لذلك تعرف تكلفة رأس المال بأنها تكلفة

كل عنصر من عناصر التمويل مرجح بوزنه النسبي في القيمة السوقية للمؤسسة.

<sup>1</sup> دادن عبد الغاني واخرون، دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والرفع المالي كإستراتيجية للنمو الداخلي، الندوة التدريبية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، جامعة سطيف، 2003، ص2

<sup>2</sup> Khemici Chiha , **Finance d'entreprise** , Houma Edition , ALGER ; 2009, P151

<sup>3</sup> جمال بعيطيش، التمويل والمخطر المالية للاستثمارات في المؤسسة، مذكرة ماجستير علوم تجارية، جامعة باتنة، 2009، ص45

ثانياً: أهمية تقدير تكلفة رأس المال والعوامل المؤثرة فيها

### 1- أهمية تقدير تكلفة رأس المال

إن أي استثمار يتطلب معرفة تكلفة تمويله ومقارنتها بمعد العائد المتوقع ، حيث إن الاستثمار الذي لا يحقق عائد يساوي على الأقل تكلفة يجب رفضه .

وعموماً فإن حساب تكلفة لرأس المال يحقق للمؤسسة عدة فوائد أهمها <sup>1</sup>:

- حساب تكلفة رأس المال لكل عنصر من عناصر التمويل يساعد الإدارة المالية على اختيار المصادر المناسبة والتي تحمل المؤسسة أقل تكلفة وأكبر عائد.
- تستخدم تكلفة رأس المال كمعيار في المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية ، حيث يتم قبول المشروع إذا كان معدل العائد الداخلي يزيد عن تكلفة رأس المال من جهة ويكون أكبر من باقي المعدلات الأخرى للمشاريع .
- تعتبر تكلفة رأس المال عنصراً هاماً في اتخاذ الكثير من القرارات المالية ، كالقرارات المتعلقة بالاستئجار و استرداد السندات ، وسياسة رأس المال العام .
- بهدف تعظيم قيمة المؤسسة يجب إن تكون تكلفة مختلف عناصر التمويل في حدودها الدنيا ، بغرض تخفيض تكلفة التمويل و هو ما يتطلب حساب تكلفة رأس المال

ومن اجل الوصول إلى تكلفة رأس المال للمؤسسة ككل لابد من توفر ثلاث شروط <sup>2</sup>:

- إن تكون جميع الاقتراحات الاستثمارية على نفس درجة من المخاطر .
- إن تتماثل من حيث الخصائص .
- إن يكون تنفيذ أي اقتراح من الاقتراحات المعرضة لا يغير من مستوى مخاطر المؤسسة ككل

مما سبق يتضح لنا إن لتكلفة رأس المال أهمية بالغة في ترشيد قرارات المؤسسة التمويلية ، كما تعتبر معياراً أساسياً في تقييم المشاريع الاستثمارية .

### 2 - العوامل المؤثرة في تكلفة رأس المال

تتأثر تكلفة رأس المال بالعديد من العوامل ، منها عوامل عامة ، ومنها المتعلقة بكل عنصر من عناصر الهيكل المالي ، بالإضافة إلى بعض العوامل غير نظامية .

<sup>1</sup> حمزة الشبيخي ، إبراهيم الجزراوي ، الإدارة المالية الحديثة، دار صفاء ،عمان الأردن ،1998،ص380

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، الطبعة الثانية ، منشأة المعارف ،الإسكندرية،1998،ص72

أ- العوامل العامة :

إن هدف أي مستثمر من وضع أمواله في المؤسسة هو حصوله على عائد مقابل استثماراته ويمكن تصنيف هذه العوائد على النحو التالي:<sup>1</sup>

- عائد مقابل عنصر الزمن لتعويض المستثمر عن حرمانه من استغلال أمواله في منافع حالية ، نتيجة لتوجيه تلك الأموال نحو الاستثمار ، وتقدر قيمة هذا التعويض بالعائد الذي يمكن للمستثمر إن يحصل عليه ولو استثمر أمواله في مجالات لا تتعرض لأي نوع من المخاطر ، 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.
- عائد كتعويض عن المخاطر التي يتعرض لها العائد من الاستثمار ذاته ، ويطلق عليه **بدل المخاطر** اذ تتعلق بالمخاطر المرتبطة بالمؤسسة ذاتها.

ب- العوامل الخاصة بكل عنصر<sup>2</sup>:

ترتبط هذه العوامل بقرار المؤسسة بشأن هيكل رأس المال ، أي تحديد مصادر التمويل الطويلة الأجل التي تلبي احتياجاتها الاستثمارية ، ونظرا للخصائص المميزة لكل مصدر فان 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 مستحقاتهم 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 اقل المصادر التمويل تكلفة والأسهم العادية أكثرها تكلفة .

ج- العوامل غير النظامية :

تتمثل العوامل غير النظامية فيما يلي:<sup>3</sup>

- **هيكل التكاليف** : كالم ارتفعت التكاليف الثابتة ، كلما زادت حساسية المؤسسة للظروف الاقتصادية وهو ما يؤدي لارتفاع تكلفة رأس المال

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق،ص72

<sup>2</sup> محمد صالح الخناوي وآخرون ، الإدارة المالية ، مدخل اتخاذ القرارات ،الدار الجامعية 2004،مصر،ص392

<sup>3</sup> علي بن الضب ،دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة ، رسالة ماجستير ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة،2009،ص97

- 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 ، فيعتبر هذا الأخير أكثر عرضة للمخاطر .
- معدل نمو الناتج : تؤدي زيادة النمو إلى زيادة المخاطر من خلال الارتفاع الحساسية لتغيرات السوق .

#### المطلب الثاني : معايير اختيار مصادر التمويل

أمام متخذ القرار التمويلي مجموعة من المعايير الكمية والتي تتعلق بقيود التوازن المالي والمردودية ، وسنقتصر في هذه الحالة على معايير المردودية المالية وتكلفة مصدر التمويل.<sup>1</sup>

#### أولاً: معيار المردودية:

في اقتصاديات سوق المال المنتشرة بتسارع كبير مؤخراً، فإن معظم المؤسسات الاقتصادية تسعى إلى تعظيم الأرباح وبالتالي تنامي أرباح الأسهم والذي يحقق من خلال تعظيم المردودية المالية والتي تحتسب اعتماداً على العلاقة التالية :

$$\text{المردودية المالية (RCP)} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

إذ تسعى المؤسسة إلى أن تكون النتيجة الصافية إلى الأموال الخاصة أكبر ما يمكن ، أي تحقيق نتيجة موجبة بأقل حجم من الأموال الخاصة ، وبالتالي يتعاضد الربح ، كما تتعاضد القدرة على التمويل الذاتي.

#### ثانياً: معيار التكلفة :

#### 1- تكلفة الأموال الخاصة :<sup>2</sup>

تمثل تكلفة الأموال بمعدل المردودية المنتظر من طرف المساهمين وتحسب اما بالتحسين أو الاستعانة بنموذج توازن الأصول المالية

MEDAF

#### أ- نموذج التحسين :

<sup>1</sup> الياس بن ساسي ، يوسف قريشي ، التسيير المالي ، الادارة المالية ، دروس وتطبيقات ، دار وائل للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2006 ، ص 305

<sup>2</sup> نفس المرجع ، ص 307

تتعلق بنماذج تقييم الأسهم انطلاقاً من أرباح الأسهم المأمول تحقيقها ، كما يتعلق بالفترات المستقبلية . وتعتبر النظرية المالية إن قيمة السهم تساوي القيمة الحالية ( المحسوبة اعتماداً على معدل المردودية المنتظرة من طرف المساهمين ) لمجموع الأرباح المنتظرة لفترات زمنية.

### ب- نموذج الأصول المتوازنة MEDAF:

عادة ما يستخدم هذا النموذج في تقييم المردودية المنتظرة من استثمار مرتبط بمخاطر معينة ، حسب هذا الإطار تعرف المردودية المنتظرة من طرف المساهمين على أنها مردودية الأصول دون مخطر مقدرة بمعدل مخاطر يعادل  $\beta$  مرة مخطر السوق ، من خلال العلاقة التالية :

$$E(R_t) = R_f + \beta(E(RM) - R_f)$$

حيث:

$E(R_t)$ : الأمل الرياضي للمردودية المنتظرة من طرف المستثمرين الخاصة بالسهم

$R_f$ : مردودية الأصول دون مخطر

$B$ : معامل منحني الانحدار

$E(RM)$ : الأمل الرياضي لمردودية السوق

$E(RM) - R_f$ : قسط مخطر السوق

### 2- تكلفة الديون :

تعتبر تكلفة الإقراض من أهم المحددات المعتمدة في اختيار وسيلة التمويل ، وترتبط بعدة عوامل كطبيعة التمويل وحالة السوق ومدة القرض ، هذا من جهة . ومن جهة أخرى ، فان ضعف المقدرة على التفاوض مع الوسطاء الماليين يرفع من تكلفة القروض البنكية ، وهذا كلما كانت المؤسسة اصغر .

ويمكن حساب تكلفة الديون باستخدام العلاقة التالية :<sup>1</sup>

$$D = \frac{RD_i[1 - (1 + t)^{n-1}]}{t + S(1 + t)^{-n}}$$

حيث:

<sup>1</sup> مليكة زغيب، الياس بوجعادة، دراسة اسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة 20 اوت 1955، سكيكدة،



D:قيمة الدين

RDi:القسط السنوي

T:تكلفة الدين

N:مدة القرض

S:مجموع التسديدات في نهاية المدة.

### 3- التكلفة المرجحة لرأس المال

تمول الاستثمارات عن طريق عدة مصادر، حيث تختلف التكلفة من مصدر لآخر ولاختيار مصادر التمويل لا بد من حساب تكلفة رأس المال من اجل المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية واختيار أفضلها.

وهناك طريقتين لحساب تكلفة رأس المال :<sup>1</sup>

\*الطريقة المباشرة:حساب  $\beta$  الخاص بالأصل الاقتصادي ، ويتم الاعتماد على نموذج MEDAF مع الأخذ في الحسبان تغير  $\beta$ ، حيث يقيس  $\beta$  حساسية المردودية بالنسبة للسوق الخاصة بالأصل الاقتصادي، والمتمثل في المجموع الجبري للأموال الخاصة و الاستدانة الصافية.

وتحسب تكلفة رأس المال وفقا للعلاقة الرياضية التالية :

$$K = r_f + \beta_e(r_m - r_f)$$

حيث:

K: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

$r_f$ : معدل المردودية دون مخاطر

$r_m$ : معدل المردودية في السوق

$\beta_e$ : يقيس درجة حساسية مردودية الاصل الاقتصادي لمردودية السوق ويحسب بيجاد المتوسط الحسابي المرجح بالاوزان ل  $\beta_{cp}$  للأموال الخاصة و  $\beta_D$  الاستدانة بالعلاقة التالية:

<sup>1</sup> P.Vernimmen, **Finance d'entreprise**, 11 édition, 2011, Dalloz, Paris, P707

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

$$\beta_{AE} = \frac{\beta_{CP} + \beta_D \left(\frac{D}{CP}\right)}{1 + \left(\frac{D}{CP}\right)}$$

وقد اقترحت هذه الطريقة لحساب  $\beta_{AE}$  من طرف Modigliani et Miller في مقالهما المصحح سنة 1960 بالفرضيتين التاليتين:<sup>1</sup>

✓ المؤسسة تستدين بمعدل مردودية بدون مخاطر مهما كان هيكلها التمويلي.

✓ قيمة الأصل الاقتصادي للمؤسسة المستدنة تساوي المجموع الجبري لقيمتها في المؤسسة غير المستدنة والقيمة الحالية للوفرات الضريبية.

\* الطريقة غير المباشرة: يتم احتساب تكلفة رأس المال انطلاقا من تقييم تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل ، ثم احتساب المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان وفق العلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$K = K_{CP} + \frac{V_{CP}}{V_D + V_{CP}} + K_D(1 - IBS) * \frac{V_D}{V_D + V_{CP}}$$

حيث:

$V_{CP}$ : القيمة السوقية للأموال الخاصة

$V_D$ : القيمة السوقية للديون

$K_{CP}$ : تكلفة الأموال الخاصة

$K_D$ : تكلفة الديون

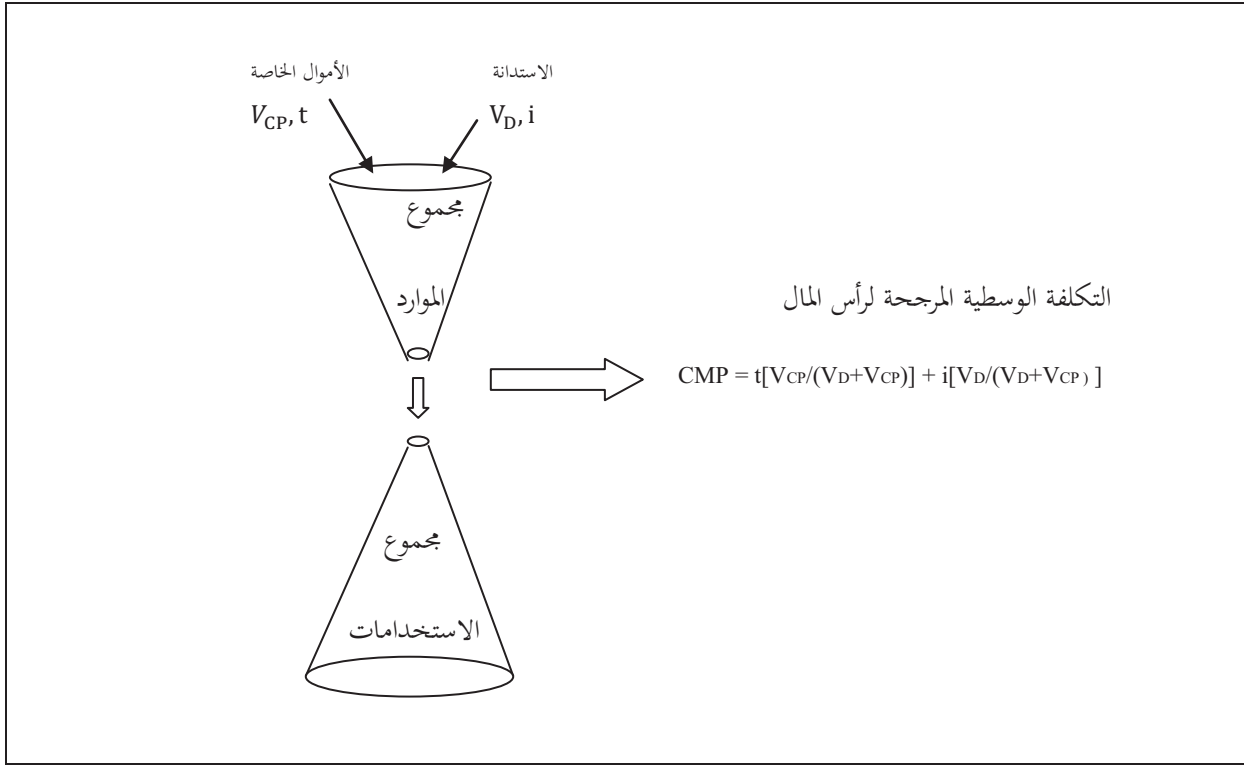
$IBS$ : الضريبة على ارباح الشركات

ويمكن توضيح كيفية حساب تكلفة رأس المال (التكلفة المرجحة لرأس المال) من خلال الشكل التالي:

<sup>1</sup> P.Vernimmen,OP,Cit,P710

<sup>2</sup> Ibid,P708

الشكل رقم (1-1) : التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال



المصدر : دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربة حول امثلية الهيكل المالي للإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، العدد الرابع، جامعة ورقلة، 2006، ص 108

عند حساب تكلفة رأس المال يجب اختيار احد هذه المدخل الثلاثة:

#### ❖ مدخل الأوزان الفعلية (الأوزان التاريخية)

يعاب على هذا المدخل أن تكلفة تتغير كلما تغير الهيكل المالي ، وإذا كان التغير بصفة مستمرة ، فيكون حساب التكلفة مناسباً في حالة واحدة حيث يكون الخليط المالي مستقر، وهذا صعب الحدوث ، بحيث ان أي أموال تحصل عليها المؤسسة مستقبلاً لن تغير في نسب الميزج المالي.<sup>1</sup>

وتحسب تكلفة الأموال حسب هذا المدخل كما يلي :

1. الترجيح على أساس القيمة الدفترية : يعتمد على حساب أوزان العناصر المكونة للهيكل المالي وفقاً للقيمة الدفترية لهذه العناصر ، كما هو موضح بالمعادلة التالية:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث للنشر، الإسكندرية، 2003، ص 506

<sup>2</sup> أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 92

$$K = \sum_{i=1}^n K_i g_i$$

$$= K_1 g_1 + K_2 g_2 + \dots + K_n g_n$$

$K$ : متوسط تكلفة رأس المال

$K_i$ : تكلفة العنصر

$g_i$ : وزن العنصر

بالرغم من تميز هذا المدخل بمزايا عديدة مرتبطة ببساطته إلا أنه لم يسلم من الانتقادات و التي نذكر منها ما يلي:<sup>1</sup>

✓ التزجيج بدلالة الأوزان الدفترية غير متكامل مع تكلفة رأس المال، حيث أن حساب تكلفة عناصر التمويل يتم بالقيم السوقية، أي أن المرودية المطلوبة من طرف المستثمرين يعكس الأوزان بالقيم السوقية و ليس بالقيم الدفترية.

✓ التزجيج يعكس التمويل الحالي وليس المستقبلي.

2. التزجيج على أساس القيمة السوقية: يعتبر هذا الأساس أكثر ملائمة بسبب توفر شرط وحدة القياس، فتكلفة كل عنصر تحسب على أساس ما هو سائد في السوق، لذا يتوجب حساب وزن كل عنصر على أساس قيمته السوقية، مع الأخذ في عين الاعتبار أن القيمة السوقية للأسهم الممتازة و العادية و السندات يمكن أن تختلف عن قيمتها الدفترية، إما القروض تبقى بقيمتها الدفترية.

ويعاب على هذا المدخل عدم وجود طريقة علمية دقيقة تمكن من تقدير القيمة السوقية للأرباح المحتجزة، فهذا الأسلوب لا يعدو انه إجراء تقريبي قد لا يعكس القيمة الحقيقية لتلك الأرباح.<sup>2</sup>

❖ **مدخل الأوزان المستهدفة:** بعد الانتقادات التي وجهت لمدخل الأوزان الفعلية بعدم الاستقرار في تكلفة رأس المال و جعلها عديمة الجدوى بسبب تغير العناصر المكونة للمزيج، ظهر مدخل الأوزان المستهدفة كبديل، إذ يركز على قيام المؤسسة بوضع هيكل رأس مال مستهدف تسعى لتحقيقه قدر الإمكان، و يوضح هذا الهيكل المصادر التي سوف تعتمد عليها في التمويل، و الوزن النسبي لكل مصدر وعلى هذا الأساس يتم تقدير تكلفة رأس المال بالنسبة للمؤسسة ككل.

ومن مميزات هذا المدخل إن التكلفة المحسوبة على أساسه لا تتغير بتغير القرار المحدد للهيكل المالي المستهدف، فان تكلفة رأس المال تبقى ثابتة بصرف النظر عن هيكل رأس المال الفعلي.

و هو ما يؤدي إلى أثار سلبية فإذا كانت العناصر مرتفعة التكلفة في الهيكل المالي الفعلي مقارنة بالهيكل المستهدف، فإن تكلفة رأس المال المحسوبة على أساس معدل التكلفة المستهدفة لتقييم الاقتراحات الاستثمارية، قد يترتب عليه قبول

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 365

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 589

اقتراحات استثمارية كان ينبغي رفضها، هذا عندما يزيد معدل العائد المتوقع المتوقع على الاستثمار عن تكلفة رأس المال المحسوبة بالمدخل المستهدف، وتقل عن تكلفة رأس المال المحسوبة على أساس المدخل الفعلي.<sup>1</sup>

❖ **المدخل الحدي:** وفقا لهذا الأسلوب يتم تقدير تكلفة رأس المال على أساس وزن كل عنصر استُخدم في تمويل الاقتراحات الاستثمارية المعروضة، بمعنى أن تكلفة رأس المال سوف تتغير بتغير وزن كل عنصر (معامل الترجيح) على أساس التوجه نحو المصادر الأقل تكلفة.<sup>2</sup>

ويتصف المدخل الحدي لحساب تكلفة رأس المال بالواقعية، إلا إن استخدامه كأساس لتقييم الاقتراحات الاستثمارية يحتمل أن يترتب عنه اثر عكسي على ثروة المساهمين بالمدى الطويل.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص590.

<sup>2</sup> عبد الغني دادن، قرار التمويل تحت تأثير الضريبة وتأثير تكلفة راس المال، مجلة الباحث، العدد60 جامعة ورقلة، 2008، ص20.

<sup>3</sup> فهيمة يوسف، دور تكلفة راس في التأثير على اتخاذ القرار الاستثماري، دراسة حالة المؤسسة الوطنية للاشغال في الابار، مذكرة ماستر علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2011، ص66.

### المطلب الثالث: القرار الاستثماري

يعتبر القرار الاستثماري من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة في الوقت الحاضر لتظهر نتائجها في المستقبل ، ولكونه يتعلق بنشاط مستقبلي وآثاره تلازم المؤسسة لفترة زمنية طويلة، وجب على المدير المالي اختيار البديل الأحسن بالاعتماد على معايير تمتاز بالدقة في تقديم إجابات غير قابلة للخطأ.

#### أولاً: تعريف القرار الاستثماري:

يعرف القرار الاستثماري على أنه " هو قرار يؤدي إلى تكاليف ثابتة إضافية و بمجرد تنفيذه لا يمكن الرجوع فيه ، حيث يتوقع تحقيق أرباح مستقبلية و لكنها غير مؤكدة الحدوث.<sup>1</sup>

هو ذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين على الأقل والمبني على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسبق عملية الاختيار وتمر بعدة مراحل تنتهي باختيار قابلية هذا البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين وفقاً لأهداف وطبيعة المشروع الاستثماري.<sup>2</sup>

إن أي قرار استثماري ينطوي على عدد من الخصائص لعل من أهمها:<sup>3</sup>

- ✓ إن القرار الاستثماري هو قرار استراتيجي يحتاج إلى أداة التنبؤ بالمستقبل
- ✓ انه قرار غير متغير حيث إن كل المجالات التطبيقية لدراسات الجدوى كلها لا يتم القيام بها إلا على فترات زمنية متباعدة.
- ✓ إن القرار الاستثماري يترتب عليه تكاليف ثابتة مستغرقة ليس من السهل تعديلها أو الرجوع فيها.
- ✓ يحيط بالقرار الاستثماري عدد من المشكلات و الظروف التي من الضروري التغلب عليها، مثل ظروف عدم التأكد وتغير قيمة النقود ومشاكل عدم قابلية بعض المتغيرات للقياس الكمي و كلها تحتاج إلى أسس ومنهجية علمية للتعامل معها.
- ✓ يمتد القرار الاستثماري دائماً إلى أنشطة مستقبلية و بالتالي يرتبط غالباً بدرجة معينة من المخاطرة.
- تكون معبرة عن دوافع أعضاء الإدارة و مستوى تكوينهم، وكذلك ثقافتهم. هذه السياسة العامة يمكن تعريفها بأنها مجموعة من المبادئ والقواعد و المعايير التي توجه مختلف النشاطات في المؤسسة، حيث تشكل بصورة إجمالية وجهة نظرها تجاه أسلوب الإدارة المتبع في المؤسسة و تقييمها للمحيط الذي تتواجد فيه، وبذلك تؤسس إطاراً مرجعياً لمختلف القرارات التي تتخذها".

#### ثانياً: صعوبات اتخاذ القرار الاستثماري:

من بين الأسباب التي تجعل اتخاذ القرار الاستثماري من أصعب القرارات في المؤسسة ما يلي :<sup>1</sup>

<sup>1</sup> إبراهيم طه سالم، تطور الموازنة باستخدام تحليل التكلفة والعائد لرفع كفاية الإنفاق الاستثماري ، رسالة دكتوراه، غير منشورة ، جامعة المنصورة، 1979، ص 23

<sup>2</sup> عبد المطلب عبد الحميد، دراسة الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية ،الدار الجامعية،الإسكندرية ،2006،ص39

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص 39.

❖ اعتماده كلياً على التنبؤات .

❖ مراعاة إن يكون الاستثمار الجيد متماشياً مع أنشطة المؤسسة وأهدافها وسياستها ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

- إن إعداد التقديرات من أصعب مراحل دراسات الجدوى للاقتراحات الاستثمارية ، ولا تكمن الصعوبة في إعداد تقديرات لمختلف التدفقات النقدية بل في مراعاة دقة هذه التدفقات بمرور الزمن وهو ما يتطلب الإجابة على التساؤلات التالية : ما هو حجم هذه التدفقات ؟ ومتى تحدث ؟ وهذا راجع لاختلاف القيمة الزمنية للنقود مع مرور الزمن ، كما توجد جوانب أخرى يصعب وضع قيم أو تقديرات لها بدقة كالتطور التكنولوجي ، الظروف والأوضاع الاقتصادية المنتظرة خلال الفترة التي تتضمنها دراسة الجدوى الاقتصادية.

- إن عملية التنسيق بين القرارات الاستثمارية من جهة ، وأهداف وسياسات المؤسسة من جهة أخرى صعب إذا لم تكن معلنة بطريقة واضحة هذا يعني إن سياسة الاستثمار غير المدروسة قد تتعارض مع هذه الأهداف وهو ما يؤدي للتأثير على مستقبل المؤسسة

**ثالثاً: مراحل و أسس اتخاذ القرار الاستثماري:**

تمر عملية اتخاذ القرار الاستثماري بعدة مراحل من أجل الوصول إلى أفضل القرارات، كما يمكن إن تتعرض هذه العملية لعدة عوامل تحول دون الوصول إلى القرار الاستثماري الأنسب.

**1- مراحل وظروف اتخاذ القرار الاستثماري:**

- **مراحل اتخاذ القرار الاستثماري**

إن خصائص القرار الاستثماري تجعل منه قراراً استراتيجياً و هاما يتطلب دراسة دقيقة وعميقة تتمثل فيما

يلي:<sup>2</sup>

❖ **تحديد الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة:** يعتبر الهدف من حيازة استثمار ما أو إنجازه و تحقيق الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة على المدى المتوسط و الطويل و التي تحدد بناء على التوجيه الاستراتيجي للمؤسسة.

❖ **البحث عن الاستثمارات أو المشاريع :** في هذه المرحلة يتم البحث عن الاستثمارات الضرورية التي من شأنها تحقيق الأهداف العامة للمؤسسة وبمشاركة جميع المستويات الإدارية وتليها عملية وصف المشروع الاستثماري، و الذي يتضمن عدة استثمارات (أراضي، مباني، آلات الاحتياج في التمويل المرتبط بعمليات الاستغلال).

❖ **جمع المعلومات:** إن الطابع الاستراتيجي للاستثمار يتطلب القيام بمجموعة من الدراسات و البحوث بهدف جمع المعلومات الضرورية عنه، و هو ما يعرف بتحليل جدوى المشروع و التي تشمل عدة جوانب يمكن جمعها فيما يلي:

➤ **دراسة الجدوى التسويقية:** هي مجموع الاختبارات و التقديرات و الأساليب التي تحدد فيما إذا كان هنالك طلب على منتجات المشروع خلال عمره الافتراضي أم لا، و تعتبر أهم دراسة حيث يتحدد من خلالها رقم الأعمال

<sup>1</sup> طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار ، دار المستقبل للنشر والتوزيع الاردن ، 2009، ص15

<sup>2</sup> تبر زغدود ، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية ، دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الناشطة بالقطاع العام والخاص في الجزائر، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة ورقلة، 2009، ص 6

الذي يمكن تحقيقه و بالتالي مردودية الاستثمار المتوقعة في ضوء الظروف المختلفة للسوق مثل: (معدل نمو السوق، سعر البيع، سياسة التوزيع، أجال التحصيل، الحصة السوقية المستهدفة) مع الأخذ بعين الاعتبار القيود المحتمل مواجهتها مثل: محدودية الموارد المنافسة (الحالية و المستقبلية)، القوانين والتشريعات المفروضة من طرف الدولة.

➤ دراسة الجدوى التقنية و الهندسية: يقصد بها الدراسات التي تقوم على تحديد كل من الاحتياجات الضرورية و اللازمة لإنشاء و تشغيل المشروع الاستثماري من خلال تحديد قيمة الاستثمارات الضرورية، تكاليف الاستغلال (مصاريف ثابتة، متغيرة)، آجال الاستلام و الإنجاز، مدة حياة الاستثمار، للوصول إلى فرز واختيار أساليب النتائج التي تؤدي إلى التقليل من المخاطر التي قد يتعرض لها المشروع.<sup>1</sup>

➤ الدراسة البشرية: تركز على تخطيط التشغيل وتحديد الاحتياجات من الموارد البشرية من حيث العدد والمؤهلات والكفاءات اللازمة.

➤ الدراسة الجبائية والقانونية: تتمثل في تحديد الامتيازات التي يمكن للمؤسسة الاستفادة منها في ما يخص الاهتلاك ، الرسم على القيمة المضافة ، معدل الضريبة على أرباح الشركات ، وكذلك مختلف التنظيمات القانونية.

➤ دراسة الجدوى المالية: تعتمد على نتائج دراسات الجدوى التسويقية والجدوى الفنية للمشروع كما تدور دراسات الجدوى المالية على بحث جدوى الهيكل المالي للمشروع واختيار هيكل التمويل الأمثل.<sup>2</sup>

#### - ظروف اتخاذ القرار الاستثماري:

تتعدد الظروف البيئية التي يتم في ظلها اتخاذ القرارات الاستثمارية وهو ما يؤدي إلى اختلاف حجم و نوع وطبيعة المعلومات المتاحة في كل مرحلة، و يتم اتخاذ القرار الاستثماري من خلال مجموعة من البيانات و المعلومات، هذه الأخيرة تخضع لأحد الظروف التالية:<sup>3</sup>

- **التأكد التام:** هي الظروف التي تكون فيها كل البيانات و المعلومات المتعلقة بالمستقبل محدد ومعلومة على وجه الدقة و لا يوجد أي احتمالات للأحداث المتوقعة سواء كانت ذاتية أو موضوعية، بحيث يوجد ناتج واحد فقط لكل حدث نظرا لوجود حالة واحدة من الحالات الطبيعية.
- **ظروف المخاطرة:** هي الحالة التي تكون نتائج البدائل المطروحة غير مؤكدة، و يتخذ القرار بالاعتماد على البديل الذي يعطي أكبر قيمة متوقعة، و ذلك بالرجوع إلى الخبرة السابقة.
- **ظروف عدم التأكد:** هي حالات طبيعية تؤثر على اتخاذ القرار الاستثماري دون معرفة الأحداث المستقبلية المحيطة بالمشروع و المؤثرة فيه، فمتخذ القرار يعتمد في بناء قرارات على ميوله الشخصي و توقعاته للمستقبل إذا كان متفائل أو متشائم.

<sup>1</sup>نادية عوارب ، دراسة السلوك الاستثماري في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (عينة ورقلة ، غرداية) ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة ورقلة ،ص 95

<sup>2</sup>نفس المرجع والصفحة

<sup>3</sup>حسين بلعجوز،مدخل لنظرية القرار ،ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ،ص110



## 2 - الأسس والمبادئ في اتخاذ القرار الاستثماري

## أ- القرار الاستثماري في ظل ظروف التأكد:

في ظل حالة التأكد التام يكون أمام متخذ القرار معلومات كاملة بشأن ما سيحدث في المستقبل و لذا تظهر تقديراته بالنسبة للتدفقات النقدية بقيم واحدة وهناك العديد من المعايير التي تم وضعها في هذه الحالة اذ يمكن التمييز بين نوعين من الأدوات :

الأدوات المتركزة على المرودية والأدوات المتركزة على التحيين .

وهناك من يضع تقييم آخر لهذه المعايير متمثلة في :<sup>1</sup>

## 1- معايير لا تأخذ بعين الاعتبار القيمة الحالية النقود ( الأساليب التقليدية )

تعتبر هذه المعايير من ابسط وأقدم طرق تقييم البدائل الاستثمارية وأكثرها شيوعا، وهذه الطرق لا تأخذ بعين الاعتبار اثر تغير القيمة الزمنية للنقود وهي تتضمن معيارين هما:

## • معيار العائد المحاسبي ( TRC )

وهو عبارة عن نسبة صافي الربح إلى رأس المال المستثمر ، ويقصد بصافي الربح بعد طرح كل أنواع التكاليف والأقساط و الاهتلاكات ، وتتميز هذه الطريقة بسهولة احتساب الربح و بأساليب محاسبية متعددة .

## • معيار فترة الاسترداد ( DR )

ويقصد بما تلك الفترة الزمنية اللازمة لاسترداد جميع الأموال التي أنفقت على مستوى المشروع من خلال ما يولده من تدفقات ، ويعتبر هذا المعيار من ابسط المعايير وأكثرها استخداما في المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية ، وعند المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية يتم اختيار المشروع الذي يحقق أفضل فترة إرجاع أو استحقاق ، إما عندما نكون عند اختيار مشروع واحد فانه يمكن قبول هذا المشروع وفق هذا المعيار إذا كانت فترة الاسترداد القصوى المطلوبة و المحددة سابقا من قبل المستثمر.<sup>2</sup>

## 2- معايير التقييم المخصصة ( الأساليب الديناميكية ):

<sup>1</sup> حفصة زيرار ، دراسة الجدوى المالية في اتخاذ القرار الاستثماري،دراسة حالة قرض استثماري لدى البنك الجزائري-الفترة 2010-2013،مذكرة لاستكمال متطلبات

ماستر أكاديمي علوم التسيير،جامعة ورقلة،2013،ص10

<sup>2</sup> اسماعيل ابراهيم جمعة ،زينات محمد محرم ، صبحي محمود، المحاسبة الادارية - نماذج بحوث العليا في اتخاذ القرار ، الدار الجامعية للنشر والطبع والتوزيع ، مصر ، 2002،ص326.

• القيمة الحالية الصافية (VAN)

القيمة الحالية الصافية لمشروع استثماري هي: الفرق بين القيم الحالية للتدفقات النقدية للمشروع وتكلفة الاستثمار ( رأس المال المستثمر).<sup>1</sup>

يعتبر معيار (VAN) كمقياس لقبول أو رفض أي مشروع، ونكون أما حالة رفض المشاريع الاستثمارية إذا كانت (VAN) سالبة، أما إذا كانت (VAN) موجبة فانه سوف يقبل المشروع، أما إذا كانت (VAN) معدومة فان هذا يعني تساوي التدفقات النقدية والقيمة الأولية للاستثمار هي أيضا حالة رفض الاستثمار<sup>2</sup>

• معدل العائد الداخلي (TRI)

وهو يمثل ذلك المعدل الذي يجعل القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلية مساوية للتكاليف الاستثمارية، او معدل الخصم الذي يجعل صافي القيمة الحالية مساوية للصفر، حيث يعد هذا المعيار من اهم المعايير المستخدمة في المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية المختلفة ويقوم معيار العائد الداخلي على فكرة القيمة الحالية والصعوبة التي تقابلنا هي تحديده وطريقة حسابه، و يتم قبول المشروع الاستثماري إذا كان (TRI) اكبر من معدل تكلفة الأموال، أما إذا بصدد المفاضلة بين عدة مشاريع فانه سوف يتم حساب معدل العائد الداخلي لكل مشروع و يتم اختيار الفرص الاستثمارية ذات (TRI) الأكبر.<sup>3</sup>

• مؤشر الربحية (IP)

ويقصد بمؤشر الربحية ذلك المعدل الناتج عن قسمة القيمة الحالية للتدفقات النقدية (مخصومة على أساس معدل العائد المطلوب) على القيمة الأولية للمشروع، ويعد هذا المعيار مكمل لمعيار القيمة الحالية الصافية، ويهدف إلى تجنب التأثيرات السلبية للقيمة الحالية الصافية وذلك من خلال تحديد اثر الحجم على (VAN).<sup>4</sup>

ب- معايير التقييم في ظروف الخطر وعدم التأكد النسبي:

تقوم عملية اختيار الاستثمارات في ظل الظروف على تحديد ما يسمى بمفهوم المستقبل الاحتمالي، وهو الوضع الذي من خلاله يمكن قياس القيم التي تأخذ التدفقات النقدية باحتمال وقوعها، ومن بين هذه المعايير ما يلي:

1- معيار الأمل الرياضي (VAN) E

<sup>1</sup> Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye, DCG6, Finance d'entreprise, manuel et application, 2eme édition, P300

<sup>2</sup> عبد الحفيظ الأرقم، تحليل المقترحات الاستثمارية، الجزء الثاني ديوان المطبوعة الجامعية، 1999، ص 12

<sup>3</sup> حفصة زيار، مرجع سابق، ص 13

<sup>4</sup> علي عباس، الادارة المالية، اثره للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 204

يقصد به القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية للمشروع ، ويستخدم هذا المعيار المردودية المتوقعة من المشروع ، وتحسب القيم المتوقعة لكل تدفق نقدي مخصوم وفق الاحتمالات المقابلة .

ونجد أن هذا المعيار في حالة وجود مشروع واحد فانه يكون مقبول إذا كانت  $E(VAN)$  أكبر من الصفر ، إما إذا كانت أقل من الصفر فان المشروع مرفوض .

إما في حالة المفاضلة بين المشاريع فان المستثمر أمام مجموعة من الخيارات ويتم الاختيار بناء على أكبر قيمة متوقعة لصافي القيمة الحالية<sup>1</sup>.

## 2- معيار التباين والانحراف المعياري

بما أن التوقع الرياضي لصافي القيمة الحالية يعبر عن مردودية المشروع فان الانحراف المعياري يقيس المخاطرة لأنه يعبر عن التشتت ، حيث كلما كانت قيمته متدنية يدل ذلك على تماسك المتغيرات ، إما إذا كانت قيمته كبيرة يدل عن تشتت المتغيرات .

في هذه الحالة يكون اختيار المشروع حسب طبيعة الشخص المستثمر وميوله للمخاطرة ، حيث إذا كان محبا للمخاطرة سيختار المشروع أكثر مخاطرة باعتباره يحقق أكبر عائد ممكن ، أما إذا كان غير محب للمخاطرة فيختار المشروع الأقل مخاطرة.

## 3- معيار معامل الاختلاف

يعد معامل الاختلاف مقياسا نسبيا للتشتت أو المخاطرة ، ويم حسابه عن طريق قسمة الانحراف المعياري على القيمة المتوقعة<sup>2</sup>.

## رابعا: علاقة تكلفة رأس المال بالقرار 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 الأموال في جدول للطلب والذي يبين فيه المبالغ المطلوبة والتي يمكن استثمارها تختلف مقاديرها باختلاف معدل العائد، فارتفاع تكلفة رأس المال يترتب عليها انخفاض المبالغ التي يمكن استثمارها بهذه التكلفة ، بينما نجد في الواقع إن حجم الاستثمارات يزيد بالرغم من ارتفاع تكلفة رأس المال وذلك من اجل استنفاد الفرص الاستثمارية المرهبة<sup>3</sup>.

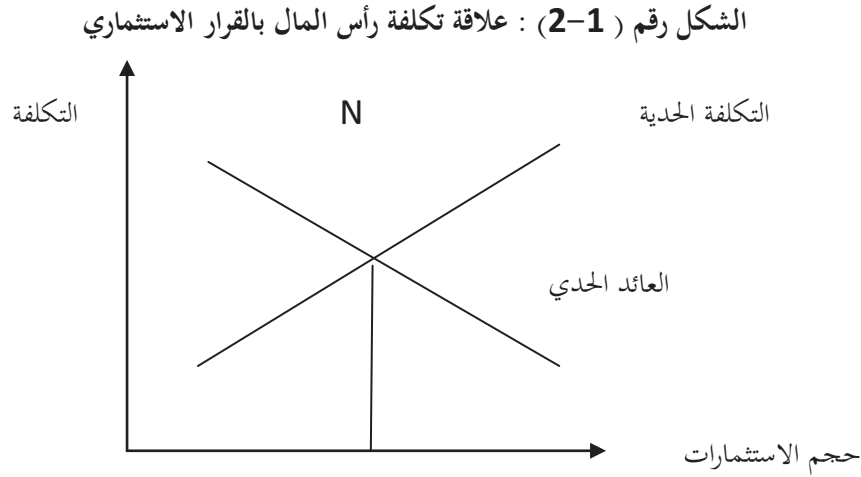
<sup>1</sup> بوفليس نجمة، المعايير المالية لتمويل المشاريع الاستثمارية، الملتقى الوطني السادس حول دور الاساليب الكمية في اتخاذ القرارات الادارية ، جامعة سكيكدة، 2009

<sup>2</sup> محمد فريد الصحن، اسماعيل السيد ، ابراهيم سلطان ، مبادئ الادارة ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 2003، ص 165

<sup>3</sup> حمزة الشخي ، إبراهيم الجزراوي ، مرجع سابق ، ص 380

ومما سبق نجد انه لتقدير حجم الاستثمارات الرأسمالية التي تتحقق عند أقصى منفعة ممكنة للمستثمر يجب حل جملة "تكلفة رأس المال التي تمثل العرض مع معدل العائد المتوقع عند المستثمر وهو الطلب".

ويمكننا الاستعانة بالمنحنى البياني التالي:



المصدر: عبد الغفار حنفي ، مرجع سبق ذكره، ص 432

من الشكل نستنتج أن النقطة "N" هي النقطة الحدية التي يتحقق عند التوازن بين التكلفة الحدية والعائد الحدي.

أي أنها تظهر العلاقة بين تكلفة رأس المال والقرارات الاستثمارية حيث تبين بان تكلفة رأس المال تمثل الحد الأدنى لمعدل العائد الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات المقترحة ، فتحقيق معدل عائد اقل من هذا المعدل يؤدي بالضرورة إلى وقوع المؤسسة في حالة مالية سيئة أكثر مما كانت عليه من قبل، بينما تحقيق معدل أكبر من الحد الأدنى يؤدي إلى تحسين الحالة المالية للمؤسسة مع زيادة قيمتها السوقية.

المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية

المطلب الأول : عرض الدراسات

اعتمدنا في دراستنا على ما يلي:

1-دراسة ( Kirby D , Payne 1997 )

Kirby D, Payne ,The cost of capital and its Impact,1997,www.hotelonline.com

اهتم في دراسته بتكلفة رأس المال وآثارها المختلفة حيث تناولت اثر تكلفة رأس المال على الصناعة الفندقية ، و قد توصل إلى أن تكلفة التمويل الخارجي والمتمثلة في الفوائد على القروض تتأثر بعدد كبير من العوامل مثل مدة القرض والتغير في سعر الفائدة ، والتقلبات التي تحدث في القيمة النقدية والضمان المقدم مقابل القرض ، وبالتالي يمكن وصف هذه العوامل بالمخاطر التي تصاحب التمويل الخارجي والتي يمكن تفاديها من خلال زيادة التدفقات النقدية المستقبلية.

## 2-دراسة ( بسام محمد الأغا 2005 ):

بسام محمد الأغا، اثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين، مذكرة ماجستير ، الجامعة الإسلامية ، غزة، 2006

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز اثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل وعلاقتها على معدل العائد على الاستثمار . من خلال تطبيق الدراسة على شركات الصناعية المساهمة العاملة في فلسطين، حيث اخذ عينة من عينة مكونة من (15) شركة خلال الفترة ( 1999-2003) واعتمد في دراسته على المنهج الوصفي في تحليل القوائم المالية لشركات العينة .

وقد توصل إلى عدة نتائج منها:وجود علاقة عكسية بين الاعتماد بين مصادر التمويل ( المملوكة والمقترضة ) وتكلفة هذه المصادر وقد أوصى في الدراسة بزيادة الاعتماد على التمويل بحقوق الملكية تخفيض التمويل بالقروض قدر الإمكان مع مراعاة درجة المخاطرة.

## 3-دراسة ( فهيمة يوسفى ، 2011 )

فهيمة يوسفى ، دور تكلفة رأس المال في التأثير على اتخاذ القرار الاستثماري ، دراسة حالة المؤسسة الوطنية للأشغال في الابار ENTP في الفترة ( 2009-2011 ) ، مذكرة ماستر ،جامعة ورقلة، 2011

هدفت هذه الدراسة للتعرف على قيمة تكلفة رأس المال في المؤسسة الاقتصادية ، وإلى مدى يمكن أن تظهر لنا رشادة القرار الاستثمارية في المؤسسات من عدمها ، باعتبارها احد أهم المعايير الحديثة التي تستخدم كعنصر مساعد في المفاضلة بين الاستثمارية ، والدخول في مشروع ما، حيث ركزت في دراستها على إحدى المؤسسات الناشطة في قطاع المحروقات.

حيث قامت بدراسة ثلاث مشاريع أنجزت خلال الفترة ما بين (2009-2011)، وذلك بتقدير تكاليفها ومقارنتها مع معايير المفاضلة بين البدائل الاستثمارية.

وخلصت في هذه الدراسة أن المؤسسة محل الدراسة تعتمد في تمويلها لمشروعاتها الاستثمارية باعتمادها على الأموال الخاصة أكثر من اعتمادها على الديون .

وقد أوصت في الأخير بما يلي :

- ضرورة تقدير المؤسسة لتكلفة رأس المال واحتسابها كعميار مساعد في المفاضلة بين البدائل الاستثمارية .
- التنوع في مصادر التمويل والابتعاد عن التمويل بالأموال الخاصة نظرا لارتفاع تكلفتها مقارنة بالقروض.

#### 4-دراسة ( علي بن الضب ،سيدي أمحمد عياد، 2012 )

علي بن الضب ، سيدي أمحمد عياد ، تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة، دراسة تطبيقية ببورصة الدار البيضاء ، مجلة أداء المؤسسة الجزائرية ، العدد 2، 2012

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل بعض الدراسات الحديثة في موضوع تكلفة رأس المال والتطرق لأهم النماذج المقترحة لقياس تكلفة رأس المال بالتركيز على نموذج توازن الأصول المالية CAPM و افتراضاته وعلاقة ذلك بإنشاء القيمة وتقييم الأداء المالي ومناقشة مدى إمكانية هذا النموذج في البورصات الناشئة لاسيما البورصات العربية (بورصة الدار البيضاء نموذجاً) .

وخلصت الدراسة إلى أن افتراضات نموذج الأصول المالية غير محقق ببورصة الدار البيضاء لاسيما وان معظم متخذي القرار يستخدمونه بصفة كبيرة مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات غير صائبة، مما يجعل مؤشر إنشاء القيمة غير صحيح في تقييم الأداء المالي كونه يعتمد على تكلفة رأس المال.

#### المطلب الثاني : تقييم الدراسات

بعد عرض ملخص الدراسات السابقة سنحاول في هذا المطلب عرض تقييم عام حول هذه الدراسات:

#### أولاً: Kirby D , Payne

بالرغم من أن هذه الدراسة احتوت على تحديد اثر تكلفة رأس على الصناعة الفندقية، إلا أن الدراسة الميدانية أجريت على عدة مؤسسات فندقية، ما أدى لمحاولة إسقاط الدراسة الحالية على مؤسسة واحدة للتحكم على متغيرات الدراسة، إضافة إلى أن دراسة (Kirby D , Payne) لم تقم بربط الهيكل المالي بأي متغير، بينما في هذا العمل سيتم ربط تكلفة رأس المال وأثره على القرار الاستثماري.

#### ثانياً: بسام محمد الأغا

بالرغم من أن هذه الدراسة احتوت تكلفة التمويل وأثرها على العائد على الاستثمار، إلا أن الدراسة الميدانية أجريت على عدة مؤسسات صناعية عاملة في فلسطين، ما أدى لمحاولة إسقاط الدراسة الحالية على مؤسسة واحدة للتحكم على متغيرات الدراسة، إضافة إلى أن دراسة (بسام محمد الأغا) قام بربط تكلفة التمويل بالعائد على الاستثمار ، بينما في هذا العمل تم ربط تكلفة رأس المال وأثرها بالقرار الاستثماري.

## ثالثا: فهيمة يوسفى

بالرغم من أن هذه الدراسة احتوت على دور تكلفة رأس المال في التأثير على القرار الاستثماري، إلا أن الدراسة الميدانية أجريت على مؤسسة تنشط في قطاع المحروقات، بينما في هذا العمل الدراسة الميدانية أجريت على مؤسسة صناعية، إضافة إلى أن دراسة ( فهيمة يوسفى) تتشابه مع دراستنا من حيث ربط تكلفة رأس المال بالقرار الاستثماري .

## رابعا: علي بن الضب ،سيدي أمحمد عياد

بالرغم من أن هذه الدراسة احتوت على تحليل تكلفة رأس المال باستعمال نموذج CAPM، إلا أن الدراسة الميدانية أجريت بورصة الدار البيضاء، إضافة إلى أن دراسة (علي بن الضب ،سيدي أمحمد عياد) لم تقم بربط تكلفة رأس المال بأي متغير، بل تدرس علاقة CAPM بإنشاء القيمة وتقييم الأداء المالي ومناقشة مدى إمكانية هذا النموذج في البورصات الناشئة ، بينما في هذا العمل تم ربط تكلفة رأس المال وأثره على القرار الاستثماري لمؤسسة تنشط في القطاع الصناعي.

## خلاصة الفصل:

من خلال ما جاء في هذا الفصل تم التوصل إلى أن تكلفة رأس المال هي المتوسط الحسابي المرجح لمختلف مصادر التمويل الدائمة في المؤسسة أو الهيكل المالي لها وكذلك تم التطرق إلى معايير اختيار مصدر تمويل الاستثمارات و المتعلقة بمعايير المردودية وتكلفة مصادر التمويل ، ثم تم توضيح القرار الاستثماري على انه يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين على الأقل ، وقد تم عرض مراحل وظروف اتخاذ هذا القرار ومعايير اختيار الاستثمارات في حالة التأكد وعدم التأكد وفي الأخير تم التنويه عن علاقة تكلفة رأس المال بالقرار الاستثماري بأنها تمثل الحد الأدنى لمعدل العائد الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات المقترحة.



تمهيد:

بعد التطرق في الفصل السابق للدراسة النظرية لتكلفة رأس المال و أهميتها 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 ملبنة الاوراس بباتنة 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 ملبنة الاوراس .

في هذا الفصل سنعمل على تطبيق تلك المفاهيم النظرية على مشروعين استثماريين لمؤسسة ملبنة الأوراس من اجل التحكم في الإشكالية و الإجابة على الفرضيات وفي الأخير الخروج بنتائج وتوصيات ،تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

**المبحث الأول : منهجية الدراسة**

**المبحث الثاني: النتائج والمناقشة**

المبحث الأول: منهجية الدراسة

سنعرض في هذا المبحث لأهم الخطوات المتبعة في الدراسة بغية الإجابة على الأسئلة المتعلقة بتكلفة رأس المال والقرارات الاستثمارية في مؤسسة ملبنة الأوراس ومدى تأثير تكلفة رأس المال في اتخاذ القرار الاستثماري في المؤسسة الناشطة في القطاع الصناعي، بحيث نتطرق إلى تقديم مؤسسة ملبنة الأوراس وتوضيح كيفية إنجاز الدراسة.

المطلب الأول : تقديم ملبنة الأوراس -باتنة-

أولاً: التعريف بملبنة الأوراس -باتنة-:

ملبنة الأوراس -باتنة- و حدة إنتاجية من بين الوحدات 18 المتواجدة بالجزائر و قد قرر إنشاءها في 1981/12/19 بموجب المرسوم رقم 81/352 من اجل توسيع نشاط الوحدة المركزية بعنابة و تغطية السوق في الجهة الشرقية للبلاد.

في 1986/12/14 وضع الحجر الأساسي لها و كانت مدة إنجازها أربع سنوات، وقد تأسست هذه الملبنة عن طريق البحوث و الدراسات التقنية من طرف خبراء الشركة الفرنسية ALFA-LAVAL بمساعدة مؤسسة الحليب و مشتقاته بعنابة، و تم إنجازها من طرف الشركات التالية:

\*الشركة الوطنية REAL-SIDAR التي اهتمت بالإشغال.

\*الشركة الفرنسية ALFA-LAVAL التي اهتمت بالتجهيز.

الشركة الوطنية لدراسة مجموعة الحديد و الصلب و العدانة NSID التي قامت بمراقبة و متابعة الأشغال فيم يتعلق بالأسمنت و الكهرباء.

انطلقت عملية الإنتاج بالملبنة بتاريخ 1991/10/17 بطاقة إنتاجية تقدر بـ 100 ألف لتر يوميا. أما حاليا فأصبحت تقدر بـ 175 ألف لتر. وعدد عمالها يقدر بـ 197 عامل من بينهم 02 إطارات مسيرة، 11 إطارات سامية، 45 إطارات، 52 أعوان تحكم، 87 أعوان تنفيذ.

تقع ملبنة الاوراس -باتنة- غرب المدينة في المنطقة الصناعية -كشيدة- حيث تتربع على مساحة قدرها 39439م<sup>2</sup>

ثانيا: أهداف و مشاكل الملبنة.

### 1-أهداف الملبنة:

يعتبر الحليب مادة أساسية ذات طلب استهلاكي واسع،ومن اجل توفير هذه المادة الغذائية للمواطنين رسمت الملبنة أهدافا رئيسية تسعى جاهدة لتحقيقها نذكر منها:

-تلبية حاجيات المواطنين من المادة الغذائية الأساسية و محاولة توفير لكل مواطن 90 لتر من الحليب.

-توسيع نشاطات المؤسسة وبتالي توسيع دائرة فرصة العمل.

- السعي لوضع خطة إنتاج تهدف إلى الاستعمال العقلاني و الأمثل لوسائل الإنتاج.

تسعى الوحدة إلى محاولة تقليص ولو بنسبة محدودة من مسحوق غبرة الحليب و المادة الدسمة MGLA المستوردة من الخارج بالعملة الصعبة،و ذلك بتشجيع المربين على تنمية و تطوير جمع الحليب(حليب البقر) حيث قامت الملبنة بجلب الأبقار و الأدوية و بيعها للمربين، كما يبين حرص الملبنة على تحقيق هذا الهدف في إنشائها لدائرة خاصة بتنمية تربية المواشي،و التي تضم بياطرة متخصصين لمساعدة المربين و تزويدهم بالنصائح.

-محاولة القيام بالتنبؤ و التوقع في مجال التسويق و ذلك بعد ارتفاع الأسعار التي انجر عليها نقص الطلب عن المنتوجات.

-تحقيق ربح كبير و ذلك لتأمين المؤسسة و مستقبل العمال.

-الزيادة في الإنتاج و بتالي الزيادة في الأجرور.

### 2-مشاكل الملبنة :

رغم أن الحليب و باقي المنتوجات التي تنتجها الملبنة تباع،،إلا أنها تعاني العديد من المشاكل نذكر منها:

● التقطع في وتيرة الإنتاج نتيجة نقص التموين بالمواد الأولية.

● التركيز على التعامل مع موردين معينين مما جعل الملبنة خاضعة للأسعار التي يفرضها هؤلاء.

\*التسويق: المشكلة التي تعاني منها الملبنة في هذا المجال هي تسويق منتجاتها و ذلك بسبب ظهور منافسين الخواص الذين يتبعون طريقة البيع

دون فاتورة،مما أدى إلى تهرب العملاء من التعامل مع الملبنة.

\*قطع الغيار: كل الآلات الموجودة بالملبنة مستوردة من الخارج، و أي عطل يصيها يؤثر على وتيرة الإنتاج نتيجة انتظار وصول قطع الغيار من الخارج في حالة عدم وجودها في مخزن الملبنة وهو الأمر الغالب، كذلك فان الصيانة البطيئة للآلات تؤدي إلى توقيف العملية الإنتاجية.

\*أساليب التسيير: إن تغيرا لمدراء من فترة إلى أخرى أدى إلى عدم استقرار نمط التسيير لان له أسلوبه خاص في التسيير.

\*الأسعار: إن السعر المحدد من طرف الدولة خاصة فيما يتعلق بمنتوج الحليب ليس في مصلحة الملبنة لأنه لايتناسب مع سعر التكلفة.

\*الغيابات: وهي من المشاكل الكبيرة التي تعاني منها المؤسسة، و منه ما هو مبرر و ما غير مبرر، كذلك العطل المرضية، حوادث العمل مما يؤدي إلى توقيف الإنتاج، وقد بلغت أرقام مذهلة و هي من بين الأسباب التي حققت التي ألحقت الخسائر بالملبنة، و الإضافة إلى المشاكل المذكورة، فان الوحدة تفتقر إلى الإطارات الكفأة القادرة على التحكم في الآلات، و هذا ما يبرره تعطل الآلات من حين لآخر في مدة قصيرة رغم أن هذه الآلات متطورة و تكنولوجيا متقدمة.

### ثالثا: الهيكل التنظيمي لملبنة الأوراس.

من أجل التسيير الحسن للعملية الإنتاجية تم وضع هيكل تنظيمي يسهل عملية توزيع المهام بين مختلف دوائر الملبنة، و قد وضع هذا الهيكل على أساس مختلط يجمع بين التنظيم الوظيفي و التنظيم حسب مراحل الإنتاج.

يوجد بالملبنة سبعة دوائر هي: دائرة الإدارة العامة، دائرة التموين، دائرة الإنتاج، دائرة الصيانة، دائرة مراقبة النوعية، دائرة التسويق، و دائرة المالية والمحاسبة.

\* المديرية العامة: و تضم كل من:

1- الرئيس المدير العام : الذي يشرف على المديرية الملبنة الذي يعتبر المحرك الرئيسي، و تتمثل مهامه في :

- المحافظة على السير الحسن للملبنة.

- السعي جاهدا لتحقيق الأهداف المسطرة للملبنة.

- توزيع المهام و التنسيق بين مختلف الدوائر.

2- الأمانة: يتجلى دورها الأساسي في النقاط التالية:

- المحافظة على أسرار الملبنة.

- تسجيل و تنظيم البريد الداخلي و الخارجي.
- عقد اجتماعات مع إطارات الملبنة أو مع المتعاملين الخارجيين.
- تسجيل كل الاتصالات الواردة للسيد المدير العام.
- تلعب دور الوسيط بين الإدارة و الأطراف الأخرى.
- \* **مساعد الرئيس المدير العام:** يتمثل دوره:
  - تسيير جميع موارد الملبنة سواء المادية منها أو بشرية.
  - الإشراف على دائرة الإدارة العامة و المصالح الإدارية التالية:
    - أ- **مكتب الوقاية و الأمن :** يلعب هذا المكتب دورا أساسيا في الحفاظ على الملبنة بالدرجة الأولى، وذلك بتوفير كل مقاييس الأمن والوقاية و تقديم الإسعافات الأولية في حالة تعرض احد العمال إلى إصابات أو حوادث العمل، و كذلك توفير المحيط الملائم له ووقاية الملبنة ككل و السهر عليها من السرقة و الحرائق و غيرها.
  - 1- **دائرة الإدارة العامة:** تضم هذه الدائرة ستة مصالح هي:
    - 1-1 **مصلحة المستخدمين:** تهتم بمتابعة ملفات المستخدمين بالملبنة منذ بداية عملهم فيما إلى غاية خروجهم للتقاعد.
    - 2-1 **مصلحة التكوين:** تتمثل مهامها في:
      - تكوين الإطارات و الرفع من كفاءتهم.
      - تكوين العمال للرفع من قدراتهم الإنتاجية.
      - تهتم كذلك بالمتربصين بالملبنة.
    - 3-1 **مصلحة الأجور :** تهتم ب:
      - تسديد رواتب الموظفين و أجور العمال و برمجة العلاوات.
      - مراقبة نشاط الدوام وفق قوانين و أوقات العمل.
    - 4-1 **مصلحة المنازعات:** تقوم هذه المصلحة بمعالجة النزاعات القائمة في الحالات التالية:

- شيك بدون رصيد.

- نزاع حول عقد مبرم بين طرفين.

- عدم احترام العلاقات بين المستخدم و العامل.

- ضمان حق المصاب بحادث عمل.

**1-5 مصلحة حظيرة العتاد:** تستند إليها مهمة نقل العمال إلى مقر العمل، وكذلك نقلهم إلى مهام أخرى تابعة

لنشاط الملينة ، مع الاعتناء بوسائل النقل و صيانتها و كذلك وسائل الشحن.

**1-6 مصلحة الوسائل العامة:** تتولى هذه المصلحة مهمة توفير كل الوسائل العامة للإدارة كاحتياجات المكتب و كذا

احتياجات التنظيف، وإصلاح الوسائل العامة.

\***مكتب مراقبة التسيير:** هذا المكتب له علاقة بكل الدوائر المتواجد في الملينة حيث تخول له مهمة أساسية وهي مراقبة

تسيير هذه الدوائر على أحسن وجه، ويتحصل رئيس هذا المكتب على تقارير شهرية حول تسيير كل دائرة، فيقوم

بتحليلها وتقديم اقتراحات حول النقائص أو التعديلات الخاصة بالأخطاء المرتكبة، ومن أجل الوصول إلى هدف معين

ألا و هو السير الحسن للملينة ككل.

**2- دائرة التموين:** تعتبر من الدوائر المهمة و تضم هذه الدوائر مصلحتين:

**أ- مصلحة المشتريات:**

وتتمثل مهامها في شراء جميع احتياجات الملينة من المواد الأولية وقطع الغيار و باقي اللوازم الضرورية للاستمرار نشاط

الملينة في أحسن الظروف و كذلك تقوم بنقل السلع من الميناء إلى المؤسسة أو النقل إلى المؤسسات الأخرى و هذا عن

طريق و سائل النقل التابعة للملينة.

**ب- مصلحة دائرة تسيير المخازن:** التي تقوم بالأعمال:

- تنظيم المخازن.

- شحن البضائع و المواد إلى المخازن.

- إعداد تقارير شهرية من قبل رئيس الدائرة و إرسالها إلى رئيس مكتب مراقبة التسيير.

- تحرير الوثائق اللازمة مثل سند الخروج و سند الاستلام.

3- دائرة الإنتاج : و هي بمثابة العمود الفقري للملبنة، إذ بدونها لا معنى لوجود الملبنة و تتعامل هذه الدائرة مع جميع الدوائر الأخرى، و تضم الورشات التالية :

1-1 ورشة تحضير الحليب: يتم في هذه الورشة تحضيره، وذلك بمزج الماء الساخن مع المواد الأولية، المتمثلة في غبرة الحليب و المادة الدسمة MGLA، ثم يمر الحليب إلى عملية البسترة و التعقيم و بعد ذلك يوضع في صهاريج مبردة.

2-1 ورشة تصنيع القارورات البلاستيكية : يتم في هذه الورشة صنع القارورات ذات سعة 1 لتر من مادتين أساسيتين هما :

PEBD-PEHD ثم ترسل هذه القارورات عبر أنابيب إلى ورشة التعبئة.

3-1 ورشة تعبئة حليب القارورات : يتم في هذه الورشة نقل الحليب الموجود في الصهاريج عبر أنابيب إلى ورشة تعبئة القارورات، ثم توضع هذه القارورات في صناديق و ترسل إلى خارج الورشة بواسطة بساط متحرك لتوضع في الشاحنات المخصصة للنقل و التابعة للملبنة أو العملاء.

4-1 ورشة تعبئة حليب و لبن الأكياس : يتم في هذه الورشة نقل الحليب أو اللبن عبر أنابيب إلى ورشة تعبئة حليب و لبن الأكياس، ثم توضع هذه الأكياس في صناديق و ترسل إلى خارج الورشة بواسطة بساط متحرك لتوضع في الشاحنات المخصصة للنقل.

5-1 ورشة التنظيف : بعد كل عملية إنتاج يتم تنظيف الورشات من طرف عمال متخصصين، و ذلك بمواد منظفة خاصة بالصودا ، الاسيد و الماء الساخن.

4- دائرة الصيانة: الدور الأساسي لهذه الدائرة هو صيانة و إصلاح الآلات و تضم أربع ورشات:

1-2 ورشة الكهرباء : ينحصر دورها في توفير الطاقة الكهربائية للورشات و تصليح أي عطل كهربائي.

2-2 ورشة الميكانيك : يتمثل دورها في صيانة الآلات، وتحديد قطع الغيار عند الضرورة.

3-2 ورشة استغلال الوسائل: و تتمثل مهامه في :

- مراقبة عمال الدائرة في الورشات.

- متابعة الآلات.

- تجديد الآلات.

- إعطاء المعلومات الكافية للعمال عن كيفية صيانة الآلات للحفاظ عليها.

5- دائرة مراقبة النوعية : مهمتها الكشف عن نوعين المنتوجات و تضم مصلحتين :

1- مصلحة تحاليل الفيزيوكيميا : تعمل هذه المصلحة دون توقف (سا/24/سا) و وظيفتها الأساسية تتمثل في جلب عينات من المنتوجات المصنوعة أو التي هي في مرحلة الصنع لتحديد مدى مطابقتها للمواصفات اللازمة، و إذا لم يكن هناك تطابق يصدر أمر بتوقيف الإنتاج.

2- مصلحة تحاليل الميكروبيولوجيا : تختص بمراحل بسترة الحليب و تهتم بضبط معدلات مواد التنظيف كالحرارة و المياه و التركيز الصودا ، و هذه الأخيرة تحدد نوع البكتيريا الموجودة في الحليب و مشتقاته (إذ هناك ما هو مضر لجسم الإنسان)، كذلك تحدد نسب تواجدتها في المنتوجات.

6- دائرة لتسويق : تهتم هذه المديرية ببيع منتوجات و سلع الملينة و كذلك تحقيق رقم أعمال جيد، مع تلبية حاجيات جميع المواطنين، و تضم دائرة واحدة و هي دائرة التوزيع.

1- دائرة التوزيع: تضم مصلحتين:

1-1 مصلحة البيع : تتولى القيام بالمهام التالية :

- إخراج المنتوجات بنسد الخروج.

- استقبال الصكوك البريدية من الزبائن.

- تحرير الفواتير.

1-2 مصلحة تسيير المخازن: تقوم هذه المصلحة ب :

- تخزين المنتوجات و الحفاظ على سلامتها و على نظافة المخزون.

- شحن الحليب و مشتقاته في شاحنات الملينة أو شاحنات الزبائن.

7- دائرة المالية و المحاسبة :

تعتبر هذه الدائرة طرفا مهما في الملينة و تضم المصالح التالية:د

1-مصلحة المالية : تقوم هذه المصلحة بالإعمال التالية :

- إعداد الموازنات التقديرية.

- الاهتمام بجميع النفقات و الإيرادات التي تحدث على مستوى الملينة.



- مراقبة الفواتير و مدى مطابقتها مع إذن الاستسلام.

- إعداد الشيكات لتسديد فواتير الموردين.

للإشارة فان كل الوثائق و الفواتير المحاسبية تمر أولا على هذه المصلحة ثم ترسل بعد ذلك إلى مصلحة المحاسبة العامة، المحاسبة التحليلية، الجباية.

**2-مصلحة المحاسبة العامة :** تهتم هذه المصلحة بضبط جميع العمليات المحاسبية الخاصة بالبيع و الشراء، و الاستثمارات... الخ، وعن طريقها تتحدد الوضعية المالية للملينة في نهاية الدورة و تقوم بالمهام التالية:

- تسجيل العمليات المختلفة في اليومية بالاستناد على وثائق أصلية.

- القيام بأعمال نهاية الدورة من اجل إعداد الحسابات الختامية.

- إعداد قوائم الحسابات الختامية السنوية على رأسها الميزانية و جدول حسابات النتائج.

**2- مصلحة المحاسبة التحليلية :** تهتم هذه المصلحة بحساب التكاليف و سعر التكلفة لكل منتج و كذلك تهتم بمحاسبة المواد و عليه يمكن تقسيم المصلحة إلى قسمين هما:

**3-1 قسم محاسبة المواد:** يكمن دور هذا القسم في:

- متابعة العمليات الخاصة بحركة المخزون.

- التأكد من صحة الوثائق المستعملة في هذه المصلحة.

- إعداد ملف المحاسبة التحليلية من اجل معرفة المواد و اللوازم المستهلكة.

**3-2 قسم حساب و تحديد التكاليف:** إن أهم عمل يقوم به هذا القسم هو تحديد سعر التكلفة المنتوجات و النتيجة التحليلية، كذلك متابعة الجرد.

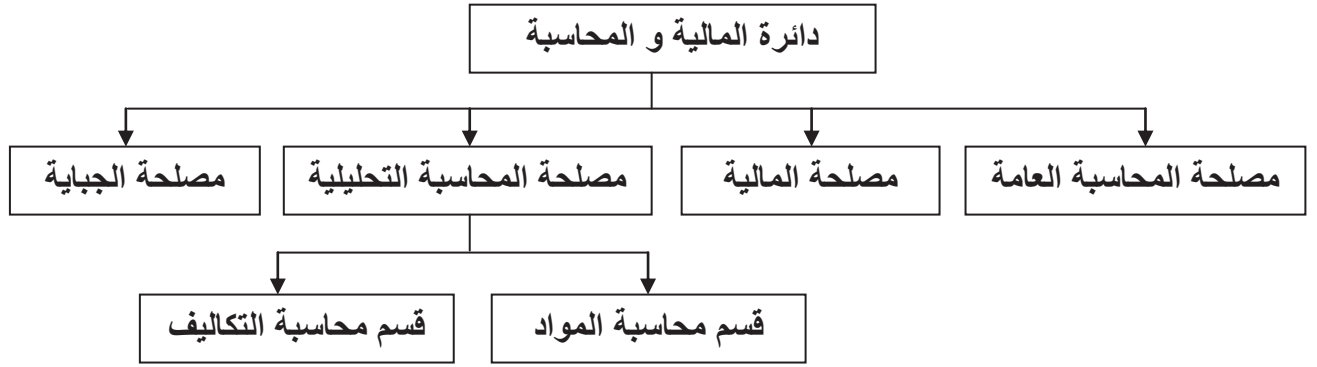
**4- مصلحة الجباية :** يكمن دورها الأساسي في إعداد التصحيحات الجبائية المتضمنة لمختلف الضرائب و الرسوم التي تخضع لها الملينة و المتمثلة في :

- الرسم على القيمة المضافة T.V.A .

- الرسم على النشاط الصناعي T.A.I

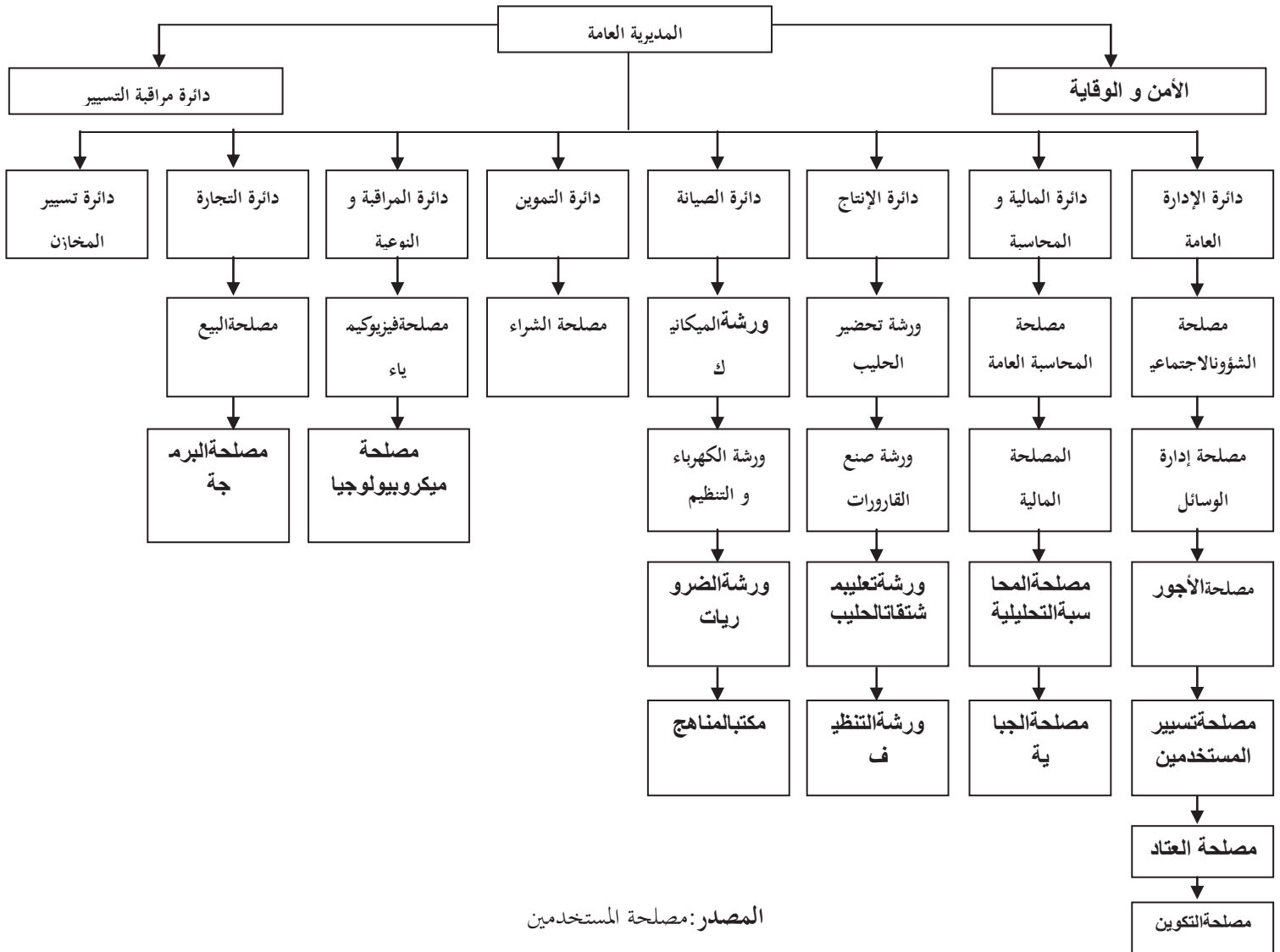
- ضريبة على الدخل الإجمالي I.R.G .

الشكل رقم (2-1) : الهيكل التنظيمي لدائرة المالية و المحاسبة.



المصدر : مصلحة المحاسبة التحليلية.

الشكل رقم (2-2) : الهيكل التنظيمي لمؤسسة ملبنة الأوراس



المصدر: مصلحة المستخدمين

المطلب الثاني: مجتمع و متغيرات الدراسة

سنحاول من خلال هذا المطلب عرض الطريقة والأدوات المستعملة في الدراسة ، بتقديم مجتمع وعينة الدراسة ، تحديد المتغيرات ، وطرق جمع المعلومات و الأدوات المستعملة في الجمع.

أولاً:مجتمع وعينة الدراسة

مجتمع الدراسة هو قطاع الصناعة و عينة الدراسة هي إحدى المؤسسات الاقتصادية التي تنشط في القطاع الصناعي والمتمثلة في ملبنة الأوراس، المؤسسة تتواجد بولاية باتنة و بالتحديد بالمنطقة الصناعية كشيدة باتنة.

و ارتكزت الدراسة على مشروعين استثماريينلفترة ثلاث سنوات ابتداء من 2011 الى سنة 2013. والمتمثلة في:

-مشروع إنتاج وتعبئة حليب الأكياس

-مشروع إنتاج الجبن والزبدة.

وقد تم التطبيق الميداني خلال شهر افريل من سنة 2013

ثانياً: متغيرات الدراسة:

المتغير المستقل هو تكلفة رأس المال و التابع هو القرار الاستثماري.

من اجل الوصول إلى تكلفة رأس المال نستعمل التكلفة المتوسطة المرجحة وفق العلاقة التالية:

$$K = K_{CP} * \left( \frac{CP}{CP + D} \right) + K_D * \left( \frac{D}{CP + D} \right) * (1 - IS)$$

وللوصول لهذه العلاقة يتم حساب تكلفة الأموال الخاصة و تكلفة الديون، بالإضافة إلى ذلك يتم حساب كل من: صافي القيمة الحالية VAN و مؤشر الربحية ومعدل العائد الداخلي لتعرف على مردودية المشاريع الاستثمارية في اطار عملية التقييم.

ثالثاً: معطيات الدراسة:

معطيات الدراسة عبارة عن ميزانيات مالية و جدول حسابات النتائج وكذلك وثائق للاستثمارات التي قامت بها المؤسسة خلال سنوات الدراسة.

رابعاً: مصادر جمع المعلومات:

تم جمع المعلومات عن طريق وثائق المؤسسة ( ميزانيات جداول حسابات النتائج لثلاث سنوات) بالإضافة الى بعض الوثائق متعلقة باستثمارات المؤسسة لهذه الفترة وكذلك المقابلة التي تمت مع مدير مصلحة المالية والمحاسبة.

المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج:

سيتم التطرق في هذا المبحث إليهم نتائج الدراسة التي تم التوصل إليها من خلال المطلب الأول ، أما المطلب الثاني فنقوم بتحليل هاته النتائج ومناقشتها.

المطلب الأول: نتائج الدراسة:

سنحاول في هذا المطلب عرض نتائج الدراسة المتوصل إليها.

أولاً: رقم الأعمال و النتيجة الصافية

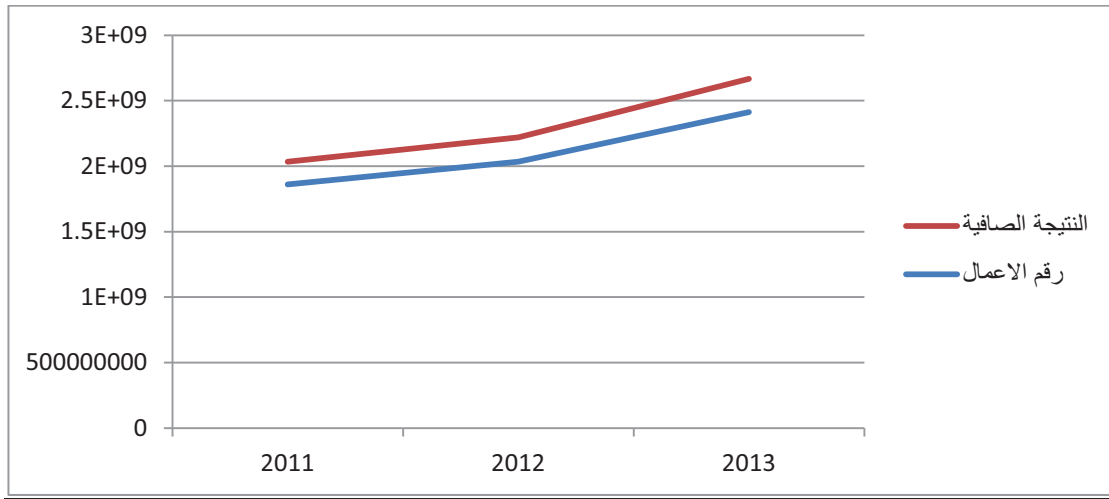
عرفت مؤسسة ملبنة الأوراس تطوراً في رقم الأعمال بسبب زيادة النشاطات التي ميزتها، وهذا راجع للاستثمارات الأخيرة التي عرفتها المؤسسة و هذا ما يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم(2-1): تطور رقم الأعمال والنتيجة الصافية

<u>2013</u>	<u>2012</u>	<u>2011</u>	
2413604241.46	2034271642.18	1861623077.11	رقم الأعمال
253019332.04	184226307.76	173461318.82	النتيجة الصافية

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على القوائم المالية

شكل رقم (2-3): تطور رقم الاعمال والنتيجة الصافية



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم (2-1)

من خلال الشكل يتضح تطور رقم اعمال المؤسسة و النتيجة الصافية، حيث بلغت الزيادة نسبة 8.48% سنة 2012 و 15.71% سنة 2013 اي بوتيرة كبيرة.

وقد انعكس على هذا التزايد المتسارع على النتيجة الصافية وهو ما يوضحه المنحنى اعلاه ، اذ بلغت نسبة الزيادة 5.84% سنة 2012 للترتفع بنسبة 27.18% سنة 2013 وهذا راجع للارتفاع الملحوظ في المبيعات نتيجة توسيع النشاط التي قامت بها المؤسسة في السنوات الاخيرة.

ثانيا: عناصر الهيكل المالي:

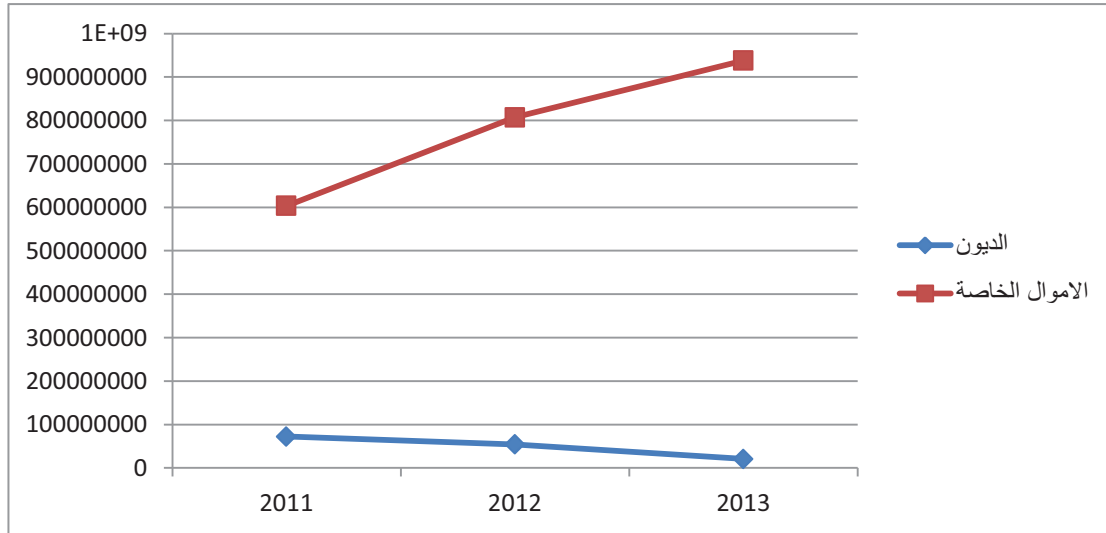
تظهر لنا القوائم المالية لمؤسسة ملبنة الاوراس اعتمادها بشكل كبير على الأموال الخاصة و هذا ما يجعلها تتميز بالاستقلالية المالية.

جدول رقم (2-2): عناصر الهيكل المالي

<u>2013</u>	<u>2012</u>	<u>2011</u>	
20700000	54195523	72206484	الديون
938116081.95	807253301.75	603682171.83	الأموال الخاصة
0.022	0.067	0.11	الديون/الأموال الخاصة

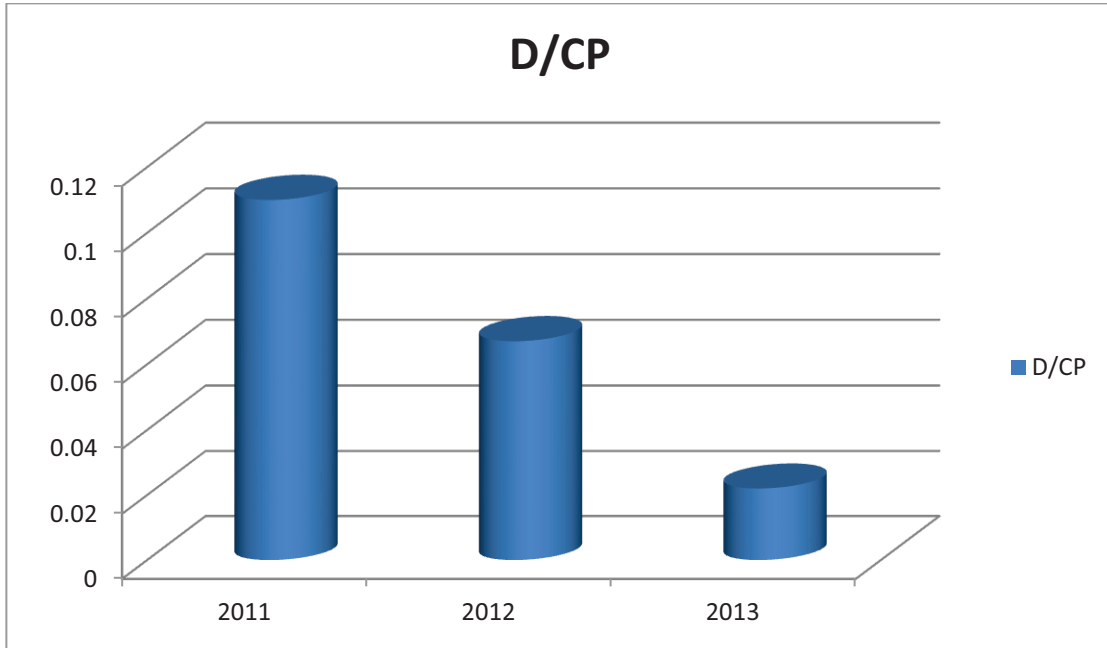
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على القوائم المالية

شكل رقم (2-4): عناصر الهيكل المالي



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على نتائج الجدول رقم (2-2)

الشكل رقم (2-5): نسبة D/CP



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على نتائج الجدول رقم (2-2)

من خلال الشكلين رقم (2-3) و(2-4) نلاحظ أن نسبة الأموال الخاصة شهدت ارتفاعا خلال سنوات الدراسة ، عكس الديون التي كانت منخفضة والتي عرفت تراجعاً خلال السنتين 2012 و2013. ويوضح التمثيل البياني مامدى الاستقلالية المالية للمؤسسة خاصة في السنة الأخيرة أين بلغت 2.2%.

### ثالثا : حساب تكلفة رأس المال:

قامت مؤسسة ملبنة الأوراس خلال السنوات الأخيرة بتوسيع نشاطها حيث قامت بإنتاج منتجات جديدة (زبدة - جبن)، وكذلك تجديد الآلات لزيادة الإنتاج وتحسينه.

وبغرض حساب تكلفة رأس المال وتحليلها وكذا التعرف على أهميتها في المفاضلة بين المشاريع باعتبارها معدل للخصم ، نقوم بدراسة مشروعين استثماريين استخدمت كل منها عدة أنواع من الآلات .

### المشروع الأول:

#### 1. تكاليف الاستثمار الأول:

قامت ملبنة مؤسسة الأوراس بجائزة عدة آلات لإنتاجو تعبئة حليب الأكياس بهدف زيادة الإنتاج وكانت تكلفتها كما سيأتي:

جدول رقم (2-3): تكلفة الآلات إنتاج وتعبئة الحليب

الأموال الخاصة	الديون	التكلفة الإجمالية	
68358805.95	35000000.00	103358806.00	آلات الحليب والتعليب

المصدر: مصلحة المالية والمحاسبة

- تكلفة الأموال الخاصة:

يتم حسابها بالاعتماد على تكلفة الأموال الخاصة بالقيمة الدفترية والتي هي متاحة حسب المعطيات المتوفرة وتحسب

بالعلاقة التالية:  $K_{CP} = \text{التوزيعات السنوية للأرباح} / \text{الأموال الخاصة}$

جدول رقم (2-4): توزيعات السنوية للأرباح للمشروع الأول

السنوات البيان	2011	2012	2013
التوزيعات السنوية للأرباح	12873324.6	66225976.6	18789792.5

المصدر: مصلحة المالية والمحاسبة

ويمكن توضيح تكلفة الأموال الخاصة في الجدول التالي:

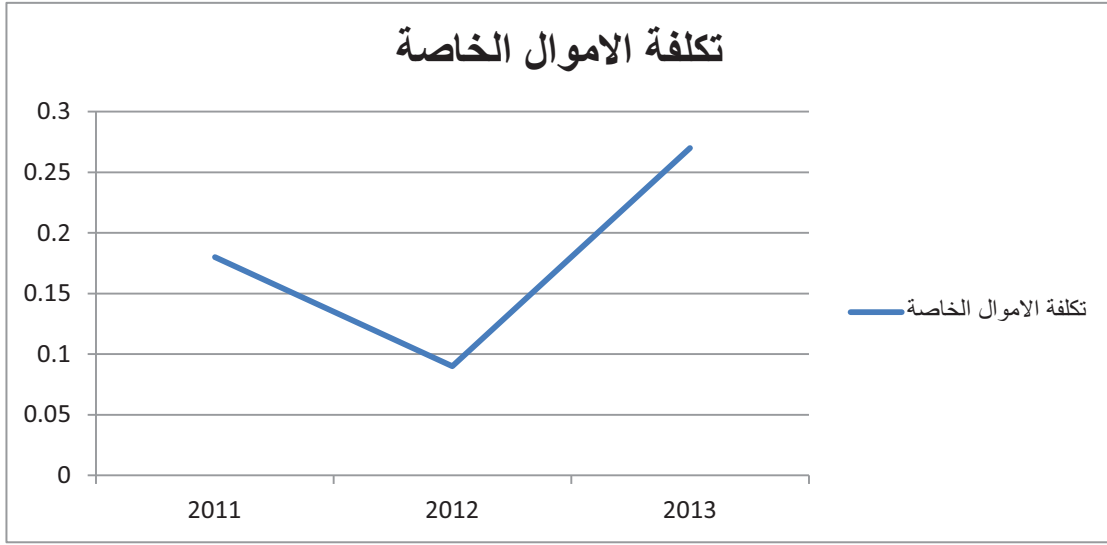
جدول رقم (2-5): تكلفة الأموال الخاصة للاستثمار الأول

السنوات البيان	2011	2012	2013
تكلفة الأموال الخاصة	0.18	0.09	0.27

المصدر: من إعداد الطالب باعتماد على نتائج الجدول رقم (2-4)



الشكل رقم (2-6): تكلفة الأموال الخاصة للاستثمار الأول



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول رقم(2-5)

من خلال الشكل رقم (2-6) نلاحظ ان تكلفة الأموال المرتفعة نوعا ما في متوسطها العام حيث بلغت 18%، وقد شهدت أعلى نسبة لها في سنة 2013 بـ 27% و أقل قيمة لها سنة 2012 بـ 9% .

#### - تكلفة الديون:

قامت مؤسسة ملبنة الاوراس باقتراض مبلغ 35000000.00 دج لتسدده بأقساط سنوية على مدى 5 سنوات بمعدل فائدة 3.5% .

وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{تكلفة الديون} = \text{معدل الفائدة} * (1 - \text{الضريبة على الأرباح})$$

حيث ان الضريبة المطبقة على أرباح الشركات هي 30% حيث خفضت إلى 19% من طرف الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار في سنة 2013.

ويمكن توضيح تكلفة الديون من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (2-6): تكلفة الديون

2013	2012	2011	السنوات البيان
0.028	0,024	0.024	تكلفة الديون

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على نتائج معادلة تكلفة الديون

من خلال الجدول رقم (2-7) نلاحظ أن تكلفة الديون لم تشهد أي ارتفاع خلال سنة 2011 و 2012 حيث بلغت

نسبة 2.4% لترتفع بنسبة 2.8% سنة 2013

- تكلفة رأس المال :

بتطبيق المعادلة التالية:

$$K = K_{CP} * \left( \frac{CP}{CP + D} \right) + K_D * \left( \frac{D}{CP + D} \right) * (1 - IS)$$

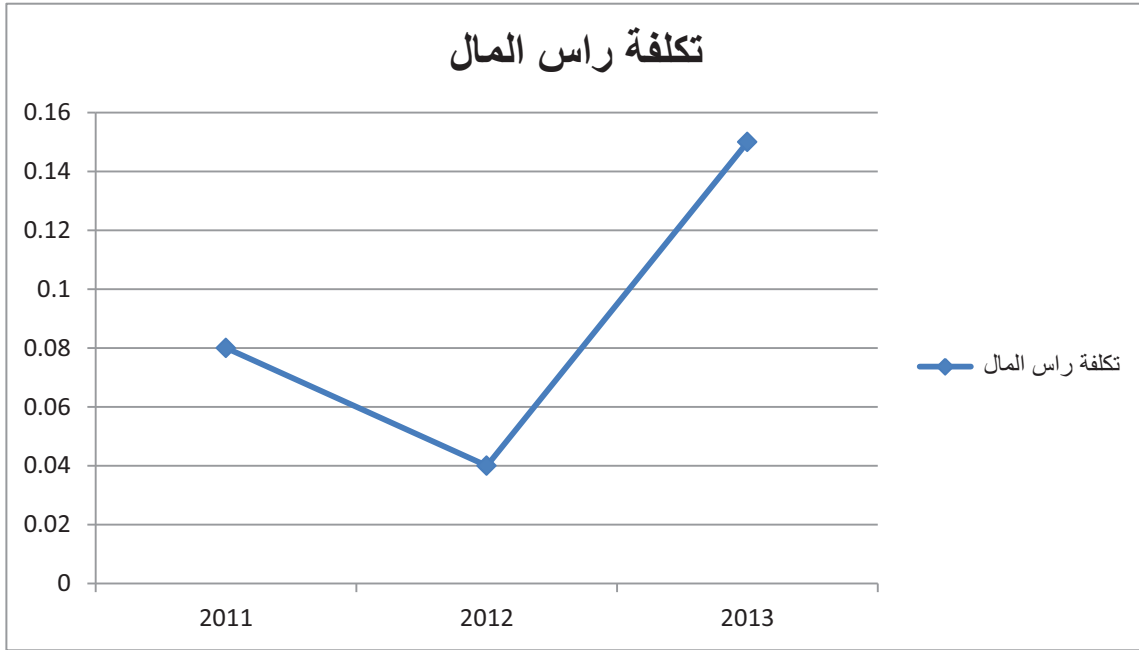
نتحصل على تكلفة رأس المال للسنوات الثلاثة كما يلي:

جدول رقم (2-7): تكلفة رأس المال للاستثمار الاول

2013	2012	2011	السنوات البيان
0.15	0.04	0.08	تكلفة رأس المال

المصدر : من اعداد الطالب بالاعتماد على نتائج معادلة تكلفة رأس المال

شكل رقم (2-7): تكلفة رأس المال للاستثمار الأول



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على نتائج الجدول رقم (2-8)

نلاحظ من خلال معطيات الجدول رقم (2-8) والشكل المبين أعلاه أن المتوسط العام لتكلفة رأس المال للمشروع الأول بلغ 9% كما لوحظ انخفاض لتكلفة رأس المال سنة 2012 بنسبة 4% لترتفع بشكل متسارع لتبلغ 15% سنة 2013.

### المشروع الثاني:

#### 2. تكاليف الاستثمار الثاني:

قامت مؤسسة ملبنة الأوراس في توسيع نشاطها من خلال إنتاج منتوجات جديدة (جبن - زبدة) ومن أجل ذلك قامت المؤسسة باقتناء مجموعة من الآلات والتي كلفتها المبالغ التالية:

جدول رقم (2-8) : التكلفة الإجمالية للاستثمار الثاني

الأموال الخاصة	الديون	التكلفة الإجمالية	آلات الجبن والزبدة
24107838.99	8000000.00	32107838.99	

المصدر: مصلحة المالية والمحاسبة

تكلفة الأموال الخاصة :

يتم حسابها بالاعتماد على تكلفة الأموال الخاصة بالقيمة الدفترية والتي هي متاحة حسب المعطيات المتوفرة وتحسب

بالعلاقة التالية :  $K_{CP} = \text{التوزيعات السنوية للأرباح} / \text{الأموال الخاصة}$

جدول رقم ( 2-9 ): التوزيعات السنوية لأرباح المشروع الثاني

2013	2012	2011	السنوات البيان
2347719.6	52839.19	49058.01	التوزيعات السنوية للأرباح

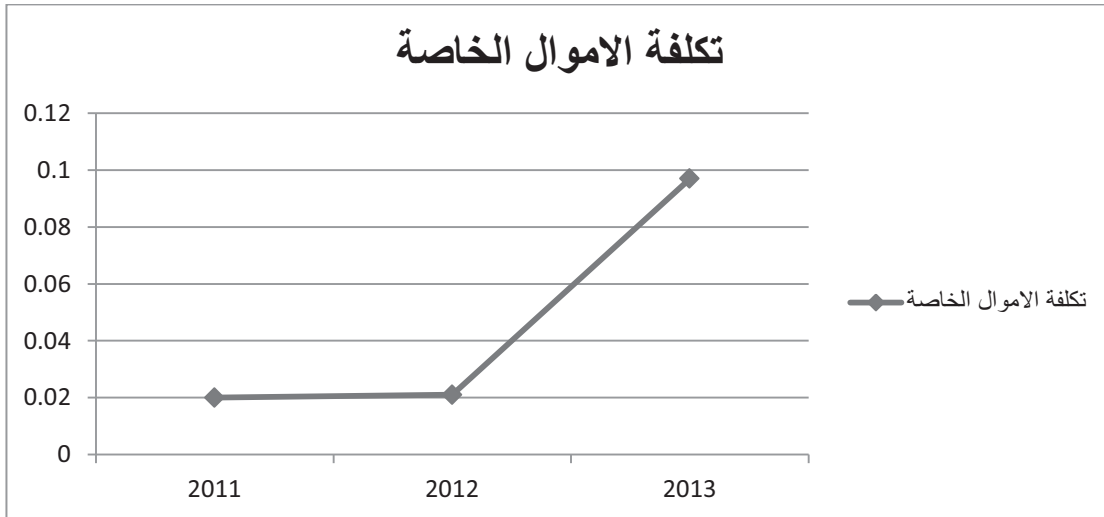
المصدر : مصلحة المالية والمحاسبة

جدول رقم ( 2-10 ) : تكلفة الأموال الخاصة للاستثمار الثاني

2013	2012	2011	السنوات البيان
0.097	0.021	0.02	تكلفة الاموال الخاصة

المصدر : من إعداد الطالب على معادلة تكلفة الأموال الخاصة

شكل رقم (2-8): تكلفة الأموال الخاصة للاستثمار الثاني



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على نتائج الجدول رقم (2-10)

نلاحظ من خلال نتائج الجدول رقم (2-10) و الشكل رقم (2-8) إن تكلفة الأموال الخاصة بالمشروع الاستثماري الثاني منخفضة حيث بلغ متوسطها العام 4.3 % حيث شهدت أعلى نسبة لها سنة 2013 حيث بلغت 9,7%.

#### تكلفة الديون:

قامت مؤسسة ملبنة الأوراس باقتراض مبلغ 8000000 دج يسدد خلال 5 سنوات على شكل أقساط سنوية بمعدل فائدة سنوي 3.5%.

وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{تكلفة الديون} = \text{معدل الفائدة} * (1 - \text{الضريبة على الأرباح})$$

حيث أن الضريبة المطبقة على أرباح الشركات هي 30% حيث خفضت إلى 19% من طرف الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار في سنة 2013.

ويمكن توضيح تكلفة الديون من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (2-11): تكلفة الديون

السنوات	2011	2012	2013
البيان			
تكلفة الديون	0.024	0.024	0.028

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على نتائج معادلة تكلفة الديون

من خلال نتائج الجدول رقم (2-11) نلاحظ أن تكلفة الديون لم تشهد أي ارتفاع خلال سنة 2011 و 2012 حيث بلغت نسبة 2.4% لترتفع بنسبة 2.8% سنة 2013.

تكلفة رأس المال:

بتطبيق المعادلة التالية:

$$K = K_{CP} * \left( \frac{CP}{CP + D} \right) + K_D * \left( \frac{D}{CP + D} \right) * (1 - IS)$$

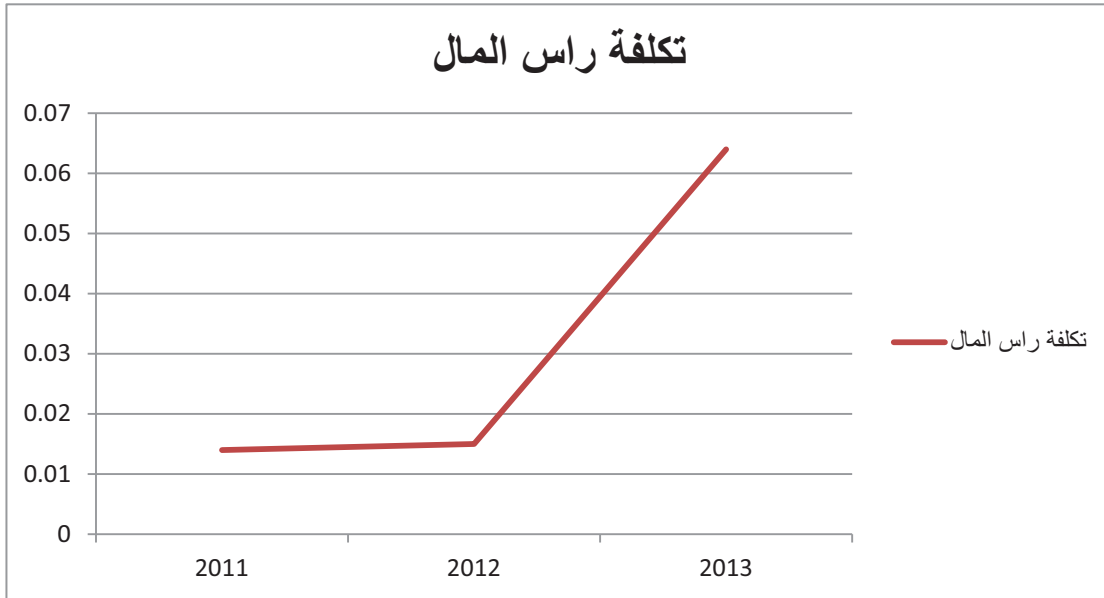
لتحصل على تكلفة رأس المال للسنوات الثلاث كما يلي:

جدول رقم (2-12): تكلفة رأس المال للاستثمار الثاني

2013	2012	2011	السنوات البيان
0.064	0.015	0.014	تكلفة رأس المال

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على النتائج معادلة تكلفة رأس المال

شكل رقم (2-9): تكلفة رأس المال للاستثمار الثاني



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على نتائج الجدول رقم (2-12)

نلاحظ من خلال معطيات الجدول رقم (2-12) والشكل (2-9) ان تكلفة رأس مال المشروع الثاني انخفضت بانخفاض تكلفة امواله الخاصة.

رابعاً: معايير اختيار الاستثمارات:

للتعرف فيما إذا كانت تكلفة رأس المال بالنسبة للاستثمارين مناسبة للحصول على أكبر الأرباح أو بأقل التكاليف، تم الاعتماد في اختيار المشاريع على معايير التقييم المخصوصة .

### 1. نتائج الاستثمار الأول:

للمقارنة بين تكلفة رأس المال ومعدل العائد الداخلي، نقوم أولاً بحساب صافي القيمة الحالية عند معدي خصم الأول تكون عنده القيمة الحالية الصافية موجبة والمعدل الثاني سالبة عنده.

حيث سنبين التدفقات النقدية للمشروع في الجدول التالي:

جدول رقم ( 2-13 ): التدفقات النقدية للمشروع لآلات إنتاج وتعبئة الحليب

2013	2012	2011	السنوات البيان
85349212.12	23523901.49	39728495.82	التدفقات النقدية

المصدر : مصلحة المالية والمحاسبة

حساب (VAN) عند معدل خصم 18%:

جدول ( 02-14 ): صافي القيمة الحالية للمشروع الأول عند معدل 18%

السنة	التدفقات النقدية	معدل الخصم	التدفقات النقدية
2011	39728495.82	0.847	33093837.02
2012	23523901.49	0.718	16325587.63
2013	85349212.12	0.608	49331844.61
	مجموع التدفقات النقدية المخصوصة		
	102432518.2		
	صافي القيمة الحالية VAN		
	-926287.8		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول ( 2-13 )

نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه أن التدفقات النقدية المخصوصة التي تحصلنا عليها بناء على معدل خصم 18 % أقل من التكلفة الأولية للمشروع

حساب (VAN) عند معدل خصم 17%:

جدول رقم ( 2-15 ) : صافي القيمة الحالية للمشروع الاول عند معدل 17%

السنة	التدفقات النقدية	معدل الخصم	التدفقات النقدية
2011	39728495.3	0.854	33371936.05
2012	23523901.49	0.730	16607874.45
2013	85349212.12	0.624	50356035.15
مجموع التدفقات النقدية المخصومة			104358491.9
صافي القيمة الحالية VAN			999685.9

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول ( 2-13 )

نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه أن التدفقات النقدية المخصومة التي تحصلنا عليها بناء على معدل خصم 17 % أكبر من التكلفة الأولية للمشروع

حساب معدل العائد الداخلي:

بتطبيق المعادلة التالية نتحصل على معدل العائد الداخلي:

$$TRI = K_1 + VAN(K_1)/(VAN(K_1) - VAN(K_2))$$

نجد: TRI=17.52

كما يمكن حساب مؤشر الربحية بتطبيق العلاقة التالية:

$$IP = \left( \frac{VAN}{I} \right) + 1$$

$$IP= 1.009$$

نتائج المشروع الثاني:

من اجل المقارنة بين تكلفة راس المال ومعد العائد الداخلي نقوم بحساب صافي القيمة الحالية للمشروع عند معدلي خصم مختلفين بحيث تكون عند احد هذين المعدلين صافي القيمة الحالية سالبة والأخرى موجبة.

حيث التدفقات النقدية للمشروع الثاني كالتالي:



جدول رقم ( 2-16 ): التدفقات النقدية لالات انتاج الجبن والزبدة

2013	2012	2011	السنوات البيان
48012893	528391.95	453070.14	التدفقات النقدية

المصدر: مصلحة المالية والمحاسبة

حساب ( VAN ) عند معدل خصم 16%

جدول رقم ( 2-17 ): صافي القيمة الحالية للمشروع الثاني عند معدل 16%

التدفقات النقدية	معدل الخصم	التدفقات النقدية	السنة
390546.46	0.862	453070.14	2011
392594.65	0.743	528391.19	2012
3985064.89	0.640	48012893	2013
31511393.2	مجموع التدفقات النقدية المخصومة		
-596445.79	صافي القيمة الحالية VAN		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول ( 2-16 )

نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه أن التدفقات النقدية المخصومة التي تحصلنا عليها بناء على معدل خصم 16 % اقل من التكلفة الأولية للمشروع .

حساب ( VAN ) عند معدل خصم 15%:

جدول رقم ( 2-18 ): صافي القيمة الحالية للمشروع الثاني عند معدل 15%

التدفقات النقدية	معدل الخصم	التدفقات النقدية	السنة
393717.95	0.869	453070.14	2011
399463.73	0.756	528391.19	2012
31544470.7	0.657	48012893	2013
32466579.84	مجموع التدفقات النقدية المخصومة		
358740.85	صافي القيمة الحالية VAN		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول ( 2-16 )

نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه أن التدفقات النقدية المخصومة التي تحصلنا عليها بناء على معدل خصم 15% أكبر من التكلفة الأولية للمشروع .

حساب معدل العائد الداخلي:

بتطبيق المعادلة التالية نتحصل على معدل العائد الداخلي:

$$TRI = K_1 + VAN(K_1)/(VAN(K_1) - VAN(K_2))$$

بجد: TRI=15.37

كما يمكن حساب مؤشر الربحية بتطبيق العلاقة التالية:

$$IP = \left( \frac{VAN}{I} \right) + 1$$

$$IP= 1.01$$

المطلب الثاني: مناقشة النتائج واختبار الفرضيات

اولا: مناقشة النتائج

سنحاول في هذا المطلب مناقشة النتائج المتوصل إليها في الدراسة الميدانية.

### 1. رقم الأعمال والنتيجة الصافية

من خلال القوائم المالية للمؤسسة نلاحظ بأنها حققت تطورا في رقم أعمالها وأثره على النتيجة الصافية، حيث بلغت الزيادة نسبة 8.48% سنة 2012 و 15.71% سنة 2013 أي بوتيرة كبيرة.

وقد انعكس على هذا التزايد المتسارع على النتيجة الصافية، إذ بلغت نسبة الزيادة 5.84% سنة 2012 لترتفع بنسبة 27.18% سنة 2013 وهذا راجع للارتفاع الملحوظ في المبيعات باعتبار المؤسسة نتج مادة الحليب واسعة الاستهلاك وكذلك نتيجة توسيع النشاط التي قامت بها المؤسسة في السنوات الأخيرة.

### 2. الاستقلالية المالية

تظهر لنا القوائم المالية للمؤسسة اعتمادها بشكل كبير على الأموال الخاصة بشكل بصفة مستمرة، وهذا ما جعلها تتميز بالاستقلالية المالية، كما تبين لنا أن الأموال الخاصة مرتفعة خلال سنوات الدراسة عكس الديون التي سجلت

تراجعا خلال مدة الدراسة ، وهذا ما يوضح لنا ما مدى الاستقلالية المالية المتزايدة للمؤسسة ملبنة الأوراس خاصة في السنة الأخيرة أين بلغت نسبة الديون 2.2% .

### 3. تقدير تكلفة رأس المال

تكلفة رأس المال المشروع الأول :

أ.تكلفة الأموال الخاصة:

نلاحظ من خلال النتائج المتحصل عليها أن نسبة الأموال الخاصة للمشروع الأول كانت مرتفعة نوعا ما في متوسطها العام حيث بلغت 18% وهذا ما يعكس تركيز المؤسسة في تمويل المشروع بنسبة أكبر على الأموال الخاصة .

ب.تكلفة الديون :

نلاحظ من خلال النتائج المتحصل عليها أن نسبة تكلفة الديون خلال فترة الدراسة منخفضة مقارنة مع تكلفة الأموال الخاصة ، حيث في متوسطها العام 2.53% وهذا ما يفسر لنا إن المؤسسة تعتمد قليلا على الديون.

ج.تكلفة رأس المال :

نلاحظ من خلال النتائج المتحصل عليها أن نسبة تكلفة رأس المال بلغت في متوسطها العام 9% وهي نسبة مرتفعة قليلا وهذا راجع لارتفاع تكلفة الأموال الخاصة على الرغم من انخفاض نسبة تكلفة الديون حيث كان تركيز مؤسسة ملبنة الأوراس في التمويل خلال سنوات الدراسة على الأموال الخاصة وتجاهل المصادر ذات التكاليف الأقل.

تكلفة رأس المال المشروع الثاني

أ.تكلفة الأموال الخاصة:

نلاحظ من خلال النتائج المتحصل عليها أن نسبة الأموال الخاصة للمشروع الأول كانت منخفضة في متوسطها العام حيث بلغت 4.6% وهذا ما يعكس تركيز المؤسسة في تمويل المشروع بنسبة أكبر على الأموال الخاصة .

ب.تكلفة الديون :

نلاحظ من خلال النتائج المتحصل عليها أن نسبة تكلفة الديون خلال فترة الدراسة منخفضة مقارنة مع تكلفة الأموال الخاصة ، حيث في متوسطها العام 2.53% وهذا ما يفسر لنا أن المؤسسة تعتمد قليلا على الديون .

ج.تكلفة رأس المال :

نلاحظ من خلال النتائج المتحصل عليها أن نسبة تكلفة رأس المال بلغت في متوسطها العام 3.1% وهي نسبة متدنية وهذا راجع لانخفاض تكلفة الأموال الخاصة و نسبة تكلفة الديون.

4 : مردودية المشاريع الاستثمارية

1.المشروع الأول :

من خلال النتائج المتحصل عليها نلاحظ أن مجموع التدفقات النقدية المخصومة المتحصل عليها اكبر من التكلفة الأولية للمشروع ، و معدل العائد الداخلي المتحصل عليه هو 17.52، ومؤشر الربحية هو 1.009 موجب واكبر من الواحد نخلص إلى:

أن قرار المؤسسة في هذا المشروع كان صائبا و هذا راجع لمعد العائد الداخلي المتحصل عليه الذي يغطي تكلفة رأس المال بالإضافة إلى أن مؤشر الربحية كان موجبا وكذا صافي القيمة الحالية وهو ما يؤكد على نجاعة قرارات المؤسسة ، تكلفة رأس المال كانت منخفضة هذا يعني أن الهيكل المالي للمؤسسة مثالي لا كنه كان بالإمكان أن يكون مثاليا لو أنها اعتمدت في تمويلها على الاقتراض الخارجي بدل من التمويل الذاتي .

2.المشروع الأول :

من خلال النتائج المتحصل عليها نلاحظ أن مجموع التدفقات النقدية المخصومة المتحصل عليها اكبر من التكلفة الأولية للمشروع ، و معدل العائد الداخلي المتحصل عليه هو 17.37، ومؤشر الربحية هو 1.01 موجب واكبر من الواحد نخلص إلى:

أن قرار المؤسسة في هذا المشروع كان صائبا و هذا راجع لأن معدل العائد الداخلي المتحصل عليه الذي يغطي تكلفة رأس المال بالإضافة إلى أن مؤشر الربحية كان موجبا وكذا صافي القيمة الحالية موجب وهو ما يؤكد على نجاعة قرارات المؤسسة الاستثمارية.

على الرغم من انخفاض تكاليف مصادر التمويل التي انعكست على انخفاض تكلفة رأس المال وهذا ما ساعد على الرفع في مردودية المشاريع، و قرار المؤسسة في لجوئها لهذا الاستثمار كان صائبا لان تدفقاتها النقدية خلال فترة الدراسة غطت التكلفة الاولية للمشروع.

ثانيا: اختبار الفرضيات :

- بالنسبة للفرضية الأولى التي تقول إن لقياس تكلفة رأس المال أهمية بالغة من حيث اختيار مصادر التمويل المناسبة حيث تؤثر فيها العديد من العوامل منها عوامل عامة، ومنها ما هو متعلق بكل عنصر من عناصر الهيكل المالي بالإضافة الى بعض العوامل غير النظامية، هذا الافتراض صحيح لأن لتكلفة رأس المال أهمية بالغة في ترشيد قرارات المؤسسة التمويلية كما تعتبر معيارا أساسيا في تقييم المشاريع الاستثمارية ، حيث تتأثر بالعديد من العوامل فمنها العوامل العامة التي تؤثر على كافة عناصر الهيكل المالي ، و أخرى عوامل خاصة بكل عنصر من عناصر التمويل، وعوامل غير نظامية .
- بالنسبة للفرضية الثانية التي تقول يتم اختيار مصادر تمويل المشروعات الاستثمارية للمؤسسة بالاعتماد على معايير التي تحدد جوانب المردودية المالية وتكلفة مصادر تمويل الاستثمارات في المؤسسة، هذه الفرضية صحيحة حيث يكون أمام متخذ القرار التمويلي مجموعة من المعايير والتي تتعلق بالمردودية المالية ومصدر التمويل حيث يتم اختيار مصدر التمويل المناسب للمشاريع الذي يحقق أقل تكلفة وأكبر عائد ممكن.
- بالنسبة للفرضية الثالثة التي تقول من الممكن أن تؤثر تكلفة رأس المال على مردودية المشروعات الاستثمارية للمؤسسة بشكل ايجابي، من النتائج المتحصل عليها خلال مقارنة معدل تكلفة رأس المال لكلا المشروعين لمؤسسة ملبنة الأوراس بمعدل العائد الداخلي تبين لنا أن قرارات المؤسسة كانت ايجابية وصائبة وهذا يثبت لنا صحة هذه الفرضية.

### خلاصة الفصل:

حاولنا من خلال هذا الفصل أن نسقط الجانب النظري على الدراسة الميدانية، مستعينين بذلك على ما تحصلنا عليه من معلومات من خلال دراسة مشروعين استثماريين ومصادر تمويلها من خلال تكلفة رأس المال .

بعد تقدير كل من تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة تبين لنا أن مؤسسة ملبة الأوراس تتمتع بالاستقلالية المالية وتعتمد في تمويلها للمشاريع بشكل كبير على الأموال الخاصة ، لاحظنا أن تكلفة رأس المال بالنسبة للمشروع الأول مرتفعة بالنسبة للمشروع الثاني وهذا راجع إلى ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة في المشروع الأول .

بعدها تطرقنا لدراسة العلاقة بين تكلفة رأس المال ومعايير تقييم الاستثمارات ، فقد ركزنا في المقارنة بين تكلفة رأس المال لكل مشروع ومعدل العائد الداخلي حيث تعتبر تكلفة رأس المال مؤشرا في اتخاذ القرار الاستثماري الناجح.

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
10	التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال	(01-01 )
19	العلاقة بين تكلفة رأس المال والقرار الاستثماري	(02-01 )
34	الهيكل التنظيمي لمديرية المالية والمحاسبة	(01-02 )
34	الهيكل التنظيمي لمؤسسة ملبنة الأوراس	(02-02 )
37	التمثيل البياني لتطور رقم الأعمال والنتيجة الصافية	(03-02 )
38	التمثيل البياني لعناصر الهيكل المالي	(04-02 )
39	التمثيل البياني للديون/ الأموال الخاصة	(05- 02)
41	التمثيل البياني لتكلفة الأموال الخاصة بالمشروع الأول	(06- 02)
43	التمثيل البياني لتكلفة رأس المال المشروع الأول	(07- 02)
44	التمثيل البياني لتكلفة الأموال الخاصة بالمشروع الثاني	(08- 02)
46	التمثيل البياني لتكلفة رأس المال المشروع الثاني	(09- 02)

قائمة الجداول:

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
37	تطور رقم الأعمال و النتيجة الصافية	(01-02)
38	عناصر الهيكل المالي	(02-02)
40	تكلفة آلات إنتاج وتعبئة الحليب	(03-02)
40	التوزيعات السنوية لأرباح المشروع الأول	(04-02)
40	تكلفة الأموال الخاصة للمشروع الأول	(05-02)
42	تكلفة الديون	(06-02)
42	تكلفة رأس المال المشروع الأول	(07-02)
43	تكلفة آلات إنتاج الجبن والزبدة	(08-02)
44	التوزيعات السنوية لأرباح المشروع الثاني	(09-02)
44	تكلفة الأموال الخاصة للمشروع الثاني	(10-02)
45	تكلفة الديون	(11-02)
46	تكلفة رأس المال المشروع الثاني	(12-02)
47	التدفقات النقدية لآلات إنتاج وتعبئة الحليب	(13-02)
47	صافي القيمة الحالية للمشروع الأول عند معدل خصم 18%	(14-02)
48	صافي القيمة الحالية للمشروع الأول عند معدل خصم 17%	(15-02)
49	التدفقات النقدية لآلات إنتاج الجبن والزبدة	(16-02)
49	صافي القيمة الحالية للمشروع الثاني عند معدل خصم 16%	(17-02)
49	صافي القيمة الحالية للمشروع الثاني عند معدل خصم 15%	(18-02)



قائمة الاختصارات والرموز

الرمز أو الاختصار	المصطلح باللغة الأجنبية	المصطلح باللغة العربية
RCP	Rentabilité des capitaux privés	مردودية الأموال الخاصة
TRC	taux de rendement comptable	معيار العائد المحاسبي
DR	délai de récupération	فترة الاسترداد
VAN	Valeur actuelle nette	القيمة الحالية الصافية
IP	indice de profitabilité	مؤشر الربحية
TRI	taux de rendement interne	معدل العائد الداخلي

بعد معالجة أثر تكلفة رأس المال على القرار الاستثماري بالمؤسسة الصناعية ملبنة الأوراس بيانته خلال الفترة ( 2011-2013 ) والذي حاولنا من خلاله إبراز المفاهيم المتعلقة بتكلفة رأس المال وأهميتها وكيفية حسابها و كذلك القرار الاستثماري وأهم معايير اختيار الاستثمارات المناسبة .

من خلال معالجتنا لموضوع أثر تكلفة رأس المال على القرار الاستثماري خلصنا الى مجموعة من النتائج متمثلة في :

#### - نتائج مرتبطة الجانب النظري:

- على الرغم من تعدد تعاريف تكلفة رأس المال إلا أنها تصب في مفهوم واحد وهي عبارة عن معدل العائد الواجب تحقيقه من خلال استثمارات المؤسسة لكي تحافظ على قيمة الأموال المستخدمة بالطريقة التي تضمن الحصول على مردودية أكبر .
- تتأثر تكلفة رأس المال بالعديد من العوامل فمنها العوامل العامة التي تؤثر على كافة عناصر الهيكل المالي ، و أخرى عوامل خاصة بكل عنصر من عناصر التمويل، وعوامل غير نظامية .
- إن حساب تكلفة رأس المال يعتبر من أهم المهام التي يقوم بها المدير المالي للمؤسسة من حيث تحديد مصادر التمويل اللازمة لهيكل رأس المال المناسب وتحديد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل لمقارنته مع معدلات العائد للوصول للنتيجة النهائية وهي تكلفة مصادر التمويل .
- تبني المؤسسة قراراتها على مردودية المشروع ، ويتوقف هذا على دقة الدراسات التي تسبق تنفيذه معتمدة في ذلك على مؤشرات ومعايير تساعد في التقييم والمفاضلة بين المشاريع لاتخاذ القرار الاستثماري السليم.

#### - النتائج المرتبطة بالجانب التطبيقي:

- تتميز مؤسسة ملبنة الأوراس بوضعية مالية جيدة ومستقرة ، وتتميز باستقلالية مالية
- من خلال تقدير تكلفة الأموال الخاصة و تكلفة الديون وحساب تكلفة رأس المال تبين لنا ان مؤسسة ملبنة الأوراس تعتمد في تمويل استثماراتها على بشكل كبير على أموالها الخاصة
- من خلال دراسة معايير تقييم الاستثمار وتكلفة رأس المال إن قرارات مؤسسة ملبنة الأوراس كانت صائبة وهذا راجع لاجابية مؤشرات تقييم المردودية لمعدل ( VAN- IP ) وكذا العائد الداخلي الذي يغطي تكلفة رأس المال .

#### اختبار الفرضيات:

- بالنسبة للفرضية الأولى التي تقول إن لقياس تكلفة رأس المال أهمية بالغة من حيث اختيار مصادر التمويل المناسبة حيث تأثر فيها العديد من العوامل منها عوامل عامة ،ومنها ما هو متعلق بكل عنصر من عناصر الهيكل المالي بالإضافة إلى بعض العوامل غير النظامية ،هذا الافتراض صحيح لأن لتكلفة رأس المال أهمية بالغة في ترشيد قرارات المؤسسة التمويلية كما تعتبر معيارا أساسيا في تقييم المشاريع الاستثمارية ، حيث تتأثر بالعديد من العوامل فمنها العوامل العامة التي تؤثر على كافة عناصر الهيكل المالي ، و أخرى عوامل خاصة بكل عنصر من عناصر التمويل، وعوامل غير نظامية .

- بالنسبة للفرضية الثانية التي تقول يتم اختيار مصادر تمويل المشروعات الاستثمارية للمؤسسة بالاعتماد على معايير التي تحدد جوانب المردودية المالية وتكلفة مصادر تمويل الاستثمارات في المؤسسة، هذه الفرضية صحيحة حيث يكون أمام متخذ القرار التمويلي مجموعة من المعايير والتي تتعلق بالمردودية المالية ومصدر التمويل حيث يتم اختيار مصدر التمويل المناسب للمشاريع الذي يحقق أكبر عائد ممكن وبأقل تكلفة.
- بالنسبة للفرضية الثالثة التي تقول من الممكن أن تؤثر تكلفة رأس المال على مردودية المشروعات الاستثمارية للمؤسسة بشكل إيجابي، من النتائج المتحصل عليها خلال مقارنة معدل تكلفة رأس المال لكلا المشروعين لمؤسسة ملبنة الأوراس بمعدل العائد الداخلي تبين لنا أن قرارات المؤسسة كانت إيجابية وصائبة وهذا يثبت لنا صحة هذه الفرضية.

### التوصيات المقترحة:

مما سبق يمكننا التوصل إلى جملة من التوصيات التي قد تعتبر سدا للنقائص التي تم ملاحظتها أثناء قيامنا بالدراسة الميدانية: .

هذه التوصيات يمكن تلخيصها فيما يلي:

- ✓ محاولة الربط بين القرار الاستثماري و القرار التمويلي حتى يكون الانسجام بين السياستين للوصول بتكلفة رأس المال إلى اقل حد ممكن لها.
- ✓ نوصي المؤسسة بتنوع مصادر التمويل وتقليل اعتمادها على الأموال الخاصة.
- ✓ ضرورة اختيار مصادر التمويل التي تساعد على الرفع من مردودية المشاريع وبأقل تكلفة ممكنة.
- ✓ ضرورة تقدير المؤسسة لتكلفة رأس المال واحتسابها كمعيار مساعد للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية .
- ✓ على المؤسسة أن تعمل على تطوير منتجاتها وتنويعها باعتبار الحليب ومشتقاته من المواد واسعة الاستهلاك و تكثيف عمليات البحث والتطوير.
- ✓ على المؤسسة الصناعية الجزائرية دراسة بيئتها الداخلية والخارجية لتحديد قدراتها وإمكاناتها والتهديدات التي يمكن أن تواجهها.

### آفاق البحث:

يبقى موضوع تكلفة رأس المال موضوعا واسعا للبحث ونرجو إن تعاد إجراء دراسات أخرى في هذا المجال.ومن خلال دراستنا لأثر تكلفة رأس المال على القرار الاستثماري تبادر في ذهننا عدة مواضيع يمكن أن تكون إشكالية بحث في هذا المجال وهي:

- اثر تكلفة رأس المال على القرارات المالية والإستراتيجية في المؤسسة الصناعية .
- دور القرار الاستثماري في تحسين أداء المؤسسة.

قائمة الملاحق:

رقم الملحق	عنوان الملحق	62
ملحق رقم (01)	جانب الأصول للميزانية المالية لمؤسسة ملبنة الأوراس لسنة 2011	63
ملحق رقم (02)	جانب الخصوم للميزانية المالية لمؤسسة ملبنة الأوراس لسنة 2011	64
ملحق رقم (03)	جدول حسابات النتائج لمؤسسة ملبنة الأوراس لسنة 2011	65
ملحق رقم (04)	جانب الأصول للميزانية المالية لمؤسسة ملبنة الأوراس لسنة 2012	66
ملحق رقم (05)	جانب الخصوم للميزانية المالية لمؤسسة ملبنة الأوراس لسنة 2012	67
ملحق رقم (06)	جدول حسابات النتائج لمؤسسة ملبنة الأوراس لسنة 2012	68
ملحق رقم (07)	جانب الأصول للميزانية المالية لمؤسسة ملبنة الأوراس لسنة 2013	69
ملحق رقم (08)	جانب الخصوم للميزانية المالية لمؤسسة ملبنة الأوراس لسنة 2013	70
ملحق رقم (09)	جدول حسابات النتائج لمؤسسة ملبنة الأوراس لسنة 2013	71

أولاً: المصادر والمراجع العربية:

أ - الكتب:

- 1 - أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، 2008.
- 2 - إسماعيل إبراهيم جمعة، زينبات محمد محرم، صبحي محمود، المحاسبة الإدارية - نماذج بحوث العليا في اتخاذ القرار، الدار الجامعية للنشر والطبع والتوزيع، مصر، 2002.
- 3 - حسين بلعجوز، مدخل لنظرية القرار، ديوان المطبوعات الجمعية، الجزائر،
- 4 - حمزة الشيعي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، دار صفاء، عمان، 1998.
- 5 - طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع الأردن، 2009.
- 6 - عبد الحفيظ الأرقم، تحليل المقترحات الاستثمارية، الجزء الثاني، مطبوعة جامعية، 1999.
- 7 - عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 8 - عبد المطلب عبد الحميد، دراسة الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- 9 - علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 10 - محمد فريد الصحن، إسماعيل السيد، إبراهيم سلطان، مبادئ الإدارة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 11 - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث للنشر، الإسكندرية، 2003.
- 12 - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.
- 13 - الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الإدارة المالية، دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر والتوزيع، 2006.

ب الرسائل الجامعية :

- 1 - إبراهيم طه سالم، تطور الموازنة باستخدام تحليل التكلفة والعائد لرفع كفاية الانفاق الاستثماري، رسالة دكتوراه، غير منشورة، جامعة المنصورة، 1979.
- 2 - تبر زغودود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية، دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الناشطة بالقطاع العام والخاص في الجزائر، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2009.
- 3 - جمال بعبيطيش، التمويل والمخطر المالية للاستثمارات في المؤسسة، مذكرة ماجستير علوم تجارية، جامعة باتنة، 2009.

## قائمة المراجع

- 4 - حفصة زيار، دراسة الجدوى المالية في اتخاذ القرار الاستثماري، دراسة حالة قرض استثماري لدى البنك الجزائري- الفترة 2010-2013، مذكرة لاستكمال متطلبات ماستر أكاديمي علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2013.
- 5 - علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009.
- 6 - فهيمة يوسف، دور تكلفة رأس المال في التأثير على اتخاذ القرار الاستثماري، دراسة حالة المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار، مذكرة ماستر علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2011.
- 7 -نادية عواريب، دراسة السلوك الاستثماري في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ( عينة ورقلة، غرداية )، رسالة ماجستير غير منشورة ن جامعة ورقلة.

### ج- المقالات:

- 1 -بوفليس نجمة، المعايير المالية لتمويل المشاريع الاستثمارية، الملتقى الوطني السادس حول دور الاساليب الكمية في اتخاذ القرارات الادارية، جامعة سكيكدة، 2009
- 2 -دادن عبد الغاني وآخرون، دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والرفع المالي كإستراتيجية للنمو الداخلي، الندوة التدريبية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، 2003
- 3 -دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربة حول أمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، العدد الرابع، جامعة ورقلة، 2006
- 4 -عبد الغني دادن، قرار التمويل تحت تأثير الضريبة وتأثير تكلفة رراس المال، مجلة الباحث، العدد 06 ن جامعة ورقلة، 2008،
- 5 - مليكة زغيب الياس بوجعادة، دراسة اسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 20 اوت 1955، سكيكدة <http://www.ifpedia.com/arab/wp-content/uploads>.

### ثانيا: المراجع الأجنبية:

- 1- Khemici Chiha, **Finance d'entreprise**, HoumaEdition, ALGER ;2009.
- 2- Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye, DCG6, **Finance d'entreprise, manuel et application**, 2eme édition.
- 3- P.Vernimen, **Finance d'entreprise**, 11 édition, 2011, Dalloz, Paris.