

# تكلفة الفرصة البديلة للأرباح المحتجزة بين اشكالية التنظيم وآلية الحساب

د. حاكم محسن محمد\*

ثانياً: منهجية البحث (Methodology)

أ- **مشكلة البحث**: - عدم وضوح تكلفة الفرصة البديلة للأرباح المحتجزة المعاد استثمارها من قبل المنشأة مما أدى إلى اشكالية الاقرار بوجودها وحسابها باعتبارها البديل الانسب للعائد المتحقق على الأرباح المحتجزة .

ب- **هدف البحث**: - يهدف البحث إلى إبراز أهمية حساب تكلفة الفرصة البديلة للأرباح المحتجزة ومقارنتها مع العائد المتحقق من إعادة استثمارها من قبل المنشأة .

ج- **فرضية البحث**: - يفوق العائد المتحقق من استثمار المالكين للأرباح الموزعة ، العائد المتحقق من استثمار هذه الأرباح من قبل المنشأة وتتفرع عن هذه الفرضية الفرضيات الفرعية الآتية :-

١- يفوق عائد الفرصة البديلة ، العائد المتحقق من إعادة استثمار الأرباح المحتجزة من قبل المنشأة .

٢- تفوق مخاطرة استثمار المنشأة للأرباح المحتجزة ، المخاطرة التي تواجه استثمار المالكين لها في حالة التوزيع .

د- **الحدود الزمانية والمكانية للبحث**: - اجري البحث في الشركة الشرقية وللسنوات (١٩٨٣-١٩٩٣) .

المقدمة : (Introduction)

تعتمد منشآت الاعمال مصادر تمويل متعددة لتمويل عملياتها التشغيلية والانتاجية او التجارية او الخدمية، ومن هذه المصادر مصادر مملوكة واخرى مقترضة ، وتشمل الاولى الاسهم العادية والممتازة والارباح المحتجزة وفائض رأس المال ان وجد ، اما الثانية فتشمل القروض مختلفة الاجال ( طويلة ومتوسطة وقصيرة الاجل ) والائتمان التجاري والمصرفي وكذلك السندات .

ولكل هذه المصادر تكلفة نظير استخدامها في التمويل ، الا انه يسود اعتقاد لدى بعض الكتل ان عدم حساب تكلفة على رأس المال الممتمك يمكن ان يكون اجراء مقبولاً نظراً لعدم امكانية الفصل بين شخصية الوحدة الاقتصادية واصحابها . في حين كتاب آخرون يرون ضرورة حسابها لمعرفة كفاءة ادارة رأس المال .

الا ان عدم حساب هذه التكلفة يقلل من فعالية التقارير المالية للادارة ولا يساعد في الحكم على اداء المنشأة في كيفية استغلال او استثمار هذه المصادر والتي من بينها الأرباح المحتجزة كمصدر تمويل ذاتي (داخلي) ويدور هذا البحث حول تكلفة الفرصة البديلة لهذا المصدر للمقارنة بين العائد الذي تحققه المنشأة من إعادة استثماره وبين العائد الذي يمكن ان يحققه المساهمون في حالة دفعه اليهم كمقسوم ارباح وإعادة استثماره من قبلهم .

\* استاذ مساعد / رئيس قسم ادارة الاعمال / كلية الادارة والاقتصاد - جامعة بابل .

ثالثاً: الأرباح المحتجزة كمصدر تمويل ذاتي  
(داخلي) Retained earning as financing  
Internal source

تعد الأرباح المحتجزة من مصادر التمويل المملوكة وبالتالي فهي مصدر تمويل ذاتي (داخلي) من المنشأة ذاتها والأرباح المحتجزة هي جزء من الأرباح التي تحققها المنشأة ولكن سياسة التوزيعات فيها ارتأت احتجازها وإعادة استثمارها وقد يكون الاحتجاز لكامل الأرباح المتحققة أو لجزء منها ، ولذلك لا يوجد ما يسمى بالأرباح المحتجزة في حالة الخسارة ، وتلجأ منشآت الأعمال الى الاحتجاز لأسباب متعددة قد يكون من بينها الحاجة الى التمويل ، مع احتمال عدم وجود من يقرض المنشأة أو ان رغبة المالكين كانت وراء احتجاز الأرباح تخلصاً من الضريبة ، كما تنشأ الحاجة الى الأرباح المحتجزة من عاملين الأول هو اثر التضخم الذي ينتج عنه ارتفاع كلفة الموجودات عند تجديدها ، ولذلك تقوم المنشأة باحتجاز جزء من الأرباح إضافة الى اقساط الاندثار . والعامل الثاني هو عندما تريد المنشأة نمو موجوداتها أي التوسع في الاستثمار وهذا يتطلب اموال إضافية ولتعزيز هذا التوجه تعتمد على التمويل الذاتي ( حق الملكية) وهو الأرباح المحتجزة . (Wright and et. al, 1980)

وعند تخطيط سياسة توزيع الأرباح يجب على الإدارة ان تضع سياسة هادفة وفي صالح المنشأة والمالكين ، حيث تقوم باحتجاز جزء من الأرباح لإعادة استثماره وتوزيع جزء اخر على المالكين كمكافأة للاموال التي قدموها وان لا تكون هذه السياسة مخالفة التشريعات القانونية (الحناوي، ١٩٩٥).

وهناك رأيان حول الأرباح المحتجزة ومقسوم الأرباح الأول يرى من المناسب ان يتم توزيع الأرباح على المساهمين وتبرير ذلك ان لسياسة التوزيعات اثر على القيمة السوقية للاسهم وبالتالي تعظيم قيمة المنشأة وبالقابل هناك رأي تمثله افكار مدكلياتي وميلر يرى من المناسب احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها وقد ورد ذلك في مقالة لهما نشرت عام ١٩٦١ وتبرير ذلك ان قيمة المنشأة تتمثل بقيمة الموجودات وما تحققه من ارباح استثماراتها . (Harti, 1986)

ويبين الجدول رقم (١) مقدار الأرباح المتحققة والمحتجز منها والموزع على المساهمين في الشركة للفترة من (١٩٨٣-١٩٩٣) ويوضح الجدول ان اعلى مبلغ تم احتجازه كان سنة (١٩٩٣) وادناه سنة ١٩٨٦ وكان احتجاز الأرباح يتناسب مع مقدار الأرباح القابلة للتوزيع أي تكون هناك زيادة في الاحتجاز في حالة الزيادة في الربح، كما يتبين في السنوات ١٩٨٤، ١٩٨٥، ١٩٩١، ١٩٩٢، ١٩٩٣.

ويكشف الشكل البياني رقم (١) حجم الأرباح المتحققة والمحتجزة وحصّة المساهمين (مقسوم الأرباح) للفترة ويتبين منه ايضاً" التفاوت بين السنوات ، وكانت حصّة المساهمين (Dividend) ادنى من الأرباح المحتجزة على مر السنوات ، ويشير ذلك كما سبقنا الإشارة اليه اعتماد الشركة على التمويل الذاتي ، أي ان الشركة لاتلجأ الى الاقتراض وانما تعتمد التمويل الممتمك بالدرجة الأولى والحسابات الدائنة بالدرجة الثانية وكانت حصّة القروض طويلة الاجل في التمويل متدنية للسنوات ١٩٨٣-١٩٨٧ ومعدومة للسنوات



## رابعاً: مفهوم وأهمية تكلفة الفرصة البديلة (Concept & Important of opportunity cost)

تكلفة الفرصة البديلة (opportunity) تعرف بأنها إمكانية الحصول على عائد يفوق عائد الاستثمار في مجال معين (peterson, 1990) أو هي الكلفة المفقودة أو الضائعة ، ونتيجة عدم استغلال الفرصة الاستثمارية استغلالاً كفوئاً ويشار إلى كلفة الفرصة البديلة لأن الموارد تنسم بالندرة (Scarce). ويهتم رجال الأعمال والمستثمرون على السواء بموضوع كلفة الفرصة البديلة في حساباتهم الاقتصادية والاستثمارية كمقياس معبر عن كفاءة استثماراتهم أما تكلفة الفرصة البديلة لأغراض هذا البحث ، فهي العائد الممكن الحصول عليه من قبل المالكين لو حصلوا على الأرباح المحتجزة كمقسوم أرباح بدلاً من احتجازها وإعادة استثمارها من قبل الشركة وقد تم حساب هذه الكلفة وفقاً للنموذج الآتي :

$$kr = (d1/pa) + g = (D1/vo) + g$$

حيث أن :

kr = كلفة الأرباح المحتجزة

d1 = مقسوم الأرباح لكل منهم

po = سعر أو قيمة السهم

a = معدل نمو مقسوم الأرباح

وقد تم استخراج قيمة السهم للسنوات (١٩٨٣-١٩٩١) بقسمة الموجودات الكلية على عدد الأسهم في الشركة ، أما للسنتين ١٩٩٢ و١٩٩٣ فقد تم اعتماد معدل القيمة السوقية لاسهم الشركة ، كما هو في نشرة سوق بغداد للأوراق المالية ، وكانت تكلفة الفرصة البديلة أو كلفة الأرباح المحتجزة ( أو العائد الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بالأرباح المحتجزة ) (الحناوي، ١٩٩٥) . كما مبين في الجدول رقم (٢) حيث بلغ متوسط الفترة (٤٩).

مجلد (١) العدد (١) ٢٠٠١

وكانت سنة ١٩٩٣ أعلى السنوات تليها سنة (١٩٩٢) في حين كانت سنتي ١٩٨٣ و١٩٨٦ أدنى السنوات وكان معدل التكلفة (٠.٤٤) للسنتين، وقد تأثرت النتائج بحصة السهم الواحد من مقسوم الأرباح والتي كانت متفاوتة من سنة لأخرى خلال الفترة .

كما يتضح من الجدول رقم (١) والشكل البياني رقم (٢) الذان يكشفان مستوى التفاوت بين تكلفة الفرصة البديلة ومعدل العائد المتحقق خلال الفترة.

## خامساً: تحليل العائد والمخاطرة

### (Risk & Return analysis)

أ- تحليل العائد (Return analysis) : يبين

الجدول رقم (٣) العائد المتحقق على الأرباح المحتجزة المعاد استثمارها من قبل الشركة .

وقد بلغ متوسط الفترة (٠.٢٣٦) سنة ١٩٩٣ في

حين كانت أدنى السنوات هي سنة ١٩٨٦ حيث

بلغ العائد لهذه السنة ٠.١١٧ وكان الانخفاض

كبيراً في هذه السنة قياساً بالسنتين ١٩٨٤، ١٩٨٥

حيث بلغ العائد لهما ٠.٣٥١ ، ٠.٢٨ أي أن العائد

كان متذبذباً بين الارتفاع والانخفاض ويرجع

هذا التذبذب إلى الظروف الاقتصادية التي

واجهت المنشآت الاقتصادية بشكل عام والتي

كان لها أثر بارز في انخفاض العمالة اللازمة

للعمليات الانتاجية وانخفاض في العرض وهي

نتيجة اعتيادية لانخفاض حجم الانتاج المتأثر

ايضاً بانخفاض الاستيراد للمواد الأولية الداخلة

في العمليات الانتاجية ، وكل ذلك ناتج عن

الحرب العراقية - الإيرانية والعدوان الثلاثيني

المجلة العراقية للعلوم الادارية

وتقاس المخاطرة بمقاييس احصائية مختلفة ، منها الانحراف المعياري وصيغته كما يأتي :-

$$\delta = \sqrt{\sum (x - \bar{x})^2 / (n - 1)}$$

ويبين مقدار انحراف العائد عن متوسط الفترة ، فارتفاعه يعني زيادة المخاطرة وانخفاضه دلالة على انخفاض الانحراف عن المتوسط أي انخفاض المخاطرة ويبين الجدول رقم (٤) ان المخاطرة المقاسة ب ( ? ) لتكلفة الفرصة البديلة كانت (0.043) وهي اقل من المخاطرة التي تواجه معدل العائد المتوقع والتي كانت (0.082) وكذلك كان معامل الاختلاف (C.V) اقل بكثير من نظيره للعائد المتوقع حيث بلغ الاول (0.088) في حين بلغ الثاني (0.347) ويقاس C.V وفقا للصيغة الآتية:-

$$C.V. = \delta / \bar{X}$$

اما التباين فهو مجموع مربع الانحرافات ( S ) وقد بلغ (0.00187) لتكلفة الفرصة البديلة و (0.437) للعائد المتوقع على الارباح المحتجزة المعاد استثمارها من قبل الشركة ، تشير النتائج في الجدول المذكور الى ان تكلفة الفرصة منخفضة المخاطرة عالية المردود كما يوضح الجدول رقم (٢) عكس معدل العائد المتوقع عالي المخاطرة ومنخفض المردود كما يوضح الجدول رقم (٣) ويرجع ذلك الى الظروف الاقتصادية التي تركت اثرها على اداء الشركة .

وفي ذات الوقت يفرض هذا على ادارة الشركة ان تغير سياستها الانتاجية والتشغيلية بشكل يقلل من مخاطر التغير الكبير في المردود المتوقع عن المردود المتوقع .

كان لها اثر بارز في انخفاض العمالة اللازمة للعمليات الانتاجية وانخفاض في العرض وهي نتيجة اعتيادية لانخفاض حجم الانتاج المتأثر ايضا بانخفاض الاستيراد للمواد الاولية الداخلة في العمليات الانتاجية ، وكل ذلك ناتج عن الحرب العراقية - الايرانية والعدوان الثلاثيني والحصار الاقتصادي الذي مايزال مستمرا دون مبرر .

وبالمقارنة بين الارقام الواردة في الجدول (٢) الذي يمثل تكلفة الفرصة البديلة والجدول رقم (٣) الذي يبين معدل العائد المتوقع على الارباح المحتجزة المعاد استثمارها يتضح الفارق الكبير ، حيث كان متوسط التكلفة (49) في حين بلغ متوسط العائد المتوقع 0.236 اضافة الى التباين الواضح والكبير على مستوى السنوات

ب- تحليل المخاطرة (Risk Analysis) : المخاطرة الاستثمارية (Investment Risk) هي احتمال تحقيق مردود اقل من المردود او العائد المتوقع ( الشماع ، ١٩٩٧ ، ص ٤٠٥). وهناك استثمارات خالية من المخاطرة ، كالاستثمار في الاوراق الحكومية (السندات)، في حين تكون بقية الاستثمارات محفوفة المخاطر ولكن بدرجات اقل والمستثمر الرشيد هو الذي يتخذ قراره الاستثماري بناء على دراسات وتحليلات مستقبلية في ضوء الحاضر والماضي ومعرفة ظروف السوق والمنافسين فيه ، والمستثمر الذي يدخل في استثمارات عالية المخاطر يتوقع مردود مرتفع وذلك لان العلاقة بين العائد والمخاطرة علاقة تبادلية ، أي ان ارتفاع المخاطرة يشير الى ارتفاع العائد المتوقع وانخفاض المخاطرة يشير الى انخفاض العائد المتوقع.



## سادسا: مقارنة بين تكلفة الفرصة البديلة ومعدل العائد المتوقع

يكشف الجدول رقم (٥) مقدار العائد المفقود بسبب احتجاز الارباح وعدم توزيعها على المالكين وبالتالي عدم تمكينهم من اعادة استثمارها بأنفسهم وهو عبارة عن الفرق بين تكلفة الفرصة الضائعة ومعدل العائد المتوقع على الارباح المحتجزة المعاد استثمارها من قبل الشركة ، وقد بلغ متوسط الفترة (0.253) في حين تميزت سنة ١٩٨٦ باعتبارها اعلى السنوات ، تليها السنتان (١٩٩٣) و(١٩٨٣) حيث بلغ للاولى (0.309) وللثانية (0.305) رغم اختلاف ظروف السنتين تقريبا .

ومن ذلك يتبين ان الشركة افقدت المالكين فرصة لاستثمار اموالهم (مقسوم الارباح المحتجزة) في مجال استثماري اخر يحقق عائد يفوق ما حققته لهم من عائد .

## سابعا: الخاتمة والاستنتاجات ( Finale & Conclusions)

تعد تكلفة الفرصة البديلة من الموضوعات التي حظيت باهتمام رجال الاعمال والمستثمرون على اساس المقارنة بين عائد الاستثمار وعائد الفرصة البديلة لاستثماراتهم ، وباعتبار الارباح المحتجزة احد مصادر التمويل الممتلك (مصدر تمويل ذاتي) وهي بالاصل حصة المساهمين من مقسوم الارباح (Dividend) ولكن تم احتجازها من قبل ادارة الشركة ، لذا فأن المطلوب من الشركة ان تحسن ادارة هذا الاستثمار لتحقيق افضل مستوى من العائد يفوق عائد الفرصة البديلة ، وقد تم التوصل الى مجموعة من الاستنتاجات هي كالآتي :-

١- هناك جدل حول حساب كلفة عن احتجاز الارباح من قبل ادارة الشركة بسبب ان هذه الارباح هي مقسوم ارباح كان يفترض ان يوزع على المساهمين (المالكين) نظير تقديمهم رأس مال للشركة عند التأسيس او عند زيادة الرسملة وهذا الاستنتاج هو استنتاج نظري .

٢- انخفاض معدل العائد المتوقع قياسا بتكلفة الفرصة البديلة بسبب تأثير الظروف الاقتصادية دون ان يواجه تدابير ادارية ومالية ونتاجية وتشغيلية من قبل ادارة الشركة للحفاظ على اداء جيد يحقق عائد مرتفع . يؤيد صحة الفرضية .

٣- ارتفاع مخاطرة معدل العائد المتوقع رغم انخفاضه وهذا يشير ان هناك استثمارات رغم ارتفاع مخاطرتها يكون عائدها منخفض ولكن ذلك لا يصلح ان يكون قاعدة عامة وهذا يؤيد صحة الفرضية ايضا .

٤- انخفاض مخاطرة تكلفة الفرصة البديلة رغم ارتفاع معدل العائد المطلوب ( التكلفة) .

## مراجع البحث

### اولا: المراجع العربية

- ١- الحناوي ، محمد صالح ، الادارة المالية والتمويل، بيروت - الدار الجامعية ١٩٩٥
- ٢- الشماع ، خليل محمد حسن ، الادارة المالية ، ط٤ ، بغداد ، ١٩٩٢
- ٣- الرواي ، خاشع محمود ، المدخل الى الاحصاء ، الموصل ، ١٩٨٩ .
- ٤- نشرة سوق بغداد للاوراق المالية للسنتين ١٩٩٢، ١٩٩٣ .

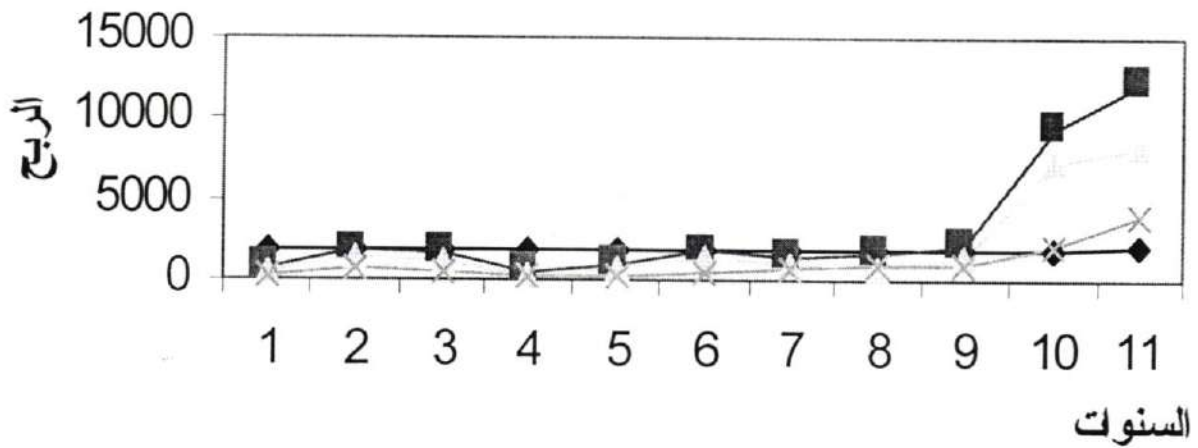
ثانياً: المراجع الاجنبية

- 1- Wright, M.G & com , B , Fcis , Fcc A ,  
Financial management , 2ed . London ,  
1980 .
- 2- Harti , Robert , Basics of Financial  
management , U.S.A, WM Cbrown  
publishers , 1986 .
- 3- Peter son , L, Willi s , prin ciples of  
Economics , MICRO 7 . ed . New Delhi,  
1989 .
- 4- Weston , F, J, 8 Copeland , E, T,  
Managenal Finance , 2ed , uk , 1989 .

جدول رقم (١)  
الارباح المتحققة والمحتجزة والموزعة  
للسنوات ١٩٨٣-١٩٩٣  
بالالاف دينار

الارباح الموزعة	الارباح المحتجزة	الربح المتحقق ( القابل للتوزيع )	السنة
275	417	692	1983
625	1292	1917	1984
500	1068	1568	1985
212	313	525	1986
325	590	915	1987
500	1329	1829	1988
625	890	1515	1989
875	759	1634	1990
875	1299	2174	1991
2000	7284	9284	1992
4000	8138	12138	1993

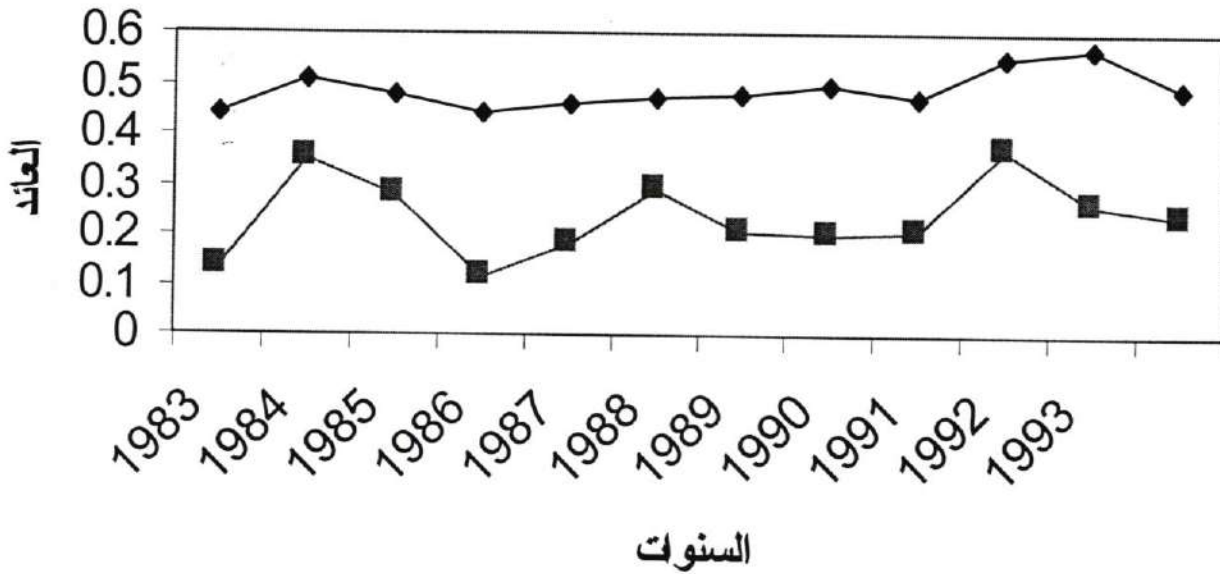
شكل رقم (١)  
الربح المتحقق والموزع والمحتجز



جدول رقم (٢)  
تكلفة الفرصة البديلة للارباح المحتجزة  
للسنوات ( ١٩٨٣-١٩٩٣ )

السنة	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	المتوسط
تكلفة الفرصة البديلة	.44	.51	.48	.44	.46	.47	.48	.50	.47	.55	.57	.49

شكل رقم (٢)  
تكلفة الفرصة البديلة ومعدل العائد على الارباح المحتجزة  
للسنوات ( ١٩٨٣-١٩٩٣ )





جدول رقم (٣)

معدل العائد المتوقع على الأرباح المحتجزة

متوسط	1993	1992	1991	1990	1989	1988	1987	1986	1985	1984	1983	السنة
.236	.261	.371	.206	.201	.204	.293	.180	.117	.280	.351	.135	معدل العائد المتوقع

جدول رقم (٤)

المخاطرة مقاسة بالانحراف المعياري والتباين ومعامل الاختلاف

معامل الاختلاف	التباين	الانحراف المعياري	المتغير
C.V	VAR		
0.088	0.00187	0.043	تكلفة الفرصة البديلة
0.347	0.00580	0.082	معدل العائد المتوقع

جدول رقم (٥)

عائد الفرصة البديلة

للسنوات (١٩٨٣-١٩٩٣)

متوسط	1993	1992	1991	1990	1989	1988	1987	1986	1985	1984	1983	السنة
.253	.309	.189	.264	.299	0276	.117	.28	.321	.20	.159	.305	عائد الفرصة البديلة