

محاضرات الاستاذ/ عماد حربى

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِيْمِ

أ. مُتَصَدِّيَاتِ مُشَرِّعِي

- ١- تقدير بطلانها لدستوريته وليتميل بـدستوريتها.
- ٢- حساب صفات الدستور المترددة لـدستوريتها.
- ٣- طرده التقييم للـمترددة لـدستوريتها.
- ٤- سائل ملخصة تقييم المترددة لـدستوريتها.
- ٥- تقييم بـمترددة لـدستوريتها سه وصبة لمـعـلـقـوـسـيـةـ.

اولاً - تقديرات الـكـالـيفـ لـدـسـتـوـرـيـةـ وـلـيـتـمـيـلـ بـدـسـتـوـرـاـتـ.

فترة المـشـروعـ

فترة إنشاء

فترة تشغيل

(١) تـقـدـيـرـ بـطـلـانـيـ لـدـسـتـوـرـيـةـ . - سـتـمـيـلـ كـلـ ماـشـيـفـهـ عـلـىـ الـمـشـرـعـ مـعـ كـفـةـ الـتـقـلـيـدـ فـتـلـيـلـ بـةـ دـوـرـةـ
الـتـغـيـلـ الـذـوـيـ . (ـتـقـدـيـرـ بـطـلـانـيـ لـإـرـادـةـ لـدـسـتـوـرـ ، اـشـتـرـىـ).

الـكـالـيفـ لـدـسـتـوـرـيـةـ

الـكـالـيفـ لـدـسـتـوـرـيـةـ مـدـلـيـةـ لـزـجـبـ	الـكـالـيفـ لـدـسـتـوـرـيـةـ فـصـيـةـ لـأـخـلـ
مـلـدـسـةـ	كـالـيفـ لـدـسـتـوـرـيـةـ مـدـلـيـةـ لـزـجـبـ
(ـبـدـصـدـ بـثـاسـرـ)	
غيرـمـكـرـسـةـ	
دـشـيـلـ !ـصـيـاحـاتـ دـرـرـةـ لـتـشـغـيلـ	
الـدـوـلـيـ مـسـعـاـتـ وـلـعـمـدـ	
وـلـتـقـيـمـ الدـلـيـمـةـ لـدـنـعـ أـجـبـرـ	ـ الـدـرـاصـنـ
الـعـامـ وـكـالـيفـ الـبـلـادـ وـالـدـنـارـ	ـ الـمـبـانـ
وـنـطـعـ لـعـيـاـرــ لـغـ	ـ الـتـلـدـتـ
	ـ رـسـائـلـ بـتـنـتـ
	ـ لـلـلـيـلـ لـلـحـسـنـ

(ا) تقرير لتمويل الاستثمار - أصل المدخر ينبع من مصادر التمويل التي يتم الحصول على يدوياً لتمويل الاستثمارية ، وحيث أن الله رب سر ابر فنفعه ..
المالية لـ الاستثمارية = ١٠٠ سنة إثمار = لتمويل الاستثمار ، هذه السنة .

مصادر التمويل لـ الاستثمار

<u>رأس المال المملوک</u>	<u>رأس المال المقرر</u>
<u>رئيس المبالغ التي تم الحصول عليها من المقرضين ونـ</u> <u>تائبة ٢ صد خمسين</u> ..	<u>رئيس حصة إثماراً من ملكية المشروع وصـ</u> <u>نانه بعدها ٣ هزاراً ..</u>
<u>٤- قروض إثمارية طريقة بـ حـ دـ</u> ..	<u>٤- حصة نـ</u> ..
<u>٥- مصدر خالد آدم سـ سنة وـ اـ</u> ..	<u>٥- حصة عـ</u> .. (مثل نسبة ٢ راحها مقدمة من الصنـ
<u>٦- رـ استـ مـ كـ حـ مـ دـ</u> ..	<u>٦- صـ مـ عـ</u> .. (مثل بـ رـ اـ لـ دـ قـ الـ وـ صـ دـ دـ هـ
<u>٧- مـ شـ صـ إـ سـ ثـ مـ يـ عـ صـ هـ بـ حـ</u> ..	<u>٧- صـ نـ سـ</u> .. (تعطـ سـ مـ عـ بـ لـ كـ وـ المـ آـ نـ فـ بـ سـ)
<u>٨- مصدر خـ دـ الـ آـ مـ سـ سـ سـ رـ اـ</u> ..	
<u>٩- مـ شـ كـ عـ مـ عـ لـ مـ مـ دـ بـ لـ بـ عـ مـ عـ بـ دـ</u> ..	

(ب) تجربة المالية لـ الاستثمارية و لـ تـ مـ الـ دـ على سـنـات إثـمار ..

مـ يـ عـ لـ هـ دـ حـ مـ دـ مـ دـ

يـ عـ لـ هـ دـ حـ مـ دـ مـ دـ

مـ يـ عـ لـ هـ دـ حـ مـ دـ مـ دـ

عـ هـ دـ حـ مـ دـ مـ دـ

عمر المشروع

<u>فترة تـفـيل</u>	<u>نـ سـنـات إـثـمار</u>
<u>يـ عـ لـ هـ دـ حـ مـ دـ مـ دـ</u>	<u>تجـربـة إـثـمار</u>
<u>١٠٠ ٦٣ ٤٩ ٤٦ ٤٤ ٤٣ ٤٠ ٣٩</u> ..	<u>لا تـعـيـدـ تـفـيلـ إـثـمارـ</u>
<u>٤ سنـة رـاـصـدـ يـ عـ لـ هـ دـ حـ مـ دـ مـ دـ</u>	<u>شـلـ شـرـاـشـنـيـ جـالـزـ</u>
<u>ـ</u>	<u>يـ عـ لـ هـ دـ حـ مـ دـ مـ دـ</u>
<u>ـ</u>	<u>هـ دـ حـ مـ دـ مـ دـ</u>
<u>ـ</u>	<u>ـ</u>

٤- تعدد سنوات الديوان :-
السنة ٣- (بذرول)
" ٢- (الثانية)
" ١- (الثالثة)

٤) صدرت هذه مشاريطة بتصريح الدستورية ..

يعني هذه الجدول مشاريطة وفترة التصريح الدستورية

$$\text{الطلاب} = \frac{\text{بلغ التصريح}}{\text{عدد سنوات مشاريطة}} \times ٣$$

النائمة لـ $\frac{٣}{٣}$ = تصريح بـ $\frac{٣}{٣}$ لا يدخل في النائمة لـ $\frac{٣}{٣}$.
مع ملاحظة أن تصريح بـ $\frac{٣}{٣}$ يعني مشاريطة $\frac{٣}{٣}$ فقط $\frac{٣}{٣}$ لا $\frac{٣}{٣}$ المدة.
وكان ماسيم $\frac{٣}{٣}$ بساج وعدهم واساج واساج فقط $\frac{٣}{٣}$ مدة معينة ترد بالمرسوم
ولا تستطع بهم نزوة واساج على واساج.

نسمة ..

بيان البيانات أن أسلمه بموجب مصادقة المحكمة الدستورية لها تعميم فقرة ١٧١
نحو هذه سنوات :-

١٧١ج) أراضي وتقديرها مصادقة المحكمة الدستورية على رأس المال المملوك، بمنتهى الـ ١٢ شهر.
١٧٢ج) ساند وسائل دفع إيجاره خلال سنة الـ ١٢ شهراً الثانية والـ ١٢ شهراً الثالثة.
١٧٣ج) آلات وسدادات راجحة وهي العبر على طلاقة بـ $\frac{٣}{٣}$ من النائمة للـ ١٢ شهراً.
١٧٤ج) رسائل نقل وانتقال دفعها صياغة كل حملة السنوية الثانية والـ ١٢ شهراً للـ ١٢ شهراً.
١٧٥ج) ٦٢٪ على إبداع.

١٧٦ج) ١٣٪ وسدادات دفعها صياغة كل حملة $\frac{٣}{٣}$ من النائمة للـ ١٢ شهراً.
١٧٧ج) بذرة إيجار مدتها سـ ٣ شهور رأدن السنة الثالثة للـ ١٢ شهراً.
١٧٨ج) صدرت من تأسيس وتنمية دعاية ١٣٪ دفعها متغيرة ومتعددة بمنتهى النائمة للـ ١٢ شهراً.
١٧٩ج) رأس المال بمعامل الزراعة دوره متغير دفعها حملة $\frac{٣}{٣}$ من النائمة.

نائمة على كل ١٣٪.

(١) دفع سداد مصادقة المحكمة الدستورية على رأس المال المملوك.
(٢) دفع سداد مصادقة المحكمة الدستورية على رأس المال المملوك.

لـ ١٣٪ مصادقة المحكمة الدستورية على رأس المال المملوك.

(٢) استدراكه صدرية بذيل على املاط سنوية مصادمة بسنة إصداره للتنقيب ومتى تبرع بثانية ١٠ سنيناً منه هذه لبرعصه وتدفع ثانية سنة بدءه مع ثانية لسنة إصداره للتنقيب.

الطلب :- (١) إعداد حبر الستارى بالستارى وتحصيل وبرعيل بالستارى ملزلاً لسنة سبع سنوات بدءه.

(٢) إعداد حبر خدمات لعموه الدستارى صدرية بذيل.

الجزء -

١- صدوره التاليف الاستشاري والمدعى بالستارى.

مجموع	سنوات الستار			بيان
	١-	٢-	٣-	
<u>التاليف بالستارى</u>				
٤٠,٠٠٠	-	-	(٤٠,٠٠٠)	أراضي
٤٤,٠٠٠	١٦,٠٠٠	١٦,٠٠٠	-	مباني وآلات
٤٠,٠٠٠	-	٤٠,٠٠٠	-	ألاعيب ومعدات داورة
١٥٠,٠٠٠	٨٠,٠٠٠	٩٠,٠٠٠	-	وسائى نقل وآلات
١٠٠,٠٠٠	١٠٠,٠٠٠	-	-	آلات ومحركات
٥٠,٠٠٠	(٥٠,٠٠٠)	-	-	بذوئي اقتصادي
٧٠,٠٠٠	٧٠,٠٠٠	-	-	مصدر ذات ثانوية
١٠٠,٠٠٠	١٠٠,٠٠٠	-	-	رأس المال العامل بالستارى
<u>١٥٨,٠٠٠</u>	<u>٧٦,٠٠٠</u>	<u>٦٥,٠٠٠</u>	<u>٤٠,٠٠٠</u>	مجموع التاليف بالستارى
<u>المعدل بالستارى</u> -				
١٩٠,٠٠٠	٩٥,٠٠٠	٦٥,٠٠٠	٤٠,٠٠٠	رأس المال المدعي
٤٨,٠٠٠	٤٨,٠٠٠	-	-	معدل استشاري صدرية بذيل
<u>١٥٨,٠٠٠</u>	<u>٧٦,٠٠٠</u>	<u>٦٥,٠٠٠</u>	<u>٤٠,٠٠٠</u>	مجموع المعدل بالستارى.

٤- جدول خدمات القروض لاستهلاكية

القرصمه بـسته = ٤٨٠,٠٠ ج ٢ -

المقط بـسته = $\frac{٤٨٠,٠٠}{٤٧٦,٠٠} \times ١٢٠,٠٠ ج$

الجبلة (إنتاج خدمة)	الثانية لـسته رصيد القرصمه	المقط بـسته	رصيد القرصمه	سنوات
-	-	-	٤٨٠,٠٠ ج	١ (سنة المصلحة)
٢١٦,٠٠	٩٦,٠٠	١٢٠,٠٠	٤٨٠,٠٠ ج	١
١٥٦,٠٠	٤٦,٠٠	١٢٠,٠٠	٤٦,٠٠ ج	٢
١٤٤,٠٠	٣٤,٠٠	١٢٠,٠٠	٣٤,٠٠ ج	٣
١٢٢,٠٠	١٦,٠٠	١٢٠,٠٠	١٢٠,٠٠ ج	٤
<u>٦٢٨,٠٠</u>	<u>١٦٨,٠٠</u>	<u>٤٨٠,٠٠</u>		

ملاحظة ..

سادسة سنة بـسته = رصيد القرصمه في سنة بـسته $\times ١١٠\%$

$$٤٨,٠٠ ج = ١١٠\% \times ٤٨,٠٠$$

سادسة سنة لـسته بـسته = رصيد القرصمه في سنة بـسته للـسته $\times ١١٠\%$

$$٤٨,٠٠ ج = ١١٠\% \times ٤٨,٠٠$$

٩٦,٠٠ ج

عمرية ..

بنهايات البيانات بـ أمله يحيط سهلاً بمقدرات الاستثمار ويلتقط نورة إشاراته
تنبيه ..

١- بيانات التأثيرية ..

... ٤٥٠، ج اراضي يتم الحصول عليهن بسنة لدول للإثمار وتنبئ بالعملة المحلية.
... ٣٠٠، ج باب إثمار و يتم اتفاقه ملوك سنة الإثمار بالسادسة و يتم
متى يلي بالعملة المحلية.

... ٣٠٠، ج ذات وسائل راهبة يتم الحصول عليهن بسنة الدول للإثمار و يتم
بالعملة المترقبة.

... ٣٠٠، ج رسائل نقل و انتقال يتم تدوير ما قيمته ...، ج سه المارج و سه المتغير
نه يتم تدوير رسائل النقل والانتقال بـ المحاول المنجزة سـ إثمار المترقب

... ٣٠٠، ج ذات و مقدرات و يتم متى يلي بالعملة المحلية بـ سنة الثانية للإثمار.

... ٣٠٠، ج تأثير قضيته و ناسين (صادرية ناسين) و مقدرات ماتيل الـ إثمار
و روى تنفيه بـ سنة الثانية للإثمار بالعملة المحلية.

... ٣٠٠، ج رأس المال يعامل بـ دخل و يتم تدويره بـ سنة الثانية للإثمار و يتم حسن
بيانه ...، ج بالعملة المصعدة ..

٢- التمويل بـ إثمار ..

تم سهيل كانت إضحايا المترقب سه العملة المترقب سه ملديه رأس المال المطرد ،
كما يستخدم رأس المال المطرد أياً ، سهيل بصفة إضحايا المترقب سه إفادة
الاستثمار بالعملة المحلية بـ سنة الدول للإثمار .

اما باس التمويل بـ إثمار ف يتم عرض طر فيه التمويل بـ إثمار طر فيه إدجل ماعدا
رأس المال يعامل بـ دخل و يتم حسن تدويره تصرير إدجل .

لطلب ..، ضمولة التأثيرية بـ إثمار و يتم بـ إثمار مع سذات إثمار .

جدولة التحاليف الاستئمائية وتعديل الاستئماء

الناتج			بيان								
			نواتر الدستاء								
			١-			٢-					
ناتج	أجنبي	مل	ناتج	أجنبي	مل	ناتج	أجنبي	مل	ناتج	أجنبي	مل
٣٥٠,٠٠	-	٣٥٠,٠٠	-	-	-	٤٥٠,٠٠	-	٤٥٠,٠٠			
٦٠٠,٠٠	-	٦٠٠,٠٠	٨٠٠,٠٠	-	٨٠٠,٠٠	٨٠٠,٠٠	-	٨٠٠,٠٠			
٤٠٠,٠٠	٤٠٠,٠٠	-	-	-	-	٤٠٠,٠٠	٤٠٠,٠٠	-			
١٣٠,٠٠	٤٠,٠٠	٩٠,٠٠	٨٠٠,٠٠	٤٠,٠٠	٧٦٠,٠٠	-	-	-			
٥٠٠,٠٠	-	٥٠٠,٠٠	٥٠٠,٠٠	-	٥٠٠,٠٠	-	-	-			
٥٠٠,٠٠	-	٥٠٠,٠٠	٥٠٠,٠٠	-	٥٠٠,٠٠	-	-	-			
١٠٠,٠٠	٧٠,٠٠	٣٠,٠٠	٨٠٠,٠٠	٧٠,٠٠	٧٣٠,٠٠	-	-	-			
١٥٥٠,٠٠	٤٠,٠٠	٧٢٠,٠٠	٤٠,٠٠	٩٠,٠٠	٧١٠,٠٠	٧٥٠,٠٠	٤٠,٠٠	٤٥٠,٠٠			
٦٦٥٠,٠٠	٤٩٠,٠٠	١١٥٠,٠٠	٩٠,٠٠	٩٠,٠٠	-	٥٧٥٠,٠٠	٤٠,٠٠	٧٧٥٠,٠٠			
٤٤٥,٠٠	-	٤٤٥,٠٠	٤٤٥,٠٠	-	٤٤٥,٠٠	٤٤٥,٠٠	-	٤٤٥,٠٠			
٤٠,٠٠	-	٤٠,٠٠	٤٠,٠٠	-	٤٠,٠٠	-	-	-			
١٨٠,٠٠	٤٩,٠٠	٦٦٠,٠٠	٤٠,٠٠	٩٠,٠٠	٦٠,٠٠	٧٥,٠٠	٤٠,٠٠	٨٥,٠٠			

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

(٣٥)

انتصارات متوجه

نائب حاب مهام التدمر لشئون بنى س.

- بيان عن وظيف نظر لباب العائد، مثل:-
- ١- حاب بعاته على الاستثمار العام، يتوجه.
 - ٢- سر وحمة نظر أصاب رأس المال المدروس مثل
 - ٣- لا شرط مع هذه.
 - ٤- أصاب رأس المال المترصد أو يترصد لاستثمار مثل
 - ٥- لا مترصد مع هذه.
 - ٦- القوسي (وصمة نظر لعمولة).

رمتاح لورصمة نظر لباب العائد حاب صانع لتدمر الشئون بنى س.

- (١) حاب مهام لتدمر لشئون سر وحمة نظر يتوجه (بغضن لنظر سه مطرد، التغيل).
- (٢) رأس المال المدروس مثل.
- (٣) لا شرط على هذه.

(٤) حاب صانع لتدمر لشئون سر وحمة نظر يتوجه (بغضن لنظر سه مطرد، التغيل)

صانع لتدمر لشئون عبارة عن

الفرم باسم

التدمر لشئون داخل

- التدمر لشئون الخارج
- (١) الديارات الجاوية لتدمية خارج سنوات تشغيل
 - (٢) طاليف لتشغيل الجاوية لتدمية خارج
 - (٣) صانع حصلية تصفيته يتوجه، أضر من ثم تشغيل.
 - (٤) الصراحت على إلزام المترصد خارج سنوات تشغيل الماء منعه للمناسف.

- (١) تشمل إدارات الجارمة لتنفيذ الموسر :-
الإدارية برئاسته وإدارات المفزعية .
وكسر ايات الله تعالى وإدارات الصادقة للخارج .
- (٢) صanc حصلية تصفيية التزوير تتضمن :-
(أ) رأس المال بمقابل إصدار أصواتها بأصوات آخر درجة تتضمن (أصواتاً).
(ب) إصدار في تباع بغير تغطية فيه السعيه بالتأمل درجه حضمها مرتب .
(ج) إصدار بثبات بغير شرطها تغطيه يعنيه السعيه بقصده تصفيه على زواج البعض .
(د) التالية بحسبها سنة مدارك سنة إنشاء .
- له مفترض أنه تدرك لا ينالين إدانتها، غير مقابلة تفسير نقد حماج س حاسا المفزع
فمتلاز إذا كان هناك مطعنة بأهم مقدماته من إصدار أو تحجز منه حضرته رأس المال
المعدل تعتبر هذه إدارات منسق باتفاقية وإلى تغطية تفسير نقد حماج .

(٤) التالية الجارمية



(١) إهلاك بطالين بروشوارية مزيلة بليل
من الماء (سواء كانت المائية أو
ليس للائية يغير).

تشمل غلاف فرق سبعة سنوات
سنه بشهيل:

$$\text{فقط إهلاك} = \frac{\text{مقدمة الدخل}}{\text{عدد سنوات إهلاكه}}$$

ربما إهلاك إهلاك إهلاك عدد سنوات إهلاكه
الدخل فقط وليس إهلاك عمر بشرط.

(٢) رأس المال يعامل بغيره.
لا ينبع للأهلاك أنه يمثل بطالين
استهلاكية قصيرة الدخل.

لا تعتبر لعدة نقد صارع سنه بشرط.

نعتبر لعدة نقد صارع سنه
وصيحة نظر بشرط.

(٣) الصداق على صارع الشرع . مختلف حسب نوع الشرع لحالاته:-

١- إذا كانت ممتلكة مزدية أو غيرها ذاتها \longrightarrow صدر. ٤. ٤. جـ.
٢- .. شرطة ساهمة أو متركة توصيحة بالرسم أو شرطة ذات متركة موردة \longleftarrow صدر. ٦. ٧. جـ.
حسب الصديقة في الحالاتي سبق بطرفيه.

وإذا كان الصديقة على متزوجها انتقاماً من زوجها (أي زوج المتولدة) لا تعتبر لعدة نقد صارع
سنه وصيحة نظر بشرط.

ويسبي صارع الرجع الملاصق للصديقة بالطريق بالطالع [حبسها ، برج على أساس الاستئجار] :-

\longleftarrow

XX

الد بـ مـارـانـا الـجـارـيـةـ الشـفـقـةـ بـنـدـرـهـ لـتـدـيـرـ

(-) الـتـالـيـتـ الـجـارـيـهـ :-

١. تـ سـفـيـنـ حـابـيـهـ *

٢. مـنـادـهـ بـتـرـصـرـ *

٣. لـدـهـلـاـنـ

(XX)

XXX

صـانـهـ اـلـسـرـيـ اـلـخـاصـهـ لـلـصـفـيـهـ

الـصـفـيـهـ بـنـزـيـهـ = صـانـهـ اـلـسـرـيـ اـلـخـاصـهـ لـلـصـفـيـهـ * بـعـدـ بـصـفـيـهـ بـنـزـيـهـ

(٦) مـلـفـخـهـ :- ما الفـمـهـ بـيـهـ صـانـهـ اـلـسـرـيـ وـصـانـهـ التـفـهـ لـتـنـدـهـ خـلاـلـ سـنـاتـ التـفـهـ ؟
 مـخـلـصـهـ صـانـهـ بـرـجـ بـعـدـ بـصـفـيـهـ بـعـدـ صـانـهـ بـيـهـ التـفـهـ خـلاـلـ قـلـ سـنـهـ بـنـزـيـهـ بـتـفـهـ وـبـرـجـ
 الـبـيـهـ ذـلـكـ إـلـىـ بـلـدـلـهـ وـمـنـادـهـ بـتـرـصـرـ لـتـعـبـرـ صـفـرـ الـتـالـيـتـ عـنـهـ حـابـيـهـ صـانـهـ بـرـجـ

XX

صـانـهـ بـرـجـ

XX

⊕ الـتـالـيـتـ وـبـنـادـهـ

XXX

صـانـهـ التـفـهـ لـتـنـدـهـ

شـافـ صـاـمـاـ :-

تحـفـصـتـ شـرـكـةـ الـمـارـالـ لـلـوـاـتـ بـطـبـعـتـهـ بـأـسـتـرـادـهـ حـاـآـ الـلـيـسـ بـلـدـحـاتـ
 الـصـفـيـهـ وـنـهـ !ـ تـغـيـرـ لـلـشـرـكـةـ الـدـمـاـنـيـهـ بـنـدرـيـهـ لـأـسـتـغـلـالـ وـلـاـصـهـ جـديـهـ عـلـىـ
 الـسـتـغـلـالـ سـهـ بـلـدـهـ وـذـلـكـ لـمـهـ سـنـيـهـ تـفـعـلـ فـقـدـ
 سـنـاتـ اـعـالـتـ آـمـهـ :-

١. سـنـزـ ٣ـ المـدـهـ سـهـ بـتـرـكـهـ دـنـعـ ٤٩٤ـ بـحـ ٤٩٤ـ سـفـاـلـ شـرـاـ حـمـدـ اـسـتـغـلـالـ.
٢. تـغـصـ الـمـارـهـ لـلـشـرـكـهـ اـمـاـ ماـ صـانـهـيـهـ ،ـ شـرـكـهـ بـنـزـيـهـ بـنـدرـيـ ٥٠٥ـ بـحـ ٥٠٥ـ مـكـيـهـ
- ـ الـتـهـ بـنـانـيـهـ ٤٨٨ـ بـحـ .
- ـ الـتـالـيـتـ .ـ حـابـ صـانـهـ بـيـهـ فـهـ لـتـنـدـهـ .

$$\text{النفاذ بـ ٢٠١٣} = \frac{\text{مقدار المدخلات المدرجة}}{\text{نسبة إنتاج}} = \frac{٤٩٦,٠٠٠}{٥٢٧,٠٠٠} \approx ٩٣,٨٣\%$$

بيان		نواتي المتغير
٢	١	
٤٨٨,٠٠٠	٤٩٠,٠٠٠	صافي الربح
٤٤٧,٠٠٠	٤٤٤,٠٠٠	+ الفائز
—————	—————	—————
٥٤٥,٠٠٠	٥٩٧,٠٠٠	= صافى الناتج المتغير

٢) لا تعتبر النفاذ وبالتالي مقدار المدخلات برأي البعض أداة لخارج سهولة فقدر المدخلات
يعتبر بمثابة مقدار مصادر التمويل :-

- ح- إصدار وبيع رعايات إنفاق النفاذ.
- ج- إصدار وبيع رعايات إنفاق النفاذ.
- د- إصدار وبيع رعايات إنفاق النفاذ.

٣) الارتفاع : يعبّر عن نفاذ المدخلات بمقدار حجم المدخلات على مقدار المدخلات أو
ارتفاعه بذلك في رسم حساب الارتفاع يظهر منطقته هي :-

- ا- سلخ معين على أقل وصفة على صفة.
- ب- ستر متغير سهولة رفعها.
- ج- ستر متغير سهولة الرفع.

والمتغير يتأثر بمتغيره سهولة زفير العرف بذاته كغيره، فإذا تأثرت المدخلات الزراعية
بمتغيره فإنه يتأثر بمتغيره بالعكس (١٤٤٦٢) ويكفيه أن يتغير إنتاجه تغيره سهولة
كما يعلم أنه تتبع تغيره واحدة طفيفة دون تغير الحالة يتم إصدار المدخلات على تغير سهولة
ويختلف المتغير سهولة إنتاجه ومتغيره واحداً متغيره إذا كانت قيمته أكبر سهولة العرضة
المختبرة، المتغير وقيمة صفر.

سـ. ما المقصود بـأـنـ الـادـلـلـ عـمـلـةـ ذاتـ دـوـرـيـهـ ؟

جـ. (ا) يعتبر بالـأـدـلـلـ كـلـيـةـ غـيرـ نـقـدـيـهـ حـالـكـ أـنـ هـمـ باـشـ الطـالـبـيـنـ.

(بـ) كـلـيـةـ زـائـيـهـ يـمـ اـصـبـارـ مـبـرـرـ سـهـ لـدـيـاـدـاتـ بـنـكـلـ تـاذـيـكـ سـمـ اـجـمـعـ لـسـرـدارـ الشـرـبـيـ بـرـأـسـ بـالـمـعـزـيـهـ ءـ ظـصـورـ تـاشـيـرـ تـابـلـيـتـ للـأـدـلـلـ:

رـجـيمـ ءـ سـتـارـ بـأـدـلـلـ رـاجـلـ بـتـرـنـهـ ؽـهـ فـاصـبـلـ خـازـنـ أـنـهـ مـعـدـ لـأـدـلـلـ ظـافـعـ بـتـرـنـهـ
آـنـ سـهـ مـعـدـ بـرـسـتـارـ رـاجـلـ بـتـرـنـهـ مـنـهـ لـزـفـضـلـ ءـ لـهـ بـحـالةـ
رـبـسـتـارـ ءـ سـرـالـلـ ظـاهـرـ ءـ ضـرـاءـ فـضـلـ.

سـ. ءـ لـنـ ظـصـورـ بـيـانـاتـ دـاـسـتـرـيـ ؟

جـ. كـلـيـةـ إـسـلـامـيـهـ .-

ـ(ـ) يـسـرـبـ المـاـسـبـارـ يـغـيـرـهـ عـلـىـ صـانـ بـرـيـ [ؽـاهـرـةـ مـرـبـيـةـ حـابـ صـانـ الرـبـيـ ، الـمـارـكـيـاتـ بـسـتـارـ]
يـسـرـبـ المـاـسـبـارـ يـغـيـرـهـ عـلـىـ صـانـ بـرـيـ عـلـىـ دـلـلـ اـلـثـانـهـ نـهـرـأـ ظـافـعـ بـرـيـ مـلـفـيـةـ تـابـلـيـتـ
الـسـعـاءـهـ وـقـدـ خـيـلـتـ ؽـمـ صـانـ بـرـيـ مـلـيـعـ ؽـاهـرـةـ بـأـدـلـلـ الـسـعـعـهـ اوـ ؽـاهـرـةـ بـتـرـنـهـ
الـتـبـعـهـ .--.-

رـبـسـتـارـ ۲ـ صـانـ الرـبـيـ ءـ حـابـ بـتـرـانـ ةـنـسـيـمـ الطـالـيـهـ .-

ـ(ـ) مـعـدـ بـعـاـةـ عـلـىـ بـرـسـتـارـ ، صـانـ الرـبـيـ لـعـبـضـابـ $\frac{1}{100}$ \times
 الدـسـتـارـ

ـ(ـ) " " رـاسـ بـلـانـ المـدـلـلـ ، صـانـ الرـبـيـ بـعـدـ بـضـابـ $\frac{1}{100}$ \times
رـاسـ المـالـ المـدـلـلـ

ـ(ـ) زـائـيـهـ رـاسـ مـاـلـ بـشـرـيـ ۱,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ رـصـانـ الرـبـيـ بـسـرـيـ ... بـعـدـ جـمـيـعـ بـنـيـهـ الـفـطـانـ مـاـهـ
الـشـرـبـيـ بـيـرـدـ رـاسـالـمـ ئـهـ هـذـانـ لـهـ ذـلـكـ مـيـلـ ؽـاهـرـاـجـيـهـ ءـمـ اـكـهـ ئـلـهـ اـنـ هـاـيـهـ
الـرـبـيـ ؽـمـ الـدـصـرـكـ ؽـلـيـهـ بـعـدـ خـفـصـ ؽـافـتـهـ بـتـلـيـهـ بـاـنـيـلـ بـأـدـلـلـ وـبـأـدـلـلـ دـهـ سـرـدارـ لـرـسـ
الـلـالـ المـعـزـيـهـ ؽـاهـرـهـ ؽـصـورـ ؽـاشـيـتـ ؽـابـلـيـتـ للـأـدـلـلـ.

ـ(ـ) يـسـرـبـ المـاـسـبـارـ [دـعـيـنـهـ عـلـىـ صـانـ ةـنـسـيـمـ لـشـفـرـ بـشـرـ] .-
جيـيـاـ صـانـ ةـنـسـيـمـ لـشـفـرـ لـدـ حدـ مـزـهـيـمـ .-

١- حساب صفات التعدد بالشروع بغير معرفة حباب الرائد القديم (بصيغة)
وهي كما يلى ..

xx	رمضان بقدمة أول المدة
xx	القىصر مات بقدمة مارك المدة
(٢) (xx)	المدعىات " " "
xx	فاصبه او غير المدة
—	—
xx	رمضان بقدمة اخر المدة

تحبب ببساطة بقدمة باستثناء الأساس القديم حيث تحصل باستثناء كي يصل منه مدحعات وبطلان
قدمة سواها ما تتحقق باستثناء اخر مدة ويدعى لها امتيازات ابريمية تغير عادة عادة
اميات بسيطة .. فعلاً ! تتبع بعد البريمير لها ! تتضمن وصفة بسيطة لها لتنطيل او
الحوالات لتفسير ادراج آثار والعلل صور.

٢- حساب صفات التعدد بالشروع بغير معرفة تقييم الشروع ..

ما يزيد على ذلك عده وصلت نظره إلى اعانته مع فاصله (نافر) في تجاه الادراج ابا صدرا تم بغير رخصة النظر
والتسلق / رئيس المال المدعي تخطى / لا يزيد على ذلك / رئيس المال المفترض فهو / ولا يزيد على ذلك /
وصيحة النظر بقدمة (بيه).

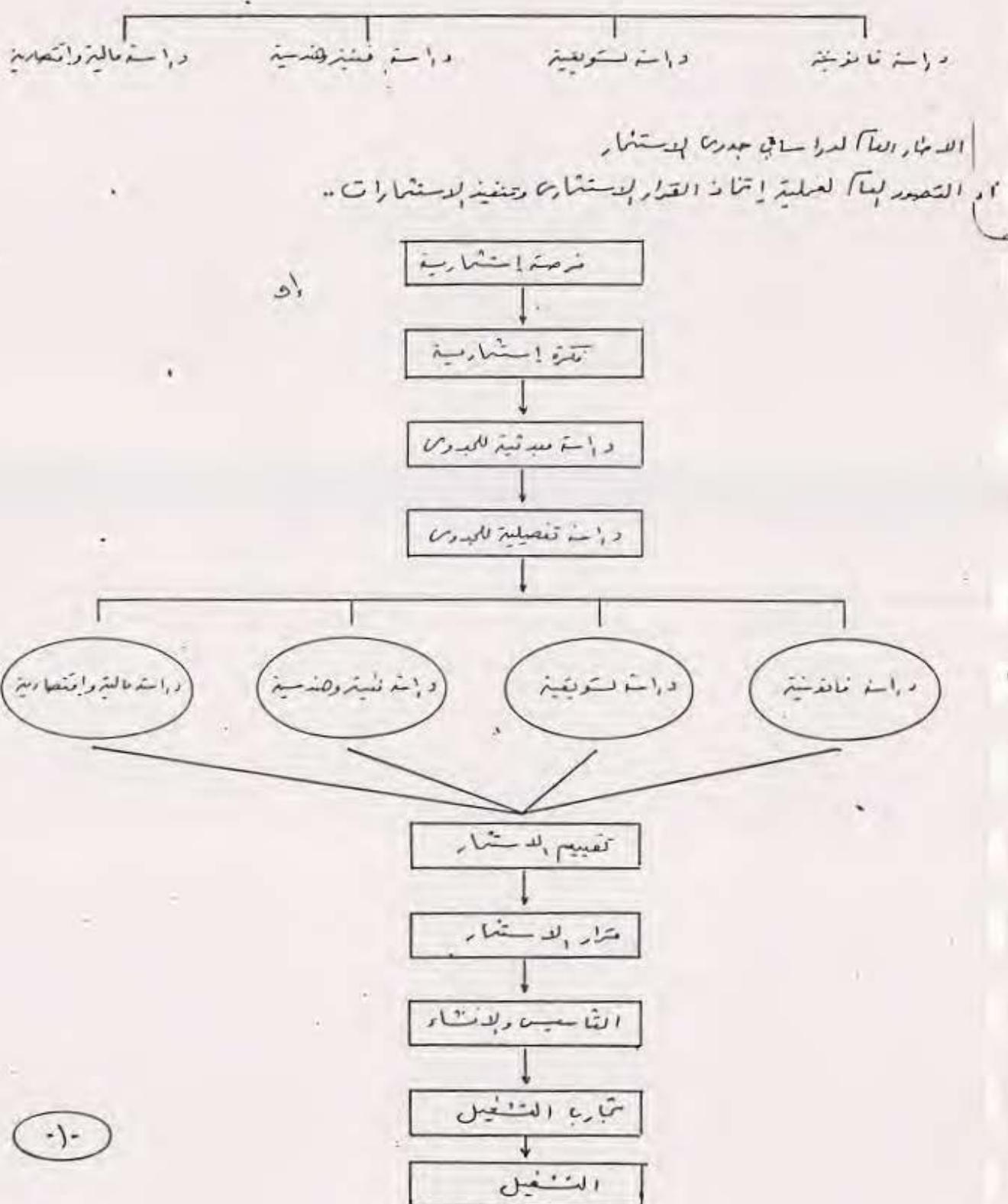
وذلك حساب صدرا تم بغيره فندره بالشروع لا يشترط ان تكون هناك بقدمة تقييم داخل اراضيه منه
حياته بالشروع متلاز اذا كانت الارض اعانته تجاه ابريل بالشروع مدة مدة منه انه يتركه بغير سنه ما انته
رئيس المال المدعي فإنه بذلك اعانته تفعيل صوره بالطالبة بالاستئناف وتعتبر له مدة تقييم شرعاً طارئاً
وصيحة نظر المدعى مع اطراف لم تتبع لهذا .

وذلك حساب صدرا تم بغيره فندره بالشروع لا يعتد رئيس المال والشروع بالاستئناف لكونه داخل
نظره لذا تناقضه بالنظره من مصارف بقدمه لا انتقامه له ، بغير رخصة التعدد بالداخل يعني
صدراً تم بغيره مدة بذاته متساوية للصورة والمعنى لا يكتبه ليتعرف على العائد من الاستئناف ، بالشروع باستثناء
هذا الاعانه راسيناً لدعويه بالصلاح دامت بقدمه طارئاً مع رخصة نظره بالشروع لعدمها لازلا
تعتبر لاستئناف رئيس المال المدعي والمفترض على بذاته واعتباره لعدمها انتقامه وذاته
الضروري [مع اذراك تنسى تقدماً] سنه محمد بن شهاب البخاري سنه محمد بن نظره لذا لا يعتد بعد تقييم
لذاته رئيس المال المدعي والمفترض على بذاته لذا لا يعتد بعد تقييم عمليات الائمه بالاستئناف .

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

(١١٣)

إقتراحات مستمر



٦٣. ما أهدى إلزامه ببيه المشروع والمنشأة؟

- المشروع .. سنة ينبع منه لم ينبع بعد إلى هيئ العقيدة.

المنشأة - سنة ذات مغلوظ ومتزع إلى هيئ العقيدة.

وهيكل المشروع إلى متأنه إذ اتم المعاقة عليه وفدت وينصب بوجهها دراسات الخبراء
على دراسة المشروعات بالاستشارية.

٧٠. ما أهدى إلزامه ببيه دراسة الخبراء وتقسيم المشروعات؟

- ترجيع دراسة الكثيرون إلى إختبار ميلاد حيبة المشروع وبيان ما يتعمد سوءاته ومتاعب
اما تقسيم المشروع فهو محاولة الخبراء إلى تدارك استثناء سليم بناء المشروع المقتضى
حيث استثناء دراسة الخبراء تقسيم المشروع وإثبات تاره منه.

٧١. ما أهدى إلزامه ببيه تقسيم المشروع وتقسيم الدوادار؟

- تقسيم المشروع هو محاولة الخبراء إلى تدارك استثناء بناء المشروع وبيانه في
التقسيم العددي منه المنشآت مثل : صناع القيمة المالية ، فئة الاستهلاك ، معدل لعائد الخ
اما تقسيم الدوادار فهو دراسة ذراع المنشآة الماخفا ويستخدم في تقسيم بعدد سهيل زورات
والذهارات مثل .. تأثير هريرة رأس المال بمعامل رفاهية بحسب الطائفة.

٧٢. ما الغرض من إلزامه بالاستشاري بالاستهلاك والدوادار؟

- الاستشاري - حد إتفاقه في بروتوكوله الضريبي تصريح المصروف على عوائده ومتاعب المستشار وقد يغير
للإنتشار عاته موجباً أو سالباً .

الدوادار .. حد إتفاقه في تصريح للإنتشار وقد يغير له عاته مدحباً أو سالباً وقد لا يغير له عاته
الاستهلاك .. نفس إلتشار منه إلا تفاصيله الرقائق الضريبي تصريح المصروف على عوائده ومتاعب مفربيه.

٧٣. ما الغرض من إلزامه الغرضية بالاستشارية وفقيرة بالاستشارية؟

- الغرضية بالاستشارية .. هذه مجال شائع للإنتشار يتبع إلى مصدر متغير.

٧٤. القدرة بالاستشارية .. منها غير مرصدة حالياً ولذلك منه لم تتحقق أنه تقدمة مستقبلية .. هذه شائعة إلى
مروج إنتشاره تغير باستخدام ذراع بالاستشارية ويدرك أن عوار الغرضية
بالاستشارية وما يصيغها جملة سهيل زورات.

* سـ. ما صـرـصـوـرـاـمـ بـلـتـرـ يـلـسـنـتـارـنـ؟

- قدـتـارـ إـيـبـاـيـ سـتـرـتـ نـعـدـلـ مـاـرـ دـلـ آـنـاءـ طـوـلـةـ الـأـمـلـ ئـ الـسـعـبـ دـيـضـنـ لـتـرـ
صـفـةـ حـاسـتـ سـرـعـتـ زـرـاـيـاـ :-

١- شـارـاتـ !ـ ستـانـيجـيـرـ

شـارـاتـ تـلـتـيلـيـةـ .

٢- شـارـاتـ طـوـلـةـ الـأـمـلـ .

٣- شـارـاتـ مـصـرـ بـلـجـدـ .

شـارـاتـ عـطـلـيـةـ .

٤- شـارـاتـ رـمـبـيـتـ وـنـفـيـدـيـةـ .

الـشـارـاءـ بـلـسـتـنـاـرـاـمـ صـدـتـارـ اـيـرـاـتـيـرـ تـحـطـيـصـ خـوـلـ بـلـجـلـ .

* سـ. ما صـرـصـوـرـاـمـ بـلـتـرـ يـلـسـنـتـارـنـ؟

- الـدـرـاـسـةـ الـلـبـشـيـةـ الـلـبـرـوـنـ . - مـرـدـفـ إـلـيـ آـنـاـنـ المـرـاعـيـ الـتـامـكـ دـوـرـ تـعـيـدـ لـغـارـةـ بـلـسـتـنـاـرـةـ
رـمـكـتـدـهـ دـمـانـعـ تـاـنـدـيـةـ أـوـ سـاـيـرـ اـمـتـهـانـيـهـ أـوـ اـهـيـاهـيـهــ)ـ وـلـعـرـفـاـ
عـلـيـ هـدـوـيـ دـعـادـ الـدـرـاـسـةـ التـنـصـلـيـةـ رـلـيـسـ دـنـاـلـ حـسـبـ صـبـحـ الـدـرـاـسـهـ
الـلـبـشـيـةـ .

الـدـلـاـسـةـ التـنـصـلـيـةـ الـلـبـرـوـنـ . - رـتـدـفـ إـلـيـ إـاضـيـارـ صـلـاصـيـهـ الـلـثـرـوـنـ دـيـنـاسـ مـاـيـقـعـهـ سـهـ عـوـاتـهـ وـنـانـعـ .

رـتـبـطـتـ أـهـ كـلـعـهـ بـلـلـيـدـ الـدـرـاـسـةـ الـلـبـشـيـةـ الـلـبـرـوـنـ أـهـلـ سـمـ تـعـالـيـنـ

الـدـرـاـسـةـ التـنـصـلـيـةـ .

تـصـيـفـ دـوـاسـةـ هـبـدـهـ الـشـرـعـاتـ بـلـسـتـنـاـرـةـ

١- التـصـيـفـ الـنـفـعـ الـدـرـاـسـةـ الـلـبـرـكـ أـوـ تـصـيـفـ دـاـسـ الـدـرـدـاـسـ سـهـ حـيـنـ الـعـقـمـ مـنـ ..

٢- دـاـسـ جـدـدـاـ لـتـقـيـيـمـ الـشـرـعـ سـهـ رـجـبـهـ نـفـرـ أـهـمـاـهـ (ـعـمـدـ)ـ الـرـجـبـيـةـ الـأـمـمـ .

٣- لـدـمـنـدـيـدـ لـلـمـدـرـسـ (ـعـمـدـ)ـ بـرـجـيـهـ لـعـاـهـ أـوـ لـدـهـيـاهـ .

ـمـنـ بـدـلـ بـلـسـتـنـاـرـةـ تـنـرـ زـلـاـتـاـعـ عـلـ سـمـدـمـ بـرـعـيـهـ لـعـاـهـ أـبـانـ بـدـلـ بـرـزـسـالـيـهـ تـنـرـ لـهـنـاـ
ـلـلـ مـغـدـمـ بـرـجـيـهـ الـأـمـمـ .

ـــ التصنيف يعطي دراسات البورس اسماً يتم تحضير الدراسات التعليمية للبورس إلى دراسات
ـــ تخصصية كالآتي ..

- ـــ دراسة قانونية .. هذه دراسة مدعى للم جانب القانونية المرتبطة بالمشروع.
 - ـــ سوسيية .. هذه دراسة مدعى تابعة لبيانات المشروع للمستويين حيث يتم دراسة جميع
الطلاب وأصحاب البيع وأصحاب المستويين ، موفقة للمستويين الخ.
 - ـــ فنية وفنونية .. هذه دراسة الفنادق ، الفنون المرتبطة بانتاج وتنمية المشروع
مثل دراسة مشروع المنشآت وفنون التربية وفنون الأفلام ورخص العمل
وهي من إنتاج الفنادق والمنشآت.
 - ـــ مالية رأي مصاريف .. وتشمل دراسة بعائد المدفوع سهولة تدريسي .
وغير مدخلاته المتخصصة بحسب ما يلي ..
- ـــ (١) هي صناع ترتيب معين يعتمد على تجربة ، كافية لذوقها لدراسة الدراسة أو الدراسة
المختلفة.
- ـــ (٢) ترتيباً صار دراسات البورس الدقيقة بشكل متزايد ترتيب دراسة من نوع المشروع
نحو دراسة المستويات للتعرف على درجة ملائمة للزرواد في نفس الوقت يتم
دراسة المدى من إطار دراسة الفنية للتعرف على درجة ملائمة المدى للدراسات
التي ينبع منها المدى.
- ـــ (٣) ترتيباً يستند إلى تعيين الماءات عدد ، مما يهدى دراسات الدقيقة متزايدة ..
ترتيباً يستند على دراسة مستوىية إذا كان هناك طلب ترتيباً على متغيرات
المشروع وكانت أسماء البيع محمد متزايد ترتيباً يستند على دراسة المستوىية في
حالة مشروع لانتاج أكثر .
- ـــ (٤) كما ترتيباً يستند على دراسة العادة ، إذا كان هناك متغيرات متعددة في نفس الماءات
سبعين المستند ترتيبها كما .
- ـــ (٥) هنا لا يتم إغفال واحد هدف دراسة الدراسة لرتبة معاشر مزيده سهولة للبيان بالدراسات
المختلفة (صفات تابعية ومستوىية وفنية ومالية) .

ـــ الماءات التطبيقية لدراسات البورس ..

ـــ ترتيباً (متناهياً) دراسة البورس في حالة ذهاب إنفاسه استناداً ترتيب عليه آثار مدخلية لإدخاله المستقبل
حيث ترتيباً (متناهياً) دراسة البورس في الماءات التطبيقية التالية :-

- ١- دوائمة صدور الشروعات الدستورية الجديدة التي لم يمهل للتنفس مما سهل سهل.
- ٢- .. شروعات يمتد معها الدستور نهائياً عليه إعداد دوائمة الدور، في حالة ابتسامة خط انتاج صدور من ١٠ صد المصالحة.
- ٣- دوائمة صدور مشروعات بـ حلال الدستار، منهاز عليه إعداد دوائمة الدور، في حالة إعداد دوائمة الحالية للمصالحة باللات ١٠ صد الجديدة.
- ٤- دوائمة صدور مشروعات التعمير التنقل لجمه منهاز عليه إعداد دوائمة الدور، في حالة دوائمة ابتسام العزبة للمصالحة بـ طريق ٢٠ متر آلية حدودية.

- اندراج شروعات بـ دستار ..

- تمهيد ترتيب شروعات بـ دستار إلى ..
- ١) شروعات ترتيب أولويات المشروعات. وتصير هذه المستعملة بوضوح في حالة نهاية الموارد لـ دستورية مثل العملة الفنية والعملات بـ جنسية ورأس المال إلى دون هذه الأحوال تؤدي إلى الانقسام ..
- ٢- أسلوب تقليدي لعيبة وهي ترتيب مشروعات على بعائد العمل المترافق مع مشروع.
- ٣- أسلوب عديمة العيبة في " على آلية الموارد نهاية ..

المشروع الجمال	المشروع بـ دوائل
ـ	ـ
ـ عامل	ـ عامل
ـ جمال	ـ آلة الموارد

طبعاً لـ دوائل التقليدي نفس الأدلة العديدة، إلة ترتيب المشروع الثاني.

ـ .. الجسيئ " " الدول.

- ١) مشروعات متول أو مشروع مشروعات .. يتم دوائمة كل مشروع على جهة دوائمة شرارة دوائمة أو رفعه بـ دوائل.
- ـ الققر عده بـ جيز أمراً مشروع آخر بدليل.
- ٢) مشروعات الدستار المائية تباريليا .. يظهر هذا البذل مشروعات في حالة وصود مشروعات تتم باستثناء نفس السلعة أو أداة نفس الخدمة مع إفهاماً في مقدار العاتبه رجعيتها إذا تم تنفيذ أحد المشروعات ينبع ذلك ما يضفيه تنفيذ أحد مشروع آخر بدليل.



CONTRACT FINANCE

I. INTRODUCTION

The purpose of this note is to clarify some financial aspects of contract management and thus help to improve understanding between contract staff and financial staff.

The note covers contract budgeting, cash flow forecasting and the use of company funds. Each aspect is discussed briefly. Fuller treatment will be found in financial text books.

II. THE MEANING OF "FINANCE"

Most businesses have to pay for the things they need for producing goods or services before their customers pay them. The money needed to bridge this gap is known as "finance".

Financial control aims to ensure, firstly, that adequate supplies of cash will be available at all times so that the company will remain solvent and, secondly, that financial resources are used economically and in the most profitable way.

The key to this lies in knowing:

1. the time lag between earning an entitlement to be paid for work done, and actually receiving the money due, and
2. the time lag between being committed to make a payment and actually paying.

Financial control is achieved with the aid of budgets and cash flow forecasts, and since in contracting a large part of a company's expenditure and virtually all its income passes through its contracts, control at contract level is very important.

III. BUDGETING FROM THE PROJECT PLAN

A Budget is a conversion of the project plan into money. If the size of the project justifies it, a budget may be prepared at the tender stage and later modified to suit changes as they occur at award and during execution.

Only planned expenditure commitments and income entitlements are shown, period by period, in the budget, and not cash payments or receipts.

A. COMMITMENTS AND ENTITLEMENTS

The work planned to be done in each period calls for resources of labour, staff, subcontractors, materials, plant and equipment to be available at specified times. These lead, in turn, to a commitment to pay for them, the amount and timing of the commitment depending on the conditions of employment or purchase. Commitment often coincides with arrival on site but under certain conditions may be some other date, such as that of placing the order.

Similarly, work that is planned to be completed each period, materials on site or goods in manufacturers' stores, give rise to entitlements to receive payment under the terms of the contract.

Appendix I shows part of a typical project budget.

B. CONTRIBUTION

An important purpose of the budget is to enable management to foresee the commitments and entitlements which will arise if the work goes according to plan.

As a result the net income, that is the difference between entitlement and commitment, can be forecast period by period. This net income is the "contribution", which the project is expected to make towards central expenditure and profit and is a measure of project profitability.

C. CHANGES AND VARIATIONS

Budgets should help management to see the financial effects of change and give an up-to-date picture of the final outcome of the project. This is particularly necessary in construction, where changes in timing, method, quantity or price are the rule rather than the exception.

It is important therefore to structure budgets so that selective modification can be readily made. This should be done, for example, by separating items of expenditure (or income) according to the pattern they follow, such as:

- "once only" items (eg. setting up site offices)
- time-related items (eg. site supervision)
- quantity-related items (eg. materials)

To assist in cash flow forecasting, as described later, it is also helpful to keep separate such items as labour or materials where the time lag between commitment and payment differs.

The easier the process of updating and altering budgets, the more likely they are to be kept up-to-date.

D. CONTROL

The accuracy and sufficiency of budgets should be the responsibility of the line managers carrying out the work and should therefore be prepared so as to correspond with areas of management responsibility and authority. They thus become a basis for holding managers to account.

When a company has up-to-date budgets the overall financial position of the business is foreseeable and can be monitored and managed. At the same time the performance of each project and department can be measured separately against its own budget.

IV. FORECASTING CASH FLOW

A Cash Flow Forecast is an estimate of cash payments and receipts flowing out of and into the project. It is derived directly from the project budget.

A. TIMING OF PAYMENTS AND RECEIPTS

The time lag between a commitment to spend and the actual payment will vary according to the nature of the expense. For example, the time lag is one to two weeks on labour, up to a month on salaries and six weeks or more on materials.

To forecast the time when money is expected to flow out as cash payments, each type of expenditure must be considered separately. Calculating and totalling these amounts shows the cash going out period by period.

Similarly, it is possible to forecast the cash income which should be received in each period. In each case the effects of special advances, discounts or retentions must be allowed for.

A forecast of cash flow is thus the result of tabulating the answers to two questions, applied to each type of expenditure or income, namely:

"When will cash flow out?"

and "When will cash flow in?"

B. USES OF CASH FLOW FORECASTS

The main uses of a contract cash flow forecast are as follows:

1. At the pre-tender stage it enables management to estimate the finance required and decide whether this is acceptable.
2. It enables project and company management to foresee the effect on the cash position of changes during the execution of the contract, thus leading to better direct control on the contract and better company cash management.
3. It is a means of building experience of cash flow patterns for future use in pre-tender estimating.

V. FINANCE EMPLOYED ON A PROJECT

The amount of finance "tied-up" in a project will vary from period to period.

At any point in time, a contractor is interested in two separate amounts:

1. The "Net" Financial Lock-up

The difference between the total cash inflow and outflow up to any point in the contract represents the amount of the contractor's own finance tied up and is known as the "net financial lock-up". This is indicated in Appendix II by the vertical line BC.

2. The "Gross" Financial Lock-up

At any such point, there may be commitments to pay for materials, labour and services which have not yet figured in the cash outflow.

These constitute additional finance provided by suppliers and other creditors which, together with the contractor's own finance make up the "gross financial lock-up".

This is indicated in Appendix II by the vertical line AC.

The steps in calculating net financial lock-up at any time are as follows:

1. Calculate the total cost of all labour, materials, plant and services chargeable to the project to date.
2. Deduct the total cash received to date. This gives the gross financial lock-up.
3. Deduct the total amount due but unpaid to employees, outside suppliers and subcontractors. This gives the net amount of the contractor's own finance tied up in the project.

VI. THE ROLE OF PROJECT STAFF

Project and contract staff have an important role in the overall management of the company's financial resources:

1. Improving the use of finance on the project

The profitability of a project, just as of a company, depends on the relationship between profit and the finance used in producing it. Two key tasks in project management are maximising contribution and minimising the net finance tied up and, apart from any direct saving in interest charges, there may be as much scope for improving profitability by using less finance as by increasing the contribution.

Some ways of reducing the net finance tied up in a project are given in Appendix III.

2. The Need for Teamwork

Financial control must be flexible and not rigid, so that when individual managers see opportunities or threats, the financial implications and their possible effect on other company activities can be quickly assessed.

Normally, the financial calculations and procedures are the responsibility of the accountants but the decisions which affect the flow of cash and the use of funds are made by technical, commercial and operating staff. It is essential that both sides work together on problems, each learning and understanding the others' objectives and needs.

EXAMPLES FROM A PROJECT BUDGET

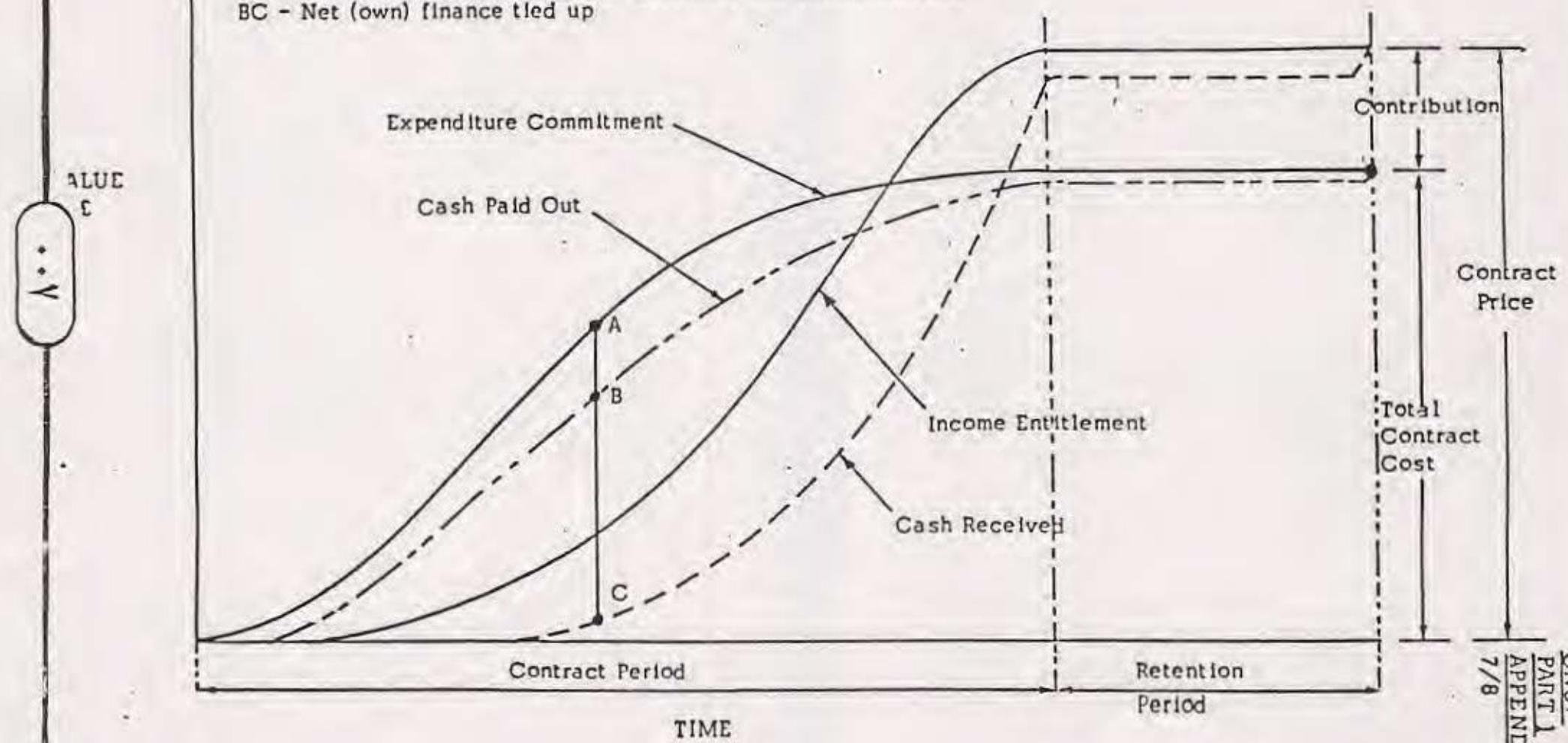
	Items	Totals £'000	1977			
			Aug	Sept	Oct	Nov
Code	Number of weeks in period	104	4	4	5	4
<u>EXPENDITURE</u>						
A.12	Erect site offices					
	Labour	20	10	10		
	Materials	25	12	10	3	
	Plant	5	3	2		
A.18	Site establishment					
	Engineering and Supervisory staff	85	2	3	4	4
	Admin staff	70	2	2	3	3
	General labour	45	1	1	1	1
	Heating and lighting	8	-	-	1	-
	Office expenses	25	10	1	1	1
S.5	Construct Tank B					
	Formwork materials	30	-	-	15	3
	Labour	105	-	-	10	12
	Ready mixed concrete	85	-	-	10	15
	Reinforcement	25	-	10	15	-
	Plant hire	12	-	2	2	2
	Steelwork subcontractor	80	-	-	-	40
	Painting subcontractor	7	-	-	-	-
	Total Committed Expenditure	£ 1940	45	83	158	232
<u>INCOME</u>						
	Preliminaries					
	Clear and set up site	80	20	30	30	-
	Offices for Resident Engineer	30	5	25	-	-
	Recurring items	275	12	12	-	-
	Tank B					
	Foundations and walls	300	-	15	35	40
	Steelwork	100	-	-	-	50
	Painting	10	-	-	-	-
	Retentions - deductions	(218)	(4)	(7)	(15)	(21)
	- repayments	218	-	-	-	-
	Total Income Entitlement	£ 2183	33	68	140	200

CHART SHOWING PERIOD BY PERIOD THE EXPENDITURE AND INCOME
BUDGETS, CASH FLOW AND FINANCE TIED UP ON A CONTRACT

AC - Gross finance tied up

AB - Finance provided by outside suppliers and subcontractors

BC - Net (own) finance tied up



SOME WAYS OF REDUCING FINANCE TIED UP IN A PROJECT

On the Income side

1. Securing advance payments from customer.
2. Shortening intervals between interim payments for work done.
3. Optimising project duration in relation to finance employed.
4. Loading more contribution on work to be done early in the contract.
5. Completing work items quickly so as to qualify for payment.
6. Measuring the work fully up to regular payment dates.
7. Prompt invoicing of valuations for payment.
8. Prompt invoicing of retention releases.
9. Expediting agreement on claims.
10. Collecting promptly all amounts outstanding from customers.

On the Expenditure side

1. Negotiating longer credit terms with suppliers (but considering possible loss of discounts).
2. Not calling forward materials, etc, too early.
3. Disposing promptly of surplus plant and materials.
4. Using subcontractors and hired plant.
5. Holding retentions on subcontractors.



05A1/2
(CNG7)
PART 2
1/2

COST OF ADDITIONAL FINANCE

ON A PROJECT AND ITS EFFECT ON PROFIT

I. FORECAST POSITION

This brief example of the cost of extra funds and its effect on profit is based on the following forecasts for a contract:

1. That the value of work will generally be around £50,000 per month.
2. That the gross funds tied up will equal $2\frac{1}{2}$ months' work, i.e., $2\frac{1}{2} \times £50,000 = £125,000$.
3. That subcontractors and suppliers will finance 50% and hence the net amount tied up - representing the main contractor's funds - will be 50% of £125,000, namely £62,500.

II. DEPARTURE FROM FORECAST

Suppose, however, that the project does not go according to plan, and that either or both of the following situations arise:

1. Gross funds tied up represent three months' work, or £150,000, and the contractor finances 50%, as before.
2. Gross funds tied up are £125,000, as forecast, but the contractor has to finance 60% of this, namely £75,000. The effects are shown below:

	Contractor's Funds Tied Up		
	Forecast	Actual	Excess
	£	£	£
If gross tie-up is £150,000 the effect is	62,500	75,000	12,500
If the contractor has to finance 60% of £125,000 the effect is ...	62,500	75,000	12,500
If both events happen the effect is	62,500	90,000	27,500

III. INFERENCES

1. In the first two situations tabulated above, the excess funds tied up are £12,500 in each case; but when both occur together, the excess is £27,500 - not £25,000. This is because the contractor has to provide 60% of £150,000, which is £27,500.
2. The cost of providing the additional £27,500 at 8% p.a. for one month is £183, or £2,200 p.a.
3. The cost of £183 per month is very small in relation to monthly revenue - only 0.367%. Nevertheless, it absorbs a significant part of the profit margin - which is less than 4½% before tax on at least half of the work done by the construction industry in the U.K.

IV. CONCLUSION

Additional funds are rarely easy to find and always cost money. It is therefore important, when managing a contract or a company, to avoid tying up more funds than are reasonably necessary, and to use those available both economically and intensively.

الفصل التاسع

تكلفة رأس المال

١/٩ . التكاليف الرأسمالية وتكلفة رأس المال :

المقصود بالتكاليف الرأسمالية Capital Investments التكاليف الإستثمارية المرتبطة بحيازة الأصول طويلة الأجل المادية والمنوية (للبرسة وغير الملوسة) أما التكاليف المالية Financial Costs فالمقصود بها عادة مصاريف التعامل مع المصارف ومؤسسات التمويل مثل المقابل الذي يحصله البنك المترض من المنشآة المقترنة ظلير الأتعاب والتكاليف الإدارية للبنك المتولدة أو المرتبطة بعملية الإئزان ، أما تكلفة رأس المال Cost of Capital فالمقصود بها – بشكل عام – تكلفة الحصول على الأموال اللازمة للاستئثار من مصادرها المختلفة مثل فوائد القروض الإستثمارية ، ومع ذلك فإن مفهوم تكلفة رأس المال مازال محل نقاش ودراسة على المستوى النظري ، أما على المستوى الفعلي فقد أمكن الحصول على تمايز متوجع لا تتفق حول شيء واحد ، وفي هذا الفصل يتم الكاتب مقدمة عامه^(١) عن موضوع تكفت حوله الدراسات والابحاث ألا وهو موضوع تكلفة رأس المال .

٢/٩ . تكلفة رأس المال :

سبت الفول، بأن الفكر الاقتصادي / الإداري الحديث يميل إلى استخدام طرق تقييم الإستئثارات التي تستند على «أساليب الخصم»، إعتماداً على أن الوقت

(١) تستند هذه المقدمة العامة أساساً على :

عيون الله ، عبدالممدوح ، القروض الحالية والاقتصادية لمبدلات الخصم عند تقييم الإستئثارات الإجتماعية في مسارات قائم ، بحث داخلى ، كلية التجارة ، جامعة القاهرة ، القاهرة ، ١٩٨٠ .

تكلفة ، فالأموال الحاضرة تختلف في قيمتها عن الأموال المتقبلة ، وتتحدد قيمة الأستثمار بالبعد الزمني: الأموال الحاضرة والأموال المستقبلة ، لذلك يتتوى لدى إدارة الاستثمار الحصول على ١٠٠ جم الآن أو ١١٠ جم بعده إذا كان معدل العائد المطلوب تحقيقه (على الأقل) على الاستثمار ١٠٪ . وهذه المعرفة في اللحظة تمثل إذن الحد الأدنى للمقبول لدى الإدارة فالحصول على جنيه واحد صالح للاستثمار يجب أن يولد على الأقل عشرة قروش صافية كمائد إذا كانت تكلفة الحصول على هذا الجنيه عشرة قروش ، أما إذا حصلت إدارة الاستثمار على جنيه واحد وتكلفت في ذلك أكثر من عشرة قروش فإن عائد تفقيض أو استثمار هذا الجنيه وهو عشرة قروش فقط لن يكن لتغطية تكلفة الحصول على الجنيه للنجاح للاستثمار .

في كلات أخرى ، يتطلب الأمر من إدارة الاستثمار قياس تكلفة الحصول على الإستثمارات ومقارنتها بالعائد الذي تولده هذه الإستثمارات ، فإذا كانت هذه التكلفة (وهي تكلفة رأس المال) أقل من ذلك العائد تم قبول الاستثمار والمعنى سليم . ومن الواضح أنه في ظل طريقة صافى القيمة الحالية كان الإقراض الأساسي هو قبول الإستثمارات التي تؤدي إلى صافى قيمة حالية موجبة تخرج من واقع خصم التدفقات النقدية الصافية باستخدام معدل خصم محدد أو معدل عائد مطلوب تحقيقه كحد أدنى على الإستثمارات ، وهذا المعدل (خصم أو عائد) المطلوب هو في الواقع معدل تكلفة رأس المال أو تكلفة الحصول على الأموال الازمة للاستثمار ، وفي ظل طريقة معدل العائد الداخلي على الإستثمار فإنه بعد إستخراج هذا المعدل الداخلي للاستثمار ما يتم مقارنة هذا المعدل المستخرج بمعدل تكلفة رأس المال ، فإذا كان المعدل الأول أكبر من الثاني تم قبول الاستثمار والمعنى صحيح .

تكلفة رأس المال هي إذن التكلفة الاقتصادية لاستخدام الأموال المستمرة ونظرًا لتنوع مصادر التمويل أو مصادر الحصول على الأموال المتاحة للاستثمار فإن لكل مصدر منها تكلفة رأس مال خاصة به ، فالحصول على الأموال المستمرة بالإقراض يترتب عليه أعباء تمثل في قوائد وهذه القوائد قد تضر على أنها تكلفة حصول المنشأة على الأموال عن طريق الإقراض ، أما في حالة

حصصون ، نأخذ على الأموال عن طريق أصحاب رأس المال المطلوك فإن توزيعات الأرباح تعتبر بالنسبة للمنشأة كتكلفة الحصول على الأموال من أصحاب رأس المال المطلوك ، وكما تعدد أنواع الفروع وشروطها تعدد كذلك أنواع التمويل المطلوك فهناك في الشركات المساهمة أسماء عادي وأخرى عنازة ذات عائد ثابت في حالة حدوث أرباح كافية ، ومن الواضح أن الفروع أولوية في البداد على رأس المال المطلوك ، كما أن فرائد الفروع تستنزل أولًا من الإيرادات قبل الوصول إلى صافى الربح القابل للتوزيع ، وهذا الصافى تؤخذ منه النسبة التي تحصل أصحاب الأسهم المتازة وما تبقى يشارك فيه أصحاب الأسهم العادي وغيرهم مثل العمال في الأنظمة الإشتراكية) والإدارة كما أن جزء من الأرباح قد يعاد لاستهار في شكل إحتياطيات عامة إختيارية أو ملحة (مثل الاحتياطي الفاينوف) أو في شكل أرباح متحجزة لإعادة الاستثمار ، ومن الواضح أن مخصصات الإملاك وأئمة أموال المعاد لاستهارها في أي من هذه الاشكال ليمثل أيضًا مصدرًا من مصادر التمويل له تكلفة ، باختصار لكل مصدر من مصادر التمويل الاستثماري تكلفة خاصة به ، ومع ذلك فإن هناك آثار متراكمة بين هذه المصادر ، ذلك لأن التكلفة الاقتصادية لاستخدام أموال متعددة من مصدر تمويل معين لا تساوى بالضرورة التكلفة الفعلية المباشرة التي تحملها المنشأة من جراء عملية التمويل الاستثماري ، فإذا صدر أسماء عنازة إضافية مثلًا قد يغير من صورة الخظر الحال حقوق أصحاب الأسهم العادي عادة يوزع وبالتالي على أصحاب الأسهم العادي في السوق المالية نظرًا لأن الأسهم المتازة ذات العائد الثابت المحدد تمثل إلتزامًا على المشروع له أولوية خاصة عند توزيع صافى الربح ، وإذا كان من المفترض أن إدارة المنشأة تعمل من أجل تعظيم صالح ومنافع أصحاب رأس المال المطلوك فإنه عند اختيار أنواع المشروعات التي تستمر الأموال فيها لابد وأن يزيد معدل العائد من هذه المشروعات على معدل تكلفة الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة بعد الأخذ الإعتبار الآثار الاقتصادية لاصدار أسماء عنازة مثلًا على تكلفة رأس المال بالنسبة لاصحاب الأسهم العادي متضمنة الأجزاء، الصريحة والضمنية لهذه التكلفة .

وإذا أن هبكل وأعمال المشروعات يمثل عادة حتفقاً لاصحاب المشروع وحقوقاً لمستثمرين آخرين ، فإن تكلفة رأس المال قد تضر على أنها المتوسط

الرجح لتكلفة رأس المال المثمن من كافة المصادر الإستثمارية ، فإذا فرض أن :

$$\bar{M} = \text{المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال .}$$

$$U = \text{رأسمال أصحاب المشروع .}$$

$$M_u = \text{تكلفة } U \text{ معبأً عنها كنقدار عشري (ملا ١٠٪ = ٠,١)}$$

$$D = \text{رأس المال المقترض .}$$

$$M_D = \text{تكلفة } D \text{ معبأً عنها كنقدار عشري}$$

$$\bar{M} = (U) (M_u) + (D) (M_D) \quad (1)$$

ويكفي بالطبع تحديد \bar{M} في حالة وجود مصادر أخرى بالإضافة إلى رأس المال المملوک والمفترض ، ويتأق ذلك بإضافات على المساعدة السابقة على نفس النسق الذي تم به معابه تكلفة رأس المال المملوک والمفترض ، هذا ويفسر نجاح الإدارة المالية ب مدى نجاح سياستها في تمويل عملياتها الإستثمارية ، وتحدد درجة النجاح هذه بالقدر الذي تتحمله المنشأة في شكل توزيعات أرباح وفوائد وإلتزامات القبر ، فإذا ما وصل هذا القدر إلى إدنى حد إقتصادي يمكن وصف هذه السياسة بالنجاح وكان هيكل التمويل - يعني خلطة مصادر التمويل - هو المهيكل الأمثل .

٢٩. هيكل رأس المال المستمر :

تتنوع «مصادر التمويل» من حيث آفاقها الزمنية ، فيمه : أيام دخل الأجل بقيمة مثل رأس المال أو الإلتزامات طرفيه الأجل فيتمكن قرر من تعدد أيام سدادها السنة المالية الواحدة ، وعادة ما تقتضي دم مصادر التمويل تغيره الأجل من أجل تفطية عجز التمويل الداخلي عن الوظيفة . عند الباب النشاط الخارجي ، وفي كافة الأحوال فالنسبة مئوية في إدارتها المالية غالباً إلزاماً بمحرر ملاك المشروع ومقرضيه مقابل استخدام حقوقهم وأموالهم فيه إلى ذلك التمويل في شكل توزيعات الأرباح والفوائد على القروض والأسهم . الإلتزامية يتعين الدثار عن أوجه استخدام المنشأة لهذه الحقوق والأموال .

إذا فرض أن التمويل اللازم لمشروع إستثماري جديد في منشأة قائمة يبلغ ٦٠٠ ألف جنيه أمكن تدبيرها عن طريق ملاك المنشآة وحدهم وكان المعدل المتوسط لتوزيعات الأرباح في سوق الإستثمار هو ١٥٪ في المشروعات المماثلة والتي لا تتفق أساساً على القروض تدبير إحتياجاتها المالية فإنه على المنشآة توزيع أرباح سنوية قدرها في المتوسط ١٠ ألف جنيه تمثل بالنسبة للنشآة (أو الإدارة المالية) تكلفة الحصول على الأموال الازمة لعملياتها الإستثمارية الجديدة ، أما إذا جلت الإدارة المالية إلى إقراض ١٠٠ ألف جنيه بفائدة ١٠٪ سنوياً وتم تدبير الباقى وقدره ٥٠٠ ألف جنيه من أصحاب المشروع بمعدل توزيعات دين متوسط قدره ١٥٪ أيضاً فإن التكلفة الكلية للحصول على التمويل الإستثماري تتحدد على الوجه التالي باستخدام المادة السابقة (١) :

$$\begin{aligned} \bar{M} &= (U) (M_u) + (D) (M_D) \\ &= ٥٠٠٠٠٠ \times ١٥٪ + ١٠٠٠٠٠ \times ٠,١ \\ &= ٨٥٠٠٠ + ١٠٠٠٠ = ٩٥٠٠٠ جنب . \end{aligned}$$

ما يعني إنخفاض تكلفة التمويل بقدر خمسة آلاف جنيه سنوياً بالمقارنة مع حالة الإعتماد الكامل على ملاك المشروع في تمويل هذه الإستثمارات الجديدة وقد يغري هذا الوضع الإدارة المالية على زيادة الإقتراض ولكن يجب أن يلاحظ أن كل زيادة في مقدار القرض سيرتفع عليها زيادة في معدل فائدة القرض ذلك لأن زيادة الطلب على القروض عن المعرض منها سيفع من أسعار الفائدة تظاهراً لترفع أصحاب القروض المطرد مع كل إنخفاض في الفحان الذي يتدهور المشروع في مواجهة أصحاب القروض ، ومن الراجح أن إنخفاض هذا

(١) المعدل الذي تتكلمه رأس المال في هذه المنشآة هو (١٥٪ = ٠,١٥) $\times ١٠٠ = ١٥٪$ وهو عبارة عن أساس استخدام U ، D كنسبة مئوية تدل على مقدار تكلفة رأس المال ، أنها إذا استخدمت في إلزام المتوسط البسيط فإنها تؤدي إلى نتيجة خطأ حيث يلزم المتوسط البسيط هنا (١٥٪ = ١٥٪) $\div ٢ = ١٢,٥٪$ وذلك تكلفة رأس المال في المتوسط المرجح اتسككه التمويل على الأموال من مصادرها المختلفة .

		بيانات التكاليف		بيانات الأرباح		(بيانات المدفوعات)	
		نفقات التشغيل	نفقات الإيجار	نفقات الإيجار	نفقات التشغيل	نفقات التشغيل	(نفقات المدفوعات)
١٠٠	٦٠٠	٣٠٠	٣٠٠	٣٠٠	٣٠٠	٣٠٠	٣٠٠
٦٠٠	٦٠٠	٣٠٠	٣٠٠	٣٠٠	٣٠٠	٣٠٠	٣٠٠
٣٠٠	٣٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠
٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠
٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠
٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠
٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠
٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠
٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠
٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠

جدول ٦ - ميك تمويل للطلاب عائدة

الضمان يحدث تغيراً مع كل زيادة في القروض = حساب الفقير في مقدار التمويل المستخدم من أصحاب رأس المال المملوک ، في نفس الوقت سيطالب ملاك المشروع بمعدل أعلى لزيادات الأرباح نظراً لضررهم لدرجات متغيرة من الخطر المال مع كل زيادة في الإقراض نظراً لأن القروض أولوية خاصة في السداد بالقياس مع وسيلة سداد حقوق أصحاب رأس المال المملوک باتفاقية عدم تعرض المشروع للفشل ، كما أن لفواائد القروض أولوية عند إحتساب الدخل ، ولذلك فإن على الإدارة المالية موازنة كل هذه الأمور والإعتبارات من خلال عاولة الوصول إلى أفضل خطة مصادر تمويل - تلك الخطة أو الميكل (تمويل) التي تصل عندما تكلفة الحصول على الأموال إلى أدنى حد اقتصادي لها ، ويتمثل الجدول الإقراضي التالي (جدول ٦/٢٤) كقيمة تحديد هذه الخطة (٣).

يعتمد إتجاه التكلفة الكلية (تمويل أو تكلفة الحصول على الأموال من مصادرها (أو تكلفة رأس المال المستثمر) المملوک والمفترض كما تغير في حالة (٧) يلاحظ أن هذه التكلفة تتناقص مع زيادة القروض على حساب رأس المال المملوک حتى يصل المندار المقترض إلى ٣٠٠ ألف جنيه تبدأ بعدد تكلفة رأس المال في الارتفاع والزيادة المتطرفة مما يعني وجود سياسة إستثمارية فاشلة إذا زادت نسبة القروض الإستثمارية عن ٥٠٪ من جهة الأموال اللازمة لتمويل الإستثمار الجديد وهي ٦٠٠ ألف جنيه عدد أي خطة أو هيكل تمويل ، ولذلك فإن أفضل هيكل تمويل في هذه الحالة يتمثل في خطة متوازنة تتكون من ٥٠٪ قروض عند ٣٠٠ ألف جنيه + ٥٠٪ رأس المال على بعده ٣٠٠ ألف جنيه .

ومن الخطأ تصور أنه يتساوى لدى الإدارة المالية إقراض ٣٠٠ ألف جنيه أو إقراض ٣٠٠ ألف جنيه لأن إجمال تكلفة الحصول على التمويل واحدة في الحالتين ٦٤٨ ألف جنيه بعد الأخذ في الإعتبار تكلفة الحصول الأموال من أصحاب

(١) المثال مستخرجاً من :
عرض الله عبد النعم ، المسئلية في عادات الرفاهية والتخطيط ، مرجع سابق ، ٢٨٦ - ٢٩٠.

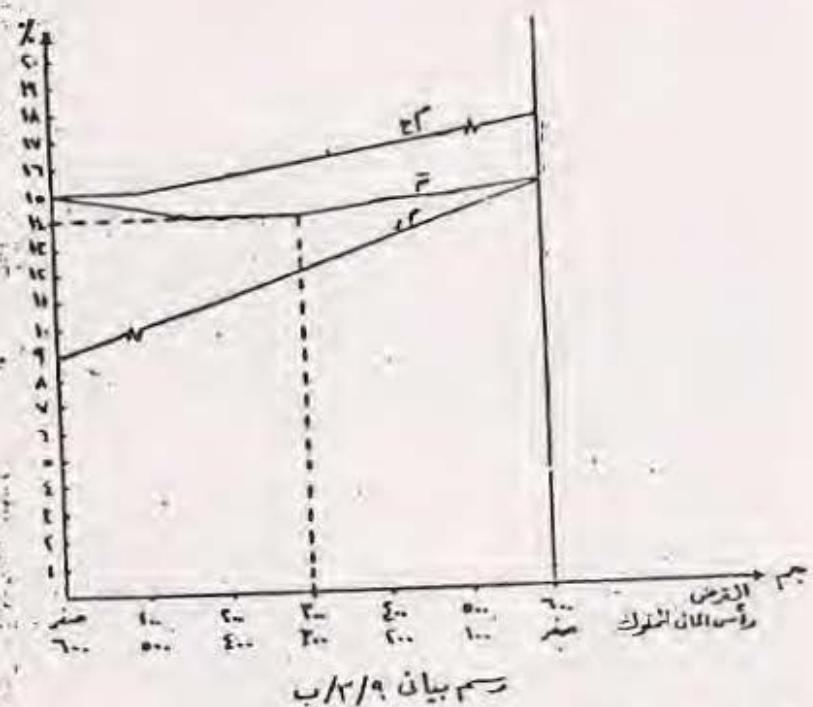
للشروع (أنظر عامود ٧ السطر الثالث والرابع) ذلك لأنه عند إنخفاض ٢٠٠ ألف جنيه ترتفع النسبة المئوية المطلوبة لتوزيعات الأرباح نظراً لإرتفاع المخابر أيام أصحاب رأس المال للملوك فموجهاً القروض المتزايدة ولكن توزيعات الأرباح كنقدار كل ترتفع بمقدار ١٣ ألف جنيه بينما ترتفع فائدة القرض كمعدل نظراً لازداد الطلب على القروض وكبلغ بمقدار ١٣ ألف جنيه مما يغير الإدارة المالية على زيادة مقدار القرض حتى إذا بلغ مقدار القرض ٣٠٠ ألف جنيه من جهة التمويل اللازم وفديوه ٦٠٠ ألف جنيه إنخفضت توزيعات الأرباح بلغ ١٤ ألف جنيه ماوية تماماً لمقدار زيادة فائدة القرض (السطر الرابع في عامود ١٠٠ وعامود ١١ على التوالي)، وإذا إرتفع مقدار القرض إلى ٤٠٠ ألف جنيه فاقت زيادة فائدة القرض نفس مقدار توزيعات الأرباح مما يترتب عليه إرتفاع في تكلفة تحويل على الأموال، ولذلك فإن أفضل خلطه تمويل هي ٥٠٪ قرض ٥٠٪ رأس مال على حوك حيث تبلغ تغيرات تكلفة التمويل صفر (السطر الرابع في العامود ٩)، بذلك يمكن عموماً بالقول بأن الحد الأدنى الأمثل لتكلفة التمويل أو تكلفة رأس المال يتم الوصول إليه عند أفضل خلطه تمويل حين :

- (١) يصل مقدار التغير في التكلفة الكلية للتمويل إلى الصفر (السطر الرابع في عامود ٩)

(ب) ويتأتى التغير في تكلفة التمويل عن طريق القرض مع التغير في تكلفة التمويل عن طريق رأس المال للملوك (السطر الرابع عamod ١٠، ١١ على التوالي).

ومن الواضح أنه مع كل زيادة في الإنفاق ترتفع معدلات الفائدة كما ترتفع أيضاً نسبة توزيعات الأرباح لزيادة الطلب على القروض وإرتفاع المخابر أيام رأس المال للملوك على التوالي وفي نفس الوقت ، وإنما إذا تم التمويل بالكامل عن طريق رأس المال المدحوك بلغت النسبة المئوية لتكلفة رأس المال ١٥٪ (السطر الأول في عامود ٨)، إذا تم التمويل بالكامل عن طريق القرض (كما في حالة التوسعات التنموية، نسأة فائدة) بلغت النسبة المئوية لتكلفة رأس المال ١٤٪ أيضاً (السطر الأخير في عامود ٨ أيضاً) ذلك لأنفراد كل منها بالشكل الإنتشاري ، أما إذا تم التمويل بخلطات مختلفة منها مما فإن أفضل شكل

تمويل هي تلك التي تصل عندها تكلفة رأس المال إلى أدنى حد طبقاً لشروط تحفيز الشرطين السابعين معها في نفس الوقت (أنظر ١٤ ب عالية) ويمكن فهم أفضل خلطه تمويل (وبالتالي أدنى مقدار تكلفة رأس المال) من خلال الرسم البياني التالي (رسم رقم ٩/٣ ب).



ومن الواضح بالتحليل الحدى أن تم تصل لأنذاً مقدار ما عندما تكون خلطة أو هيكل التمويل اللازم لاستثمار قيمته ٦٠٠ ألف جنيه مثله في ٣٠٠ ألف جنيه قروض (بنسبة ٥٠٪ من التمويل) و ٣٠٠ ألف جنيه رأس مال على حوك (نسبة ٥٠٪ أيضاً من التمويل) (١). وإذا كان هنا الرسم البياني قد أعد

(١) تتحقق هذه الحالة يتحقق أكثر ذلك إذا ما امتناع ماستخدام وحدات حدية لديه أو منتهية المقدار بدلاً من استخدام وحدات تغيرات كبيرة الحجم تياراً كما في الحال الحال الذي أعددت فيه قيمة وحدة الدين ماوية لـ ١٠٠ ألف جنيه.

هذا الإستثمار الجديد من ناحية الصناعة التي ينتمي إليها هذا الإستثمار من ناحية : لا
أخر ، يعني في كلات أخرى إستخراج نسبة رأس المال المملوك إلى القروض
(أو نسبة الديونية Debt Ratio) ، ذلك لأنها كلما كانت هذه النسبة في صالح
القروض كلما ازدانت أعباء خدمة الدين (أقساط وفوائد القروض) ويصبح
من الصعب على إدارة الإستثمار الحصول على قروض إضافية مما قد يتلزم من
 أصحاب المشروع تحفيظ لاموال جديدة إضافية حتى يطمئن الغير على سلامة
المراكز المالية للمنشأة ومن ثم تصبح النسبة السابقة في صالح رأس المال المملوك ،
هذا وقد يكون لكل صناعة نسبة متوسطة شاملة ينتهي بها في حالة تحليل
الإصدارات الجديدة في نفس الصناعة ومع ذلك يجب مراعاة الحذر من أخرى
في مثل هذه المقارنات حيث أن لكل إستثمار جديد غالباً ظروفه وملابساته
الخاصة التي قد لا تتساول بالضرورة مع الظروف والملابسات العامة للصناعة التي
ينتمي إليها هذا الإستثمار الجديد ، فرغم ميل هذه النسبة في إسهامها إلى صالح
القروض قد لا تجده إدارة الإستثمار مسؤولة في الحصول على قروض جديدة في
حالة تتعزز هذه الإدارة بكتافة مرتفعة عن الكفالة المتوسطة أو العادة في ذات
الصناعة .

ومن الواضح أن الإنفاق على آثاره المباشرة على تكلفة رأس المال وذلك
إذا ما أخذ في الإعتبار أن فوائد القروض تعتبر من الأعباء الواجب تحصيم عند
حساب صافى الربح الخاضع للضرائب وإذا ما أخذ في الإعتبار أيضاً أن المنشأة
تقترب بمعدل فائدة أقل - عادة - من معدل العائد الداخلي على الإستثمار مما
يفي بحصول المنشأة على أمرال تكفلتها أقل من عائد إستثمارها داخل ذات المنشأة
والمثال الواضح على ذلك هو حالة تساوى مثاليتين في نفس الوضع وقيام أحد هما
بإسهام إضافي من أصحاب المشروع وـ ^{٢٠} _{٣٠} بتمويل هذا الإستثمار عن
طريق الإقتراض ، فإذا فرض أن النسبة المئوية إضافي الربح قبل رأس المال
المملوك في كل منهما هي ٢٠٪ يعني أن كل جبهة مملوك يعود منها بما مقدار
يوزع قدره ٣٠ فرس (وبالنسبة ^{٢٠} _{٣٠} جود ضرائب للتطبيق) وبافتراض
أن رأس المال المملوك في كل منهما ^{٢٠} _{٣٠} مائة جبهة قبل التوسيع الإستثماري
الجديد وأن التوسيع الجديد يحتاج في كل ^{٢٠} _{٣٠} مائة جبهة إضافية فإن العائد

بالإرتباط مع المثال الإفتراضي السابق فلابد ، ^{٢٠} _{٣٠} تأخذ أشكال التغيرات في خطوط
مجم ^{٢٠} _{٣٠} و ^{٢٠} _{٣٠} على إنها الحالة العامة المرجحة في هذا المجال ذلك لأنه
هناك خلاف ^(١) على المستوى النظري حول الشكل المعتبر عن تغيرات تكلفة رأس المال
بالإرتباط مع التمويل من أصحاب رأس المال المملوك من ناحية وبالإرتباط مع
التمويل من أصحاب القروض من ناحية أخرى وكذلك حول الشكل المعتبر عن
تكلفة الكلية المترسبة لرأس المال ، The Average Cost of Capital وما تذكر عليه هذه المقدمة في تكلفة رأس المال هو أن تكلفة رأس المال
هي المتوسط المرجح لتكلفة الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة حيث
أن الترجيحات هي - مثلاً - في المقادرة ^(١) تتمثل في وجوب ، يعني
أن تكلفة المترسبة الشاملة لرأس المال عند الوصول إلى أفضل خطة تمويل
في المثال الإفتراضي السابق هي :

$$\bar{C} = (\frac{C}{U}) (M_U) + (\frac{C}{D}) (M_D)$$

$$= \frac{84000}{30000} + \frac{12 \times 30000}{12 \times 30000} = 48000 + 26000 = 48000 \text{ جنية}$$

$$\text{معدل متوسط} = \left(\frac{84000}{30000 + 20000} \right) \times 100 = 60\%$$

هذا ويمكن إستخراج متوسط المعدل المأمور لتكلفة رأس المال في صناعة
ما بغير من الإعتماد به كنموذج مقارن في حالة دراسة وتحليل إقتصادات إسهام
جديد في نفس هذه الصناعة ، ومع ذلك يجب مراعاة الفروق التي توجد بين

(١) إزيد من التفصيل حول هذا الخلاف الذي لاتنسى المنشدة العادة المالية لاحتواه
يعiken للماري ، الرجوع ، ^{٢٠} _{٣٠} النصيحة في هذا الموضوع ، أقتصر على سهل الحال :

— Bierman, H. and S. Smidt, *The Nonlinear Budgeting Decision*, 2 nd. ed., Macmillan, N. Y., 1966.

— Hawkins, C. J. and D. W. Pearce. Op. cit., pp. 52—55.

العاصق القابل للتوزيع ومعدلاته بعد التوسيع في كل منشأة منها يدوياً كالتالي:
يلاقى انتشاراً ١٠٪ كحد أدنى لاقتراض في المنشآت التالية:

المنشأة الأولى	المنشأة الثانية	المنشأة الأولى	المنشأة الثانية
والثانية قبل التوسيع	بعد التوسيع	والثانية قبل التوسيع	بعد التوسيع
عاصق الربح قبل خصم الفوائد	٣٠	٦٠	٦٠
خصم غالدة الفرسن	-	-	-
الإرباح القابل للتوزيع	٢٠	٦٠	٦٠
رأس المال المملوك	١٠٠	٢٠٠	١٠٠
عائد إستثمار رأس المال المملوك	٪٢٠	٪٢٠	٪٢٠

من الواضح إذن أن المنشأة الأولى كانت قبل التوسيع الجديد تملك عائد إستثمار لأصحاب رأس المال المملوك قدرة ٣٠٪ وبعد التوسيع حصلت على مائة جنيه إضافية من أصحاب رأس المال المملوك يعني أنه تم مضاعفة رأس المال المملوك وتم أيضاً إستثمار هذه الأموال الإضافية بمعدل ٣٠٪ فبارتفع صاف الربح القابل للتوزيع إلى الضعف كما ارتفع رأس المال المملوك إلى الصافي وبقي معدل عائد إستثمار رأس المال المنقول على حالة عند مستوى ٢٠٪ ، أما في المنشأة الثانية فإن التوسيع قد تم تحويله بالإقتراض من الغير بفائدة ١٠٪ ورغم أن صاف الربح (قبل خصم الفوائد) قد تضاعف نتيجة لتضاعف حجم الأموال المستثمرة في المنشأة الثانية إلا أن الفوائد (بعد خصم الفوائد) يبلغ ٥٠ جنيه توسيع على رأس مال مملوك بقي عند مستوى ١٠٠ جنيه مما يعني إرتفاع عائد إستثمار رأس المال المملوك في المنشأة الثانية إلى ٥٠٪ ، ولا يعني هذا التحليل أن الإقتراض دائماً في صالح أصحاب رأس المال المملوك لما قد يترتب عليه من إرتفاع في التكلفة التوسيعية الشاملة لرأس المال حتى عن معدل العائد الداخلي على الإستثمار داخل المنشأة كما سبق بيانه ولما قد تضاعف المدروقات من صعوبات عملية في الحالات التي لا تكتفى فيها حتى الإيرادات ١٠٪ فوائد الفرسن ، ولذلك يقال بأنه مع زيادة الإقتراض يتطلب الأمر تمويل أصحاب رأس المال المملوك عن ذلك في شكل عائد إستثمار مرتفع لـ كل جبهة يحصل عليه المشروع منهم وزادت تمسك

المنشأة من رفع هذا العائد فبني ذلك هو حدوث انتهاش في سعر حجم مساهمة أصحاب رأس المال المملوك (الاسم ملا في شركات الأموال) إذا كانت هذه العنصر قابلة للتداول في السوق المالية أو الإستئمائية ولذا يمثل أيضاً بأنه مع زيادة الإقتراض يحدث انتهاش في أسعار حصة المساهمة في رأس المال المملوك في أسواق الإستئمار ، ومن ناحية أخرى فإنه بإستخدام معدلات مرتفعة لحصة التدفقات النقدية المستقبلة العائد على هذه الحصة كوبيلة لاستخراج قيمة الحالية فإنه يتربع على استخدام معدلات الحصص (أو معدلات العائد) المرتفعة لانتهاش في هذه القيمة الحالية ومن ثم انتهاش في القيمة السوقية الآن فإذا ما تحدثت القيمة الأخيرة بدلالة القيمة الأولى . كما أنه يمكن القول عموماً بأن المنشآت التي تقل فيها الإلتزامات النسبية عن مقدار رأس المال المملوك تتعرض لمخاطر أقل عند حدوث انتهاش اقتصادي لكنها في نفس الوقت تحقق عائد إستثمار منخفض على رأس المال المملوك عند حدوث رواج اقتصادي ، أما إذا كانت الإلتزامات للغير أعلى من رأس المال المملوك تعرّض المنشأة لخطر أكبر سلة حدوث انتهاش اقتصادي لكنها تتسع بعائد إستثمار مرتفع نسبياً على رأس المال المملوك في حالة الرواج الاقتصادي ، لهذا فإن على الإدارية المالية موازنة العائد مع المخاطر الإستئمائية عند دراستها وتقريرها لميكل التمويل الإستئماني ، وأول خطوة في هذه الدراسة هي حساب تكلفة رأس المال لكل مصدر تمويل متاح قبل حساب المتوسط الشامل لتكلفة رأس المال من كافة مصادره مما .

٩/٤ - تكلفة رأس المال لكل مصدر على حدة :

لا يعني العرض السابق أن تعريف مضمون تكلفة رأس المال يهدى من الأمور البسيطة ذلك لأن هناك آراء إقتصادية وعافية وإدارية متعددة في هذا المجال ، ومع ذلك قد لا يكون من الصعب تأول تكلفة رأس المال لكل مصدر إستثماري على حدة حالة تجاهل الآثار المتداخلة على أسعار المصادر نتيجة للإعتماد بأكثر من مصدر واحد يرتبط به صور أتعاب متعددة .

لا توجد مشكلة في حالة ما إذا كان مصدر التمويل الإستئماني والماركي محدوداً بمعدل عائد أو فائدة ثابتة مثل السداد والأسهم المتداولة ذات العائد الثابت

والقروض ذات الفائدة الثابتة سواه كانت قروض قصيرة أو مازيلة الأجل، في هذه الحالات تمثل تكلفة رأس المال من كل مصدر من هذه المصادر التمويلية تلك الفائدة (أو العائد الثابت) التي يجب على المنشآة دفعها لاصحاب كل مصدر بعد الاخذ في الاعتبار الآثار الضريبية لمبالغ فوائد القروض على وجه الخصوص، ذلك لأن هذه الفوائد تمثل أحد الاعباء واجبة الحصم من الإيرادات قبل الوصول إلى ساق الربح الخاضع للضريبة، فقدر الفوائد يؤدي إلى تخفيض مقدار الضرائب على المشروع، فإذا كانت القروض مصدراً بفائدة ٪٢٠ وتحضع المنشآة المقترضة لمعدل ضريبة أرباح تجارية وصناعية ٪٤٠ فإن التكلفة المباشرة لرأس المال في حالة الافتراض هذه هي ٪١٢، وذلك بعد خصم معدل هذه الضريبة من المعدل الإجمالي للفائدة، ويمكن استخراج هذه لتكلفة المباشرة بالعادلة التالية:

$$\begin{aligned} & \text{التكلفة المباشرة لرأس المال المقترض} \\ & = \text{المعدل الإجمالي للفائدة الثابتة (١ - معدل الضريبة على المشروع)} \\ & = ٪١٢ \times (٪٤٠ - ٪٢٠) \\ & = ٪١٢ \times ٪٢٠ = ٪٠٣٦ \end{aligned}$$

هذا لأن مبالغة فوائد القروض كثيرة واجب الحصم عند حساب ساق الربح الخاضع للضريبة يؤدي إلى تخفيض في تكلفة رأس المال المقترض.

أما في حالة حصول المشروع على إستئجار إضافي من أصحاب المشروع الحالين فإنه يجب على إدارة المنشآة التي حملت على هذا الإستئجار الإخلاق الأكاديمى أن هذه الأموال لن تضرر حدياً داخل المنشآة بمعدل يقل عن المعدل الذي في إمكان أصحاب المشروع الحالين الحصول عليه لو أمكنهم إستئجار هذه الأموال الإضافية في مشروعات أو منشآت بديلة أخرى، بمعنى آخر يجب أن يكون المعدل المدى للعائد على هذه الأموال أكبر من عائد الفرصة البديلة الذي يكون في إمكان أصحاب المشروع الحالين عدم إضاعته، غير أن هناك مسؤولية كبيرة في تحديد عائد الفرصة البديلة هذه، وما إذا كان التقدير يجب عمله على أساس

الالتزام بذلك العائد الذى في إمكان أصحاب المشروع الحصول عليه لو أستمروا أموراً فى السوق المالية من خلال شرائهم حقوق ملكية (أوهم مثلاً) بالأسعار الجارية فى هذه السوق^(١)، غير أن هذا الاتجاه يحتوى ضعفاً على فرص نظرى هو تساوى تنبؤات أصحاب المشروع للعائد المستقبلاً (أو توزيعات الأرباح) مع تنبؤات إدارة المنشآة محل الدراسة لهذا العواند ومن الواضح أن حدوث مثل هذا التساوى فى التنبؤات من الصعب علينا تصوره، ولذلك قد يتم استخدام طريقة من الطرق الأخرى المألوفة لحساب عائد الفرصة البديلة لاصحاب المشروع.

قد يتم تحديد عائد الفرصة البديلة على أساس الالتزام بالقطاع الاستثماري (مناع مثلاً) الذى تنتهى إليه المنشآة كحاولة للتقرير بين درجة الخطورة الاستثمارية التى ت تعرض لها المنشآة ودرجة الخطورة المتوسطة الممكنقياس عليها فى القطاع الاستثماري الذى فيه هذه المنشآة، ومع ذلك يجب الحذر من مثل المقارنات والأخذ فى الاعتبار أنية اختلافات قد تردد بين هذه المنشآة والمنشآت الأخرى فى القطاع الاستثماري الواحد، وقد تختتم هذه الطريقة على أساس تقدير عائد الفرصة البديلة ليس فى هذا القطاع الاستثماري بل فى كافة القطاعات الاستثمارية فى السوق الاستثمارية^(٢)، ويسرى على هذه الطريقة نفس المبدأ المشار إليه أعلاه وهو أن تتوافق تساوى درجات الخطورة الاستثماري فى المنشآة محل الدراسة مع المنشآت الأخرى فى السوق الاستثمارية عامه.

ويرى البعض^(٣) أن الفروق بين عوائد حقوق الملكية وعواائد القروض.

(١) انظر:

Gordon, M. J. and E. Shapiro, Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit, Management Science, Oct., 1956; Reprinted in E. Solomon, The Management of Corporate Capital, Free Press, Glencoe, Ill., 1959.

(٢) انظر:

Merrell, A. J. and A. Sykes, The Finance and Analysis of Capital Projects, Longmans, London, 1956.

— Biernan, H. and S. Smidt, Op. Cit.

(٣)

ذات الفائدة الثابتة تمكّن الفروق بين درجات الخطير الإستثماري التي يتعرّض لها صاحب حق الملكية من جهة والمقرض من جهة أخرى، ولهذا يمكن أن يقال أن المعدل النابت للفائدة في الأجل الطويل قد يتخلّص كأساس تقريري لعائد الفرصة البديلة (أو تكلفة رأس المال) عن الإستثمار الآخاري لأصحاب رأس المال الممولة، ومن الواضح أن ذلك يتطلّب تدفقات المشروعات بما يجعلها مقاربة عن تدفقات المشروعات الممولة بمصادر تمويلية قليلة (أو متعددة) الخطير مثل التسديقات الحكومية.

ويرى هوكينز وبيرس^(١) أنه من الواجب عند حساب عائد الفرصة البديلة للإستثمار الآخاري من أصحاب المشروع القائم الأخذ في الإعتبار ليس فقط التوزيعات الختامية للأرباح بل أيضاً مكاسب رأسمالية Capital Gains أخرى وذلك بعد استزالت كافة أنواع الضرائب^(٢).

أما إذا حصلت المنشآة على إستئجار إضافي من غير أصحاب المنشآة الحاليين فإنه يجب على إدارة المنشآة التأكيد من أن عملية جلب هذه الإستثمارات الإضافية من غير أصحاب المنشآة لن تؤثر على مصالح أصحاب المنشآة الحاليين، هذا لأن واجب إدارة المنشآة هو تنظيم التقبية المالية لباب المدخل المستتبلي لأصحاب المنشآة الحاليين، ويستطيع ذلك أن دواعي العدالة الاقتصادية تستلزم إناحة الفرصة أولاً لاصحاب المنشآة الحاليين في تمويل هذا الإستثمار الإضافي خاصة إذا كانت معدلات عائد هذه الإستثمارات الإضافية أكبر من تلك للمعدلات التي يدرّجها رأس المال الحالي قبل إصدار هذه الإستثمارات الإضافية، وهذا هو السبب في إصدار الأسهم الجديدة بعلاوات إصدار ويعني من حق المالك الحاليين للمنشآة

— Hawkins, C. J. and D. W. Pearce, Op. cit., pp. 48-49. (١)

(٢) لاماقة رياضية متقدمة لعائد الفرصة البدنية في هذه المادّة أشار:

— Merrett, A. J. and A. Sykes, Capital Budgeting and Company Finance, Op. cit., Appendix C.

بيع حصصهم المالية (في سبيل زيادة الاستثمارات) وشراء الحصص الجديدة بعلاوات إعدادها.

وفي حالة حساب تكلفة رأس المال بالنسبة للصادر الداخلية للتغليف مثله الأرباح المحتجزة وبعثمات الإملاك ، فإنه مع افتراض عدم وجود ضرائب على توزيعات الأرباح يمكن القول بأن حساب تكلفة رأس المال بالنسبة للأرباح المعاد إستئجارها (أو المحتجزة للإستئجار) وبعثمات الإملاك وما شابها والإختيارات العامة الإلزامية والإختيارية والخصومات الأخرى لنختلف عن حساب تكلفة رأس المال بالنسبة لحقوق الملكية على أساس أن حقوق الملكية وهذه الأرباح المحتجزة للإستئجار وبعثمات الإملاك وغيرها من مصادر التمويل الداخلية تمثل جميعها تدفقات نقدية يمكن من وجهاً ثالثاً أصحاب المشروع (أو أصحاب حقوق الملكية) إستئجارها . ولأن الأرباح المحتجزة والإملاك ومصادر التمويل الداخلية لا تخضع عادة الضريبة الدخل (عامة ضرائب التوزيعات) فإن هناك مشكلة في طريقة حساب معدل العائد أو تكلفة رأس المال بالنسبة لهذه المصادر التمويلية الداخلية، ولم يتم للآن التوصل إلى تدرج إعتمادي متطرق عليه الوصول إلى هذه الطريقة^(١) .

ومن الواضح أن تحديد تكلفة رأس المال لكل مصدر تمويل على حدة يتضمن بشكل واضح تجاهيل الآثار المتداخلة لحساب تكلفة رأس المال من كل المصادر مما وما يستتبع ذلك من اختلاف أسعار هذه المصادر ، ومن الواضح أيضًا أن هناك صوابية حتى على المستوى النظري ليس فقط عند حساب تكلفة رأس المال لكل مصدر على حده مع تجاهيل هذه الآثار المتداخلة بل أيضًا عند حساب التكلفة الكلية المتوسطة الشاملة لرأس المال من كافة المصادر ، وتصبح الصورة أكثر تمقيداً ويشتد الخلاف حول حساب تكلفة رأس المال لكل مصدر حالة ملاحظة علاوات إصدار أو خصومات عند إصدار الأسهم والتسديقات أو اختلاف

حدلات نحو القيمة الرأسمالية للبم أو الشد من فترة لآخر^{١١}.

وتجدر بالذكر أنه عند توسيع مصادر التمويل يكون من السليم نظرياً وعملياً حساب تكلفة رأس المال بما يزددي إلى تحمل المنشأة عن إستئامتها الإضافية لآدنى حد إقتصادي يمكن تكلفة الكلية لرأس المال المستمر (بعد الضريبة) بما يعني الوصول لأفضل خطة تمويل للإستئارات كما سبق بيانه، ومع ذلك فإن تكلفة رأس المال التي تخدم كأساس لتقييم الإستئارات المترحة أى من أجل تلقيارات بين هذه التكلفة والمائد الذي تدرك هذه الإستئارات ليست هي التكلفة الكلية المتوسطة لرأس المال بل هي التكلفة الحدية لرأس المال كما يتضح من تلقييد التالي.

٩/٥. المعدل الأمثل للخصم:

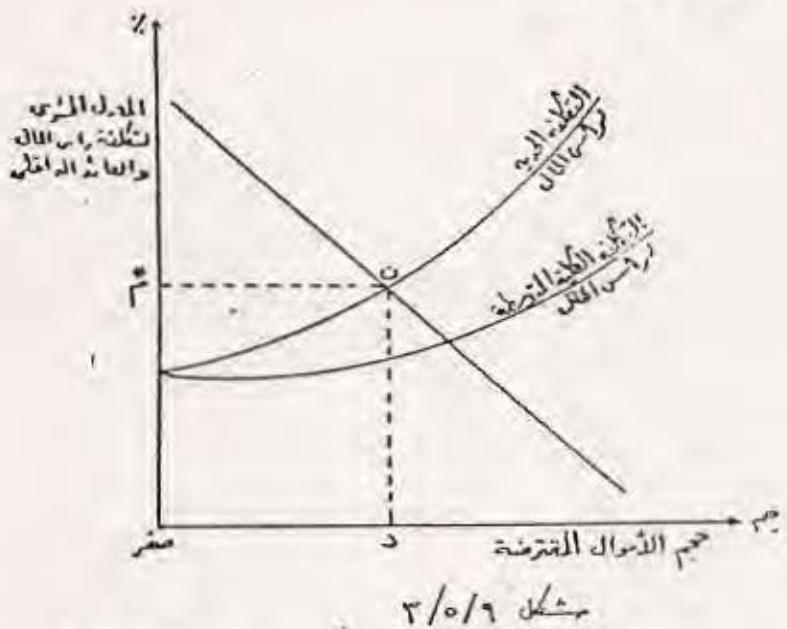
لاغراض تقييم المشروعات الإستثمارية يفترض عادة أن المنشأة تراعي مصالح أصحاب رأس المال الملكي أى أنها تقوم بتنظيم القيمة الحالية لدخول أصحاب الإستئار، وللوصول إلى هذا الدف يجحب أولاً تحديد المعدل السليم للخصم بفرض الفاضلة والإختيار بين المشروعات الإستثمارية.

وإذا كان من الملاحظ نظرياً وعملياً أن معدل العائد الداخلي – أو معدل ذلك المائد الذي تتحقق منه المنشأة داخلياً على علاتها الإستثمارية أو في نفس نوع النشاط الذي تزاوله المنشأة – يتنافس مع كل إمدادات إستثمارية جديدة خاصة إذا كانت هذه الإستئارات عوله بالفروض من الغير، وإذا كان من الملاحظ أيضاً أن تكلفة

(١) ازيد من التفاصيل انظر الرابع الوجهة بـ وامثل الصناعات السابقة، وأقل أى ما: الباعر، إبراهيم، مرجع سابق، ص ٥٤ - ٥٩.

هذا مع مراعاة اختلاف حساب تكلفة رأس المال المشروع (نعم من حساب تكلفة رأس المال عن إستئارات جديدة عمل تحليل ودراسة لاختلاف قرار بشأنها، وإن الخلاط فيها قد يزددي إلى تلقيارات غير سليمة نظرياً وعملياً، ذلك لأن تكلفة الفرصة البديلة الصالحة والآمنة، لاغذى أى قرار هي تكلفة الفرصة البديلة المحسوبة قبل حدوث المدت أواة القرار وليس تكلفة الفرصة البديلة البديهية التي تتحسب بعد حدوث المدت واتخاذ القرار ومن ثم اقرار الإستئار).

رأس المال المفترض تزداد بزيادة الفروع مما يعني أيضاً زيادة التكلفة الكلية المتوسطة لرأس المال. تتمثل من كافة مصادره وأيضاً زيادة التكلفة الحدية لرأس المال المستمر من كافة مدادر، فإنه من الواجب زيادة الإستئارات (عامة عن طريق الإنقراسن) إذا كانت التكلفة الحدية لرأس المال المستمر من كافة مصادرة أقل من معدل العائد الداخلي على الإستئار المضاف، وعلى الممكن من ذلك لا يجب على المنشأة زيادة الإنقراسن إذا ترتب على ذلك زيادة التكلفة الحدية لرأس المال عن معدل العائد الداخلي على الإستئار، وبالتالي فإنه من مساحة المنشأة زيادة الفروع حتى التقطة التي تتساول عندما تتكلفة الحدية لرأس المال المستمر مع المعدل الداخلي للعائد الداخلي على رأس المال المستمر كما يتضح من الشكل ١/٥/٩.



شكل ٣/٥/٩

حيث يتضح أن قيام المنشأة بإنتراصن أقل من المقدار (D) حتى ولو يجيء واحد (أى إنقراسن D - ١) سوف يترتب عليه ضياع فرصة إستئار من نوعية طلب إنقراسن جمه واحد، هذا لأن عند حجم أموال مفترضة قدره (D - ١) تكون تكلفة الحدية لرأس المال أقل من معدل العائد الداخلي (الدخي أىضاً في

هذه الحالة على الخط المستقيم المتحدر الذي يمثل معدل العائد الداخلي على الاستثمار في هذا الرسم ، أما أن تقوم المنشأة بإنفراض جيء واحد فوق حجم الإنفاق ، (د) أي إنفراض (د + ١) فإن ذلك معناه إستهار إضافي مفترض قدرة جيء واحد يترتب عليه تكلفة حدية لرأس المال أكبر من معدل العائد الداخلي الحدي الذي يدره هذا الجنيه مما يعني أنه من غير صالح المنشأة إنفراض حجم أموال بعد الحجم (د) أو أقل من الحجم (د) ، في كلات أخرى تتوقف المنشأة عن الإنفاق عند الحجم (د) حيث تساوى التكلفة الحدية لرأس المال مع المعدل الحدي للعائد الداخلي على الإستهار الحدي وذلك عند تماطل الخطين في النقطة التي عندما يبلغ المعدل الحدي للعائد الداخلي m^* وهو يمثل في نفس الوقت المعدل الحدي لتكلفة رأس المالتساوي الآتان مما و m^* هذه على المعدل الأفضل للخصم في المنشأة The Firm's Optimal Discount Rate وبالتالي يتبع على المنشأة عند نظرها لأية إستهارات إضافية أن تقبل تلك الإستهارات التي تحقق معدل عائد داخلي (أو من داخلها) أكبر من المعدل الأفضل للخصم m^* وبالتالي تتحقق للإستهار الإضافي صافى قيمة حالية موجبة إذا استخدم هذا المعدل m^* لحساب التدفقات النقدية المرتبطة بهذا الإستهار كما هي توضيحه في إطار طريقة صافى القيمة الحالية ، أما إذا استخدم هذا المعدل الأفضل للخصم (m^*) لاستخراج صافى القيمة الحالية المرتبط بالإستهارات الجديدة ووجد أن هذا الصافي يمثل رقاباً فعني بذلك رفض هذه الإستهارات الجديدة حيث ترتفع التكلفة الحدية رأس المال المرتبط بهذه الإستهارات الإضافية عن المعدل الحدي للعائد الداخلي الذي يدره هذه الإستهارات المضافة ، وبالطبع إذا استخدم (m^*) للخصم وتبع عن ذلك صافي قيمة حالي يساوى الصفر فعن ذلك أن (m^*) يساوى معدل العائد الداخلي الحدي الذي يرتبط بهذا الإستهار .

وبفرض :

$$m = \text{معدل العائد الداخلي المحسوب للاستهار ما}$$

$$m^* = \text{معدل تكلفة رأس المال المرتبطة بهذا الاستهار}$$

$m = \text{المعدل الأفضل للخصم} = \text{تكلفة الحدية لرأس المال}$

فإن المشروع :

يقبل إذا كان

$$m < r$$

ويرفض إذا كان

$$m > r$$

ولذلك فإن المعدل الأفضل للخصم (m^*) هو الجهد الأدنى المقبول على الإستهار The Minimum Acceptable Rate of Discount or Return على الإستهار ومن الواضح أنه إذا كان :

$$m = m^* = m$$

فإن معدل العائد الداخلي المحسوب للاستهار الجديد يتساوى مع تكلفة رأس المال لهذا الإستهار وكلاهما يتساوايان مع المعدل الأفضل للخصم للمنشأة مما يعني حدباءً قبل هذا الإستهار الجديد وكذلك قبول أي إستهارات أخرى إضافية تؤدي إلى زيادة معدل العائد r بالغ عن المعدل الأفضل للخصم ورفض أي إستهارات إضافية لا تتحقق على الأقل m^* المعدل الحدي للعائد الداخلي مع التكلفة الحدية لرأس المال عند المعدل الأفضل للخصم كما توضحه النقطة m^* في شكل ٩/١.

وللتوضيح انقراع السابقة يفرض أن منشأة ما تقدم بإستهارات جملتها ٥٠٠ ألف جنيه مصرية عن طريق خلطة مثل بين رأس المال المبارك والذروض وعند هذه الخلطة المثل إنتجت أن التكلفة الكلية المتوسطة لرأس المال The Average Overall Cost of Capital وهي في آنٍ حد لما في هذه الناحية تبلغ ١٢٩٪، وبفرض أن هذه المنشأة تحتاج إلى إستهارات إضافية (المتوسطة الجديدة) فادرها ١٠٠ ألف جنيه وبالتالي تصبح جهة إستهارات المنشأة ٦٠٠ ألف جنيه يعلن عنها عن طريق رأس المال المبارك والذروض وقد يتحقق أن أفضل عملية في

هذه الملاحة الجديدة هي ٣٠٠ ألف جنيه، دائن مال علوى و ٣٠٠ ألف جنيه
قرؤن حيث تبلغ التكلفة الكلية المترتبة على رأس المال ١٤٪ كأثر حسابه
في جدول ٩/٢ ياقتران أن هذا الجدول معد عن هذه المنشآة.

من الواضح في هذه الملاحة أن المعدل الأثقل للخصم (٣٪) ليس هو هذه
ال١٤٪ أو التكلفة الكلية المتوسطة لرأس المال المستمر في حالة الجديدة أي
بعد الحصول على ١٠٠ ألف جنيه إستثمارات إضافية على النصف مليون جنيه
للتغطية، بل إن المعدل الأثقل للخصم (٣٪) هو المعدل الحدي الشامل لرأس
المال Capital Overall Cost of The Marginal أو محضوب في جدول
٩/٣.

جدول ٩/٣/ب

إشتغال التكلفة الجديدة الشاملة لرأس المال

النفاذ في الوضع القائم	النفاذ في الوضع المقترن	النفاذ في الوضع التزوي	النفاذ في الوضع الشامل	النفاذ في الوضع الشامل لرأس المال المستمر بالجنيه	النفاذ في الوضع الشامل لرأس المال المستمر بالجنيه بالجنيه
النفاذ في الوضع القائم	النفاذ في الوضع المقترن	النفاذ في الوضع التزوي	النفاذ في الوضع الشامل	النفاذ في الوضع الشامل لرأس المال المستمر بالجنيه بالجنيه	النفاذ في الوضع الشامل لرأس المال المستمر بالجنيه بالجنيه
٦٩٥٠٠	٦٠٠٠٠٠	١٢,٩٪	٦٩٥٠٠	٦٩٥٠٠	١٤٪
٨٤٠٠٠	٦٠٠٠٠٠	١٤٪	٨٤٠٠٠	٨٤٠٠٠	١٤٪

هذا مع ملاحظة أن التكلفة الجديدة الشاملة لرأس المال المستمر بالجنيه هي
١٤٪ أو الفرق بين التكلفة الكلية المتوسطة لرأس المال المستمر بالجنيه
وتحتاج إلى قبول زيادة الاستثمار بقدر ١٤٪ عندما يزيد الاستثمار بقدر
١٤٪ ، ولذلك فإن المعدل للنفاذ الحدي الشامل لرأس المال
المستمر هو ١٤٪ محظوظاً على أساس التكلفة الجديدة الشاملة لرأس المال
المستمر الذي هو $(1400 \div 110000) \times 100$ ، ويستخدم نفس.

الآس يمكن حساب تطورات المعدل الحدي الشامل لشكلاه: رأس المال
المستمر في حالة إمتانة إستثمار آخر إضافية مما يعطى في النهاية معنى التكلفة
الجديدة لرأس المال كما يوضحه الشكل رقم ٩/١ السابق، ومن الواضح أن
المعدل الأثقل النجم يتمدد عند النهاية بن بالقدر ٣٪ أو عند تماطل خط التكلفة
الجديدة لرأس المال مع خط المعدل الحدي العائد الداخلي على الإستثمار حيث
يلغى معدل التكلفة الجديدة لرأس المال عند هذه النهاية ٣٪ كما يلغى المعدل الحدي
العائد الداخلي على الإستثمار ٣٪ أيضاً وهذا ما يؤكد الفريل بأن المعدل الأثقل
للخصم ليس هو المعدل السكري للتوزيع لرأس المال بل هو المعدل الحدي الشامل
لتكلفة رأس المال عند المقدار ٣٪.

وتبدو دقة حساب ٣٪ على الأساس الجديدة بإستخدام الجنيه الواحد، (أو أقل
وحدة جزئية في الجنيه) كوحدة حدية بدلاً من اعتبار الرحدة الجديدة للإستثمار
مساوية بلغ أكبر كمية ألف جنيه كما تم الإعتماد عليها في الجدول السابق ٩/٣/ب،
ولكن مثل هذا الإقتراض وإن كان يقسم بالدقة النظرية إلا أنه قد لا يوجد
حملياً فالمنشآت عند تدبيرها التمويل الإستثماري قد تحصل عنه الأموال في شكل
مجموعات كبيرة من الأموال قد تكون غير قابلة للتجزئة في الحياة العملية، ولهذا
فإن البعض ^{١١} يرى أن إشتغال التكلفة الجديدة الشاملة لرأس المال قد يتم على
أساس تغيرات سلبية وليس على أساس معنوي محمد كما هو الحال في الشكل السابق
٩/٣، كما أنه في أحيان أخرى قد تكون المنشآت من الكبير الإستثماري
وتشتت ممتلكاتها وأنشطتها إلى الحد الذي يمكنها من مقاييس كبيرة من
الأموال دور: أن يزفر ذلك على التكلفة الكلية المتوسطة لرأس المال التي تتطلب
في مقدارها مقداراً ثابتاً يتساوى مع التكلفة الجديدة الشاملة لرأس المال، مما

يعنى سهولة حساب التكلفة الأخيرة حيث يكون كل مانعو^(١) متاحاً، التكلفة الحدية الشاملة لرأس المال هو حساب التكلفة الكلية المترسخة في^(٢) الملا، عن نسبة واحدة مثل لرأس المال المدارك إلى القروض ، ومن الواضح أن هذه النسبة من تغير في هذه الحالة مع تغيرات المقدار الكلى للإثمار^(٣).

أما إذا ترتب على زيادة الإقراض حدوث تغيرات في التكلفة الكلية المترسخة لرأس المال فإنه من الواجب حساب التكلفة الحدية لرأس المال من أجل تحديد المعدل الأمثل للخصم^(٤) وبالتالي استخدامه كحد أدنى مقبول لتقدير الاستثمارات الإضافية - ووا-. كانت هذه الاستثمارات الإضافية تمثل توسيعات استشارية داخلية أو خارجية أي تصب على مشروعات إستشاريةخارج المنظمة الفاعلة محل الدراسة ، وهذا هو ما يعرف بالتحليل التقليدي في مجال تقييم الاستثمارات ، ومع ذلك فقد قدم كل من مو迪جياني وميلر^(٥) F. Modigliani and M. Miller بعض المراجحة النظرية والأدلة العملية لإثبات أن نسبة رأس المال المدارك إلى القروض Debt / Equity Ratio ليس لها تأثير على التكلفة الكلية لرأس المال على الأقل إلى حد التأثير مثل هذه النسبة وذلك على خلاف التحليل التقليدي الذي يرى تأثير تكلفة رأس المال مع كل تغير في كل (أو خلط) التأثير.

(١) انظر على سبيل المثال

- Durand, D., The Cost of Capital in An Imperfect Market : A Reply to Modigliani and Miller, The American Economic Review, 1959.
- Barger, A., The Effect of Capital Structure on the Cost of Capital, Prentice-Hall, N. J., 1965.
- (٢) لما لا ذكر شرعاً لهذا الموضوع أنتظـ :
- Hawkins, C. J. and D. W. Pearce, Op. cit., pp. 45-61.
- Marrett, A. J. and A. Sykes, The Finance and Analysis of Capital Projects, Op. cit., Chapter 15.
- Robichek and S. C. Myers, Optimal Financing Decisions, Prentice-Hall, N. J., 1965.
- Solomon, F., The Theory of Financial Management, Columbia University Press, N. Y., 1963.
- , The Management of Corporate Capital, Op. cit.

— Quirin, G. D. , The Capital Expenditure Decision, (١) Irwin, Homewood, Ill., 1967.

— Modigliani, F. and M. Miller, The Cost of Capital, (٢) Corporate Finance and The Theory of Investment, The American Economic Review, 1958.

أمثلة :

— , The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment : A Reply, The American Economic Review, 1950.

— , Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : A Correction, The American Economic Review, 1953.

وقد قدم البعض^(٦) أدلة عملية ومحاجة نظرية لتأيد هذا التحليل التقليدي ، وبعـ
الخلاف دون حسم لأن^(٧) .

عن دارسة إدارية، من برو - استشار، سمساً برج - ملـك فـان سـورـب
 (إنماز القراء الاستثماري على مراجل أو شجرة القراء)¹¹، يـماـنـقـنـسـ الـإـنـتـدـادـاتـ
 الـساـيقـ تـرـجـيـهـاـ إـلـىـ أـلـسـوـبـ الـقـيـسـةـ الـمـوـقـعـةـ وـإـلـىـ أـلـسـوـبـ تـقـيـدـ الـإـحـتـالـاتـ الـكـكـةـ
 الـبـداـئـ الـمـخـلـفـةـ عـنـ كـلـ مـرـحلـةـ مـنـ مـرـاحـلـ إـنـخـادـ الـقـرـاءـ.

ويـجـدـيـنـ بالـذـكـرـ أـنـ بـعـدـ الـأـسـابـيـبـ الـسـابـقـةـ مـاـ هـيـ إـلـاـ بـعـضـ الـأـمـلـةـ لـاـسـالـيـبـ
 تـقـيمـ الـمـشـروـطـاتـ الـإـسـتـثـمـارـيـةـ فـيـ خـلـ ظـرـوفـ الـخـطـرـ وـعـدـمـ الـأـكـدـ وـهـنـاكـ بـالـمـرـجـعـ
 الـأـسـابـيـبـ آخـرـىـ إـحـصـائـيـةـ وـرـياـضـيـةـ وـآخـرـىـ تـرـكـ عـلـىـ طـرـقـ بـعـوثـ الـعـنـبـلـاتـ¹²،
 هـذـاـ وـيـدـ لـلـفـكـرـ الـإـدـارـيـ/ـإـنـتـصـادـيـ عـلـىـ تـطـوـرـ أـكـادـيـعـ مـضـطـرـدـ فـيـ هـذـاـ الـجـالـ
 وـغـمـ أـنـ هـذـهـ الـأـسـابـيـبـ جـمـيـعـهـاـ مـازـلـتـ فـيـ مـرـاحـلـ الـأـوـلـىـ الـتـلـيـقـ فـيـ الـحـيـاةـ الـفـلـيـةـ.

تقسيم المشروعات الاستثمارية من وجهة النظر القومية

١/١١. وجـهـةـ النـظـرـ الـقـومـيـةـ

إذا كانت الـرـبـعـةـ الـخـامـسـةـ مـنـ قـيـاسـ الـكـنـاـةـ الـإـتـمـادـةـ الـشـرـوـعـاتـ
 الـإـسـتـثـمـارـيـةـ مـنـ وجـهـةـ الـنـظـرـ الـفـرـديـةـ أـىـ عـلـىـ مـسـكـنـ الـشـرـوـعـاتـ فـيـ مـوـلـاـكـوـهـ مـعـرـضـهـ،
 فـيـنـ الـرـبـعـةـ الـإـتـمـادـةـ Profitability، *Return* مـنـ قـيـاسـ الـكـنـاـةـ الـإـتـمـادـةـ
 الـشـرـوـعـاتـ الـإـسـتـثـمـارـيـةـ عـلـىـ الـمـنـتـرـىـ الـقـيـمـوـعـوـاـوـ مـنـ وجـهـةـ الـنـظـرـ الـإـجـمـاعـيـةـ سـوـالـ
 تـحـوـيـلـ هـذـهـ الـشـرـوـعـاتـ عـنـ طـرـقـ مـالـ حـلـ أـوـ خـاصـ أـوـ حـامـسـ،ـ وـالـمـقـسـودـ
 إـذـنـ بـرـجـمـةـ الـنـظـرـ الـقـومـيـةـ أـوـ الـإـجـمـاعـيـةـ هـنـوـ قـيـاسـ الـأـنـارـ الـإـتـمـادـةـ
 الـإـقـمـادـةـ الـشـرـوـعـاتـ الـإـسـتـثـمـارـيـةـ عـلـىـ مـسـكـنـ الـقـيـمـعـ الـذـيـ يـحـتـوىـ عـنـهـ
 الـشـرـوـعـاتـ وـيـظـلـمـهـ بـرـيـاتـهـ،ـ وـسـعـ ذـلـكـ قـيـاسـ طـبـحـ الـزـيـجـةـ الـذـلـلـ الـخـلـدـةـ كـاسـ
 لـإـعـادـةـ الـمـدـوـيـ يـمـ قـيـاسـ وـقـيـمـ الـإـسـكـارـاتـ،ـ فـإـذـاـكـاتـ درـمـةـ الـمـدـوـيـ
 مـدـدـةـ لـمـرـفـقـ ماـ يـضـيفـهـ الـإـسـتـثـمـارـ لـلـإـتـصـادـ الـقـرـىـ كـكـلـ فـيـ الـرـبـعـةـ الـإـجـمـاعـيـةـ مـعـ
 حـلـ الـإـتـمـامـ الـأـوـلـ كـمـشـرـ تـقـيـمـ هـذـهـ الـإـسـتـثـمـارـ،ـ وـعـدـ الـرـبـعـةـ الـخـامـسـةـ
 لـذـاتـ الـإـسـتـثـمـارـ حـلـ الـإـتـمـامـ الـأـوـلـ لـتـمـينـ مـدـىـ جـاذـيـةـ هـذـهـ
 الـإـسـتـثـمـارـ مـنـ وجـهـةـ نـظـرـ أـصـحـابـ الـشـرـوـعـ وـعـوـلـهـ يـسـفـ عـلـمـةـ،ـ وـإـذـاـكـاتـ مـقـبـرـهـ
 الـتـدـقـقـاتـ الـقـدـيـةـ لـأـسـابـ عـدـيدـ سـيـقـ تـاـولـاـنـ قـبـيلـ،ـ فـقـبـلـ جـلـ الـأـسـالـيـبـ
 الـخـاصـيـةـ الـقـلـيـدـيـةـ الـتـيـ تـقـبـدـ عـلـىـ مـقـيـمـ سـاقـ الـرـيـسـ،ـ أـخـاصـ جـونـلـكـ عـدـدـ
 الـإـسـتـثـمـارـ فـيـهـ لـيـسـ مـنـ الـمـرـقـعـ عـلـةـ آـنـ تـقـيـلـ تـيـارـاتـ الـتـدـقـقـاتـ الـقـدـيـةـ
 مـنـ وجـهـةـ الـنـظـرـ الـفـرـديـهـ وـقـيـعـ إـلـاـرـ ذـاـلـةـ الـمـدـوـيـ الـمـدـدـةـ عـنـ خـسـ الـشـرـوـعـ مـنـ
 وجـهـةـ الـنـظـرـ الـقـومـيـةـ،ـ وـأـنـ إـنـتـلـفـ شـقـقـ وـعـمـمـ قـسـيـنـ بـعـثـيـةـ بـاـتـاـ لـكـلـ

(١) أنـظـرـ عـلـىـ سـيـلـ الـتـالـ:

- Pilcher, R., Appraisal and Control of Project Costs, McGraw-Hill, London, pp. 84 - 106.
- Magee, J., How to Use Decision Trees in Capital Investment, The Harvard Business Review, September - October 1964, pp. 79 - 96.

(٢) أنـظـرـ عـلـىـ سـيـلـ الـتـالـ:

- Marrett, A. J. and A. Skyes, Op. cit., Chapter 5.
- Robicheck, A. A. and S. C. Myers, Optimal Financing Decisions, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N. J., 1965.
- Markowitz, H., Portfolio Selection, Journal of Finance, 1952.
- Markowitz, H., Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments, Wiley, London, 1959.

وجهة نظر منهاها، هذه لغير المفترضة، اختلاف، وأسبابه منها، وجهة نظر منتهاها،

الاجتماعية من ناحية أخرى، هذا لأن ما يمتنع كسبه أو إيراد بالنسبة للمشروع قد لا يمتنع بالضرورة عن الأعباء والنتائج التي تعود على الدولة ككل من وراء تنفيذ هذا المشروع، وقد يحدث الاختلاف بين هذه الأعباء والنتائج في جماعات أو أنواعاً، ذلك لأن ما يمتنع ككلمة على المشروع قد يكون أعلى أو أقل بكثير أو قليل من حجم التكاليف التي يتحملها المجتمع ككل عن ذات المشروع، كما أن المجتمع ككل قد يتحمل بأ نوع من التكاليف الاقتصادية جراء إقامة مشروع ما في ذات الوقت الذي لا يتحمل فيه هذا المشروع بهذه التكاليف، ويمكن أن تزال نفس الاختلافات عن النتائج والإيرادات، ولن إختلاف الأعباء والنتائج سائحة حسابها من وجهة نظر المشروع من ناحية وحالة حسابها من وجهة النظر القومية من ناحية أخرى لينجم عنه بالضرورة اختلاف الرؤية الخاصة عن الرؤية الاجتماعية، وإذا كانت الرؤية الخاصة لازمة لتقيم المشروع من وجهة نظر ملاك أو مصادر تمويله فإن الرؤية الاجتماعية هيقياس العام لمعرفة الآثار القومية للمشروع خاصة وأن أي مشروع في أي مجتمع هو استخدام لموارد هذا المجتمع من أجل تحقيق أهداف المشروع ذاته ومن هنا تتجذر أهمية تقييم مدى الاستخدام الرشيد لهذه الموارد بواسطة ذلك المشروع خاصة في البلاد النامية التي تفتح فيها الموارد الإستثمارية وتعين إجراء مقابلة بين أهداف المشروعات الإستثمارية من ناحية وأهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية على المستوى القومي من ناحية أخرى.

عادة ما تكون أسعار ظل الموارد التي تستخدم في الصيغة الإستثمارية Investment Package أم الناصر وأكثر ما حلية عند تقيم الآخر الاقتصادي للإستثمار على المستوى القومي، وما يأتي بعد ذلك هو التأكيد من أن

= العملية لم يغير القيم المقدرة التي تصر عن الأوزان النسبية لضرائب الغار Decision Variables من الحل الأمثل Optimal Solution لشركة من الشكل الذي عاليها منه الأساليب الرباعية، وأسعار التأمين تدىطن على أنها أحسنأسعار التأمين Dual Prices وذلك فان استطلاع أسعار ظل في ... فما النصل له من وزاري شار في مجال تدبر الإستثمارات من وجهة النظر القومية ولو أن المقدمة الأساسية واحدة في المجالات .

يبحث هذا الفصل في عمليات الاختلاف المثار إليه في الفترة السابقة دون الدخول في تفاصيل تحتاج عادة إلى محلات ومتاجر أكبر من أن تستوعبها هذه المقدمة العامة أو هذا الكتاب في كتاب آخر، ومع ذلك فإنه من الضروري أن يشار هنا إلى أهمية تقيم المشروعات الإستثمارية من وجهة النظر القومية أو الاجتماعية خاصة في الدول النامية وذلك التي تبني سياسات من شأنها توجيه كافحة أنواع الإستثمار نحو منظمة اقتصادية / اجتماعية عامة .

ولذا كانت تلك أساليب وأدوات وطرق وتحتى مدارس فكر وتعبر على المستوى العالمي في مجال تقيم المشروعات من وجهة النظر القومية، فإن هناك، الفيل يخواص بصفة أساسية هيكل تقيم الإستثمارات من وجهة النظر القومية، طاستخدام أسلوب مشبع لاقى في الآونة الأخيرة اهتمام الملايين والملايين، وهو أسلوب يرتكز على فحص الاختلافات بين مفهوم الرؤية القومية من ناحية ونفيوم الرؤية الخاصة من ناحية أخرى، أو الارتكاز على أسلوب أسعار ظل Shadow Prices ، وبالإضافة إلى هذا الأسلوب يتناول بهذا قيم كتبة الإستفادة من أسعار ظل في حساب ماقيم القيمة الحالية الاجتماعية Social Net Present Value ومقابل العائد الداخلي الإجتماعي Internal Rate of Return، وفي النهاية حساب ما يمكن ثبيته بسعر الصرف، الشئي Implicit Exchange Rate كقياس إيجاب للقيمة الاقتصادية العامة المشروعات الإستثمارية .

٣/٦١. مفهوم أسعار ظل

تبعد فكرة أسعار ظل (١) من المفهنة التي تؤكد أن ما هو نافع وطيب، مشروع بما قد لا يكون كذلك بالنسبة للمجتمع ككل، ولهذا فإن أسعار ظل

(١) يسمى بمفهوم أسعار ظل Shadow Prices في مجال الإستثماريات الادارية بالإنجليزية Mathematical Programming

هذا الأمر مترافق مع الأهداف القومية المحددة مسبقاً Pre-determined National Objectives ، ولكن ليس من السهل عادة توصيف وتعيين هذه الأهداف مسبقاً كما أنه من الصعب تحديد الأهداف الحالية في مجتمع ما ، وحتى إذا كان مثل ذلك التحديد متاحاً فإن في النهاية يرتكز على معايير شهبية وإذات مشروعية خاصة عند حماوة ترتيب هذه الأهداف تنازلياً طبقاً لأهميتها الذاتية خلال فترة زمنية معينة.

من الواقع - لحق - أن أسعار الفلل تأثر بالنتائج الإستثماري ، ففي مصر على سبيل المثال لا يحتاج الأمر الآن لأكيد القول بأن أسعار السلع والخدمات لا تتمكن عن قرب العلاقة المعقّدة بين الندرة Scarcity أو العرض Supply من ناحية والاحتياجات Needs أو الطلب Demand من ناحية أخرى ، وإن إختلال الأسعار Price Distortions بحقيقة موجودة في معظم الدول النامية ، ولذلك فإنه في غياب التحليل الاقتصادي الدقيق قد يؤدي إختلال العلاقات السعرية إلى إغراق الموارد المتاحة - وهي شحنة غالباً في البلاد النامية - في مجالات إستهلاك أو انشطة إنتاجية لا تتناسب فرسراً الإستهلاك للثقل المتاحة ، ولهذا فإن إختلال العلاقات السعرية يجب دراسته وتحليله والتعرف عليه بالدقة الكافية لمعرفة آثاره ، وذلك لأن أي مورد يستهلك أو إنتاجي - في حالة إختلال العلاقات السعرية - قد يحمل سررين ، أو لما السر المطن في السوق للعامل وتاثيرها السير الاقتصادي لهذا المورد والذي يمكن حقيقة تكلفة فرست المصانع Opportunity Cost أو سعر ظله Shadow Price في تغيير آخر . - سعر الفلل إذن هو السعر الاقتصادي الذي يغير عن تكلفة القرص البديله أو الصانعه للمورد الإستثماري أو الإنتاجي على المستوى القومي ، وإن أسعار الفلل بهذا المعنى هي أقرب الأسعار التي يجب اعتبارها عند تقييم الرؤية الإيجابية للمشروعات الإستثمارية خاصة تلك التي يتطلب تنفيذها موارد محلية واخري تستورد من الخارج ، ويحتاج الأمر بالطبع إلى تعين أسعار الفلل لكافة أنواع الموارد الإستثمارية والإنتاجية وكذلك لبند المدخلات والخرجات التجارية للمشروعات الإستثمارية ، وقد لا يكون من الصعب غلرياً للتعرف على كافة أسعار الفلل هذه لأن وجودها يرتكز بحقيقة مبرورة [اقتصادياً] ، هي أن إنتاج الفلل بعد صادرة - إن لا تذكر

الدخلات والخرجات متعدلة بأقصى كفاءة Maximum Efficiency وهذا يعنى عندما تكون المدخلات الإستثمارية والإنتاجية متساوية Source متحركة أيها Limiting Resources ومنها تكون الأسعار الفعلية Actual Prices غير معروفة - وعادة أقل عن السعر (أو الكلفة) الإقتصادية الحقيقة لهذه الموارد True Economic Price . ولأسباب غير [اقتصادية] قد تتعجب الأسعار الفعلية أعلى من أسعار الفلل أو الأسعار الإقتصادية الحقيقة لهذا المدخلات والخرجات بصفة عامة .

وهذا فإنه قد يصعب التعبير عن العلاقة بين الأسعار الفعلية وأسعار الفلل بمعامل يمكن تسميتها بمعامل سعر الفلل Price Factor - Price Factor - ^(١) التي يوضح هذه العلاقة في المادة المبسطة التالية :

$$\bar{S} = S \pm (S \times M)$$

$$= S (1 \pm M)$$

حيث :

$$S = \text{سعر الفلل}$$

$$M = \text{معامل سعر الفلل}$$

$$M = \text{معامل سعر الفلل}$$

(١) انظر :

Awadallah, A.A.; Shadow Prices Adjusted Cash-Flows For the Economic Appraisal of Investment Expansion in the A.R.E. Public-Sector Concerns, The First Expert Group [Meeting on Investment Policies and Industrial Project Evaluation, The National Institute of Management Development, Cairo, Dec. 17, 1979, p. 6.

معامل سعر الفلل يمكن - إذن - أنخد الذى تختلف فيه الأسعار الفعلية عن أسعار الفلل للورود أو المدخل أو الخرج الراهن . ولما كان ذلك إلى تقابل المفهوم للشروعات الإستثمارية على المستوى أنهى من مشكلة تحديد أو تعين معامل سعر الفلل لأنزب درجة نسية . هذا ويمكن تحديد أسعار الفلل على أساس شخصية أو تحكمية وكذلك على أساس تقارب من الموضعية ، وإذا كانت المقاييس الموضوعية لأسعار الفلل تمثل مفاهيمها نسية فإنها تتلزم أيضاً بالإرتكاز على أساليب تجليل كي ، ذلك على خلاف المقاييس الشخصية لأسعار الفلل التي - في أصل حالاتها - ترتكز على تقدير شخصي مؤسس على بيانات ومعلومات غير كافية Informed Judgment وبالتالي قد تؤدي إلى حسابات غير دقيقة نسبياً إعتماداً على ما هو متاح بالصدقة من بيانات ومعلومات جارية يمكن الاستناد إليها في هذه الحالات .

ولا يجب أن نفترض «الموضعية» في مجال تحديد أسعار الفلل على أن مثل هذا التحديد يجب أن يرتكز بالضرورة على الأسعار العالمية International Prices من أجل تعين أسعار ظل الموارد المحلية في بلد ما ، فالمعامة المأهولة في مختلف القطاع العام في مصر مثلاً يمكن تحديد سعر ظلها في مصر ، مستويات دخول العمال المصرية الصالحة في بعض البلاد العربية وليس في إنجلترا مثلاً ، وفي هذا إشارة واحدة إلى ضرورة تحديد أسعار الفلل لكل حالة على حدة في ضوء ظروفها وملايينها الخاصة بالإضافة إلى ضرورة مراجعة وربما تتعديل أسعار الفلل في الحالة الواحدة من وقت آخر .

وبالإضافة إلى مناقشة موضوع اختلال العلاقات السعرية في إطار دراسات أسعار الفلل ، تناقش عادة موضوعات أخرى في ذات الإطار مثل موضوع المدفوعات التحويلية Transfer Payments والأنوار الخارجية لمشروعات Externalities Time Value of Income .

المدفوعات التحويلية مثل الرسمون والضرائب الجمركية وضرائب الدخل والضرائب المحسوبة والإهلاكات تعتبر أعباء على المشروع عند باب

الربحية الخامسة له إلا أنها تقتصر على التسويق عند حساب الربحية الإجتماعية لذات المشروع ، وعلى خلاف ذلك بالنسبة للأثار الخارجية للمشروع فالثالث لا يظهر عادة في الدفاتر والسجلات الحاسبية للشروعات بقيمة رقمية مقدرة وغالباً ما يتم إهماله عند حساب الربحية الخامسة إلا أنه يعتبر من العوامل التي يجب تقييمها وأخذها في الاعتبار في إطار حساب الربحية الإجتماعية للشروعات الإستثمارية ، وكذلك الأمر بالنسبة لمشروعات الإستثمارية التي يتطلب تنفيذها إعداد برامج تدريبية من شأنها إكتساب العمال المحلية - العاملة لديها أو لدى غيرها من المشروعات - مهارات خاصة أو تقوم به عملية تطوير ونقل . بشكل صريح أو حتى ضمني - لتكتنولوجيا متقدمة تكنولوجياً وإقتصادياً ، مثل هذه البرامج التدريبية وبرامج تطوير ونقل التكتنولوجيا لها أهمية خاصة عند حساب الربحية الإجتماعية لمشروعات الإستثمارية على المستوى القوى^(٢) .

ويمكن القول بصفة عامة بأنه عند حساب الربحية الإجتماعية يجب التذكر بأن الأسعار التي يجب على المشروع تحملها قد تختلف عن الأسعار التي يتعينا المجتمع ككل من أجل تقديم الموارد اللازمة لهذا المشروع ، في حالة التوصلات الإستثمارية في مختلف القطاع العام في مصر عن طريق الثالث ذلك دراسة أجريت في السنتين من ١٩٧٧ إلى ١٩٧٩ على أن أم بنود المدخلات والخرجات التي لا تعكس أسعارها السوقية تلك الأسعار الإقتصادية الحقيقة كما تأسس العمال ، ومعدلات الناتجة ، الخامات وبعض أنواع المنتجات ، اللحاجات الضرورية والغاز الطبيعي ، المياه ، الكهرباء ، البخار ، أسعار صرف العملات الحرة ، اللخ

(١) لمزيد من التفصيل ، انظر على سبيل المثال

Squire, L. and Van Der Tak, The Economic Analysis of Projects, A World Bank Research Publication, 1975.

— UNIDO, Guidelines for Project Evaluation, UNIDO, UN, N.Y., 1972.

— غربال ، وهي مقدمة في التعديل الإقتصادي للمشروع ، البنك الركزي المصري ، منه دراسات مصرية ١٩٢٥ ، ١٩٢٦ ، ١٩٢٧ .

مختلفة للثانية، وتدل أ cifرات المجمعة والمرأة في مجال تأثير المشروعات الإستثمارية التي تجلب توسيعات في منشآت القطاع العام على أن أقرب سعر ظل لتكليف المأمة للأمرة في هذه المنشآت هو ناتج حرب الأجر والمرتبات الفعلية. غير متصفة المزايا العينية والاعباء الأخرى - فمعامل متوسط شامل قدره (١,٣)، أما بالنسبة للمأمة غير المستغلة في هذه المنشآت فقد كان الإصرافين الشائع هو أن تكاليف فرستها البديلة تقل كثيراً عن سعرها الجارى في سوق الإستثمار ولذلك كان المعامل المترسّط يقدر بحوالى (٧٠٪) فقط، وقد استقر الرأى على عدم تتعديل الأسماء الفعلية لتكليف المأمة نصف المأمة أى أنه كان الإفتراء على عدم وجود خلاف بين الأسعار الفعلية هذه وأسعار ظل لتكليف المأمة نصف المأمة أو إستخدام معامل ظل قدره (١) في كلات أخرى . ومع ذلك فقد أشارت الدراسة إلى ضرورة مراعحة هذه العواملات من قدرة لأخرى وضرورة مراعاة الفروق الواضحة بين الحالات الخاصة محل الدراسة والتحليل والمتطلبات العامة السابقة^(١).

٢/١١. أسعار الفال للخدمات ومستلزمات التشغيل والتجهيز

المحة لواردات:

إذا كان المشروع الإستثماري محل دراسة الجدوى الإجتماعية يتطلب تشغيله استيراد خدمات ومستلزمات تشغيل ، فإن سعر ظل هذه البتود هو سعر استيرادها عند نقطة وصولها The Landed Import Price غير متضمن آية رسوم وضرائب جمركية ، أما إذا كانت ذات الخدمات والمستلزمات تقوم بمشروعات أخرى في ذات الدولة بت Cedre ما للخارج فإن سعر الفال يتحدد بأقل السعرين أي سعر الإستيراد أو التصدير إليها أقل متسائلاً منها آية مدفوعات تحويلية وسواء كان التصدير يتم بشكل مباشر أو غير مباشر . وبالطبع يتطلب الأمر تعديل تكاليف حيادة الخدمات والمستلزمات المتوردة من الخارج باستخدام معامل سعر ظل العملات الحرة المستخدمة في تحويل هذه الخدمات والمستلزمات ، وقد دلت

الرأسمالية، الإنجليز، وأوراق أخرى من السلع والخدمات المحلية^(١)، وقد أشارت هذه المذكرة إلى أنه في مصر وبالإرتباط مع منشآت القطاع العام يتم الإحتفاظ بالأسعار الفعلية عند مستويات أعلى من المستويات الاقتصادية الحقيقة المتأصلة لما و ذلك لأنها غير اقتصادية واصح حسابها بالإرتباط مع أنواع الدعم المتصفح أو الصريح Explicit and Implicit Subsidies التي تغير السياسات الحكومية عند تحديد الأسعار الفعلية لبعض السلع والخدمات. هذا وتناول البتود الفرعية التالية بعض الأمثلة بالمقارنة في إطار مفهوم أسعار الظل من أجل حساب الربعة الاجتماعية للمشروعات الإستثمارية .

١/٢١. أسعار الظل لتكليف المأمة:

إذا كانت الأجر والمرتبات والمزايا العينية والاعباء الأخرى التي يتحملها المشروع عن عماله تتمثل بالنسبة له لتكليف المأمة ، فإن تكليف المأمة لهذه المنشآت من وجهة الآثار الاجتماعية وعند حساب الربعة القومية المتولدة عن هذا المشروع تتلازمه معرفة ما إذا كان تقييد هذا المشروع يؤدي بالضرورة إلى سحب عماله من المشروعات الأخرى أو حجبها عن الاقتصاد القومي ككل ، أو أن هذه المأمة ستقتصر غير متناسبة إذا لم يتم هذا المشروع بإستخدامها لديه ، في كلات أخرى تتلازمه حسابات الربعة الاجتماعية قياس تكاليف الفرنس البديلة للمأمة أو أسعار ظل لتكليف المأمة Shadow Prices For Labor وأثمان الشامة للمشروع على تشغيل المأمة .

هذا، وقد دلت الدراسة المشار إليها سابقاً على أن منشآت القطاع العام المصرى المأمة في خلال الثلاث سنوات الأخيرة تتعانى من نقص شديد في المأمة للاهرة ، أما المأمة نصف المأمة فتمثل غالبية المأمة في هذه المنشآت وعما يحيط طواقف أخرى متعددة من المأمة غير المدققة ، وقد يتضح أن بعض طواقف المأمة في هذه المنشآت غير متناسبة أو أنها تصرف عن مستويات إنتاجية دنيا أو

(١) انظر :

— Awadallah, A. A., Op. cit., pp. 7 — 8.

الدراسة المشار إليها سابقاً إلى متوسط شامل قدره (١٥١) كأمثلة سير ظل بالنسبة لتكلفة الخامات والمسلتزمات للستوردة التي يتم شراؤها بإستخدام الدولارات الأمريكية برأسطة مئات القطاع العام خلال الفترة ١٩٧٧ إلى ١٩٧٩^{١١}، ومع ذلك فإن هذا المثال يجب بالطبع إعادة النظر فيه من فترة أخرى كما بين التوقيع عليه حتى يمكن على وجه قريب من الدقة مدى الطلب على الدولارات الأمريكية في القطاع العام المصري لتوصيل إستيراد الخامات ومستلزمات التحويل.

هذا ولاختلف أنس حساب أسعار الفلل للمنتجات الناتمة الصنع عن تلك الأسس المروضة فيما سبق بالنسبة لأسعار ظل الخامات ومستلزمات التشغيل، ومع ذلك فإنه من الأهمية بمكان معرفة ما إذا كان المشروع الإستثماري على الدراسة سوق يقوم بإنتاج منتجات تستوردها الدولة حالياً من الخارج أو أن تنفيذ هذا المشروع سوف يهدى من هذه الواردات أو ينبع منها ويحمل محلها منتجاته، مثل هذه المنتجات هي منتجات علبة لواردات Import Substituted Products، وذلك لأن أسعار إستيراد هذه المنتجات - غير متضمنة أي مدفوعات تحويلية - هي الأسعار التي تمكن الملايين الحقيقة The True Benefits للشروع عمل الدراسة خاصة إنما إستخدام هذه الأسعار بالإرتباط مع كمية واردات عمالقة لاسوف يقوم المشروع الجديد بإنتاجه أو إحلاله وإنما أنه في الداخل بعيداً عن طريق الإستيراد وما يقرب عليه من تحمل الاقتصاد القومي لاعباءً تتمثل مدفوعات بعملات حرة شهيرة غالباً في البلاد النامية، وما يقال عن أنس حساب أسعار ظل الخامات ومستلزمات التشغيل والمنتجات الناتمة ية-ال أيها عن أسعار الطاقة مثل أسعار البترول والوقود الصلب والكهرباء والغاز الطبيعي والمياه والبخار . . . مع إعطاء أهمية خاصة لفحص الحالات التي قد تتضمن فيها الأسعار الفعلية لهذه الأسعار أية أنواع من الدعم الصريح أو الضئلي.

٤/٢/١١ - أسعار ظل القطاع الرأسمالي:

يمكن تحديد أسعار ظل ذات المانع والآلات والأجهزة وأدوات المساعدة وغيرها من السلع الرأسمالية Capital Goods على أساس أنها تقبل أسعار إستيرادها غير متضمنة أي مدفوعات تحويلية مثل الرسوم والضرائب المترسبة، ولاحتاج الأمر إلى تتعديل أسعار الاستهلاك هذه إذا كانت أسعار ذات الطلع الرأسمالية المتقدمة عليها - غير متضمنة أي مدفوعات تحويلية أيضاً - أعلى من أسعار الإستيراد المشار إليها، أما إذا كانت الأسعار المحلية أقل من أسعار الإستيراد أسلوب الامر إستخدام معامل سعر ظل الليرة أو العملات المرنة المتقدمة في تحويل عمليات إستيراد هذه السلع الرأسمالية، وقد دلت الدراسة المشار إليها سلبياً إلى أنه في الفترة من ١٩٧٧ إلى ١٩٧٩ كان سعر ظل الدولار الأمريكي في مئات القطاع العام في مصر يبلغ (١٥١)، إلا أن الدراسة قد لاحظت أنه في الفترات التي لم يمثل فيها لمبرر من الدولارات الأمريكية آية مصاعب تذكر على الاقتصاد المصري قد يكون من المفضل تخفيفه. مثلاً العامل (١) فقط بالإرتباط مع إستخدامات مئات القطاع العام المصري للدولارات الأمريكية من أجل تحويل إعتمادها من السلع الرأسمالية الأمريكية للأجل، وقد عززت هذه النتائج تحليلاً كيفية إجراء هذه العمليات التحويلية حيث قد لوحظ خلال هذه الفترة أن الجزء الأكبر من عمليات التمدد والإحلال الرأسمالي في العديد من مئات القطاع العام المصري كان يتم تحويلها بإستخدام قروض أجنبية (بالدولار) ذات شروط مبشرة في البلاد عادة في فترات مماثلة طويلة نسبياً وفي معدلات متضمنة للفائدة بالقياس مع الشروط المادية للفروض المصرفية التجارية في ذات الفترة، وقد دفعت هذه الملاحظة إلى تضمين هذه الدراسة إقتراضاً يجري التمييز واضح بين الدولارات الأمريكية التي تستلزم تحويله مستلزمات التشغيل الجارى والدولارات الأمريكية التي تستخدم لـ-إعاقة- السلع الرأسمالية في مئات القطاع العام المصري، بحيث إندرجت هذه الدراسة معامل سعر ظل قدره (١٥١) في المائة الأولى ومعامل سعر ظل قدره (١) في المائة الثانية رغم أن كل المعاملين يرتبطان بمعنى واحد تتفق من أوجه العملات المرنة^{١٢}.

ببرد التكاليف الجارية وكذلك قائمة تدفقات الإيرادات من الأنشطة الصادرة والمرجحة إلى أن يتم إعداد قائمة صافي التدفق النتدبي (المعدل) باستخدام مفهوم أسعار الفلل من أجل حساب الربحية الاجتماعية.

ولحساب الربحية الاجتماعية قد يتم استخدام نفس المؤشرات الحاسية وغير الحاسية السابقة تارطاً من قبل، غير أنه من المصلح غالباً الإرتكاز على الطرق غير الحاسية خاصة طريقة صافي القيمة الحالية وطريقة معدل العائد الداخلي، ومن يجب ملاحظة أن صافي القيمة الحالية في هذه الحالة هو صافي القيمة الحالية الاجتماعية كما أن معدل العائد الداخلي هو معدل العائد الداخلي الاجتماعي Social Internal Rate of Return حيث ذكره ولكن موقع الاختلاف هو فقط في مدخلات تطبيق هذه الطرق حيث أنه عند تقييم المشروعات الاستثمارية على المستوى [١] ومن أوجه النظر التورمية تتمثل هذه المدخلات في تدفقات التدبة المتعلقة باستخدام مفهوم أسعار الفلل. هذا وجدير بالإشارة هنا إلى أن عملية استخراج أسعار الفلل غالباً ليست من الأمور غير الممتنعة وأحياناً ما يقابل الحال صعوبة عملية في ترجمة بعض الآثار الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية في صورة كي كاكي حالة التقييم لكن آثار التلوث التي قد يحدوها المشروع على الدراسة، ولذلك فإنه من الإعراف بهذه العموميات العملية فإن الحال يوجه عادة لإمداد الدولة بأفضل تقدير يمكن أن يحصل عليه حتى يتضمن استخراج مؤشرات الربحية الاجتماعية. تلك للمشروعات التي يجب أيضاً أن تصر على أنها أفضل تقديرات تم الوصول إليها، وما مؤشرات الربحية الاجتماعية إلا ذاوية واحدة من زوايا تقييم المشروعات الاستثمارية من وجهة النظر التورمية حيث لا يجب إغفال آثار المشروعات الاستثمارية على موازنة المدفوعات بالدخلات الجارة وعلى سوق العملة والصناعات الأخرى والملاءة الحالية والمستقبلة وعلى المجتمع ككل، وهذا هو من حواسية وصعوبة تقييم المشروعات الاستثمارية على المستوى [٢] ومن ما يتوا له هذا الفصل ما هو [الإ مقدمة عامة لهذا الموضوع المقصد، المتبع الجواب،

هذا، وقد لوحظ أيضاً خلال فترة هذه الدراسة أن الاعتمادات الحكومية بالعملة المحلية (الجنيه المصري) لمنشآت القطاع العام خاصة في المجال الصناعي كانت أقل بكثير من احتياجات الصناعة (المملوكة للقطاع العام). من العملة المحلية، وقد أدى هذا إلى تخفيض إعتمادات بالعملة المحلية لمنشآت القطاع العام. لم تحصل بأية فائدة من التمويل والدعم الملايح بالعملة الجارة (بالدولار على وجه الخصوص)، وقد اتضح أن معظم هذه الديون ذات كفاية إنتاجية مرتفعة وتستفيد لافسح حد من تكاليفها الجارية Cost Effective إلى الحد الذي أصبح من الواضح فيه أن تكلفة الترجمة البديلة للعملة المحلية قد أصبحت قريبة جداً من تكلفة الترجمة البديلة لعملة الجارة أو الدولارات الأمريكية، المتاحة لاستخدام من أجل الترسانات والتجهيزات والإحلال، الرأسمالي، في منشآت القطاع العام خلال الأعوام ١٩٧٧ إلى ١٩٧٩^[١].

٢/٢. التدفقات التدبة المتعلقة بأسعار الفلل وحساب الربحية الاجتماعية:

الحالات الفاشية السابقة ماضى إلا أئلة الحالات حساب أسعار الفلل من أجل تعيين حدود الربحية الاجتماعية لمشروعات الاستثمارية، وبشكل الأمر بالطبع يبحث كل بند على حدة من بروتوكولات اعتمادات إنتاج، وتشغيل هذه المشروعات، ومن ثم تحديد أسعار ظل كل بند حتى يتضمن إعداد مجموعه من قوائم تدفقات التدبة عامة لقوائم التدفقات التقديمية السابقة تارطاً من قبل على مستوى المشروع من أجل حساب الربحية الخاصة، غير أنه لحساب الربحية الاجتماعية يتم تحديد هذه القوائم باستخدام أسعار الفلل على نحو المرض في هذا العمل. ففي حالة قائمة التدفقات التدبة المنده عن التكاليف الاستثمارية يتلزم الأمر بإضافة خانة من شأنها أولاً إسقاط ماديه مدفوعات تحويلية مثل الرسم والضرائب البذرية منتكلفة حيارة هذه البند ومن شأنها ثانياً تعيين أسعار ظل العملات الجارة المستجدة، في عملية تحويل الاستثمار ثم في نهاية استخراج تكلفة الاستثمارية لبرد التكاليف الاستثمارية، وكذلك الأمر بالنسبة لفائدة التدفقات عن تكاليف المرافق والبنية العامة والمفرد والبلدية والخدمات وغيرها من

١١/٤. التبعة المضافة المحلية:

في حالة المتردّعات الإستيراد الجديدة علـى الدراسة التي تمثل مسجاتها إخلاص لواردات يتم استخدام الأسعار المالية International Sale Prices لـ هذه المشروعات ، حساب القيمة المضافة المحلية Domestic Value Added وتعبر التبعة المضافة المحلية (موجبة أو سالبة) كفرق بين التكاليف والأعباء الجارية المضافة حرفة Foreign Exchange Operating Costs من ناحية وتكاليف إستيراد (غير ممتنعة آية مدفوعات تحويلية) كـة متجاه ماوية مما يتوجه المشروع على الدراسة.

هذا، ويمكن الإشارة بجدول ١١/٤ الحساب التكاليف والأعباء الجارية للمولة بعملات حرة من وجهة النظر القومية عن المشروع الإستيرادي الواحد.

جدول ١١/٤

بيان النتائج	المكملة الاقتصادية بالجنيه المصري	ملاحظات
- خدمات ومتلزمات متوردة	XX	تحسب باستخدام سعر الفلل
- سلم وسيطة وأجراء وموتورات	XX	تحسب في هذه الحالة الرأسالية
- تكاليف ميغانية وإحلال جاري	XX	المتوردة
- خدمات متوردة	XX	تحسب باستخدام سعر الفلل
- دخول ملابس قابلة للتحويل	XX	برأعي ما تنص عليه قوانين تشغيل الأجانب
- أرباح حركة رأس المال للدول بعملة حرة	XX	تحسب بإستخدام الأسعار المالية
- بند آخر	XX	تحسب باستخدام أسعار الفلل
الجموع	XXX

أما عن تكاليف إستيراد كـة المنتجات التي سيتم المشروع يأتـها على فإنها تـحب باستخدام أسعار الفلل أي أسعار الإستيراد غير ممتنعة آية مدفوعات تحويلية على نحو التالي وعن نفس كـة المنتجات التي يتوجهـها المشروع :

التكاليف الفعلية لـ كـة المنتجات التي تـورـدة بالجـنيـهـ المـصـرى
والـمـاـوـيـةـ لـ كـمـيـةـ الـإـنـتـاجـ الـيـتـمـ يـتـجـهـهاـ الـمـشـرـوـعـ
ـ مـنـصـمـ :

آية مدفوعات تحويلية (مثل الرسوم والضرائب الجمركية)
ـ مـاـقـ تـكـالـيفـ إـسـتـيرـادـ كـمـيـةـ الـمـنـتـجـاتـ الـيـتـمـ يـتـجـهـهاـ الـمـشـرـوـعـ
ـ مـاـقـ تـكـالـيفـ إـسـتـيرـادـ كـمـيـةـ الـمـنـتـجـاتـ الـيـتـمـ يـتـجـهـهاـ الـمـشـرـوـعـ

وعلى ذلك فإن القيمة المضافة المحلية بالجـنيـهـ المـصـرىـ تـحـبـ كـفرقـ بينـ التـكـالـيفـ
ـ وـالأـعـبـاءـ الجـارـيـةـ المـوـلـةـ بـعـدـ لـتـحـلـةـ حـرـفـةـ (ـعـسـوبـةـ بـالـجـنـيـهـ المـصـرىـ)ـ منـ نـاحـيـةـ
ـ وـمـاـقـ تـكـالـيفـ إـسـتـيرـادـ كـمـيـةـ الـمـنـتـجـاتـ الـيـتـمـ يـتـجـهـهاـ الـمـشـرـوـعـ حـسـوبـةـ بـالـجـنـيـهـ
ـ المـصـرىـ أـيـضاـ،ـ وـيـكـنـ باـتـالـىـ حـاسـبـ الـقـيـمـةـ الـمـضـافـةـ الـمـلـحـىـ بـالـعـلـةـ الـأـجـنـيـةـ عـلـىـ
ـ أـسـ اـسـ عـرـبـ الـقـيـمـةـ الـمـضـافـةـ الـمـلـحـىـ حـسـوبـةـ بـالـجـنـيـهـ المـصـرىـ فـعـلـ الـصـرـفـ السـانـدـ
ـ (ـأـوـ المـلـلـ)ـ لـتـحـلـةـ الـجـنـيـهـ المـصـرىـ إـلـىـ عـلـةـ أـجـنـيـةـ وـذـاكـ عـلـىـ نـحوـ الـمـوـضـعـ
ـ قـيـاـيـلـ :

الـتـكـالـيفـ وـالـأـعـبـاءـ الجـارـيـةـ المـوـلـةـ بـالـعـلـةـ الـحـرـفـةـ (ـمـقـوـيـةـ بـالـجـنـيـهـ المـصـرىـ)
ـ مـنـصـمـ :

ـ مـاـقـ تـكـالـيفـ إـسـتـيرـادـ كـمـيـةـ الـمـنـتـجـاتـ الـيـتـمـ يـتـجـهـهاـ الـمـشـرـوـعـ (ـمـقـوـيـةـ بـالـجـنـيـهـ المـصـرىـ)
ـ مـقـوـيـةـ بـالـجـنـيـهـ المـصـرىـ (ـمـوجـةـ أوـ سـالـبـ)
ـ مـخـصـ :

ـ مـاـقـ تـكـالـيفـ إـسـتـيرـادـ كـمـيـةـ الـمـنـتـجـاتـ الـيـتـمـ يـتـجـهـهاـ الـمـشـرـوـعـ (ـمـوجـةـ أوـ سـالـبـ)
ـ مـقـوـيـةـ بـالـجـنـيـهـ المـصـرىـ (ـمـوجـةـ أوـ سـالـبـ)
ـ مـخـصـ :

ـ مـاـقـ تـكـالـيفـ إـسـتـيرـادـ كـمـيـةـ الـمـنـتـجـاتـ الـيـتـمـ يـتـجـهـهاـ الـمـشـرـوـعـ (ـمـوجـةـ أوـ سـالـبـ)
ـ مـقـوـيـةـ بـالـجـنـيـهـ المـصـرىـ (ـمـوجـةـ أوـ سـالـبـ)
ـ مـخـصـ :

ـ مـاـقـ تـكـالـيفـ إـسـتـيرـادـ كـمـيـةـ الـمـنـتـجـاتـ الـيـتـمـ يـتـجـهـهاـ الـمـشـرـوـعـ (ـمـوجـةـ أوـ سـالـبـ)
ـ مـقـوـيـةـ بـالـجـنـيـهـ المـصـرىـ (ـمـوجـةـ أوـ سـالـبـ)
ـ مـخـصـ :

من الخارج قد يردي إلى المدمن هنا الاستهلاك وبالتالي إحداث وفر في التبادل الأجنبي على مستوى الاقتصاد القومي ككل، مما بالإمكان إلى التبرد الأخرى التي تمثل إضافات لرمد النشاط الاجنبي حالة تحول المشروع إلى التصدير تخارج بعملات حرة، وفي مقابل ذلك يجب قياس الآثار المالية الأخرى للمشروع والتي تمثل استراغاً لذنب الأجنبي الحر من أجل جازة المشروع لأصوله التي تستورد من الخارج أو لغيره خاتمة ومستلزمات تشغيل من الخارج وقيام عالم الأجانب بتحويل دخولهم إلى بلاد الأصلية بالإضافة إلى آية مددفعت آخر بالسلع الحرة بالإضافة مع تحويلات أرباح رأس المال الأجنبي الخارج والإيرادات والخدمات ... إلى غير ذلك من بود المدفوعات بالعملة الأجنبية، وبالطبع فإن الفرق بين جهة الحبة الصريحة والمقدمة المشروع بالسلع الأجنبية ومدفوعاته الصريحة والمقدمة بالسلع الأجنبية تمثل الارتفاع المشروع على الميزان العام للمدفوعات بالتجارة الأجنبية.

كأن المشروع الإستهلاكي آثاره على الحصبة أو الدخل الحكومي، فالمشروعات التي تتقى من ضرائب النشاط ومن الضرائب والرسوم الجمركية ترجع إلى عبء عيش الدخل الحكومي، كأن المشروعات التي تقوم بإحلال واردات ترجع في الناتج إلى صناع حربية حكومية تتبع عادة في الرسوم والضرائب الجمركية التي كانت تحصلها الحكومة قبل قيام هذا المشروع وذلك عن الواردات إلى كثافلة، ومن ناحية أخرى فإن المشروعات الإستهلاكية قد يجم عنها توجه حصبة أو دخل حكومي في شكل ضرائب دخل بعد إضافة قدرات الإعتماد الضريبي أو في شكل رسوم وضرائب جمركية على وارداتها من الخامات ومستلزمات الداخلي أو في شكل ضرائب على دخول العاملين في هذه المشروعات في ويتضمن الأمر حساب ساق حصبة أو دخل الحكومة عن كل مشروع إستهلاكي وتقسم هذا الساق (مرجب أو سالب) وإعادته كمؤشر من ضمن مؤشرات تنمية المشروعات الإستهلاكية من وجهة النظر التقويمية.

١١/٤ . الكفاءة الاقتصادية وسعر الصرف الصنفي:

بالإضافة إلى المؤشرات السابقة للربحية الاجتماعية للمشروعات الإستهلاكية يمكن قياس الكفاءة الاقتصادية Economic Efficiency لهذه المشروعات باستخدام أسلوب سعر الصرف الصنفي ، حيث يمثل هذا السعر ناتج مقارنة التكاليف المحلية الاقتصادية الجارية Domestic Economic Operating Costs معروفة بالعملة المحلية، والقيمة المضافة المحلية عبارة بالعملة الأجنبية كما تم توضيحه في البند السابق .

هذا وتحسب التكاليف المحلية الاقتصادية الجارية على أساس مفهوم أسعار الفلل ومتضمنة الخامات ومستلزمات التشغيل والمكونات والأجزاء، والطبع تتحسب المصونة غالباً والتي يحتاجها المشروع احتسابه التشغيلية بالإضافة إلى تكاليف العملة المحلية والتكاليف المحلية على عمليات الصيانة والإحلال الجاري والخدمات الأخرى وكذلك تكالفة ما تستخدمه العملة الأجنبية من الموارد المحلية وتتكلفة الترصة البديلة لرأس المال أو التمويل المحلي The Opportunity Cost for Local Finance محسوبة بالإشتراط بمعدلات تكلفة رأس المال المحلي على المستوى القومي وأية بنود أخرى تمثل تكلفة إقتصادية عملية جارية على التوسيع بجدول ١١/٥، مع ملاحظة أن حساب كافة هذه التكاليف يتم بإستخدام مفهوم أسعار الفلل وبالعملة المحلية .

ويحسب سعر الصرف الصنفي Implicit Exchange Rate كأمثلة التكاليف المحلية الاقتصادية الجارية مقسمة بالعملة المحلية سعر الصرف الصنفي = $\frac{\text{القيمة المضافة المحلية عبارة بالعملة الأجنبية}}{\text{القيمة المضافة المحلية عبارة بالعملة المحلية}}$

أي أن سعر الصرف الصنفي، يمثل مقارنة قيمة الموارد المحلية الصاربة التي يستخدمها المشروع (محسوسة بأسعار الفلل) مقسمة بالعملة الصاربة مع قيمة الوفر الصافي الذي يجده المشروع في العملة الأجنبية أو يعني آخر تلك القيمة المضافة المحلية المحسوبة بالعملة الأجنبية، فإذا كان سعر الصرف الصنفي في مشروع مماثلاً، وكانت العملة المحلية في البسط جمه. - في العملة الأجنبية

بند التكاليف المحلية الجارية

النسبة المئوية بالعملة المحلية	تكلفة الإقتصادية بالعملة المحلية
٩٧%	٣ خاتم ومستلزمات تشغيل ومحركات وأجزاء وسلع ونصف مصنعة حلياً.
٩٦%	٣ تكاليف المأمة المحلية.
٩٥%	٣ التكاليف المحلية لعمليات الصيانة والإحلال الجاري
٩٤%	٣ تكاليف عملية عن خدمات أخرى.
٩٣%	٣ تكلفة ما تستخدمه المأمة الأجنبية من موارد محلية
٩٢%	٣ تكلفة الفرصة البديلة للتمويل المحلي
٩١%	٣ تكاليف عن بند أخرى عملية جارية.
٩٠%	٣ المجموع بالعملة المحلية

سر الصرف الصنفي < سر الصرف في السوق كان المشروع ذو كفاءة إقتصادية مرتفعة نسبياً
 سر الصرف الصنفي > سر الصرف في السوق كان المشروع منخفض الكفاءة الإقتصادية نسبياً
 وبين يتساوى سر الصرف الصنفي مع سر الصرف في السوق (حالة السوا) فإن متى قرار الإستثمار على المستوى القوى يتسرى لديه الإستثمار من عدمه ولمن قد يلجأ متى قرار هذا إلى أدوات ووسائل أخرى لتقييم مدى حاسبة وكفاءة هذا الإستثمار ، غالباً ما يكون من الصعب التعبير عن مقاييس هذه الأدوات والوسائل في صورة كمية والمثال على ذلك هو صعوبه قياس آثار هذا الإستثمار على جلب إستثمارات أخرى مثلاً ، ولكن قد تكون هذه المقاييس من المتغيرات الأساسية المؤثرة في قرار الإستثمار في حالة الدراسة هذه .

فالمقام دولار أمريكي ، فإن معنى ذلك أن هذا المشروع يستند داخلة مثنا خسون قرضاً مصرياً من الموارد المحلية المصرية من أجل توفير أو تحقيق ما قيمته دولار أمريكي واحد ، وإذا كان سر الصرف للربح والمعلن للدولار الأمريكي هو شيكوان قرضاً فإن هذا المشروع يعد من المشروعات الناجحة إقتصادياً على المستوى القوى ، ولذلك يقال بأن سر الصرف الصنفي يمكن استخدامه لقياس مدى الكفاءة الإقتصادية للشروعات الإستثمارية على المستوى القوى ، وبرجم هام يمكن لاستخراج سر الصرف الصنفي ومقارنته بسر الصرف للربح في السوق المالية عن العلاقة بين العملة المحلية من ناحية والعملة الأجنبية محل الإعتبار من ناحية أخرى فإذا كان :

ثانياً : باللغة الإنجليزية :

- Awadellah, A. A., Shadow Prices Adjusted Cash-Flows for the Economic Appraisal of Investment Expansion in the A.R.E. Public Sector Concerns, The First Expert Group Meeting on Investment Policies and Industrial Project Evaluation, The National Institute of Management Development, Cairo, Dec., 1979.
- Barges, A., The Effect of Capital Structure on the Cost of Capital, Prentice-Hall, N.J., 1965.
- Bierman, H. and T. R. Dyckman, Managerial Cost Accounting, The Macmillan Co., N.Y., 1971.
- _____, and S. Stradt, The Capital Budgeting Decision, 2nd. ed., Macmillan N.Y., 1966.
- Brusier, E.J., Appraising Capital Works, Longmans, London, 1956.
- Gasanegra, M., Tax Havens Expained, Finance and Development, 13, March, 1976.
- Duguid, A.M. and J.G. Laski, The Financial Attractiveness of a Project, Operational Research Quarterly, XV, 1964.
- Durand, D., The Cost of Capital in An Imperfect Market: A Reply to Modigliani and Miller, The American Economic Review, 1959.
- Easkey, J.S., Marginal Policies of Excellently Managed Companies, The American Economic Review, Vol. 46, Part 1, 1956.
- Easterwood, JR, O. P., A Changing World Needs a Stronger Force Majeure, Worldwide P & I Planning, Nov. - Dec., 1977.
- Egypt-US Business Council, Report on Foreign Investment, 1976.
- Gordon, M.J. and E. Shapiro, Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit, Management Science, Oct. 1955.
- Gulledge, S., Joint Ventures and Corporate Strategy, Columbia Journal of World Business, Spring 1976.

مراجع مختارة

أولاً : باللغة العربية :

الإدارة العامة للبحوث، الهيئة العامة للاستثمار والمناطق الحرة، تقرير مشروعات الاستثمار حتى نهاية عام ١٩٧٩ ، القاهرة، فبراير ١٩٨٠ .

الترشاوي ، حاتم : [إعداد دراسات المدروى وتقدير المشروعات ، القاهرة ، ١٩٧٨/٧٧]

رزيق ، رافت غربى : الهيئة العامة للاستثمار والمناطق الحرة ، دليل المستر للمشروعات المشتركة في شركات إستثمار المال العربي والأجنبي والمناطق الحرة ، القاهرة ، ١٩٨٠ .

شبكة الشؤون الاقتصادية والمالية ، مجلس الإنذاج القومي ، تقريرلجنة سياسة الإنفاق الاقتصادي ، القاهرة ، ديسمبر ، ١٩٧٩ .

عوض أشرف ، عبد لله : القيادة الادارية في مجالات الرقابة والتخطيط ، دار الفكر العربي ، القاهرة ، ١٩٧٨ .

غزال ، وهى : مقدمة في التحليل الاقتصادي للمشروع ، البنك المركزي المصري، هيئة الدراسات المصرفية ، ١٩٧٦/١٩٧٥ .

وحدة الدراسات الاقتصادية ، وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية والتعاون الاقتصادي ، تقرير عن سياسات الاستثمار الجديدة (القانون ٤٣ لسنة ١٩٧٤) القاهرة ، ديسمبر ١٩٧٩ .

- _____, The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment: A Reply, *The American Economic Review*, 1959.
- _____, Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *The American Economic Review*, 1963.
- Moor, E.J., Turnkey - Plus Operations, *Business Horizons*, Dec., 1973.
- Pilcher, R., *Appraisal and Control of Project Costs*, McGraw-Hill, London.
- Quirin, G.D., *The Capital Expenditure Decision*, Irwin, Homewood, Ill., 1967.
- Robichek, A.A. and S.C. Myers, *Optimal Financing Decisions*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N.J., 1965.
- Salacuse, J.W., Egypt's New Law on Foreign Investment: The Framework For Economic Openness, *The International Lawyer*, Vol. 9, No. 4, 1975.
- _____, and T. Parnall, Foreign Investment and Economic Openness in Egypt: Legal Problems and Legislative Adjustments of the First Three Years, *The International Lawyer*, 1978.
- Savage, C.I. and J.R. Small, *Introduction to Managerial Economics*, 2nd. ed., Hutchinson & Co., London, 1975.
- Sharpe, W.F., *Introduction to Managerial Economics*, Columbia University Press, N.Y., 1973.
- Solomon, E., *The Theory of Financial Management*, Columbia University Press, N.Y., 1963.
- _____, *The Management of Corporate Capital*, Free Press, Glencoe, Ill., 1959.
- Soper, C.S., The Marginal Efficiency of Capital: A Further Note, *Economic Journal*, March, 1959.
- Squire, L. and Van Der Tak, *The Economic Analysis of Projects*, A World Bank Research Publication, 1975.

- Hall and Hitich, Price Theory and Business Behaviour, in Wilson (ed.) *Oxford Studies in the Price Mechanism*, U.K., 1959.
- Hanson, J., *Transfer Pricing in the Multinational Corporation: A Critical Appraisal*, World Development, Pergamon Press, U.K., Vol. 11 & 12, 1975.
- Hawkins, C.J. and D.W. Pearce, *Capital Investment Appraisal*, The Macmillan Press Ltd., London, 1971.
- Haynes, W.W., *Pricing Decisions in Small Businesses*, The University of Kentucky, U.S., 1962.
- Hillier, F.S., The Derivation of Probabilistic Information for the Evaluation of Risky Investments, *Management Science*, August, 1965.
- Howard, F.K., Overview of International Taxation, *Columbia Journal of World Business*, 10, Summer, 1975.
- Kahn, P., The Standard Investment Agreement: Text and Comments, *GA.J. INT'L. & COMP. L.*, Vol. 4:39, 1974.
- Kaplan, Dirlam and Lanzilotti, Pricing in Big Business, and Lanzilotti, Pricing Objectives in Large Companies, *The American Economic Review*, 1958.
- Lindsay, R. and A.W. Sametz, *Financial Management: An Analytical Approach*, Irwin, Homewood, Ill., 1963.
- Lorie, J.H. and L.J. Savage, Three Problems in Rationing Capital, *Journal of Business*, Oct., 1955.
- Magee, J., How to Use Decision Trees in Capital Investment, *The Harvard Business Review*, September - October, 1964.
- Markowitz, H., Portfolio Selection, *Journal of Finance*, 1952.
- _____, *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, Wiley, London, 1959.
- Merrett, A.J. And A. Sykes, *The Finance and Analysis of Capital Projects*, Longman, London, 1966.
- Modigliani, F. and M. Miller, The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, 1958.