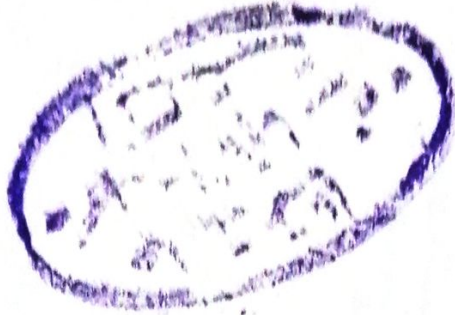




المجلة العلمية
كلية التجارة - جامعة أسيوط



التجارة والتطوير

مفهوم تكلفة رأس المال ودورها في اتخاذ
قرارات الاستثمار في المنشآت متعددة الجنسية

دكتور

نجيب الجندي

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة طنطا

مقدمة

أصبحت المنشآت متعددة الجنسية **Multinational Firms** من أهم سمات هذا العصر ، فهناك بعض الدول يتوافر بها أسواق مالمه نشطة يمكن الحصول من خلالها على رأس المال بوفرة وللمكن هذه الأموال لا تجد فرص استثمار في هذه الدول تعطى عائداً مجزياً وذلك لارتفاع تكلفة كل من الخامات والعمالة والطاقة (وهي من أهم عوامل الإنتاج) . لذلك بدأت هذه الأموال تتجه خارج حدودها بحثاً عن فرص استثمار تعطى عائداً مناسباً وقد لخص اثنان من الباحثين الدوافع التي تدفع أي منشأة إلى الاستثمار خارج حدودها فيما يلي (1) :

- توفر الخامات اللازمة للإنتاج في الدولة المراد الاستثمار فيها .
 - البحث عن أسواق خارجية .
 - انخفاض تكلفة الإنتاج في الدولة المراد الاستثمار فيها .
 - التنقل على المنافسة الخارجية في أسواق البلد المضيف .
 - دوافع سلوكية مثل الشعور بضرورة الاستثمار والخوف من فقد السوق المحلي ومحاولة توطيد العلاقات مع الدول المراد الاستثمار فيها .
- وقد أخذ هذا الاتجاه أشكالاً عديدة ، فقد تقوم إحدى المنشآت العاملة في أحد الدول التي يتوافر بها رأس المال بإنشاء فروع **Subsidiaries** لها في الدول

(1) Eiteman, D. K. and Stonehill, A. I., "Multinational Business Finance", 2nd ed., Addison - Wesley Publishing Co., Reading, Massachusetts, 1979, pp. 231-235

الأخرى أو قد تشترك مع مواطنين في هذه الدول لإنشاء إحدى الشركات المشتركة
Joint Ventures . فاذا تعددت الفروع والشركات التابعة ، أطلق على المنشأة
لفظ منشأة متعددة الجنسية .

وفي الغالب فإن معظم القرارات الهامة ، ومنها قرارات الاستثمار ، يتم في
المركز الرئيسي أو على الأقل بتوجيه من هذا المركز . لذلك كان من الضروري
معرفة كيف يمكن أن يتسكّر المركز الرئيسي (أو المنشأة متعددة الجنسية) ،
وما هي نظراته إلى مشروعات الاستثمار خارج الحدود وكيف يمكن أن تتخذ
قرارات المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية المختلفة ، وكيفية التعامل مع
المتغيرات المختلفة مثل قوانين الضرائب ومعدلات التضخم ومخاطر التأميم
والمصادرة وتقلبات أسعار العملة والرقابة على النقد والقيود المفروضة على تحويل
الأرباح للخارج .

وفي مصر صدر قانون الاستثمار رقم ٤٣ لسنة ١٩٧٤ المعدل بالقانون رقم
٢٢ لسنة ١٩٧٧ وقد فتح هذا القانون الباب على مصراعيه للاستثمار العربي والأجنبي
في جميع الأنشطة مما نتج عنه إتاحة الفرصة لإنشاء الكثير من المشروعات التي
تعتبر أغلبها فروعاً لشركات عالمية متعددة الجنسية . ولإمكان ترشيد الإعفاءات
من الرسوم الجمركية والضرائب والقيود المتعلقة بالاستيراد والتصدير وتحويل
الأرباح ورأس المال إلى الخارج ، ولتشجيع الاستثمار داخل حدود مصر ، كان
من الضروري دراسة كيفية اتخاذ قرارات الاستثمار بمعرفة الشركات متعددة
الجنسية لأن هذه المعرفة تمثل الأساس المناسب لوضع السياسات المحلية التي تتجه
بالاستثمارات إلى الزيادة .

والسؤال الآن هو : هل يختلف إتخاذ القرارات الاستثمارية في المنشأة متعددة الجنسية عن إتخاذ مثل هذه القرارات في المنشأة المحلية التي ليس لها فروع أو شركات تابعة ؟ هناك عدة إختلافات أهمها ما يلي (١) :

— ضرورة التمييز بين التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري نفسه والتدفقات

النقدية للشركة الأم .

— ضرورة مراعاة الإختلافات الناتجة عن إختلاف النظم الضريبية والقيود

على تحويل التدفقات النقدية .

— ضرورة مراعاة إختلاف معدلات التضخم واحتمالات تغير أسعار العملة .

— التعامل مع المخاطر السياسية .

ولعل أهم الإختلافات التي تؤثر في إتخاذ قرارات الاستثمار هي الإختلاف

في تكلفة رأس المال . فمن المؤكد أن إقبال المنشآت متعددة الجنسية على إنشاء

المشروعات الاستثمارية يتوقف أساساً على تحقيقها لمائد لا يقل عن تكلفة رأس

المال . وفي هذا الصدد ، هل المقصود تكلفة رأس المال للشركة الأم أم للشركة

التابعة أم أن هناك مفهوماً مختلفاً لتكلفة رأس المال للمنشأة متعددة الجنسية ؟ .

من هذا العرض يمكننا تحديد أهداف هذا البحث فيما يلي :

— عرض مفهوم تكلفة رأس المال للمنشأة متعددة الجنسية .

— بيان دور تكلفة رأس المال في إتخاذ قرارات الاستثمار في المنشأة

(1) Eiteman, D. K. and Stonehill, A. I., op. cit., pp.

متعددة الجنسية، وعلى الأخص إختيار النموذج المناسب للقرار الاستثماري وتكلفة رأس المال المناسبة وكيفية أخذ المخاطر التي تتعرض لها هذه المنشآت في الحسبان.

أولاً - تكلفة رأس المال المنشأة متعددة الجنسية

استقرت معظم الكتابات على أن تكلفة رأس المال *Cost of Capital* عبارة عن تكلفة الفرصة البديلة *Opportunity Cost*. وقد استقر الفكر المالي على أن تكلفة الفرصة البديلة هي العائد الذي يمكن لأصحاب الأموال الحصول عليه من استثمار أموالهم في أفضل البدائل المتاحة. وعلى ذلك فهي ترتبط بتخصيص الأموال والاختيار بين المشروعات الاستثمارية المتاحة أمام المنشأة التي لن تقبل أي مشروع يعطى عائداً أقل من تكلفة الفرصة البديلة. وقد أثبتت معظم الدراسات العملية أن متخذي القرار يعتمدون أساساً على هذه التكلفة في إتخاذ قراراتهم (ومنها قرارات الاستثمار) وذلك إذا ما توفرت معلومات بشأنها (1).

(1) أنظر تفصيل هذه الدراسات :

— Becker, S.W., Ronen, J. and Sorter, G. H., "Opportunity Costs - An Experimental Approach", Journal of Accounting Research, vol, 12, No. 2, 1974, pp. 317—329

— Neumann, B. R. and Friedman, L. A., "Opportunity Costs: Further Evidence through an Experimental Replication", Journal of Accounting Research, vol. 16, No. 2, 1978, pp. 400—410

— Friedman, L. A. and Neumann, B. R., "The Effects of Opportunity Costs on Project Investment Decision: A Replication and Extension", Journal of Accounting Research, vol. 18, No. 2, 1980, pp. 407—419

ويلاحظ أن هذا المفهوم يختلط بمفهوم آخر هو التكلفة الضمنية لرأس المال. فمن المعلوم أن المنشأة إذا أرادت الاستثمار فأنها تلجأ إلى الأسواق المالية للحصول على التمويل اللازم. ويستلزم ذلك أن تقدم المنشأة لأصحاب الأموال عائدات مساوية على الأقل ما يمكن أن يحصلوا عليه من استثمار أموالهم في استثمارات أخرى. ويمثل هذا العائد أو المطلب، بالنسبة للمنشأة، التكلفة الضمنية لرأس المال، وهي ترتبط كما هو واضح بالتمويل وتشكل قيداً على المنشأة يجب أن تحترمه إذا أرادت الحصول على الأموال اللازمة. ويستلزم ذلك أن تستثمر المنشأة هذه الأموال بعائد لا يقل عما يتوقعه أصحاب الأموال أو التكلفة الضمنية لرأس المال.

والسؤال الذي يثور الآن هو: هل تكلفة رأس المال للشركة متعددة الجنسية هي تكلفة الفرصة البديلة للشركة الأم أم للفرع أو الشركة التابعة؟ وبالتالي هل يتم تقويم مشروع الاستثمار من وجهة نظر الشركة الأم أم من وجهة نظر الفرع أو الشركة التابعة؟

يمكن للبعض الادعاء بوجهة النظر الأولى بحجة أن الأرباح والمخاطر تعود في النهاية إلى مساهمي الشركة الأم. ولكن يرد على ذلك بأن الأرباح المحققة بمعرفة الفروع والشركات التابعة يعاد استثمارها، في الغالب، كلها أو بعضها بمعرفة هذه الفروع والشركات التابعة بدلاً من تحويلها إلى الشركة الأم. وبالتالي لا يمكن القول بأن تكلفة رأس المال للمنشأة متعددة الجنسية هي التكلفة بالنسبة للمنشأة الأم وحدها أو للفرع أو الشركة التابعة وحدها (1).

(1) Choi, F. D. and Mueller, G., "An Introduction to Multinational Accounting", Prentice - Hall Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1978, pp. 216—217

كما أن هناك فكرة قدمها Eiteman و Stonehill تقوم على النظرية السلوكية للمنشأة Behavioral Theory of the Firm حيث يوجد

للمنشأة عدة أهداف تعتمد على توقعات وآمال كل من مجموعة المستثمرين ومجموعة غير المستثمرين . وفي مجال الاستثمار الاجنبي ، فان حكومة البلد المضيف تعتبر أحد هذه المجموعات التي يجب مراعاة توقعاتها (1) .

ونضيف إلى ذلك احتمال الاقتراض بمعرفة الفرع أو الشركة التابعة من أسواق المال في البلد الذي توجد به .

وعلى ذلك فان تكلفة رأس المال للمنشأة متعددة الجوانب وتتكون من مجموعة من العناصر :

- تكلفة الاموال المقدمة من الشركة الأم .
- تكلفة الارباح المحتجزة لدى الفرع أو الشركة التابعة .
- تكلفة الاقتراض بمعرفة الفرع أو الشركة التابعة .

وللوصول إلى تكلفة رأس المال للمنشأة ككل ، يستخرج المتوسط المرجح لعناصر هذه التكاليف . ونوضح فيما يلي مفهوم هذه التكاليف وكيفية الوصول إلى التكلفة المتوسطة :

(1) تكلفة الأموال المقدمة من الشركة الأم :

تكلفة هذه الاموال هي تكلفة رأس المال المتوسطة للشركة الأم باعتبارها منشأة تراعى أصحاب المصالح فيها من مساهمين ومقرضين وغيرهم . ويشترط لذلك

(1) Eiteman, D. K. and Stonehill, A. I., op. cit., pp. 347-352

ألا يؤدي الاستثمار خارج الحدود إلى زيادة المخاطرة التجارية العادية التي تتعرض لها الشركة الأم . فإذا زادت ، كان من الضروري زيادة التكلفة لمقابلة هذه المخاطرة .

والسؤال الآن هو : ما هي التكلفة المتوسطة لرأس المال لأي منشأة مثل الشركة الأم ؟ للإجابة على هذا السؤال ينبغي أن نوضح أن المقصود برأس المال هنا هو الأموال المقدمة إلى المنشأة من المساهمين وأصحاب القروض أي لا يقتصر على معناه المحاسبي من القيمة الإسمية للأسهم أو حقوق الملكية . وعلى ذلك فإن تكلفة رأس المال لأي المنشأة (وبالتالي تكلفة الأموال المقدمة من الشركة الأم) عبارة عن التكلفة المتوسطة أو العائد المتوسط الذي يدفع لمقدمي الأموال أي إلى (1) :

— أصحاب المنشأة أو الملاك ، وتمثل أموالهم في رأس المال (أسهم ممتازة وأسهم عادية) وقيمة الأرباح المحققة في كافة أشكالها .

— أصحاب القروض ، وتمثل أموالهم في قيمة السندات وأي قروض أخرى .

ومن الجدير بالذكر أن العائد الذي تتوقعه كل طائفة يختلف عن الآخر ، فأصحاب القروض عادة ما يتوقعون عائدا أقل وذلك لأنهم يتعرضون لمخاطر أقل من تلك التي يتعرض لها ملاك المنشأة ، ويرجع ذلك لأسباب عديدة منها

(1) Corcoran, A. Wayne, " Costs : Accounting, Analysis and Control ", John Wiley & Sons, New York, 1978, pp. 330—335

أنهم يحصلون على أموالهم عند التصفية قبل أصحاب المنشأة، كما يحصلون على فوائد قروضهم قبل توزيع أى أرباح على الملاك .

فتكلفة رأس المال المملوك تتمثل فى العائد الذى يتوقعة أصحاب الاسهم من تقديم أموالهم للمنشأة . وهى تعتمد على عوامل عديدة من بينها نوع النشاط الذى تزاوله المنشأة وحجمها وطبيعة هذا النشاط وحالة المنافسة .

وهناك عدة نماذج لقياس تكلفة رأس المال المملوك لعل أشهرها « نموذج رسملة الأرباح الموزعة » ، Dividend Capitalization Model والذى يقيس هذه التكلفة كما يلى (١)

$$(١) \quad \frac{C}{S} = K_s$$

حيث :

K_s : تكلفة رأس المال المملوك أو معدل العائد المتوقع الذى ينتظره أصحاب الاسهم .

C : نصيب الاسهم من الأرباح الموزعة فى كل عام

(١) أنظر :

— Van Horne, J., “Financial Management and Policy”, 4 th ed., Prentice — Hall International Editions, Englewood Cliffs, N. J., 1977, p. 204

— Horngren, Charles T., “Cost Accounting. A Managerial Emphasis”, 4 th ed., Prentice — Hall, Inc., Englewood Cliffs, N. J., 1977, pp. 441—443

س : القيمة السوقية للأسهم .

نفترض المعادلة (١) ما يلي :

— نصيب السهم من الأرباح الموزعة سنوياً ثابتاً من عام لآخر ، وهو
ما تحرص عليه المنشآت الكبيرة عن طريق حجب إحتياطي موازنة توزيعات في
الاعوام ذات الربح الوفير لتوزيعه في الاعوام التي لا يتحقق فيها أرباح كافية .

— يرتبط بالفرض السابق ثبات القيمة السوقية للسهم ، وهذا متوقع نظراً
لعدم نذبذب الأرباح الموزعة من سنة لأخرى .

— أن حياة المنشأة لا نهائية ، فالمشروع مستمر *Going Concern*
عما يترتب عليه إهمال أى زيادة محتملة في حقوق المساهمين .

أما تكلفة رأس المال المقترض فهي عبارة عن العائد الذي يتوقع المقرضون
الحصول عليه من تقديم أموالهم للمنشأة ، وتقاس كما يلي (١) :

$$(٢) \quad \text{لص} = \frac{\text{ف}}{\text{ض}} (١ - \text{ص})$$

حيث :

لص : تكلفة رأس المال المقترض أو العائد الذي يتوقع المقرضون
الحصول عليه .

(1) Chen, Andrew H.; "Recent Developments in the Cost of Debt Capital", The Journal of Finance, vol. 33, No. 3, June 1978, p. 863

و : قيمة الفوائد السنوية المستحقة لأصحاب القروض .

ص : القيمة السوقية للسندات وأي فروض أخرى مقدمة المنشأة .

س : سعر الضريبة على أرباح المنشأة .

يلاحظ أن فوائد القروض تعتبر أحد الأعباء التي تخصم من وعاء الضريبة مما يجعل المنشأة تستفيد من المزايا الضريبية التي يتيحها لها الاقتراض ؛ وبالتالي فإن الفوائد الحقيقية التي تحملها المنشأة هي الفوائد المستحقة مطروحا منها الوفر في ضريبة الأرباح الناتجة عن خصم الفوائد من وعاء الضريبة أي $F(1 - r)$. ومن الجدير بالذكر أن المنشأة لا يمكنها التمتع بهذه المزايا إلى ما لا نهاية ، فهناك هيكل أمثل لرأس المال يجعل تكلفته المتوسطة أقل ما يمكن . وعموماً نستمر المناقشة في الاقتراض إلى أن تصل إلى نقطة تجد فيها أن المكاسب الناتجة عن الوفر في الضرائب تساوى مع التكلفة المتوقعة للأفلاس (المصاريف والخسائر المترتبة وعلى ذلك) .

ومن الجدير بالذكر أن أي منشأة لا تمول استثماراتها عن طريق زيادة حقوق الملكية فقط أو الاقتراض فقط ، ولكن ذلك يتم عن طريق خليط من الاثنين . فأى منشأة لها هيكل مالي (نسبة القروض / رأس المال المملوك) أمثل يحرص عليه ، وعند هذا الحد تكون التكلفة المتوسطة للأموال أقل ما يمكن .

والسؤال الآن هو كيف يمكن الوصول إلى التكلفة المتوسطة للأموال المقدمة من الشركة الأم ؟ إن هذه التكلفة ليست المتوسط الحسابي لسكل من تكلفه الاموال المقدمة من ملاك الشركة أو من مقدمي القروض ، بل هي تكلفه

متوسطة مرجحة بالأوزان . والأوزان هنا هي نسبة كل من رأس المال المملوك ورأس المال المقترض إلى إجمالي رأس المال أو الاموال المقدمة إلى الشركة . وعلى ذلك فإن تكلفة الاموال المقدمة من الشركة الام تحدد بها المعادلة الآتية (١) :

$$ك_1 = ك_س \left(\frac{س}{ق} \right) + ك_ض (س - ١) \left(\frac{س}{ق} \right) \quad (٢)$$

حيث :

ك_١ : التكلفة المتوسطة لرأس مال الشركة الام وبالتالي تكلفة الاموال المقدمة منها للاستثمار خارج الحدود .

ق : القيمة السوقية للنشأة أى قيمة رأس المال المملوك (س) ورأس المال المقترض (ض) حيث $ق = س + ض$ أما باقى الرموز فهى نفس الرموز المعادلتين (١) و (٢) .

ومن الجدير بالذكر أن المعادلة (٣) تستخدم الهيكل الامثل لرأس المال (نسبة الاقتراض / نسبة رأس المال المملوك) المقدر فى الموازنة الاستثمارية للأجل الطويل ، أى لا تستخدم الهيكل المالى الفعلى كما أنها تستخدم القيم السوقية

(١) أنظر :

— Corcoran, A. Wayne, op. cit., p. 333

— Horngren, Charles T., op. cit., pp. 443—444

لكل من رأس المال المملوك والمقترض وليس القيم الدفترية (١) :

كما تفترض المعادلة (٣) ما يلي (٢) :

- وجود أسواق مالية تتوافر فيها ظروف المنافسة الكاملة فلا يستطيع
أى مقدم للأموال (مساهم أو مقترض) أن يفرض شروطاً احتكارية ،
كما لا يستطيع أى منشأة أن تقدم عائداً أقل مما يمكن الحصول عليه من استثمار
مماثل .

- أن هيكل رأس المال (نسبة الاقتراض / نسبة رأس المال المملوك)
سيظل ثابتاً ، أى أن المنشأة تسعى دائماً إلى تمويل استثماراتها الجديدة عن طريق
مزيج من هذين المصدرين يجعل هذا الهيكل ثابتاً .

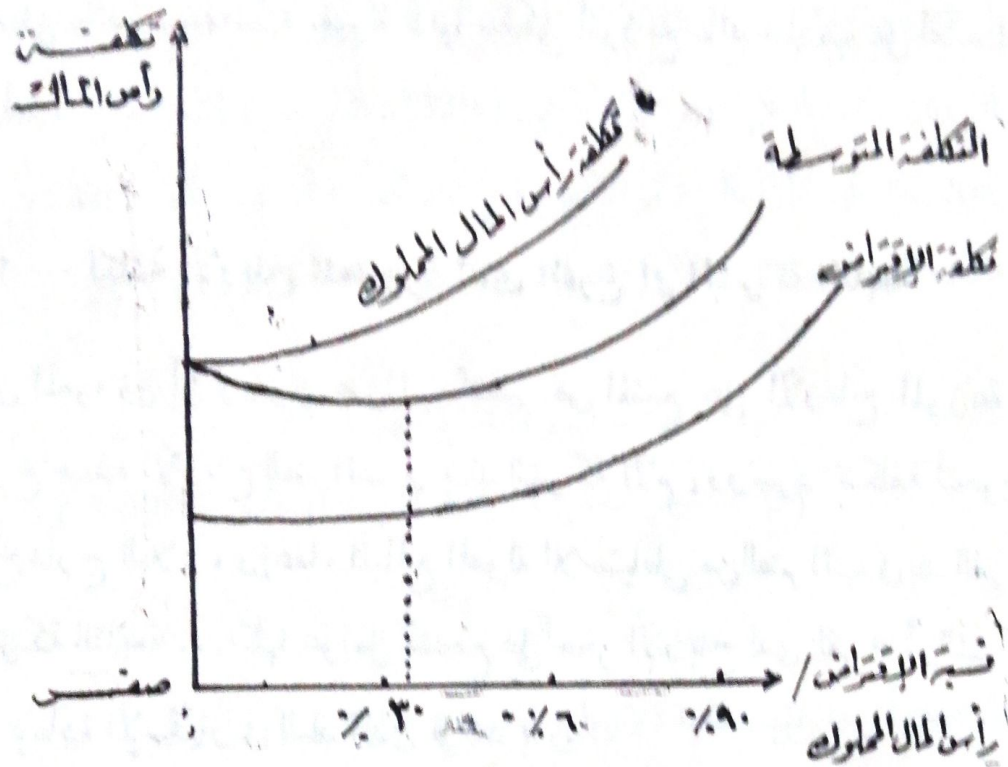
- لا يوجد للقروض أى تكلفة سوى الفوائد حيث أن التكاليف الأخرى
مثل المصروفات القضائية لا يمكن أن تظهر إلا في حالة تعرض المنشأة لمخاطر
الإفلاس .

وبما يجدر ذكره أن أى منشأة تسعى إلى تحقيق الهيكل الأمثل لرأس المال
لأنه يؤدي إلى أدنى تكلفة متوسطة . فهذه التكلفة تأخذ في التناقص حتى نقطة

(1) Beranek, William, "The Cost of Capital Budgeting and
the Maximization of Shareholders Wealth", Journal of Financial
and Quantitative Analysis, Vol. 10, No. 1, March 1975, p. 1

(2) Haley, W. and Scholl, D., "Problems with the Concept
of the Cost of Capital", Journal of Financial and Quantitative
Analysis, vol. 13, No. 5, December 1978, p. 849

الهيكال الامثل حيث تصل إلى أدنى حد لها ، ثم تبدأ في التزايد بعد ذلك كما هو موضح بالشكل التالي (١) :



ويلاحظ من الشكل أن منحنى التكلفة المتوسطة شبه مسطح (أى أن التكلفة تمثل إلى الثبات) في جزئها الاول حيث لا تنخفض كثيراً حتى تصل إلى حدها الأدنى عند نسبة أقراض / رأس مال مملوك ٣٠ ٪ (تمثل الهيكال الامثل) ثم تبدأ بعد ذلك في الارتفاع التدريجي بشكل سريع .

ولعل السؤال الذي يمكن أن يثور الآن هو : لماذا تسعى المنشأة إلى تخفيض تكلفتها إلى أقل حد ممكن ؟ إن ارتفاع هذه التكلفة يعني ارتفاع العائد الذي

(1) Weston, J.F. and Brigham, E. F., "Managerial Finance", 6 th ed., A Holt International Edition, Dryden Press, New York, 1978, pp. 710—712

تنتظره المنشأة من إستثمار هذه الاموال في المشروعات المختلفة مما يؤدي إلى رفض فرص عديدة للاستثمار . أما تخفيضها فيجعل فرص الإستثمار المتاحة ، حتى تلك التي تعطى عائداً منخفضاً ، مقبولة لأنها ستكون لتوزيع عائد مناسب على أصحاب الاموال .

٢ - تكلفة الارباح المحتجزة لدى الفرع أو الشركة التابعة

من المعروف أن وجود ضرائب تخصم من المنبع على الارباح الموزعة ، وخضوع هذه الارباح للضرائب في بلد الشركة الأم ، ووجود تكلفة لتحويل الارباح خارج البلاد ، وإعفاء المبالغ المحولة للاحتياطي من الضرائب في بلد الفرع أو الشركة التابعة ... كلها عوامل تشجع على حجز الارباح لدى الفرع أو الشركة التابعة لإعادة الإستثمار في البلد الذي توجد به .

فإذا حجزت الارباح بهذا الشكل ، فإن الشركة الأم لن تقبل ذلك إلا إذا كان سيحقق عائداً لا يقل عن تكلفة رأس المال المملوك لهذه الشركة حيث أن هذه الارباح من حق مساهمي الشركة الذين ينتظرون منها عائداً لا يقل عن عائد أموالهم الاصلية . وعلى ذلك فإن تكلفة الارباح المحتجزة يجب ألا تقل عن الارباح المحتجزة ، فإن :

(٤)

$$ك ب = ك س$$

حيث $ك س$ تمثل تكلفة رأس المال المملوك أو معدل العائد الذي ينتظره أصحاب

الاسهم .

تفترض المعادلة رقم (٤) أن سعر الضريبة على أرباح الفرع أو الشركة التابعة الموزعة على الشركة الام محليا تسارى او تقرب من سعر الضريبة التي تفرض في بلد الشركة الام عند إستلام التوزيعات . فاذا كان هذا السعر في بلد الام أكبر ، كان ذلك مشجماً على حجز الأرباح وإعادة إستثمارها أى لإشتراط عائد منخفض . ويحدث العكس إذا كان سعر الضريبة في بلد الفرع أو الشركة التابعة أكبر . فاذا حدث الاختلاف في أسعار الضرائب ، فإن المعادلة رقم (٤) تصبح :

$$L_1 = \frac{L_2 (1 - \text{سعر الضريبة في بلد الشركة الام})}{(1 - \text{سعر الضريبة في بلد الفرع أو الشركة التابعة})} \quad (٥)$$

وعموماً عادة ما تهمل أسعار الضرائب لأنها تقرب من بعضها في معظم الدول مما يجعل أثرها على تكلفة الأرباح المحتجزة ضئيلاً .

٣ - تكلفة الاقتراض بمعرفة الفرع أو الشركة التابعة

تكلفة الاقتراض عبارة عن الفوائد (بعد خصم ضريبة الأرباح لان الفوائد من الاعباء الواجب خصمها قبل الوصول إلى وعاء الضريبة) مطروحا منها المكاسب الناتجة عن انخفاض قيمة عملة البلد الذي يوجد به الفرع أو الشركة التابعة والتي تم بها الاقتراض ويتم بها السداد . فالمنشأة في هذه الحالة تسدد القرض بوحدات من العملة ذات قوة شرائية أقل .

فاذا افترضنا أن معدل فائدة القرض هو w ، وأن سعر الضريبة على الأرباح في بلد الفرع أو الشركة التابعة هو w_1 ، وأن سعر العملة في بداية السنة هو E_0 ، وفي نهاية السنة E_1 ، فإن تكلفة الاقتراض L_1 تحسب كالآتي :

$$ك = ع(١ - و) \left(\frac{١٤}{١٥} \right) - \frac{ع(١ - و)}{١٥} \quad (٦)$$

يلاحظ هنا أننا خفضنا قيمة المستحقة في نهاية كل سنة بقيمة النقص الذي يصيب قيمة العملة من بداية السنة حتى نهايتها حيث ضربت الفائدة بعد الضريبة

$$\text{أي } ع(١ - و) \text{ في } \frac{١٤}{١٥}$$

كما يلاحظ أن المكاسب الناتجة عن انخفاض قيمة العملة والتي يمثلها الجزء الثاني من المعادلة (٦) لن تخصم للضريبة في بلد الفرع أو الشركة التابعة وذلك لأن القرض يتم بعملة هذا البلد وتسدد الفوائد وأصل الدين بذات العملة .

على أن أهم ملاحظة هنا هي أننا افترضنا أن قيمة عملة بلد الفرع أو الشركة التابعة ستتناقص بدلا من أن ترتفع . وهذا الفرض منطقي ، فالدول النامية عادة ما تتعرض لمثل هذا المواقف مع ازدياد الاستثمار الأجنبي داخل أراضيها . وعموما إذا حدث الفرض العكس وازدادت قيمة عملة بلد الفرع أو الشركة التابعة ، تعين استبدال إشارة الطرح في المعادلة رقم (٦) بإشارة الجمع حيث تتعرض المنشأة في هذه الحالة لخسائر تؤدي إلى زيادة تكلفة الاقتراض وليس إلى نقصها .

(٤) التكلفة المتوسطة لرأس المال على مستوى المنشأة متعددة الجنسيات

من الأمور المتعارف عليها أن المنشآت متعددة الجنسيات تختار مشروعات الاستثمار التي تقوم بها فروعها وشركاتها التابعة في دول أخرى إذا كانت هذه المشروعات تعطى عائدا لا يقل عن التكلفة المتوسطة لرأس المال المتاحة لهذه الفروع

أو الشركات . وفي هذا الصدد تسمى هذه المنشآت الى تمويل الفروع أو الشركات التابعة بشكل يسمح بأن تكون التكلفة المتوسطة لرأس المال أقل ما يمكن لقبول أكبر عدد ممكن من مشروعات الاستثمار ، وبالتالي يفترض أن هناك هيكل أمثل لرأس المال يحقق هذا الهدف . كما يفترض أن جميع مقدمى الاموال للشركة متعددة الجنسية يشتركون معا في تحمل المخاطر . ويرجع ذلك الافتراض الى أن افلاس أو فشل أحد الفروع أو الشركات التابعة في بلد أجنبي يؤثر تأثيرا مباشرا على نشاط الشركة الام .

ولنفترض الآن أن أحد الفروع الأجنبية أو شركة تابعة في بلد أجنبي احتاج الى أموال قدرها ل لتمويل مشروع استثمارى يتم الحصول عليها كالاتى :

١ : من الشركة الام

ب : عن طريق الأرباح المحتجزة لدى الفرع أو الشركة التابعة

ج : عن طريق الاقتراض بمعرفة الفرع أو الشركة التابعة في البلد الذى يوجد به

حيث $ل = ١ + ب + ج$

وقد سبق لنا تحديد تكلفة كل من هذه الاموال كما يلي :

ك١ : تكلفة الاموال المقدمة من الشركة الام

ك٢ : تكلفة الأرباح المحتجزة لدى الفرع أو الشركة التابعة

ك٣ : تكلفة الاقتراض بمعرفة الفرع أو الشركة التابعة

والآن نريد التوصل الى كل التى تمثل التكلفة المتوسطة المرجحة لعناصر التكاليف الثلاثة . يتم الترجيح هنا على أساس نسبة كل من الاموال المقدمة الى

اجمالي المبلغ المراد استثماره أى أن :

$$ك_ج \left(\frac{ج}{ل} \right) + ك_ب \left(\frac{ب}{ل} \right) + ك_أ \left(\frac{أ}{ل} \right) = ك_ل$$

(٧)

وبعبارة أخرى فإن :

$$ك_ل = \frac{أ}{ل} \left[ك_س \left(\frac{س}{ق} \right) + ك_ض (١ - س) \right]$$

$$\frac{ج}{ل} + \left(ك_س \right) \frac{ب}{ل} + \left[\left(\frac{ض}{ق} \right) \right]$$

$$\left[\frac{ك_صفر - ك_أ}{ك_صفر} - \left(\frac{ك_أ}{ك_صفر} \right) (١ - و) \right]$$

(٨)

أن أهم ما نفترضه المعادلة رقم (٧) أو المعادلة رقم (٨) هو أن المنشأة تحافظ على هيكل رأسمالها أى على نسبة الاقتراض الى رأس المال المملوك . فإذا تم الاقتراض بمعرفة الفرع أما لشركة التابعة ، وجب في نفس الوقت زيادة رأس المال المملوك باصدار أسهم جديدة مما يرفع التكلفة المتوسطة للأموال المستثمرة بمعرفة الفرع . فإذا افترضنا أن نسبة الاقتراض / رأس المال الكلي المثلى هى ض / ق وكانت النسبة الفعلية ج / ل ، أى الى ض / ق . ويترتب على ذلك تحمل تكلفة اضافية ترجع الى الاستثمار خارج الحدود ، وتقاس هذه التكلفة الاضافية ونرمز لها بالرمز ك كآفى :

$$(٩) \quad \left(\frac{\text{ض}}{\text{ق}} - \frac{\text{ج}}{\text{ل}} \right) \text{ك}_1 = \text{ت}$$

وبالتالي تصبح المعادلة رقم (٧) كالآتي :

$$\left(\frac{\text{ج}}{\text{ل}} \right) + \text{ك}_2 \left(\frac{\text{ب}}{\text{ل}} \right) + \text{ك}_1 \left(\frac{\text{أ}}{\text{ل}} \right) = \text{لن}$$

$$(١٠) \quad \left(\frac{\text{ض}}{\text{ق}} - \frac{\text{ج}}{\text{ل}} \right) \text{ك}_1 + \text{ك}_2$$

وتصبح المعادلة رقم (٨) كالآتي :

$$\left[\frac{\text{أ}}{\text{ل}} = \text{ك}_1 \left(\frac{\text{س}}{\text{ق}} \right) + \text{ك}_2 (\text{س} - ١) \right]$$

$$\frac{\text{ج}}{\text{ل}} + (\text{ك}_2) \frac{\text{ب}}{\text{ل}} + \left[\left(\frac{\text{ض}}{\text{ق}} \right) \right]$$

$$\left[\frac{\text{حاصف} - \text{حاصف}}{\text{حاصف}} - \left(\frac{\text{حاصف}}{\text{حاصف}} \right) (\text{و} - ١) \right]$$

$$(١١) \quad \left(\frac{\text{ض}}{\text{ق}} - \frac{\text{ج}}{\text{ل}} \right) \text{ك}_1 +$$

ولتوضيح كيفية التوصل الى التكلفة المتوسطة لرأس المال للمنشأة متعددة الجنسيات ، نفترض أن إحدى هذه المنشآت بصدد اتخاذ قرار بشأن مشروع استثماري إجمالي تكلفته ١٠٠ مليون جنيهه سيتم بمعرفة أحد فروع المنشأة في إحدى

الدول المتطلعة الى التقدم . سيتم تدبير هذا المبلغ على النحو التالي :

— ٢٠ مليون جنيه من الشركة الأم

— ٣٠ مليون جنيه من الأرباح المحتجزة لدى الفرع

— ٥٠ مليون جنيه عن طريق إصدار قرض سندات بمعرفة الفرع في الدولة التي يباشر فيها نشاطه .

وأمكن جمع المعلومات التالية :

— تكلفة رأس المال المملوك للشركة الأم ١٤٪ ، ولكن من المتوقع أن تزداد تكلفة الحصول على أموال جديدة الى ١٦٪ نظرا لزيادة المخاطر التي يحتمل أن تتعرض لها المنشأة .

— تكلفة الاقتراض للشركة الأم بعد خصم ضريبة الأرباح التجارية والصناعية ٥٪ ، ومن المتوقع أن تزداد تكلفة الاقتراض الاضافي الى ٦٪ نتيجة زيادة المخاطر .

— سعر الضريبة على الأرباح التجارية والصناعية في بلد الفرع ٤٠٪ ، وفي بلد الشركة الأم ٤٨٪

— معدل الفائدة على قروض الفرع ١٦٪ سنويا ، علما بأن المعدل السنوي لتدهور عملة البلد الذي يوجد به الفرع هو ٥٪

— للنسبة المثلى للاقتراض الى رأس المال والتي تجعل التكلفة المتوسطة لرأس المال أقل ما يمكن هي ٧/٣ حيث أن رأس المال المقترض ٣٠٠ مليون جنيه ورأس المال المملوك ٧٠٠ مليون جنيه .

من هذه المعلومات يمكن الوصول إلى التكلفة المترسطة لرأس مال المنشأة
متعددة الجنسية كالآتي :

$$\text{ك} = 0,3 \times 6\% + 0,7 \times 16\% = 13\%$$

$$\text{ك ب} = \frac{(0,48 - 1) \times 16\%}{(0,40 - 1)} = 13,9\%$$

$$\text{ك ج} = \frac{95 - 100}{100} - (0,95)(0,40 - 1) \times 16\% = 4,1\%$$

$$\text{ت} = \left(\frac{30}{100} - \frac{50}{100} \right) \times 13\% = 2,6\%$$

$$\text{ك د} = 2,6\% + 4,1 \times 0,50 + 13,9 \times 0,30 + 13\% \times 0,20 =$$

$$11,5\% = 2,6\% + 2,1\% + 4,2\% + 2,6\%$$

ثانياً - دور تكلفة رأس المال في إتخاذ قرارات الاستثمار في المنشأة

متعددة الجنسية :

حتى يتسنى لنا تحديد الدور الذي تلعبه تكلفة رأس المال في إتخاذ قرارات
الاستثمار في المنشآت متعددة الجنسية ، من الضروري أن نختار النموذج المناسب
لهذه القرارات والتكلفة المناسبة ونوضح كيف يمكن أن يتأثر نموذج القرار
الاستثماري بالمخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المنشأة متعددة الجنسية ، وهذا
ما سنتناوله تباعاً فيما يلي :

١ - اختيار النموذج المناسب للقرار الاستثماري للمنشأة متعددة الجنسية :

هناك نوعين من نماذج القرار الاستثماري ، نوع لا يقوم على تكلفة

رأس المال ولا يتخذها كأساس لاتخاذ القرار ، والنوع الثاني يعتمد أساساً على تكلفة رأس المال :

(أ) نماذج لا تعتمد على تكلفة رأس المال :

ومن أمثلتها معدل العائد أو الربح المحاسبي حيث يقسم متوسط صافي الربح السنوي على متوسط قيمة الاستثمار السنوي ، وطريقة فترة الاسترداد Theboydack Retord حيث تحدد الفترة الزمنية اللازمة لاسترداد أو استعادة التكلفة الأصلية المشروع الاستثماري أي الفترة اللازمة لكي يتساوى كل من التدفقات النقدية الداخلة مع تكلفة الاستثمار (1) . وبصفة عامة ، كلما قصرت فترة الاسترداد ، كان الاستثمار أفضل .

ويجاب على النموذج الأول أنه لا يأخذ في اعتباره مفهوم الاستثمار من حيث أنه اتفاق حالي في مقابل تدفقات داخلة في المستقبل . ولا شك أن صافي الربح المحاسبي لا يمكن أن يعبر عن هذه التدفقات بأي حال .

أما نموذج فترة الاسترداد فيجاب عليه بما يلي :

— لا يأخذ في اعتباره شكل التدفقات النقدية على مدى الأعوام المختلفة فيساوي بين استثمائين ينتج عنهما شكلين مختلفين للتدفقات إذا تساوت فترة

(1) أنظر في تفصيل ذلك :

— Bierman, H. and Dyckman, T. R., “Managerial Cost Accounting”, 2nd ed., Collier Macmillan International Editions, New York, 1976, p. 281

— Copeland, R. M. and Dascher, P. E., “Managerial Accounting”, 2nd ed., John Wiley & Sons, New York, 1978, pp. 495-498

الاسترداد ، أى أنه يهمل اختلاف قيمة النقود باختلاف الزمن الذى تحصل فيه .

— يهمل التدفقات النقدية التى تتحقق بعد فترة الاسترداد .

— من الصعب تحديد فترة الاسترداد القصوى التى تعتبر مقبولة .

وبالرغم من هذه العيوب ، فإن نماذج فترة الاسترداد يلقى قبولا إذا كانت المنشأة تواجه مشاكل فى السيولة أو إذا كان المشروع الاستثمارى يواجه مخاطر كبيرة .

ولعل من أهم عيوب هذين النموذجين أنهما لا يأخذان بتكلفة رأس المال فى الحسابات مما يخلق صعوبة فى الحكم على ما إذا كان الاستثمار سيمنى بتوقعات أصحاب الأموال أم لا .

(ب) نماذج تعتمد على تكلفة رأس المال :

ومن أمثلتها نموذج معدل العائد الداخلى $Internal\ Rate\ of\ Return$ ونموذج صافى القيمة الحالية $Net\ Present\ Value$.

يقوم النموذج الأول على تحديد معدل العائد الذى يجعل :

القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة (تكلفة الاستثمار) = القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة .

أى إيجاد قيمة ع في المعادلة الآتية (1) :

$$\text{صفر} = \frac{\text{ن}}{\text{م}} = \frac{(د - خ)}{(ع + ١)}$$

(١٢)

حيث :

(د - خ) : صافي التدفقات النقدية أى التدفقات الداخلة (د) مطروحا
منها التدفقات الخارجة (خ) في السنة م حيث م
= صفر ، ١ ، ٢ ، ٠٠٠ ، ٦ ن

ع : معدل العائد الذى نسعى إلى تقديره .

ويستخدم هذا النموذج تكلفة رأس المال صراحة حيث يقارن معدل العائد
المستخرج من المعادلة السابقة مع معدل عائد محدد مقدما (يمثل تكلفة رأس المال)
فإذا كان يسارها أو يزيد عنها ، كان الاستثمار مقبولا . أما إذا قل عنها ، كان
الاستثمار غير مقبول لأنه لا يحقق الحد الأدنى للعائد الذى يتوقعه المنشأة للوفاء
بالتزاماتها تجاه أصحاب الأموال .

والاختيار بين المشروعات الاستثمارية المتنافسة أى التى يختار من بينها واحد
فقط Mutually Exclusive Projects ، يختار المشروع الذى يعطى أكبر عائد
عكس لأن ترتيب المشروعات المقبولة فعلا يتم حسب معدل العائد الذى يحققه كل
مشروع بدءا بأكبر عائد وإنهاء بأقل عائد .

(١) أنظر :

- Bierman, H. and Dyckman, T. R., op. cit., pp. 282-284
— Copeland, R. M. and Dascher, P. E., op. cit., pp. 493-494

أما النموذج الثاني فيقوم على إيجاد صافي القبعة الحالية لتدفقات النقدية
كالتالي (١) :

صافي القبعة الحالية = القبعة الحالية لتدفقات النقدية الداخلة - القبعة
الحالية لتدفقات النقدية الخارجة .

$$\frac{\sum_{t=0}^n \frac{X_t}{(1+k)^t}}{r} - \frac{\sum_{t=0}^n \frac{D_t}{(1+k)^t}}{r} =$$
$$\frac{\sum_{t=0}^n (X_t - D_t)}{(1+k)^t} \frac{1}{r} =$$

(١٢)

حيث :

(د - خ) : صافي التدفقات النقدية أي التدفقات الداخلة (د) مطروحا
منها التدفقات الخارجة (خ) في السنة r حيث $r =$ صفر

٠،٠٠٠،٢٤١ ن

لعل : معدل العائد المستخدم في خصم التدفقات النقدية .

ويستخدم هذا النموذج تكلفة رأس المال صراحة حيث أن لعل في المعادلة
السابقة تمثل التكلفة المتوسطة لرأس مال المنشأة متعددة الجنسيات .

(١) أنظر :

- Copeland, R. M. and Dascher, P. E., op. cit., pp. 487-488
- Dopuch, N., Birmberg, J. G. and Demski, J. "Cost Accounting", Harcourt Brace Jovanovich, Inc., New York, 1974 pp. 170-171

يعتمد اتخاذ القرار على صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية . فإذا كانت مساوية للصفر أو كانت رقبا موجبا ، كان الاستثمار مقبولا . أما إذا كانت رقبا سالبا ، كان الاستثمار غير مقبول لأن العائد الناتج عنه لا يكفي للوفاء بمتطلبات أصحاب الأموال .

كما أن : ترتيب المشروعات المقبولة طبقا لهذا النموذج يتم حسب صافي القيمة الحالية لكل منها حيث تبدأ بأكبر قيمة وتنتهي بأصغرها ، فالمشروع الذي له صافي قيمة عالية أكبر ، يعتبر أكثرها ربحية وله الأولوية . وطبقا لهذا الأساس يتم الاختيار بين المشروعات الاستثمارية المتنافسة التي يجب اختيار أحدها فقط .

والسؤال الآن هو : أي هذه النماذج يصلح لاتخاذ قرار الاستثمار في المنشأة متعددة الجنسية ؟ بادىء ذي بدء نستبعد النماذج التي لا تقوم على أساس تكلفة رأس المال لأنها تحكم على ربحية الاستثمار بمعايير شخصية اجتماعية . يتبقى لدينا نموذجين يقومان على تكلفة رأس المال وهما نموذجا معدل العائد الداخلي ونموذج صافي القيمة الحالية . أن المقارنة بينهما توضح أن جميع القيم في النموذجين متشابهة باستثناء معدل الخصم الذي نسمي لحسابه أو نستخدمه في خصم التدفقات النقدية . كما يلاحظ أنه إذا كانت $C \leq 0$ ، فإن صافي القيمة الحالية \leq صفر . وعلى ذلك فإن النموذجين يعطيان نفس القرار سواء كان قبول المشروع أو رفضه ، أي أنه إذا كان المشروع الاستثماري مقبولا تحت نموذج معدل العائد ، فإنه سيكون حتما مقبولا إذا استعملنا نموذج صافي القيمة الحالية .

ومع ذلك فإن الطريقتين تعطيان ترتيبا مختلفا للمشروعات الاستثمارية حسب أولويتها من حيث الربحية إذا تحققت أحد الشروط التالية :

— التكلفة الرأسمالية لأحد المشروعات أكبر من التكلفة الرأسمالية لمشروع آخر (اختلاف رأس المال المستثمر) .

— اختلاف مدة حياة المشروع الاستثمارى أو عمره ، ويترتب على ذلك أن يختلف شكل التدفقات النقدية حيث قد تزيد فى احدى السنوات أو كاملاً أو بعضها بالنسبة لمشروع معين وتنقص بالنسبة لمشروع آخر .

والمثال التالى يوضح ذلك حيث يبين ٤ مشروعات استثمارية متنافسة ينبغي اختيار أحدها فقط ، ويوضح الشكل الآتى التدفقات النقدية الداخلة (والخارجة) :

| السنة | مشروع أ | مشروع ب | مشروع ج | مشروع د |
|--|---------|---------|---------|---------|
| صفر | (١٠٠٠) | (١٠٠٠) | (١٥٠٠) | (١٥٠٠) |
| ١ | ١٥٠ | ١٥٠ | ٢٢٥ | ٨٤٠ |
| ٢ | ١٥٠ | ١٥٠ | ٢٢٥ | ٦٤٤ |
| ٣ | ١٥٠ | ١١٨٥ | ١٧٢٥ | ٤٦٤ |
| ٤ | ١٥٠ | — | — | — |
| ٥ | ١١٥٠ | — | — | — |
| صافي القيمة الحالية بمعدل ١٢٪ | ١٠٧,٧ | ٩٧,٢ | ١٠٨,٤ | ٩٣,٧ |
| معدل العائد الداخلى | ٪١٥ | ٪١٦ | ٪١٥ | ٪١٦ |
| ترتيب الأولوية حسب نموذج صافي القيمة الحالية | ٢ | ٣ | ١ | ٤ |
| ترتيب الأولوية حسب نموذج معدل العائد الداخلى | ٣ | ١ | ٢ | ٤ |

واضح هنا أننا سنختار المشروع ح إذا اتبعنا نموذج صافي القيمة الحالية ، وسنختار المشروع ب أو د إذا اتبعنا نموذج معدل العائد الداخلى ، وبذلك نحصل على نتائج متعارضة .

ويرجع هذا الاختلاف أو التعارض إلى معدل العائد الذي يعاد استثمار التدفقات النقدية الداخلة به حيث يفترض النموذج الأول (معدل العائد) أنها تستثمر بنفس معدل العائد الداخلي ، في حين يفترض النموذج الثاني (صافي القيمة الحالية) أن هذه التدفقات يعاد استثمارها بمعدل الخصم أو التكلفة المتوسطة لرأس المال .

ونرى أن الاختيار يجب أن يعتمد أساسا على نموذج صافي القيمة الحالية لأن هذا الصافي هو الذي يساهم في زيادة قيمة المنشأة (أو رأسمالها) . فالهدف الرئيسي للمنشأة هو تعظيم Maximization ثروة المساهمين أو قيمة أموالهم في المنشأة . ويتحقق ذلك عن طريق وجود رقم موجب لصافي القيمة الحالية للاستثمار . ونظرا لأن هذا النموذج يسمح بقياس الزيادة في قيمة حقوق المساهمين ، لذلك يفضل على نموذج معدل العائد .

ومن ناحية أخرى ، فإن المنشأة ترغب في معرفة ما إذا كان المشروع الاستثماري يحقق نفس تكلفة رأس المال المتوسطة فعلا أم لا ، كما أنها ترغب في استثمار تدفقاتها الداخلة بنفس هذه التكلفة وليس بأقل منها مثلا (إذا كان معدل العائد أقل من هذه التكلفة) أو بأكثر منها (حيث قد يصعب ذلك من الناحية العملية) . لذلك نرى أن تعتمد المنشأة متعددة الجنسية (وغيرها من المنشآت) على نموذج صافي القيمة الحالية .

يستلزم اتباع نموذج صافي القيمة الحالية أن يتم تحليل الاستثمار على مستوى المشروع نفسه وعلى مستوى الشركة الأم أي إعداد قائمتين للتدفقات النقدية الأولى توضح التدفقات المتعلقة بالمشروع الاستثماري نفسه ، والثانية توضح التدفقات التي تخرج وتدخل من وإلى الشركة الأم :

(أ) التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري

تمثل التدفقات النقدية الداخلة أساساً في قيمة المبيعات أو إيرادات التشغيل - وأهم ما يلاحظ هنا أن المبيعات تبدأ بأرقام صغيرة ثم تتجه للزيادة السريعة كلما اقتربنا من التشغيل الكامل ، بعد ذلك ترتبط الزيادة فيها بزيادة السكان في الدولة . وبالإضافة إلى المبيعات في السوق المحلي ، يوجد غالباً مبيعات للتصدير تظهر في قوائم التدفق النقدي بالعملة المحلية لأن الإيرادات يجب أن تحول عن طريق الجهاز المصرفي للدولة . وبالطبع يمكن أن يظهر بالقائمة أي إيرادات غير عادية .

أما التدفقات النقدية الخارجة فتتكون في السنوات الأولى (فترة الإنشاء) من تكلفة اقتناء الأصول الثابتة وتكلفة بدء التشغيل . كما يلاحظ أن السنوات التالية قد يستثمر فيها أموال إضافية . فلو أن الفرع أو الشركة التابعة بدأت نشاطها في بلد تصود فيه الحماية الجمركية لتشجيع الصناعات الناشئة ، فبعد زوال هذه الحماية يكون من الضروري زيادة الاستثمارات حتى يمكن منافسة المنتجات الأجنبية . كما أن بعض الدول ترفض تحويل التدفقات النقدية بالكامل إلى الشركة الأم مما يضطرها إلى إعادة استثمارها .

وبعد أن يبدأ الإنتاج تظهر التدفقات المتعلقة بتكاليف التشغيل من خامات وأجور والخدمات الأخرى ، وأعباء التأمين ضد كافة المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها الاستثمار .

وهناك بندين أساسيين من بنود التدفقات الخارجة للمشروع الاستثماري هما :

— مصاريف أو أتعاب أو مقابل الإشراف Supervisory Fee

فالشركة الام تقدم خبرتها عن طريق بعض موظفيها الرئيسيين الذين يعملون محليا أو عن طريق تأدية بعض الخدمات وذلك مقابل مصاريف أو أتعاب تحصل عليها من الفرع أو الشركة التابعة .

— الضرائب المحلية Local Taxes ، وهي تبدأ من السنة الأولى إذا لم يكن هناك إعفاء ضريبي ، أو تبدأ مثلا من السنة السادسة إذا كان هناك إعفاء ضريبي لمدة ٥ سنوات ،

ومن الجدير بالذكر أن التدفق النقدي الصافي عادة ما يكون سالبا في السنوات الأولى ثم يزداد بعد ذلك ليصبح موجبا .

وبتطبيق نموذج صافي القيمة الحالية على التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري يمكن الحكم على مدى ربحيته .

(ب) التدفقات النقدية للشركة الام

بالإضافة إلى تدفقات المشروع الاستثماري نفسه ، فان الشركة الام تهتم بالتدفقات التي تعود عليها فعلا نظرا لاحتمال وجود قيود محلية تحظر خروج الأرباح أو رأس المال أو جزءا منهما . لذلك تعد قائمة ثانية للتدفقات النقدية للشركة الام . وتتكون هذه التدفقات أساسا من :

— تدفقات داخلية تتمثل في صافي تدفقات المشروع الاستثماري نفسه وأتعاب أو مقابل الإشراف والخبرة الذي تحصل عليه من الفرع أو الشركة التابعة .

— تدفقات خارجة تتمثل في ضريبة الدخل في بلد الشركة الام على الأرباح مقابل الإشراف والإدارة .

— أفساط التأمين ضد المخاطر السياسية لدى الوكالات الموجودة في بلد

الشركة الأم .

وللحكم على صلاحية المشروع الاستثماري ، نستخرج صافي القيمة الحالية

لهذه التوقعات باستخدام تكلفة رأس المال .

وعموما قد تتأثر التدفقات النقدية بأحد أو ببعض العوامل الآتية :

— عدم وجود أرقام واحصاءات يمكن الثقة فيها تصلح لتقدير حجم الطلب

Demand Forecast خاصة في الدول النامية .

— مشاكل التعديل المستمر لقوانين الضرائب والجمارك وخاصة ما يتعلق

بالاعفاءات .

— احتمال تغير أسعار صرف العملة *Applicable Exchange Rates* واحتمال

تغير القيود المفروضة على نقل الارصدة من وإلى البلد المضيف .

— الخطر على اخراج جزء من الأرباح *Restrictions on Repatriation of Profit*

للشركة الأم أو المركز الرئيسي . وعلى ذلك فمهما كان التدفق النقدي

الناتج ، فهناك حدا أقصى مما يمكن تحويله للشركة الأم . وهذا يعني ضرورة إعادة

استثمار *Reinvestment* الجزء الباقي الذي لن يخرج خارج حدود البلد المضيف .

ولاشك أن لذلك أثر كبير على استراتيجية الاستثمار في المنشآت متعددة الجنسية

حيث يبدأ المشروع الاستثماري صغيرا نسبيا ثم يتم التوسع تدريجيا بالاعتماد

على الأرباح المحتجزة الغير قابلة للتحويل خارج الحدود .

(٢) اختيار تكلفة رأس المال المناسبة :

أوضحنا فيما سبق أن النموذج المناسب للقرار الاستثماري للمنشأة متعددة الجنسيات يعتمد أساساً على :

— تحديد التدفقات النقدية الداخلة والخارجة لكل من المشروع الاستثماري

نفسه .

— تحديد تكلفة رأس المال .

وقد تناولنا في المبحث السابق طبيعة التدفقات ، يبق أن نحدد تكلفة رأس

المال الواجبة الاستخدام .

بادئ ذي بدء نستبعد تكلفة رأس المال المقترض حيث لا تصلح كأساس

لاتخاذ القرار الاستثماري حتى لو تم تمويل المشروع بالكامل عن طريق الاقتراض .

ولإثبات ذلك نسوق المثال التالي . لنفرض أن تكلفة الاقتراض لأحدى المنشآت

٨ ٪ سنوياً وتكلفة رأس المال المملوك ١٢ ٪ ، وتواجه المنشأة إنشاء مشروع

استثماري يمول عن طريق الاقتراض . قد يتصور البعض أن هذا المشروع يجب

أن يعطى عائداً لا يقل عن ٨ ٪ لأنه سيمول فقط عن طريق الاقتراض ، ولكن

ذلك غير صحيح لأن المنشأة تستغل إمكانياتها المختلفة (ومنها وجود رأس مال

مملوك بدرجة كافية) للحصول على قرض بتكلفة منخفضة تساوي تكلفة الاقتراض

السابق إذ لم تكن وصلت إلى الهيكل الأمثل لرأس المال . ولكن مع ازدياد

التوسع في السنوات التالية ، فإن المنشأة ستجد من الضروري زيادة رأس المال

المملوك بالحصول على أموال جديدة من ملاكها وإلا زادت نسبة القروض/رأس

المال المملوك عن الحد الأمثل الأمر الذي يؤدي إلى زيادة تكلفة الاقتراض .

وينطبق نفس القول على تكلفة رأس المال المملوك (وهو الذي يتمثل

في الأرباح المحتجزة بمعرفة الفرع) حيث لا يصلح أساساً لاتخاذ القرار الاستثماري .
وللتدليل على ذلك نعود إلى المثال السابق ونفرض أن المنشأة اقترضت في السنة
الاول بشكل كبير بحيث وصلت إلى الحد الأمثل وذلك لتمويل مشروع استثماري
يعطى عائدا قدره ٩ ٪ . ولكن في العام التالي اتيح لها فرصة استثمار يعطى عائدا
قدره ١١ ٪ وسيمول عن طريق الأرباح المحتجزة . من الناحية النظرية ، فإن
هذا المشروع سيواجه بالطبع بالرفض إذا كانت تكلفة رأس المال المملوك ١٢ ٪
وهذه نتائج بلا شك متعارضة ، الأمر الذي يدعو إلى اتخاذ تكلفة رأس المال
المتوسطة كأساس لاتخاذ القرار الاستثماري .

وعموماً فإن أي مشروع استثماري يتم في بلد أجنبي يمول عادة عن طريق أموال
مقدمة من الشركة الأم وأرباح محتجزة بمعرفة الفرع أو الشركة التابعة وأموال
مقترضة بمعرفة هذا الفرع أو الشركة التابعة مما يجعل من المنطقي أن يؤخذ بتكلفة
رأس المال المتوسطة كأساس لاتخاذ القرار الاستثماري . كما يتأكد هذا الرأي
إذ نظرنا إلى المنشأة باعتبارها مستمرة Going Concern لاتخصص قرض معين
أو أرباح محتجزة معينة أو رأس مال مملوك محدود بالذات لاستثمار معين ، أي
تختلط الأموال ببعضها ويصرف منها على كافة الاستثمارات الأمر الذي يؤكد
أن تكلفة رأس مال هذه المنشأة هو التكلفة المتوسطة وليس أحد مكوناتها .

والآن قد يتبادر إلى الذهن تساؤل : أليس من المنطقي أن تتخذ التكلفة
الحدية لرأس المال أو تكلفة الحصول على أموال إضافية كافة المصادر كأساس
لاتخاذ القرار الاستثماري ؟ وسبب هذا التساؤل هو أن المنشأة قد تحصل على أموال
عن طريق الاقتراض بتكلفة أكبر من تكلفة الاقتراض السابق ، كما يشترط
المساهمون الجدد عائداً يزيد عن العائد الذي سبق أن دفعته المنشأة للملاك .

والاجابة على هذا التساؤل لا تمثل مشكلة كبرى فالباحث يتفق تماما مع هذا الرأي ، فالتكلفة الحدية أو النفاضية هي أساس اتخاذ معظم القرارات ومنها القرارات الاستثمارية . ولكن الباحث يختلف مع سبب التساؤل الذي يفترض أن التكلفة الحدية لرأس المال أو تكلفة الحصول على أموال إضافية تختلف عن التكلفة المتوسطة لرأس المال للأسباب الآتية :

— تحاول أى منشأة جاهدة أن تحتفظ بهيكل أمثل لرأس المال (نسبة الاقتراض / رأس المال المملوك) ، وهو الهيكل يجعل تكلفة رأس المال المتوسطة أقل ما يمكن .

— يستخدم هذا الهيكل الأمثل في الوصول إلى التكلفة المتوسطة وليس الهيكل الفعلي الموجود حاليا ، الأمر الذي يجعل التكلفة المتوسطة ثابتة من فترة لآخرى ، وقبل وبعد الحصول على أموال إضافية .

— أن قدرة أى فرع أو شركة تابعة حدود ترتبط أساساً بمدى وجود رأس مال مملوك كاف (1) ، الأمر الذي يؤكد ضرورة الحفاظ على الهيكل الأمثل لرأس المال .

لهذه الأسباب مجتمعة ، فإن التكلفة الحدية أو تكلفة الحصول على أموال إضافية من كافة المصادر يجب أن تساوى التكلفة المتوسطة لرأس المال . لذلك يستوى الأمر أن يقال أننا أخذنا التكلفة المتوسطة أو التكلفة الحدية لرأس المال كأساس لاتخاذ القرار الاستثمارى .

(1) Folks, William R., " Capital Foreign Borrowing Strategies with Operations in Foward Exchange Markets ", Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 13, No. 2, June 1978, pp. 245-254

(٣) المخاطر التي تتعرض لها المنشآت متعددة الجنسية وعلاقتها بنموذج

القرار الاستثماري

تواجه هذه المنشآت ثلاثة أنواع من المخاطر :

— المخاطر التجارية ، وهي في ذلك مشابهة أى منشأة تعمل على نطاق محلي .

— المخاطر الناتجة عن انخفاض قيمة عملة البلد الذي يعمل فيه الفرع

أو الشركة التابعة .

— المخاطر السياسية .

وبما لا شك فيه فإن نموذج القرار الاستثماري يتأثر بهذه المخاطر ، ولكن السؤال هنا هو : ما هي عناصر النموذج التي ستتأثر بهذه المخاطر؟ وبعبارة أخرى ، هل تتأثر التدفقات النقدية فقط أم أن تكلفة رأس المال هي التي ستتأثر أم الاثنان معاً ؟ نوضح فيما يلي كيفية أخذ هذه المخاطر في الحسبان وبيان أثرها على نموذج القرار الاستثماري للمنشأة متعددة الجنسية .

(أ) المخاطر التجارية Commercial Risks

تمثل هذه المخاطر في احتمال تغير الظروف الاقتصادية عما هو متوقع مثل توقف بعض العملاء عن سداد مبالغ كبيرة أو انخفاض الطلب على منتجات المنشأة أو الزيادة في الأسعار بشكل غير متوقع مما يزيد في أسعار عوامل الإنتاج عما كان مقدراً لها . نتيجة لذلك يكون هناك تفاوتاً كبيراً في توقعات التدفقات النقدية المنتظرة من المشروع الاستثماري حيث قد تتراوح التوقعات بين الكسب الوفير والخسارة التامة .

فشلا إذا تم الاستثمار في سندات حكومية بمعدل فائدة ثابت أي لا يوجد

احتمال تغير هذا المعدل من عام لآخر ، فإن هذا المشروع الاستثماري يعتبر
 عديم أو حال المخاطرة ، أما شراء أسهم شركة تعمل مثلاً في وسط أفريقيا
 لاستخراج البورانيوم ، فإنه يمثل استثماراً محفوظاً بالمخاطرة أو عدم التأكد
 Risk or Uncertainty لأن العائد المتوقع من هذا الاستثمار قد يتغير كثيراً
 وبسبب عاليه من حيث الربح إلى الخسارة ، وبالتالي كلما زاد احتمال تغير
 نفس التدفقات النقدية ، كلما زادت المخاطرة التجارية أو عدم التأكد الذي يحيط
 بالمشروع الاستثماري .

فإذا كان هناك فعلاً هذا النوع من المخاطر ، التدفقات التي تدخل ضمن نموذج
 القرار الاستثماري هي أحسن التوقعات أو أفضلها أو أكثرها احتمالاً
 Best Estimates . وغالباً ما يؤخذ القيمة المتوقعة للتدفقات التي تحصل عليها عن
 طريق ضرب كل تدفق في احتمال وقوعه ثم جمع نواتج حاصل الضرب .

وبشأن علاقة المخاطر التجارية بنموذج القرار الاستثماري ، يرى البعض أن
 تعدل تكلفة رأس المال المستخدمة في هذا النموذج بحيث يضاف إليها علاوة
 لمقابلة المخاطرة التجارية (1) ، وعلاوة أخرى لمقابلة التضخم المتوقع (2) ، أي
 أن المعدل المستخدم في خصم التدفقات النقدية = تكلفة رأس المال في الظروف
 العادية + علاوة للمخاطرة + علاوة للتضخم .

(1) Fama, Eugene F., "Risk-Adjusted Discount Rates and
 Capital Budgeting under Uncertainty", Journal of Financial
 Economics, vol. 5, No. 1, 1977, pp. 3-23

(2) Basu, S. and Hanna, J. R., "General Price Level Adju-
 stment and Return on Investment", Financial Analysts Journal,
 vol. 34, No. 1, 1978, pp. 55-67

وتحدد هذه العبارات بناء على تقدير القائمين باتخاذ القرار ومدى حاسبتهم للمخاطرة وعدم التأكد .

ويلاحظ هنا أن أخذ عنصر المخاطرة في الحسبان يتم على مستوى تكلفة رأى المال أى قبل الوصول إلى صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية .

إلا أن الآراء الحديثة في هذا المجال تنادى بأن يحسب صافي القيمة الحالية للتدفقات باستخدام تكلفة رأس المال في الظروف العادية ، ثم تدخل عنصر عدم التأكد في الحسبان أو التحليل ليقاس مستقلاً عن صافي القيمة الحالية في مرحلة تالية . ويفضل الباحث هذه الآراء لأن إضافة نسبة مئوية جزافية إلى تكلفة رأس المال يجعل هذه النسبة تتزايد من عام لآخر ، وهذا راجع إلى خصم التدفقات بفائدة مركبة وليس بفائدة بسيطة . ومن البديهي أن الزيادة في هذه النسبة غير حقيقية فليس من الضروري أن تتزايد المخاطرة مع مرور الزمن وبنسبة ثابتة وعموماً نقاس المخاطرة التجارية طبقاً لهذه الآراء بانباع أحد الأساليب الآتية :

— الإنحراف المعياري Standard Deviation

كلما ضاق التوزيع الاحتمالي لقيم التدفق النقدي المتوقعة في مختلف الظروف المحتملة ، كلما قل تشتت القيم وكلما قل الإنحراف المعياري لهذه التدفقات ، ووفقاً لهذا الأسلوب ، نعطي الأفضلية للمشروع ذات الإنحراف المعياري الأقل حيث يدل ذلك على مخاطرة أو عدم تأكد أقل (١) ولا شك أن ذلك يفترض أولاً أن يكون المشروع الاستثنائي محققاً لعائد لا يقل من تكلفة رأس المال المتوسطة .

— معامل الاختلاف Coefficient of Variation

يحسب معامل الاختلاف بقسمة الانحراف المعياري لتدفقات كل مشروع

استثمارى على القيمة المتوقعة لتدفقات المشروع المختص . ويختار المشروع ذات
المعامل الأقل لأن ذلك يدل على نقص المخاطرة أو عدم التأكد .

وقد اتبع هذا الأسلوب لمعالجة عيوب الأسلوب السابق حيث قد يتساوى
الإنحراف المعيارى لتدفقات مشروعين استثماريين ولكن يختلفان فى القيمة
المتوقعة لهذه التدفقات . فلا شك أن هذه القيمة إذا كانت كبيرة ، كان المشروع
أفضل وهو ما نصل إليه باتباع أسلوب معامل الاختلاف بعكس أسلوب
الإنحراف المعيارى الذى يساوى بين المشروعين (٢) .

— نظرية مجموعة الاستثمارات Portfolio Theory —

تهدف هذه النظرية إلى اختيار المزيج الأمثل من الاستثمارات أو الأصول
الذى يعطى أعلى عائد ممكن فى حدود درجة معينة من عدم التأكد أو المخاطرة
أو أقل مخاطرة ممكنة لمعدل عائد محدد سلفاً . ويلاحظ أن هذه النظرية طبقت
أصلاً على الاستثمارات المالية (أسهم وسندات) ، ولكن تطبيقها أمتد ليشمل
الأصول المادية من معدات وآلات وخلافه .

ويتطلب تطبيق هذا الأسلوب ألا ينظر إلى مشروع استثمارى مستقلاً عن
المشروعات الأخرى الموجودة فعلاً والمحتملة ، بل يجب دراسة علاقة هذا المشروع
بالأصول الأخرى الموجودة وفرص الاستثمار الأخرى المتاحة . فمثلاً أرادت

(1) Solomon, E, and Pringle, J., " An Introduction to
Financial Management ", 2 nd ed., Goodyear Publisling Co.,
Inc., Santa Monica, California, 1980, pp. 713-715

(2) Horngren, Charles T., op. Cit., p. 756

شركة لإنتاج الصلب إقامة مشروع استثماري لإنتاج مواد البناء . من المعلوم أن الطلب على الصلب يزداد وبالتالي يزيد العائد منه إذا كان الاقتصاد القومي في حالة انتعاش ورخاء . أما مواد البناء فهي تسير عكس ذلك . فإذا كان الاقتصاد القومي ككل في حالة كساد ، فإن الطلب على مواد البناء سيزيد وذلك لتوفير الأموال بالبنوك لأقراضها لمن يشاء بسعر فائدة ضئيل . وهذا يعني أن الاستمرار في كلا النوعين (أي تنويع الاستثمارات) يعطى عائداً شبه ثابت من فترة لآخرى مهما تغيرت الظروف . وينعكس ذلك على الانحراف المعياري للتدفق النقدي لمجموعة الاستثمارات ، فإذا كانت ترتبط بعضها ارتباطاً عكسياً Negatively Correlated ، فإن الانحراف المعياري للتدفق النقدي الناتج من مجموعة الاستثمارات مأخوذة ككل سيكون أصغر من مجموعة الانحرافات للمعيارية لتدفقات كل مشروع مأخوذاً على حدة . ويحدث العكس إذا كان الارتباط طردياً Positively Correlated بين مجموعة المشروعات الاستثمارية . لذلك تلجأ المنشأة عادة إلى اختيار مجموعة الاستثمارات ذات الانحراف المعياري الأقل (١) .

— نظرية المنفعة Utility Theory

هناك ثلاثة احتمالات ممكنة في مواجهة المخاطرة (٢) .

الأول — الرغبة في أوجب المخاطرة Desire por Risk ، وهنا لا يخشى القائم باتخاذ القرار المخاطرة بل أنه يفضلها . ويحدث ذلك إذا كان لديه موارد كافية بحيث أنه لا يتأثر إذا تعرض لخسائر مالية . وتتميز منفعة الحدية للنقود بأنها متزايدة .

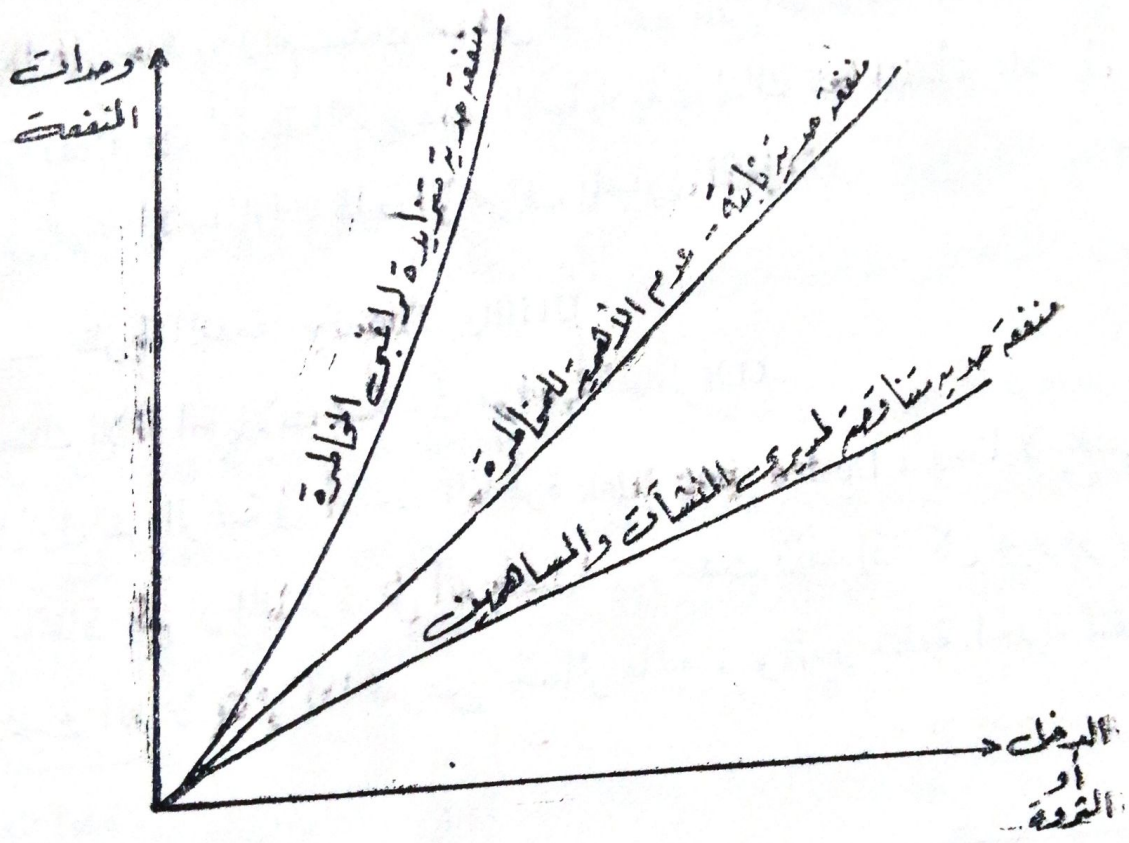
(1) Van Horne, J., op. cit., pp. 51-53

(2) Bierman, H. and Dyckman, T. R., op. cit., pp. 363-369

الثاني - الرغبة في تجنب (أو الخوف من) المخاطرة Aversion to Risk
 وهنا يحاول القائم بإتخاذ القرار تجنب المخاطرة أو الاحتياط لها . ويحدث ذلك
 إذالم يكن هناك موارد مالية كافية بحيث أن الخسارة تؤثر فيه . وتتميز منفعته
 الحدية للنقود بأنها متناقصة .

الثالث - عدم الأهمية للكسب أو الخسارة Indifference to Risk
 وهنا يستوى الأمر لدى متخذ للقرار سواء من ناحية الكسب أو الخسارة .
 وتتميز منفعته الحدية بأنها ثابتة .

وقد أثبتت الدراسات العملية أن مديري المنشآت والمساهمين يندرجون تحت
 المجموعة الثانية أي التي تخشى الخسائر Risk Averters .
 ويوضح الشكل التالي منحنيات المنفعة الحدية لهذه المجموعات الثلاثة :

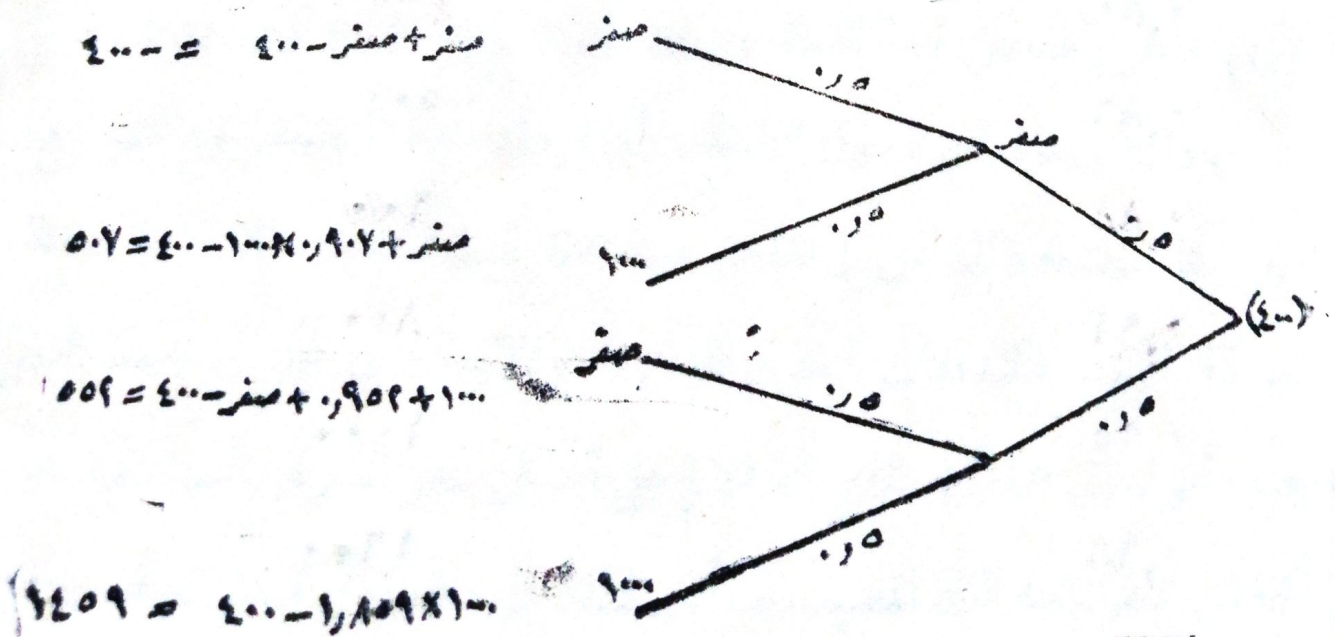


ولتطبيق أسلوب نظرية المنفعة بعد التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية ،
 ويستخرج صافي القيمة الحالية في جميع الحالات الممكنة وذلك باستخدام تكلفة

رأس المال . بعد ذلك تعد دالة المنفعة لهذه المنشأة وتضرب وحدات المنفعة لكل قيمة حالبة في احتمال وقوع كل حالة ثم يجمع حواصل الضرب لينتج القيمة المتوقعة للمنفعة Expected Utility . ثم تقارن القيمة المتوقعة للمنفعة مع دالة الصفر (أى القيمة قبل الاستثمار) ، فإذا كانت الأولى أكبر (أى القيمة المتوقعة للمنفعة بعد قرار الاستثمار) كان المشروع الاستثمارى مقبولاً لأن ذلك يؤدي إلى تعظيم المنفعة وزيادة ثروة المساهمين الممثلة في قيمة حقوقهم لدى المنشأة .
ولتوضيح تطبيق هذا الأسلوب نفترض أن المنشأة بصدد اتخاذ قرار استثمار علمياً بأن تكلفة رأس المال ٥٪ ، وتدفقات المشروع الاستثمارى كالتالى :

| الفترة | التدفق | بيان |
|--------|--------|--------------------------|
| صفر | (٤٠٠) | تكلفة المشروع الاستثمارى |
| ١ | صفر | وذلك باحتمال ٠,٥ |
| | ١٠٠٠ | باحتمال ٠,٥ |
| ٢ | صفر | وذلك باحتمال ٠,٥ |
| | ١٠٠٠ | باحتمال ٠,٥ |

تظهر شجرة القرارات كالتالى :



ويمكن تلخيص ذلك في الجدول التالى :

| حالة | حالة ٣ | حالة ٢ | حالة ١ | بيان |
|------------------------------|-----------|-----------|-----------|---------------------|
| (٤٠٠) | (٤٠٠) | (٤٠٠) | (٤٠٠) | التدفقات النقدية |
| ١٠٠٠ | ١٠٠٠ | صفر | صفر | |
| ١٠٠٠ | صفر | ١٠٠٠ | صفر | |
| ٠,٥ × ٠,٥ | ٠,٥ × ٠,٥ | ٠,٥ × ٠,٥ | ٠,٥ × ٠,٥ | احتمال وقوع كل حالة |
| ٠,٢٥ | ٠,٢٥ | ٠,٢٥ | ٠,٢٥ | |
| صافي القيمة الحالية للتدفقات | | | | |
| ١٤٥٩ | ٥٥٢ | ٥٠٧ | ٤٠٠ - | النقدية بمعدل ٥٪ |

ولنفرض أنه أمكن وضع دالة المنفعة للمنشأة كما يلي :

القيمة بالجنيه (صافي القيمة الحالية) وحدات المنفعة

| | |
|-------|-------|
| صفر | ٤٠٠ - |
| ٠,٤٠ | ٢٠٠ - |
| ٠,٦٠ | صفر |
| ٠,٦٨٥ | ٧٥ |
| ٠,٧٥ | ٢٠٠ |
| ٠,٨٠ | ٣٠٠ |
| ٠,٨٦ | ٥٠٠ |
| ٠,٨٨ | ٦٠٠ |
| ٠,٩١ | ٨٠٠ |
| ٠,٩٥ | ١٠٠٠ |
| ٠,٩٨ | ١٦٠٠ |
| ١,٠٠ | ٢٠٠٠ |

وانصل إلى القيمة المتوقعة المنفعة بعد الجدول التالي :

| وحدات المنفعة مضروبة في الاحتمال | احتمال وقوع كل حالة | وحدة المنفعة | صافي القيمة الحالية لكل حالة |
|-------------------------------------|------------------------|-------------------------|---------------------------------|
| صفر | ٠,٢٥ | صفر | ٤٠٠ - |
| ٠,٢١٥ | ٠,٢٥ | ٠,٨٦ | ٥٠٧ |
| ٠,٢١٧ | ٠,٢٥ | ٠,٨٧ | ٥٥٢ |
| ٠,٢٤٣ | ٠,٢٥ | ٠,٩٧ | ١٤٥٩ |
| <u>٠,٦٧٥</u> | | القيمة المتوقعة للمنفعة | |

وحيث أن دالة الصفر قبل الاستثمار = ٠,٦ (وهي موضحة بجدول دالة للمنفعة) ، إذن يعتبر الاستثمار مقبولاً لان القيمة المتوقعة للمنفعة أكبر منها قبل الاستثمار وبالتالي يؤدي هذا المشروع إلى تعظيم منفعة المساهمين .
ونرى أن هذا الأسلوب هو الأفضل والواجب الاتباع لانه يأخذ في اعتباره مدى أهمية أو منفعة النقود في الحسابان ، وبالتالي قدرة المنشأة على تحمل الخسائر .

(ب) مخاطر انخفاض قيمة العملة Foreign Exchange Rate Risks

يحدث دائماً ، خاصة في الدول النامية ، أن تزداد حدة التضخم مع التوسع الإنتاجي بما يستتبعه ذلك من انخفاض قيمة عملة البلد المضيف بالمقارنة بعملة بلد الشركة الأم . فالتدفقات النقدية للمشروع الاستثماري تحسب بعملة البلد المضيف وتحويل إلى عملة بلد الشركة الأم على أساس سعر الصرف السائد وقتئذ . فلو أنخفض سعر عملة البلد المضيف ، أدى ذلك إلى نقص في قيمة التدفقات التي تعود إلى الشركة الأم . فمثلاً كان الجنيه المصري منذ عدة سنوات قليلة يساوي

حوالي ١,٤٠ دولار أمريكي حسب الاسعار التشجيعية. أما الآن فإنه لا يساوي سوى ١,٢٠ دولار أمريكي ، فإذا كان صافي التدفقات الذي سيعود إلى الشركة الام ١٠٠,٠٠٠ جنيه مصري ، فإنها ستحول إليها بما يساوي ١٤٠,٠٠٠ دولار ، ولكن بعد إنخفاض قيمة العملة لن يحول سوى مبلغ ١٢٠,٠٠٠ دولار مما يؤدي إلى إلى إنخفاض قيمة التدفقات عما لو استمر سعر العملة ثابتا .

وتسكن مخاطر هذا الوضع في احتمال إنخفاض القيمة الحقيقية لرأس مال الشركة الام نفسها نتيجة لإنخفاض قيمة رأس مال الشركة التابعة والذي يترجم إلى عملة بلد الشركة الام في الميزانية الموحدة Consolidated Balance Sheet وتمثل قيمة الإنخفاض خساره تؤدي إلى نقص أرباح المنشأة متعددة الجفسية وتظهر في حساب الأرباح والخسائر الموحدة Consolidated profit and Loss Account كالآتي :

حساب الأرباح والخسائر الموحد

×× فرق تقديم العملة (خسائر)
ناجمة عن إنخفاض قيمة
مساهمة الشركة الام في رأس
مال الشركة التابعة .

وبما لا شك فيه أن أخذ هذه المخاطرة في الحسبان يستلزم التنبؤ باحتمال انخفاض قيمة عملة البلد المضيف والذي يستند إلى العوامل التالية (١) .

— مدى تناسب الريادة في عرض النقود مع الظروف الاقتصادية السائدة .

— مدى سلامة التنسيق بين السياسات الاقتصادية المختلفة .

— مدى سلامة السياسة الضريبية .

— اتجاه مستوى الاسعار وتكاليف الإنتاج .

— معدل نمو النفقات العامة المرتبطة برفاهية المجتمع .

— الفائض أو العجز في ميزان المدفوعات .

— مركز احتياطي الدولة من العملات الاجنبية .

— مركز الاستثمار والسيولة .

— طبيعة الارتباطات الدبلوماسية والعسكرية للدولة .

ولتقليل المخاطر الناجمة عن احتمال انخفاض قيمة عملة البلد المضيف ، تلجأ

المؤسسات متعددة الجنسية إلى إتباع الوسائل التالية (٢) :

(١) أنظر :

— Weston, J. F. and Sorge, B. W., “ International Managerial Finance ”, Richard D. Irwin, Inc., Homewood, Illinois, 1972, pp. 61-66

— Choi, F. D. and Mueller, G. G., op. cit., p. 233

(٢) أنظر :

— Imai, Yutaka, “ Exchange Rate Risk Protection in International Business ”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 10, No. 3, September 1975, p. 447

— Eiteman, D. K. and Stonehill, A. I., op. cit., pp. 120-124

— عقود شراء العملة المؤجلة حيث يشتري الفرع أو الشركة التابعة عملة البلد الذي يوجد به الشركة الأم على أساس سعر صرف محدد مقدما ويتم التسليم في تاريخ لاحق .

— احتفاظ الفرع أو الشركة التابعة برصيد نقدي عند أقل مستوى ممكن أى فقط بالجزء الضرورى لسير العمل .

— الاحتفاظ بالارصدة النقدية الفائضة فى شكل عملة من العملات القوية ،

— تحرير فوائير البيع بتحصيل للتصدير بعملات قوية .

— قيام الفرع أو الشركة التابعة بتحصيل الديون المحلية بأسرع ما يمكن (أى تقصير فترة التحصيل) تجنباً لتحصيل نقود انخفضت قيمتها .

— تحويل النقدية الفائضة (التى يتعذر تحويلها إلى عملة بلد الشركة الأم) إلى شكل غير نقدي لا يتأثر بانخفاض قيمة العملة (بضاعة مثلاً) .

— سداد الالتزامات الأجنبية التى تتطلب أن يكون السداد بعملة أجنبية قوية بأسرع ما يمكن أو حتى سدادها مقدما قبل حلولها أجلها .

— زيادة اقتراض الفرع أو الشركة التابعة من أسواق المال المحلية بعملة البلد الذى توجد به إلى أقصى حد ممكن .

— تأجيل سداد الالتزامات المحلية إلى أقصى أجل ممكن الاستفادة من انخفاض قيمة العملة التى يتم بها السداد .

— قيام الفرع أو الشركة التابعة بالسداد المقدم للمصروفات الواجب سدادها بعملة قوية .

— تحويل الأرباح بخروجها من البلاد إلى الشركة الأم بأسرع ما يمكن .
والسؤال الذي يشور الآن هو : كيف يتأثر نموذج القرار الاستثماري للمنشأة
متعددة الجنسية بمخاطر انخفاض قيمة عملة البلد المضيف ؟ سبق أن أوضحنا في
الفقرة السابقة أن المنشأة متعددة الجنسية تلجأ إلى عدة وسائل لتقليل هذه المخاطر
إلى أدنى حد ممكن . ولاخذ ما يتبقى من هذه المخاطر في الحسبان ، يرى الباحث :

— عدم زيادة تكلفة رأس المال للمنشأة بعلاوة تغطي الخسائر المحتملة
والتي تنتج عن هذه المخاطر . ويرجع السبب في ذلك إلى أن أي زيادة بهذا
الشكل ستكون جزافية دون أي أساس علمي ، كما أنها ستكون تراكمية أي تتزايد
من عام لآخر نظراً لانباع نظام الفائدة المركبة وليس البسيطة في الوقت الذي
قد تنخفض فيه هذه الخسائر نتيجة تدخل حكومة البلد المضيف للمحافظة على
قيمة العملة ،

— وعلى العكس من ذلك ، نرى أن تتأثر التدفقات النقدية الممولة للشركة
الأم حيث تقدم على أساس سعر التمويل المحتمل أن يسود في الفترة التي سيتم فيها
التمويل . ولاشك أنه من السهل الوصول إلى تقدير معقول لهذا السعر وذلك بعكس
تقدير قيمة الزيادة في تكلفة رأس المال الواجب أن تقابل انخفاض قيمة العملة .
كما أن هناك تدفقات نقدية خارجية تتمثل في تكلفة العمليات المؤجلة لشراء العملة .
وما من شك في أن كل ذلك يؤثر في نموذج القرار الاستثماري ويتحكم فيه .

— بالنسبة لانخفاض القوة الشرائية للنقود عند سداد قروض الفرع أو
الشركة التابعة ، فقد سبق أن راعينا ذلك عند تحديد تكلفة الاقتراض المحلي
وبالتالي لا داعي لآخذها في الحسبان عند تقرير التدفقات النقدية .

(ج) المخاطر السياسية Political Risks

عانت المنشآت متعددة الجنسية خاصة شركات البترول التي تعمل في بعض البلاد البترولية من المخاطر السياسية التي يمكن أن تتمثل فيما يلي (١) :

— احتمال تأميم الفرع أو الشركة التابعة أو نزع ملكية أو مصادرة بعض أصولها وذلك مقابل تعويض أو بدون تعويض .

— احتمال إدخال تعديلات ضريبية يمكن أن تمس الأرباح التي تعود إلى الشركة الأم .

— احتمال فرض قيود على تحويل الأرباح ورأس المال إلى الشركة الأم

— احتمال فرض رقابة أو تدخل من جانب الحكومة المحلية على أسعار

البيع أو أسعار عوامل الإنتاج .

— احتمال فرض قيود على تصدير منتجات الفرع أو الشركة التابعة أو على

استيراد مستلزمات الإنتاج .

— احتمال فرض قيود على أحجام الإنتاج ،

— احتمال فرض قيود تتعلق بتحديد عدد من الوطنيين في مجالس إدارة

الشركات التابعة ،

(١) أنظر :

— Bunn, D. W. and Mustafaoglu, M. M., "Forecasting Political Risk", Management Science, vol. 24, No. 15, November 1978, pp. 1557-1558

— Solomon, E. and Pringle, J. J., op. cit., pp. 682-683

- فرض قيود على تأشيرات الدخول وتصاريح العمل للأجانب .
- احتمال إعادة النظر في الانفاقيات بما قد يضر بالمنشأة .
- احتمال وجود حالة من عدم الاستقرار الداخلي خاصة أثناء الحروب والاضطرابات الداخلية والازمات الاقتصادية مما قد يعود بالضرر على المنشأة .
- وحتى يمكن أخذ المخاطر السياسية في الحسبان ، لابد من التنبؤ بها باستخدام أحد من الأساليب العديدة التي اقترحها الباحثون . فقد قام Siobaugh بدراسة ميدانية شملت ٤ منشآت متعددة الجنسية واستنتج أن هناك ٤ طرق مستعملة في هذه المنشآت للتنبؤ بالمخاطر السياسية هي (١) :

- طريقة الاستثمار أو عدم الاستثمار Go/ not to go

طبقا لهذه الطريقة يبحث مناخ الاستثمار في البلد المضيف ، فإذا كان في صالح المنشأة ، اتخذ القرار بالاستثمار . وفي غير ذلك من الحالات يكون القرار بعدم الاستثمار .

- طريقة إضافة علاوة لمقاولة المخاطرة Premium for Risk

طبقا لهذه الطريقة ، تشترط المنشأة عائدا على استثماراتها في بلد آخر يزيد عن التكلفة المتوسطة إذا كان مناخ الاستثمار في هذا البلد في غير صالحها . وتغطي الزيادة في العائد المخاطر السياسية المتوقعة . ومن الجدير بالذكر أن ٨٠ ٪ من المنشآت التي شملتها الدراسة تدفع هذه الطريقة .

(1) Stobaugh, Robert, "How to Analyse Foreign Investment Climates", Harvard Business Review, September/October 1968, pp. 100-108

— طريقة التقديرات Range of Estimates

طبقا لهذه الطريقة ، يستعمل في نموذج القرار الاستثمارى أفضل التقديرات للتدفقات النقدية المتوقعة من المشروع .

— طريقة تحليل المخاطرة Risk Analysis

طبقا لهذه الطريقة يتم تحليل المخاطر السياسية حسب الاسباب المحتملة لها ، ويعطى لكل منها احتمال معين . وإذا كان احتمال وقوع المخاطر كبيراً ، يرفض المشروع الاستثمارى . وما هو جدير بالذكر أن هذه الطريقة متبعة في عدد محدود جداً من المنشآت .

أما Rummel و Heenan فقد اقترحا أسلوباً يعتمد على تحليل المتغيرات المتعددة التي تؤثر في المخاطر السياسية (١) . وطبقا لهذا الأسلوب يطلب من عدد من الخبراء بالبلد المضيف مثل العاملين بالبنوك والاقتصاديين وعلماء الاجتماع والخبراء العسكريون وغيرهم وضع توزيع اخصائى لاحتمال وقوع المخاطر السياسية وذلك بناء على تقديرهم الشخصى . ويستلزم ذلك أن يحدد كل من الخطر والعوامل التي يمكن أن تسبب في وقوعه . وعلى سبيل المثال ، لنفرض أن المطلوب هو وضع توزيع لاحتمال وقوع الخطر « نزع الملكية » . في هذه الحالة تصاغ المشكلة للخبير كالآنى :

« يحتمل أن تؤمم أصول الفرع أو الشركة التابعة وتتولى الحكومة المحلية

(1) Rummel, R. J. and Heenan, D. A., " How Multinationals Analyze Political Risk ", Harvard Business Review, January / February 1978, pp. 67-76

الإدارة . ويحتمل أن يكون هناك تعويض مناسب أو قد يكون التعويض غير مناسب أو قد لا يوجد أى تعويض بالمرّة .

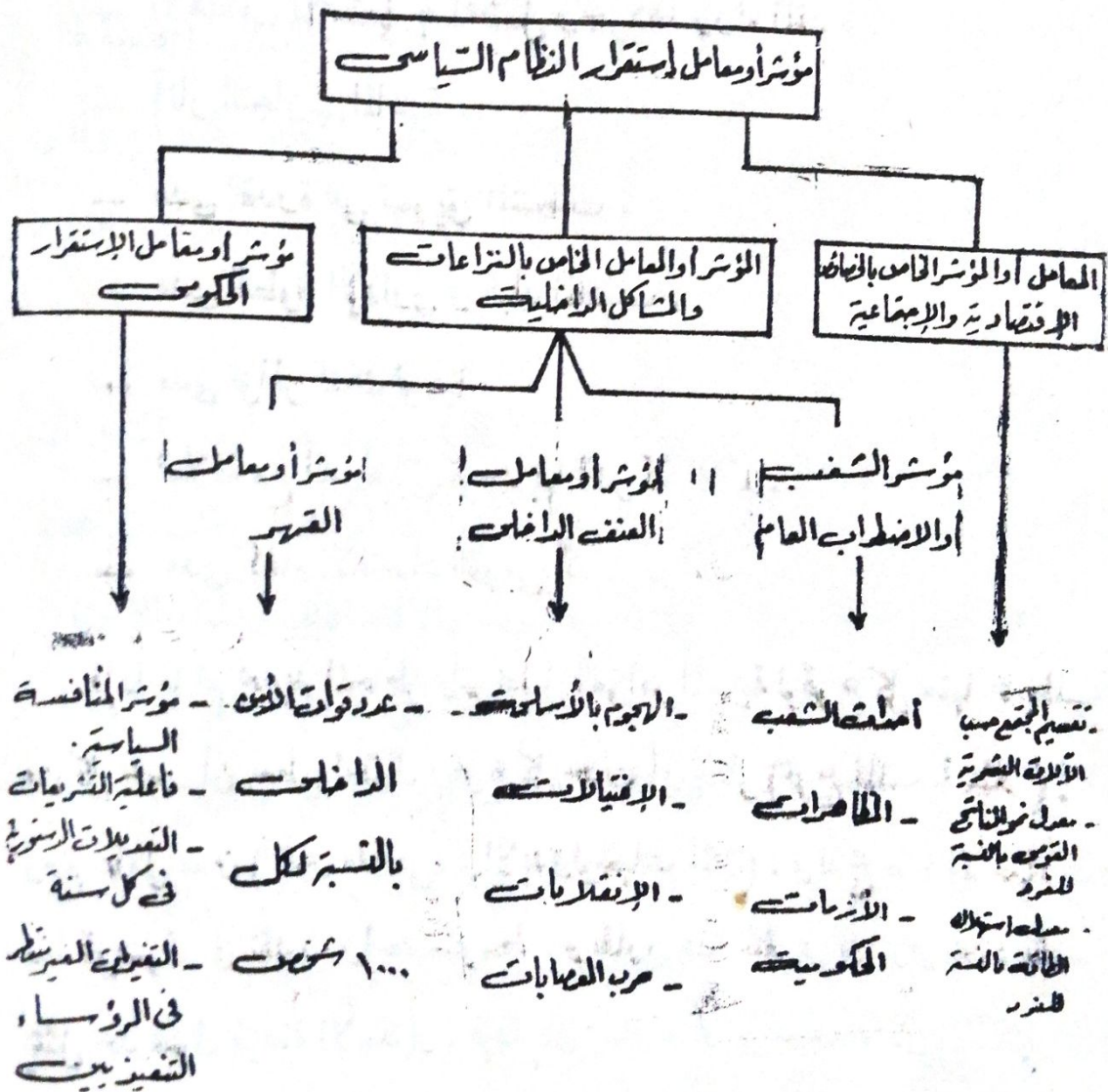
كما نوضح له العوامل التي يمكن أن تسبب وقوع هذا الخطر كالتالي :

- تغير مفاجيء في الأيدولوجيات أو الأفكار السياسية .
- نظرة المواطنين إلى الأجانب (هل جازا لمساعدتهم أم لا) .
- الأهداف الاستعمارية المحتملة وجودها وراء المنشأة .
- آثار التجارب الماضية .
- مدى القدرة على تسويق المنتجات .
- مدى التطور الإدارى في البلد المضيف .
- مدى توافر التكنولوجيا .
- العلاقة مع الدولة التي توجد بها الشركة الاثم .
- مدى كفاءة الاقتصاد القومى ككل .

فإذا ما تم تحديد المخاطر وتم تحليل العوامل المسببة لوقوع كل منها ، يطلب من كل خبير أن يعطى احتمال وقوع كل حدث أو خطر (نزع الملكية مثلا) إذا وقع عامل معين (تغير مفاجيء في الأيدولوجيات مثلا) . وتدمج هذه الاحتمالات معا للوصول إلى تقدير واحد متوسط . ويقارن هذا التقرير مع رقم محدد مقدما يمثل حد قبول فرصة الاستثمار ، فإذا كان يساويه أو يزيد عنه ، كان الاستثمار في بلد آخر مقبولا .

أما Haendel و West و Meudow فقد اقترحوا أسلوباً يقوم على مؤشر أو معامل استقرار النظام السياسى Political System Stability Index طبقاً لهذا الأسلوب ينقسم المؤشر العام للاستقرار السياسى إلى ثلاثة مؤشرات تضم كل منها مجموعة من

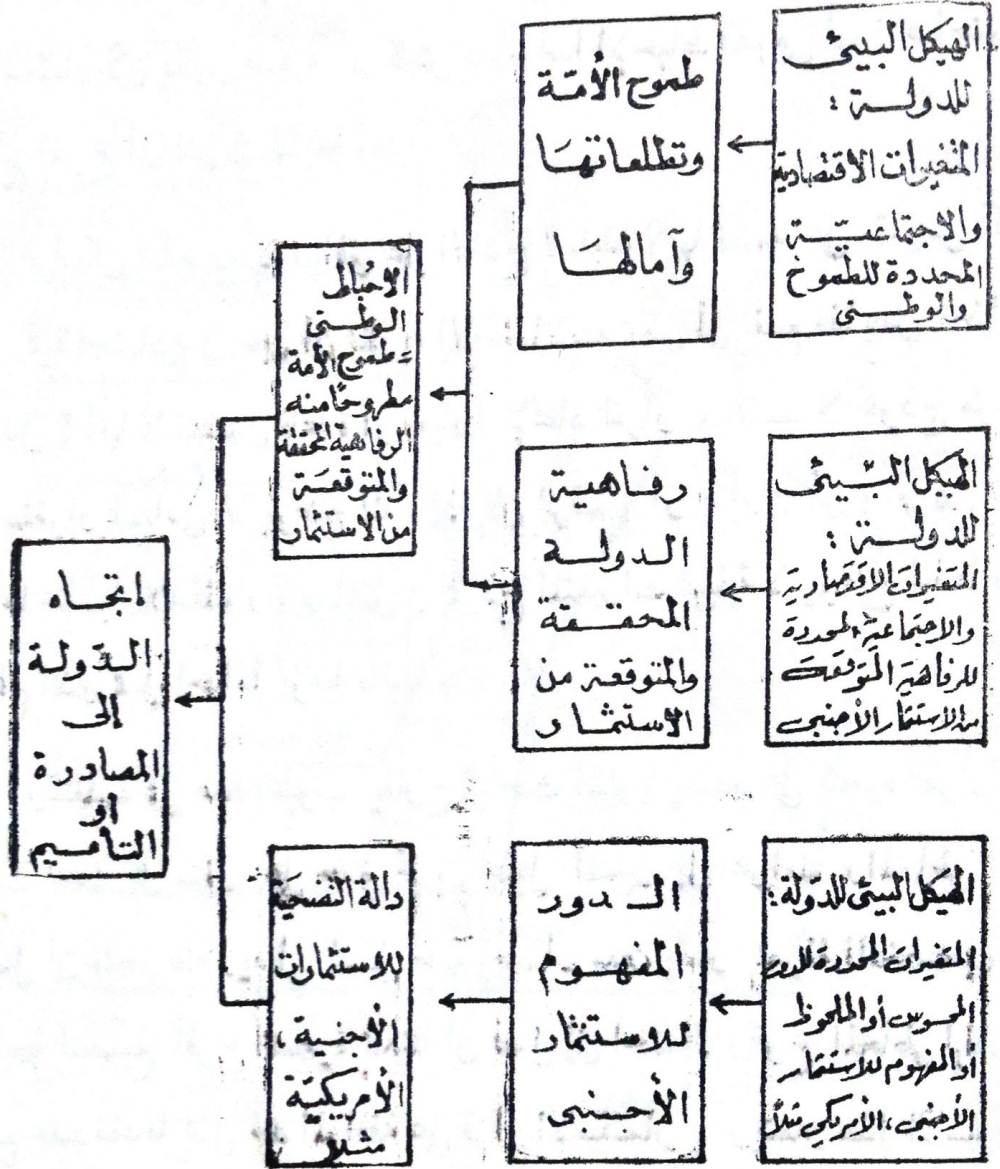
المؤشرات الفرعية (إجمالي عددها ١٥) . يقاس كل من هذه المؤشرات قياساً كميًا بإعطاء كل منها رقماً يتراوح بين ١ و ٥ حيث تمثل ١ أدنى درجة وتمثل ٥ أعلى درجة . ثم تجمع الأرقام معاً لتصل إلى رقم واحد يمثل مؤشر استقرار النظام السياسي الذي يعكس احتمال وقوع المخاطر السياسية . وفيما يلي المؤشرات التي وضعها أصحاب هذا الأسلوب (١) :



وأخيراً اقترح Knudgen أسلوباً بيئياً Ecological Approach يعتمد على عدة متغيرات تتعلق بتطورات البلد المضيف وما يمكن أن يحققه الاستثمار الأجنبي

(1) Haendel, D., West, G. T. and Meadow, R. G., "Overseas Investment and Political Risk", Foreign Policy Research Institute, Philadelphia, 1975, p. 64

منها . فإذا زادت درجة الإحباط القومي في الوقت الذي يوجد فيه استثمار أجنبي ، زاد الميل أو الإنجاء نحو التأميم والمصادرة . ويأخذ نموذج Knudsen الشكل التالي (١) :



يعتمد هذا الأسلوب على مقياس كمي لدرجة الإحباط الوطني والتي هي عبارة عن الفرق بين طموح وتطلعات المجتمع والرفاهية المحققة والمتوقعة تحقيقها من الاستثمار الأجنبي . ويكون القرار كالتالي :

(1) Knudsen, Harald, " Explaining the National Propensity to Expropriate : An Ecological Approach ", Journal of International Business Studies, Spring 1974, p. 54

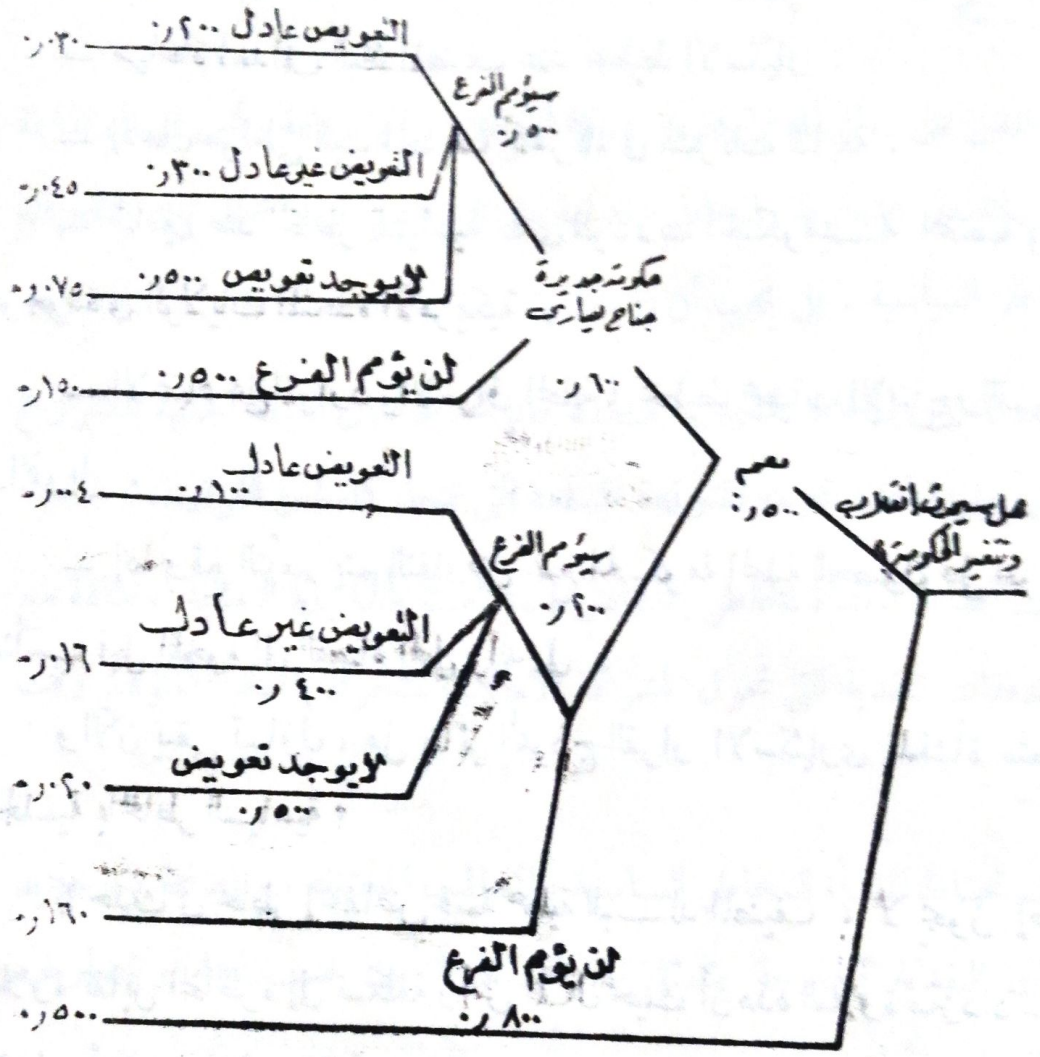
، إذا كانت رفاهية المجتمع والرفاهية المتوقعة من الاستثمار الاجنبي أقل كثيراً من آمال وتطلعات المجتمع ، كان مستوى الإحباط القومي عالياً . فإذا كان الاستثمار الاجنبي يمثل نسبة عالية من إجمالي استثمارات الدولة ، زاد ميل هذا الاستثمار لأن يكون ضحية أو كبش فداء لهذا الإحباط القومي أي زاد احتمال تأميم الفرع أو الشركة التابعة .

ولكن الباحث لا يوافق على النماذج السابقة لأنها تعتمد على مقاييس كمية أو رقمية اجتهادية في حين أن نظرية الاحتمالات يمكن أن تقدم مقاييس احتمالية أفضل كما أنها لا تتضمن قاعدة أو معياراً لإتخاذ القرار ، فشلاً نموذج مؤشر الاستقرار السياسي لا يوضح لنا ، إذا كان الرقم ١ أو ٢ أو ٣ أو ٤ أو ٥ يمثل مناخاً مناسباً للاستثمار ، بالمثل في نماذج المتغيرات البيئية لا يوضح لنا ما هو الرقم الذي يمثل إحباطاً قومياً عالياً .

وللتغلب على هذه العيوب يقترح الباحث أسلوباً يعتمد على شجرة القرارات حيث يحدد كل متغير على حدة ثم يتم تحليل المتغير إلى عوامله والمخاطر التي يحتمل أن تنجم عنه ويعطى لكل حالة احتمال معين يقدر بمعرفة المتخصصين . ونتيجة لتجميع أفرع الشجرة يمكننا أن نصل إلى احتمال وقوع المخاطر ليقارن برقم محدد مقدماً يمثل حد الموافقة على قرار الاستثمار . ويتميز هذا الأسلوب بأن التقدير يكون بإعطاء احتمالات وإيس بأرقام مطلقة ، وبالتالي فإن أخطاء التقدير يسكون أقل عما هو في النماذج السابقة . وبالإضافة إلى ذلك فإنه يتضمن معياراً لإتخاذ قرار الاستثمار من عدمه .

والتوضيح كيفية تطبيق هذا الأسلوب ، نفترض حدثاً أو متغيراً معيناً ويمكن حدوثه أو عدم حدوثه إنقلاب وتغيير الحكومة وأثر هذا الحدث على تأميم

الفرع أو الشركة التابعة كما يظهر في شجرة القرارات التالية التي توضح احتمال كل - ٤ -



لاولن يوم الفرع - ٥٠٠

ومن هذه الشجرة يمكن تقدير الاحتمالات النهائية كالاتي :

$0.810 =$

احتمال عدم تأميم الفرع

احتمال تأميم الفرع :

$0.034 =$

بتعويض عادل

$0.061 =$

بتعويض غير عادل

$0.095 =$

بدون تعويض

1.000

بعد أن أوضحنا كيفية التنبؤ بالمخاطر السياسية ، بقى أن نذكر الأساليب التي تتبعها المنشآت متعددة الجنسية لتقليل هذه المخاطر والتي نلخص فيما يلي (١) :

— الحصول على حق امتياز من الدولة المضيفة عن طريق التفاوض مع حكومتها

— مراعاة أهداف البلد المضيف عند تخطيط الاستثمار .

— إدخال مواطني البلد المضيف كشركاء في الشركات التابعة .

— التأمين ضد المخاطر السياسية لدى الوكالات الحكومية المختصة وهي

موجودة في الولايات المتحدة الأمريكية ،

— الاعتماد على الموارد والأسواق المحلية في تخطيط عمليات الإنتاج والتسويق

والتويل .

— إذا وقع التأمين يتم التفاوض مع الحكومة المحلية للحصول على تعويض

مناسب قبل اللجوء إلى القضاء المحلي والدولي .

والآن يبقى تساؤل ، هل يتأثر نموذج القرار الاستثماري للمنشأة متعددة

الجنسية بالمخاطر السياسية ؟

كما حدث في مخاطر انخفاض قيمة عملية البلد المضيف ، لا يجوز إضافة

علاوة تقابل المخاطرة إلى تكلفة رأس المال حيث أن هذه العلاوة ستزداد سنويا

لانباع أسلوب الفائدة المركبة في الوقت الذي لا تزايد فيه المخاطر السياسية بنفس

النسبة هذا فضلا عن أن هذه العلاوة نفسها يصعب تقديرها ، فالأفضل للمنشأة

عدم الاستثمار إذا كانت المخاطر قوية الاحتمال .

أما من ناحية التدفقات النقدية فسوف تتأثر بدليل ظهور بتود جديدة مثل

أقساط التأمين ضد المخاطر السياسية وتكاليف إجراء الدراسة اللازمة لتجنب

هذه المخاطر .

وبناء على ذلك فان دراسة المخاطر السياسية تتم في مرحلة سابقة قبل تقدير التدفقات وتكلفة رأس المال فإذا كان احتمال وقوعها كبيراً ، صرف النظر عن الاستثمار .

تخلص من ذلك أنه لا يجوز إضافة أى علاوة إلى تكلفة رأس المال لمقابلة أى من المخاطر التجارية والمخاطر المترية على انخفاض قيمة عملة البلد المضيف والمخاطر السياسية ، بل يجب أن :

— تدرس المخاطر التجارية مستقلة بعد تحديد صافي القيمة الحالية للمشروع الاستثمارى ، وتحدد القيمة المتوقعة للربحية التى تتخذ كأساس للقرار .

— تحسب المنشأة لمخاطر انخفاض قيمة العملة بأساليب النفطية المختلفة مع تأثر التدفقات النقدية التى تحول للشركة الام لانها ستحول بالسعر المتوقع وقت التحويل .

— تحسب المنشأة للمخاطر السياسية بالاساليب المختلفة مع إضافة بند جديد للتدفقات النقدية الخارجة يتمثل فى أقساط التأمين ضد هذه المخاطر المرتبطة بها .

أو له بلك لتدافع

أو له بلك لتدافع

أو له بلك لتدافع

خلاصة وتوصيات

نعرضنا في هذا البحث لمفهوم تكلفة رأس المال في المنشآت متعددة الجنسية فشرحنا طبيعة تكلفة الأموال المقدمة من الشركة الأم وتكلفة الأرباح المحتجزة بمعرفة الفرع أو الشركة التابعة وتكلفة الاقتراض المحلي بمعرفة هذا الفرع أو الشركة التابعة والتكلفة المتوسطة .

كما وضحنا كيفية استخدام تكلفة رأس المال في اتخاذ قرارات الاستثمار في المنشآت متعددة الجنسية ، فكان لزاما علينا أن نتعرض أولا لاختيار النموذج المناسب لاتخاذ هذه القرارات . ثم شرحنا مكونات هذا النموذج أي التدفقات النقدية الداخلة والخارجة لكل من المشروع الاستثماري والشركة الأم وتكلفة رأس المال وخاصة العلاقة بين التكلفة المتوسطة والتكلفة الحدية أو تكلفة الحصول على أموال إضافية .

ولم يكن هناك مناص من أن نتعرض ولو باختصار المخاطر التجارية ومخاطر انخفاض قيمة عملة البلد المضيف والمخاطر السياسية ، وهي المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها أي منشأة متعددة الجنسية .

ونخلصنا إلى ما يلي :

١ - تكلفة رأس المال هي تكلفة الفرصة البديلة أي العائد الذي يمكن لأصحاب الأموال الحصول عليه من استثمار أموالهم في أفضل البدائل المتاحة .

٢ - تتكون التكلفة المتوسطة لرأس مال المنشأة متعددة الجنسية من تكلفة الأموال المقدمة من الشركة الأم ، وتكلفة الأرباح المحتجزة بمعرفة الفرع أو

الشركة التابعة وتكلفة الاقتراض المحلى بمعرفة هذا الفرع أو الشركة التابعة ،
وتحدد بالمعادلة الآتية :

$$\frac{ك}{ل} = \frac{أ}{ل} + \left[\left(\frac{ض}{ق} \right) (س-١) \frac{ك}{ض} + \left(\frac{س}{ق} \right) \frac{ك}{س} \right]$$

$$+ \frac{ج}{ل} + \left[\frac{صفر - ١٥}{صفر} - \left(\frac{١٥}{صفر} \right) (و-١) \frac{ع}{و} \right] \frac{ج}{ل} + \left(\frac{ض}{ق} - \frac{ج}{ل} \right) \frac{ك}{أ}$$

٣ - نظر الوجود هيكل مالى أمثل تسعى أى منشأة للمحافظة عليه ، فان
التكلفة الحدية لرأس المال ، أى تكلفة الحصول على أموال جديدة ، تميل إلى
التساوى مع التكلفة المتوسطة لرأس المال .

٤ - أفضل نموذج للقرار الاستثمارى الذى افترضنا تطبيقه هو نموذج
صافى القيمة الحالية . ويقضى ذلك أن تحسب أولا صافى القيمة الحالية للتدفقات
النقدية للمشروع الاستثمارى باستخدام تكلفة رأس المال وذلك لتقييم ربحيته ،
كما تحسب صافى القيمة الحالية للتدفقات النقدية بالنسبة للشركة الأم فإذا كان الصافى
يساوى أو أكثر من صفر ، كان المشروع مقبولا .

٥ - بالنسبة لأخذ المخاطر التجارية فى الحسبان ، رأينا أن أفضل الأساليب
هو أسلوب نظرية المنفعة الذى يعتمد على حساب القيمة المتوقعة للمنفعة بعد الاستثمار
ومقارنتها بقيمة المنفعة قبل الاستثمار ، فإذا زادت كان ذلك مشجعا على قبول
الاستثمار لأن ذلك يودى إلى تعظيم قيمة حقوق المساهمين . وبصفة خاصة رفضنا
الأساليب التى تعتمد على إضافة علاوة مخاطرة إلى تكلفة رأس المال .

٦ - لأخذ مخاطر انخفاض قيمة عملة البلد المضيف بالنسبة لعملة بلد الشركة
الأم ، رأينا عدم جدوى إضافة علاوة إلى تكلفه رأس المال ، واقتصر الأمر

على تحويل التدفقات النقدية التي تعود إلى الشركة الأم بعملة بلدها بالسعر المتوقع وقت التحويل وخروج الأرصدة .

٧ - وبالنسبة للمخاطر السياسية ، رأينا أيضا عدم جدوى إضافة أي علاوة إلى تكلفة رأس المال . ويتمثل الحل ، لأخذ هذه المخاطر في الحسبان ، في تحليل هذه المخاطر بشكل مستقل وإعداد شجرة القرارات لتحديد احتمال تأميم الفروع الأجنبية والشركات التابعة . فإذا كان هذا الاحتمال يزيد عن رقم محدد مسبقا ، رفض المشروع الاستثماري من أساسه .

وفي ختام هذا البحث نوصي بالآتي :

١ - أي دولة نامية تسعى إلى تشجيع الاستثمار الأجنبي داخل حدودها عليها العمل على تخفيض تكلفة رأس مال المنشآت متعددة الجنسية بكافة الطرق الممكنة مثل تخفيض الضرائب أو الاعفاء لفترات مؤقتة في بعض الصناعات .

٢ - وفي نفس الوقت عليها تقليل المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها هذه المنشآت ، فتقوم بالمحافظة على قيمة عملاتها بالنسبة لعملة الدول الأخرى ، كما تعمل على توفير الاستقرار السياسي .

٣ - وأخيرا عليها أن تعمل على تجنب التغيير المستمر في سياساتها الاقتصادية والتشريعات التي يمكن أن تمس النشاط الاقتصادي .

المراجع

- Basu, S. and Hanna, J. R., "General Price Level Adjustment and Return on Investment", Financial Analysts Journal, vol. 34, No. 1, 1978, pp. 55-67
- Becker, S. W., Renen, J. and Sorter, G. H., "Opportunity Costs - An Experimental Approach", Journal of Accounting Research, vol. 12, No. 2, 1974, pp. 317-329
- Beranek, William, "The Cost of Capital, Capital Budgeting, and the Maximization of Shareholders Wealth", Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 10, No. 1, March 1975, pp. 1-20
- Bierman, H. and Dyckman, T. R., "Managrial Cost Accounting", 2nd ed., Collier Macmillan International Editions, New York, 1976.
- Bunn, D. W. and Mustafaeoglu, M. M., "Forecasting Political Risk", Management Science, vol. 24, No. 15, November 1978, pp. 1557-1567
- Chen, Andrew H., "Recent Developments in Cost of Debt Capital", The Journal of Finance, vol. 33, No. 3, June 1978, pp. 863-877
- Choi, F. D. and Mueljer, G. G., "An Introduction to Multinational Accounting", Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1978

Copeland, R. M. and Dascher, P. E., "Managerial Accounting",
2nd ed., John Wiley & Sons, New York, 1978

Corcoran, A. Wayne, "Costs: Accounting, Analysis and Control",
John Wiley & Sons, New York, 1978

Depuch, N.; Birnberg, J. G. and Demski, J., "Cost Accounting",
Harcourt Brace Jovanovich, Inc., New York, 1974

Eiteman, D. K. and Stonehill, A. I., "Multinational Business
Finance", 2nd ed., Addison-Wesley Publishing Co., Reading,
Massachusetts, 1979

Fama, Eugene F., "Risk-Adjusted Discount Rates and Capital
Budgeting under Uncertainty", Journal of Financial Econo-
mics, vol. 5, No. 1, 1977, pp. 3-23

Folks, William R., "Capital Foreign Borrowing Strategies with
Operations in Forward Exchange Markets", Journal of Fin-
ancial and Quantitative Analysis, vol. 13, No. 2, June 1978,
pp. 245-254

Friedman, L. A. and Neumann, B. R., "The Effects of Oppo-
rtunity Costs on Project Investment Decisions: A Replication
and Extension", Journal of Accounting Research, vol. 18,
No. 2, 1980, pp. 407-419

Haendel, D.; West, G. T. and Meadow, R. G., "Overseas Inve-
stment and Political Risk", Foreign Policy Research Instit-
ute, Philadelphia, 1975

- Haley, C. W. and Schall, L. D., "Problems with the Concept of the Cost of Capital", Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 13, No. 5, December 1978, pp. 847-870
- Horngren, Charles T., "Cost Accounting, A Managerial Emphasis", 4th ed., Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, N. J., 1977
- Imai, Yutaka, "Exchange Rate Risk Protection in International Business", Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 10, No. 3, September 1975, pp. 447-456
- Knudsen, Harald, "Explaining the National Propensity to Expropriate: An Ecological Approach", Journal of International Business Studies, Spring 1974, pp. 51-71
- Neumann, B. R. and Friedman, L. A., "Opportunity Costs: Further Evidence through an Experimental Replication", Journal of Accounting Research, vol. 16, No. 2, 1978, pp. 400-410
- Rummel, R. J. and Heenan, D. A., "How Multinationals Analyze Political Risk", Harvard Business Review, January/February 1978, pp. 67-76
- Solomon, E. and Pringle, J., "An Introduction to Financial Management", 2nd ed., Goodyear Publishing Co., Inc., Santa Monica, California, 1980
- Staubach, Robert, "How to Analyze Foreign Investment Climates", Harvard Business Review, September/October 1968, pp. 100-108

Van Horne, J., "Financial Management and Policy", 4th ed.,
Prentice-Hall International Editions, Englewood Cliffs, N.
J., 1977

Weston, J. F. and Brigham, E. F., "Managerial Finance", 6th
ed., A Holt International Edition, Dryden press, New York,
1978

Weston, J. F. and Sorge, B. W., "International Managerial
Finance", Richard D. Irwin, Inc., Homewood, Illinois, 1972