دور الموازنة بين العائد و المخاطرة في تصويب الاعتبارات الشخصية للمستثمرين عند اختيار السلوك المالي

أ:بن نوار عمـار جامعة تيارت،
أ:كاف مُحَمَّد رياض جامعة بشار

ملخص:

تهدف الدراسة لاختيار السلوك المالي المناسب وفق أسس علمية و في نفس الوقت لا تلغي نفسية و سلوك المستثمر المالي بمعنى اختيار القرارات المالية ذات درجة معينة من المخاطر قبل المستثمر تحملها بشرط أن تكون العوائد المنتظرة منها مناسبة لدرجة المخاطر التي قبل تحملها. باعتبار أن عملية اتخاذ القرار المالي تتصل بشكل وثيق بالصفات النفسية للمدير المالي و على نوعية و طبيعة المستثمر، و مقدار الإشباع الذي يرغب تحقيقه ، حيث يحتمل أن يتصف بإحدى الصفات التالية(المجازف، المتحفظ، الأمثل) ويقع تحت تأثيرها مما يؤدي إلى أراء وانطباعات خاصة تجاه ظواهر سلوكية مالية معينة.

توصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين العائد و المخاطرة هي طردية، و ان العلاقة التعويضية بين العائد و المخاطرة تلزم متخذ القرار المالي أن يحدد توليفة المتوازنة لديه بين العائد و المخاطرة من خلال تقديره للعائد المتوقع الحصول عليه والذي يخلق لديه الرضا وفقا لدرجة الخطر المقبولة من قبله، من خلال القياس الكمي لهذه القرارات باستعمال النماذج الرياضية التي قدمت تفسيرات جيدة لشكل العلاقة بين العائد و المخاطرة.

الكلمات المفتاحية: العائد ، المخاطرة ، السلوك المالي، الموازنة بين العائد و المخاطرة، الجوانب السلوكية في القرارات المالية، اختيار قرار التمويل.

Abstract :

The study aims to select a right financial behavior according to scientific bases and at the same time does not eliminate the psychological and behavior of the investor, Meaning the selection of financial decisions that have certain degree of the risks which are acceptable to the investor, Provided that the expected benefits of them would be suitable for the degree of risk that accept endure. Considering that making financial decision process is closely related to the psychological characteristics of the financial manager and nature of the investor, and the degree of satisfaction who wishes to achieve, whereas likely that the manager is characterized by one of the following attributes (Adventurous, Conservative, Optimization) ,It located under this influence that leading to especial opinions and perceptions towards certain behavioral financial phenomena .

Study concluded that the relationship between return and risk is proportional, And the compensatory relationship between return and risk that obliges the financial decision maker determines the balanced combination between return and risk ,Through their appreciation of return is expected to get it and that creates has a satisfaction according to the degree of risk accepted by him, By Measurement Quantitative of these decisions using mathematical models that provided good explanations for the relationship between return and risk.

Keywords:return, risk, financial behavior, the balance between return and risk, the behavioral aspects of financial decisions, choosing financing decision.

مقدمة:

مهما اختلفت طبيعته الإنسان و مركزه الاجتماعي و الثقافي أو وضعه الاقتصادي و التعليمي فانه يتخذ نتيجة للفطرة مجموعة من القرارات بعيدا عن المناهج العلمية ، فاتخاذ القرار هو وظيفة أساسية يقوم بها الإنسان عند سعيه المستمر لإشباع حاجاته و رغباته المادية والمعنوية وتسير أموره اليومية ، مستخدما في ذلك تجاربه و المعلومات المتجمعة لديه في التنبؤ بما ستكون عليه التغيرات في المستقبل ، و معتمدا على قدراته العقلية و إمكاناته المتطورة التي تؤمن له الاختيار السليم المناسب.

إن أحد الأهداف الرئيسية للقرارات المالية هو التعرف على أنواع الأموال و استثمارها في المجالات المناسبة لتحقيق أكبر عائد لملاك المؤسسة يعوضهم عن كل المخاطر التي يتعرض لها المشروع، بحيث كلما ارتفعت المخاطرة لا يقبل المستثمر إلا بعائد متوقع يقابل درجة

المخاطر المحتملة، و من ثم يجب على متخذ القرار الاهتمام بمدى تأثير إختيار قرار مالي معين سواء كان تمويل أو استثمار على قيمة السوقية للمؤسسة في الأجل الطويل.

و كقاعدة عامة نجد أن أرباح المؤسسة تزداد بزيادة المخاطر سواء من خلال زيادة الاعتماد على القروض في مصادر التمويل، أو الاستثمار في مجالات تتميز بدرجات عالية من عدم التأكد في تحقق العوائد أو بفترات استحقاق متباعدة، و بالتالي الخطر الناتج من الاعتماد على هذه القرارات المالية يؤثر على هذه الربحية في المستقبل. مما يتطلب ضرورة تحقيق التوازن بين العائد و المخاطر المرتبطة بهيكل التمويل، يعبر عن هذه المخاطر بالمخاطر المالية و هي مرتبطة بقرارات التمويل كزيادة اعتماد المؤسسة في التمويل على المصادر التي تلزمها بأعباء ثابتة مثل القروض، و أيضا مخاطر النشاط المرتبطة بقرار الاستثمار والتي تكون فيها التكاليف الثابتة مرتفعة جدا الأمر الذي يلزم المؤسسة الوصول إلى حجم مبيعات كبير لكي تصل المؤسسة إلى كمية التعادل، فإذا جاءت الظروف غير مواتية و خالفت التوقعات وبالتالي إنخفظت كمية المبيعات فإن إحتمال الخسارة سيكون كبيرا.

و تهدف هذه الورقة البحثية إلى محاولة استعراض دور العائد و المخاطرة في إختيار قرار التمويل المتوازن بهدف تعزيز ثروة الملاك وتدنية المخاطر المالية، مع دراسة العلاقة بين العائد الذي يطلبه المستثمر و المخاطرة التي يتحملها عند إتخاذه لمختلف القرارات المالية، بالإضافة إلى حساب السلوك المالي على أساس العائد المتوقع لكل مستوى من مستويات المخاطر التي تتعرض القرارات المالية. مستخدمين في ذلك المنهج الوصفي و التحليلي للإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية:

- **ما دور الموازنة بين العائد و المخاطرة في تصويب الإعتبارات الشخصية للمستثمرين عند إختيار السلوك المالي للمؤسسة الإقتصادية ؟**

و للإجابة على الإشكالية التالية نتطرق للمحاور التالية:

- **التعريفات النظرية لمتغيرات الدراسة**
- **الجوانب الشخصية في القرارات المالية**
- **العائد والمخاطرة كمدخل لتفسير السلوكات المالية المختلفة للمسثمرين**
- **اختيار السلوك المالي على أساس العائد المتوقع و المخاطرة**

1- التعريفات النظرية لمتغيرات الدراسة

1-1 تعريف العائد:

يعرف العائد على الإستثمار بأنه " المكافئة التي يحصل عليها المستثمر تعويضا عن فترة الانتظار و المخاطر المحتملة لرأس المال المستثمر. يعبر عن هذه المكافئة بنسبة مؤوية من قيمة الإستثمار".[1]

أو يعرف بأنه " الدينار المتحقق على كل دينار مستثمر خلال فترة زمنية معينة".[2]

يقصد به عادة صافي الربح بعد الضرائب بالمفهوم المحاسبي، أو صافي التدفق النقدي بعد الضرائب و قبل الإستهلاك بمفهوم التدفقات النقدية منسوبا إلى الأموال التي ولدته.[3]

العائد عبارة "عن مجموع المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الإستثمار خلال فترة زمنية محددة، و هذا يعني أن العائد هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي ".[4]

و تأخذ في العادة عوائد الإستثمار ثلاثة أشكال التالية:

أ- **توزيعات الأرباح**: إذا كانت هذه الأصول تمثل حقوقا في أموال ملكية مثل الأسهم، فحامل السم شريك في الشركة التي أصدرت هذا السهم، لذلك فهو من مالكيها، و له الحق في الحصول على العوائد إذا ما حققت نتائج إيجابية و إذا ما قرر مجلس الإدارة توزيع هذه الأرباح.

ب- **الفوائد**: إذا كانت الأصول المالية تمثل أموال إقتراض مثل السندات، فحامل السند مقرض للشركة التي أصدرت أصدرت ذلك السند، و مبلغ السند يعبر عن قيمة القرض و السند يعطي لحامله الحق في الحصول على فائدة يكون قد إتفق عليها مسبقا مع الشركة المقرضة.

ج- **الأرباح الرأسمالية**: التي تنتج عن إعادة بيع الأصول المالية، فحامل السند أو السهم إذا إستطاع بيعه بمبلغ يزيد على المبلغ الذي إشتراه به يكون الفرق هو ربح رأسمالي.[5]

2-1 تعريف المخاطرة:

تعرف مخاطرة الاستثمار (سواء كانت مشروعات أو أوراق مالية) بأنها إحتمال تحقيق مردود أو عائد أو تدفق نقدي أقل من المردود أو العائد التوقع، فكلما زاد إحتمال تحقيق مردودات أو عائد أو تدفقات نقدية أقل من المتوقع أو سالبة كلما إرتفعت المخاطرة.

المخاطر هي إحتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المتوقع على الإستثمار، وهي الفشل في تحقيق العائد ويمكن قياس المخاطر بمقدار الإنحراف المعياري للتدفقات النقدية الفعلية عن التدفقات النقدية المتوقعة من خلال معرفة درجة التشتت عن متوسط العوائد.

ويعرف قاموس ويبستر المخاطر بأنها فرصة تتكبد أذى أو تلف أو ضرر أو خسارة.[6]

يمكن تحديد معنى المخاطر بأنها حالات تظهر في الأحداث التي لا يمكن التنبؤ بها في المستقبل بدرجة معينة من الاحتمالات، و تعني المخاطر في الإستثمارات إحتمالية عدم تحقيق عائد أو ربما إحتمال توقع خسائر رأسمالية.و عرفت بأنها حالة عدم إنتظام العوائد، فتذبذب هذه العوائد في قيمتها أو في نسبتها إلى رأس المال المستثمر هو الذي يشكل عنصر المخاطر. [7]

يواجه أي مشروع عند ممارسته لأنشطته بمجموعة من المخاطر التي تؤثر في تدفقاته النقدية. و عند تحديد التقديرات النقدية المتوقعة للمشروع يجب أن يؤخذ في الحسبان عناصر خطر وعدم التأكد التي تشوب هذه التدفقات. و ثمة مجموعتان من المخاطر التي تواجه أي مشروع مقترح هي:

- **المخاطر العامة أو المنتظمة:**

هي ذلك الجزء من المخاطر التي يتعرض لها الأصل الإستثماري و التي تسببها عوامل تؤثر على السوق ككل، لذلك يطلق عليها أيضا مصطلح مخاطر السوق. وهذه المخاطر لا يمكن إزالتها أو التقليل منها عن طريق تنويع الإستثمارات لأنها تتعلق بنظام السوق ككل و ليس بشركة معينة أو صناعة معينة فهي تؤثر على جميع الشركات و في نفس الوقت.[8]

- **المخاطر غير منتظمة:**

ذلك الجزء من المخاطر الكلية الذي يمكن إرجاعه إلى ظروف المشروع أو الصناعة التي ينتمي إليها. و تؤدي هذه المخاطر شأنها شأن المخاطر العامة إلى تقلب التدفقات النقدية للمشروع، غير أنه نظرا لأن المخاطر غير المنتظمة ترتبط بظروف الشركة و الصناعة يستطيع المستثمر تجنبها بوسائل عديدة أهمها تنويع الإستثمارات. و تعتبر كل من المخاطر النشاط و مخاطر التمويل أهم أنواع المخاطر غير المنتظمة.[9]

1-3 مفهوم و أهمية السلوك المالي للمستثمرين:

السلوك المالي (Financial Behavior) هو مستوى التغير في اختيار مصادر التمويل من حيث الملكية. إذ أن مصادر التمويل تقسم إلى مصادر تمويل ممتلكه وهي ما يدفعه المالكون للمؤسسة من رأس المال المدفوع ويأخذ شكل الأسهم العادية والقسم الآخر هو تمويل مقترض أي ما يحصل عليه المالكون من قروض مختلفة لأجل إكمال متطلبات رأس المال لانجاز مستلزمات المشروع وكلا من المصدرين ذات كلفة إذ يعد معدل العائد الذي سيحصل عليه المالكون هو كلفة التمويل الممتلك أما الفائدة فهي كلفة التمويل المقترض، فالتمويل المقترض يوفر للمؤسسة حماية ضريبية من خلال اعتبار الفائدة كلفة تحسم من الإيرادات قبل فرض الضريبة. و التمويل الآخر هو اللجوء إلى المالكين الجدد وطرح أسهم جديدة لزيادة رأس المال المطلوب أو شراء الأسهم الجديدة من قبل المساهمين القدماء أو يتم التمويل من الأرباح المحتجزة وهي أرباح تخص المالكين وتعد من حقوقهم الأساسية ولكن يتم التنازل عنها لإعادة استثمارها.

يتحقق السلوك المالي الأمثل بصياغة هيكل التمويل يضم عناصر المزيج الأمثل لمصادر تمويل الإستثمارات و نسب كل منها داخل هيكل التمويل. و الذي تتوصل إليه المؤسسة بعد تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم، و ذلك من خلال تحقيق الحد الأدنى لتكلفة التمويل الناتج عن إختيار المزيج الأمثل لمصادر التمويل.[10]

لذا على المدير المالي عند إتخاذ القرار التمويلي التأكد من أن الأموال المطلوبة يمكن[11]:

- توفيرها في الوقت المناسب.
- توفيرها في فترات زمنية متناسبة.
- توفيرها بأقل كلفة ممكنة.
- إستثمارها في المجالات الأكثر فائدة.

يغطي قرار التمويل ثلاث أنواع رئيسية من القرارات:[12]

- إختيار الهيكل المالي، أي تحديد كمية الأموال المقدمة من طرف المساهمين و الأموال الناتجة عن الديون المالية.
- سياسة توزيع الأرباح، أي الإختيار بين إعادة إستثمار النتيجة (إحتجاز الأرباح)، وبين توزيع الأرباح على المساهمين.
- الإختيار بين التمويل الداخلي (التمويل الذاتي)، والتمويل الخارجي (الأموال المقدمة من طرف المساهمين أو أموال الإقتراض).

1-4 أنواع السلوكات المالية Financing Behaviors

يختلف سلوك التمويل الذي يتبعه مؤسسة تتسم إدارتها بالجرأة عن أخرى تهيمن على مقاليد الأمور فيها إدارة تنهج سلوك محافظ في عملية اختيار مصدر التمويل الملائم و المفاضلة بين مصادر التمويل الممتلكة و مصادر التمويل المقترضة.

و عادة ما تشير المراجع إلى وجود ثلاثة أنواع لسلوكات التمويل:

1- السلوك المالي المتحفظ Conservative Financing Behavior.
2- السلوك المالي الجريئ (المجازف) Aggressive Financing Behavior.
3- السلوك المالي الأمثل(المطابقة) Optimal Financing Behavior.

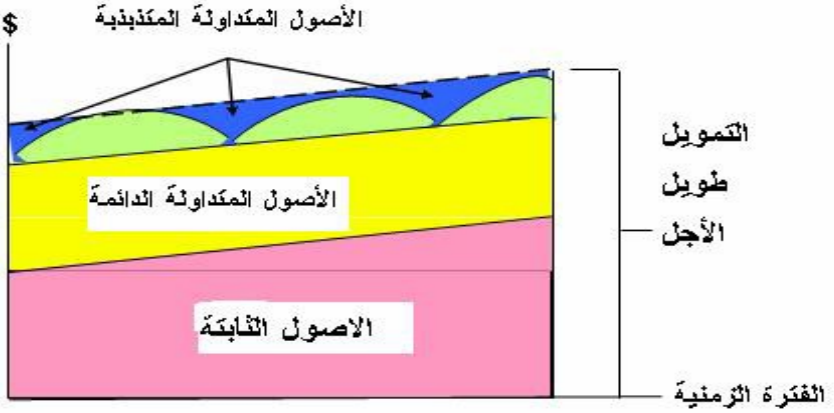
و فيما يلي استعراض لماهية هذه السلوكات:

أ- السلوك المالي المتحفظ Conservative Financing Behavior:

و هو السلوك المالي الذي يتم إتباعه عندما تكون إدارة المؤسسة من النوع المحافظ، فإنها تقوم بالاعتماد على مصادر تمويل طويلة الأجل في تمويل جزء من الأصول المؤقتة، وذلك تلافياً لاحتمال انخفاض قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها، و في هذه السلوك تنخفض مخاطر العسر المالي، الذي يرافقه انخفاض في مستوى العائد وفقاً لحالة التلازم بين المخاطرة والعائد المتوقع.[13] كما هو موضح في الشكل أدناه.

فالأصول الدائمة ينبغي تمويلها من مصادر طويلة الأجل، و الأصول المؤقتة ينبغي تمويلها من مصادر قصيرة الأجل. غير أن هذا الوضع نادر الحدوث في الحياة العملية. [14]

شكل رقم: 1– 1 :سلوك التمويل المتحفظ

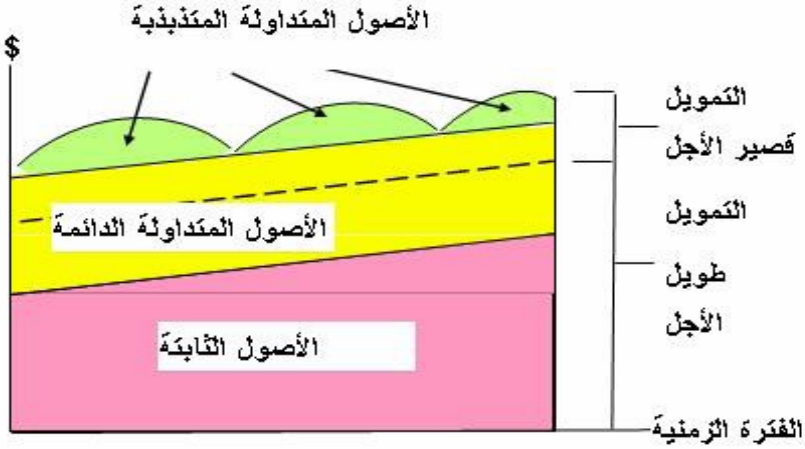


المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 227.

ب- السلوك المالي الجريئ (المجازف) Aggressive Financing Behavior:

و هو السلوك المالي الذي يتم إتباعه عندما تتميز إدارة المؤسسة بقدر من الجرأة فإنها تذهب في اعتمادها على مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى حد استخدامها في تمويل جزء من الأصول الدائمة. و ذلك أملا في زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة في المخاطر[15]. كما موضح في الشكل رقم 1- 2

شكل رقم 1– 2 سلوك التمويل المجازف



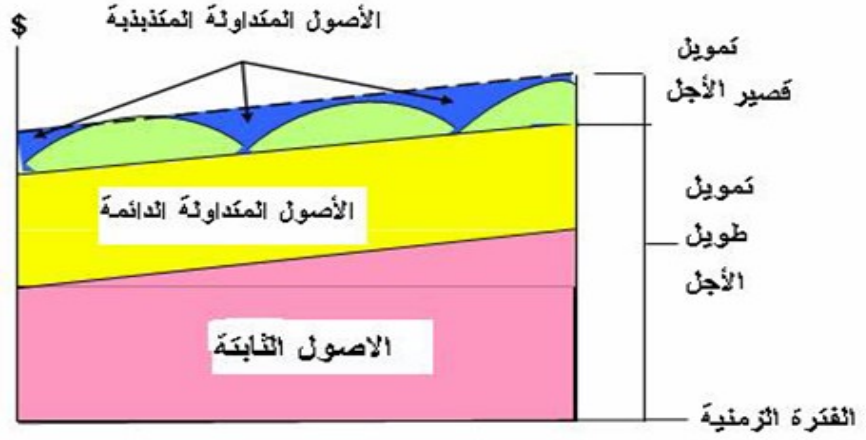
المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 228.

ج- السلوك المالي الأمثل (المطابقة) Optimal Financing Behavior:

يقصد به ذلك السلوك الذي يقوم على الالتزام الحرفي بمبدأ التغطية (Hedging Principle) و الذي يقضي بضرورة موائمة توقيت التدفقات النقدية المتولدة من الأصل مع توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويله وعليه تقوم إدارة المؤسسة بموجب إتباع

سلوك التمويل الأمثل بتمويل الأصول الدائمة من مصادر طويلة الأجل و الأصول المؤقتة من مصادر قصيرة الأجل، والشكل رقم (1-3) يوضح هذا السلوك. [16]

شكل رقم1-3 سلوك التمويل المطابق



المصدر: منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 230.

و تجدر الإشارة هنا إلى أنه يجب اختيار سياسة التمويل الملامة بناءا على الظروف المحيطة بالمؤسسة، و على التوقعات الدقيقة لهذه المؤسسة فيما يتعلق بمدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها. [17]

2- الجوانب الشخصية في القرارات المالية

2-1 الجوانب الشخصية في لمتخذي القرارات المالية[18]: تتأثر عملية اتخاذ القرارات المالية بالعوامل الإنسانية نظرا لان عملية الاختيار بين البدائل المتاحة أمام المدير المالي متخذ القرار نتاج تفاعل إنساني تتفاعل فيه عدة عوامل منطقيه وغير منطقيه ، موضوعيه وشخصية ، ويترتب عليها نتائج تنعكس على سلامة القرار المالي ورشده ، والجوانب السلوكيه التي تؤثر على القرار المالي مرتبطة بسلوك المدير نفسه – متخذ القرار – وسلوك مساعديه ومستشاريه وسلوك مرؤوسيه الذين يمسهم القرار المالي.

1- سلوك المدير : إن أهم العوامل النابعة من شخصية المدير وتؤثر على عملية القرار مايلي:

أ- مدى الإلمام بالمعارف الإنسانية.

ب- مدى القدرة على التوقع وتفهم متطلبات الموقف الكلى الذي يواجهه.

ت- مدى الشجاعة والإقدام والقدرة الابتكارية التي تساعد المدير المالي على ابتكار وخلق الأفكار الجديدة التي تساعد على ايجاد الحل المناسب للمشكلات الصعبة بالإضافة إلى القدرة على حسم الأمور .

ث- مدى القدرة على تحمل المسؤولية ومقاومة الضغوط من أعلى ومن أسفل.

ج- اتجاهات المدير وقيمه و اخلاقياته وأهدافه الشخصية .

ح- مدى القدرة على وزن الجوانب الايجابية والسلبية للبدائل المتاحة والتنبؤ بأثرها .

خ- مدى استقرار المدير وعلاقاته داخل وخارج المنظمة وعضويته في المجتمعات أو الاتحادات والنقابات المهنية ومكانته الاجتماعية .

2- سلوك المساعدين والمستشارين:

– سلوك المساعدين:

أ- أسلوب تفكيرهم وطريقة عرضهم للموضوعات.

ب- استغلال المساعدين لميول المدير واستجابتهم لها.

ت- فرض التوجيهات غير الرسمية على العاملين من أعضاء التنظيم على أساس اعتقاد خاطئ من أن هذه التوجيهات تعكس رغبة المدير . إذا فقرارات المدير تتأثر أيضا بمدى العلاقة بينه وبين مساعديه و معاونيه.

– سلوك المستشارين : نظرا لطبيعة عمل المستشارين والتي تتمثل في تقديم المقترحات والتوصيات للمديرين وعدم تمتعهم بالسلطة ذلك قد يخلق نوعا من الصراع في العلاقة بين المديرين والاستشاريين مما يؤثر على القرارات .

3- سلوك المرؤوسين

أ- تصورات المرؤوسين واتجاهاتهم حول المشكلة والحلول البديلة وتأثير ذلك على اختيار احد البدائل لحل المشكلة واتخاذ القرار.

ب- مدى تعاون المرؤوسين واقتناعهم بالحل الذي تم اختياره ومدى المعارضة أو القبول لقرارات الرئيس .

ت- مدى الأمن والاستقرار الذي يشعر به المرؤوسون يؤثر على عملية اتخاذ القرار .

ث- مدى استعداد المرؤوسين لتحمل المسئولية والقدرة على فهم التوجيهات والتعليمات الصادرة ودرجة الارتباط بالمنفذ والولاء لها .

ج- درجة الألفة بين أفراد المجموعة ودرجة اعتمادهم على بعضهم البعض.

2-2 الاتجاهات النفسية للمدير المالي: و ينقسم إلى ثلاث أقسام: [19]

* **العنصر المعرفي (المعرفة و المعلومات):** إن ما يتوفر لدى المدير المالي من معلومات و تعلم وخبرة و ثقافة تساعده على تكوين معارف ومعتقدات إتجاه قرار مالي معين و هي تساعد في تكوين ردود فعله في مشاعره و تحركاته اتجاه هذا الموضوع.

* **العنصر العاطفي (الوحدات والمشاعر):** بناء على معرفته ومعتقداته تتكون المشاعر والتي تكون في شكل تفضيل أو عدم تفضيل و حب و كراهية و إعجاب أو عدم إعجاب والارتياح أو عدم الارتياح.

* **العنصر السلوكي (الميل السلوكي):** و يفهم ذلك في شكل التنبيه للتعرف بطريقة معينة حول الأشياء الموجودة في البيئة المحيطة.

3-2 تفضيل سلوكات المستثمرين إتجاه المخاطرة Risk – Prefrence :

يختلف المستثمرون و مدراء الإستثمار بإتجاهاتهم في تفضيل المخاطرة. و المهم في ذلك هو أي مستوى مقبول من المخاطرة، و الإجابة على ذلك يتطلب تحديد ثلاث سلوكيات أساسية لتفضيل المخاطرة و كما يعرض في الشكل رقم (2-1)

أ- المتجنب للمخاطرة Risk – Avers:

هذا السلوك ينطبق على المستثمر أو المدير المالي الذي يرغب بعائد متوقع أكبر لتعويض المخاطرة المحتملة. لذا فإن قانون تناقص المنفعة الحدية ينطبق على هذا السلوك، أي تحقيق منفعة حدية متناقصة كلما زاد العائد على الإستثمار.

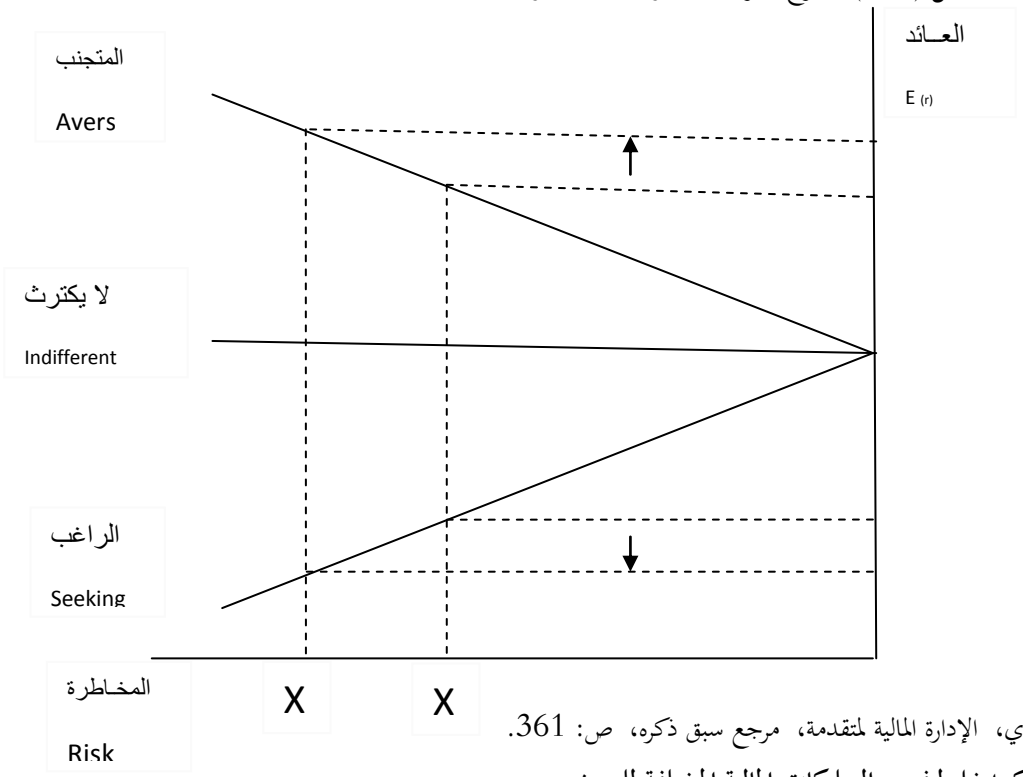
ب- لا يكترث للمخاطرة Risk – Indifferent:

يتسم سلوك الإستثمار تجاه المخاطرة بالجمود فهو ينظر إلى التغير في العائد المتوقع مع الرغبة في ثبات المخاطرة ومثل هذا السلوك إفتراضي لأنه في الواقع العملي العلاقة طردية بين العائد و المخاطرة تلغي مثل هذا المفهوم.

ج- الباحث عن المخاطرة Risk – Seeking:

سلوك المستثمر هنا يوصف بالمغامر و يبدي إهتماما متناقصا بالمغامرة كلما توقع عائدا أكبر. لذلك ينطبق على هذا السلوك قانون تزايد المنفعة الحدية، أي أن الإشباع المتحقق من الدينار الثاني من العائد يفوق الدينار الأول و يقل عن الدينار الثالث و هكذا، ومع ذلك في ظل إفتراض تطبيق إفتراضات النظرية المالية فإن هذا السلوك يوصف بكونه إستثنائي.[20]

شكل (2–1) أنواع سلوك المستثمر إتجاه المخاطرة



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية لمتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 361.

3- العائد والمخاطرة كمدخل لتفسير السلوكات المالية المختلفة للمستثمرين

بإعتبار أن الهدف الرئيسي الذي تسعى الإدارة المالية لتحقيقه هو تعظيم ثورة الملاك، و التي تتأتى من تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية، طالما لا يتعارض ذلك مع مصالح باقي الأطراف المعنية.

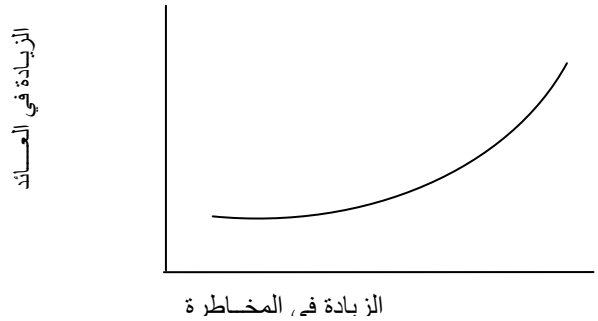
و تعظيم هذه الثروة هو محصلة القرارات المالية سواء كانت قرارات الإستثمار و قرارات التمويل. و تؤثر القرارات المالية على ثروة الملاك أي قيمة المؤسسة من خلال تأثيرها على حجم العائد متوقع الحصول عليه، و أيضا بتأثيرها على حجم المخاطر التي تتعرض لها من جراء تلك القرارات.

3–1 تفسير نظرية المنفعة لسلوك المستهلك بناء على العلاقة بين العائد و المخاطرة : [21]

يعتبر قانون المنفعة من بين الأساليب التي قدمت تفسير جيد للعلاقة بين العائد و المخاطرة في ظل السلوكات المختلفة للمستثمرين و كيفية إختيار الأوراق المالية الأفضل و تحديد المحافظ المثلى، فالمستثمر عندما يحقق عائد فإنه يحقق منفعة و يلبي إشباع من إشباعاته.

كما أن نظرية المحفظة التي تقوم على العلاقة بين العائد و المخاطرة بنيت على فرضية المنفعة الحدية للعائد على الإستثمار Marginal Utility of Return on Investment و ينص هذا الإفتراض على أنه يوجد لكل مستثمر منحنى منفعة Utility Curve معين يبين ميل وسلوك المستثمر إتجاه عائد الإستثمار والمخاطر المترتبة عليه، يمكن الإستفادة من هذه المنحنيات في إيجاد العلاقة بين المخاطر و العوائد، و التي تظهر مدى تقبل المستثمر في تحمل المخاطرة مقابل عائد مقبول، حيث يكون منحنى السواء بالنسبة للمستثمر على النحو التالي:

الشكل 3-1: منحنى العلاقة بين العائد و المخاطرة

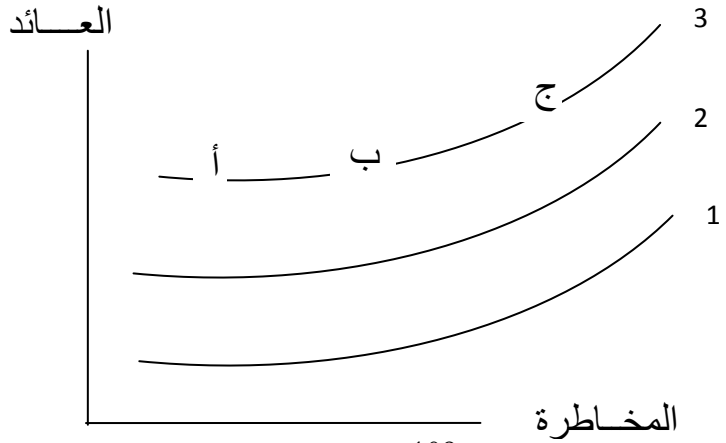


المصدر: غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة، مرجع سابق، ص:102.

يشير المنحنى أعلاه عن العلاقة الطردية بين العائد و المخاطرة، بحيث لا يتحمل المستثمر أي جزء من المخاطرة إلا إذا حصل على زيادة مقبولة في معدل العائد، و تتوقف درجة العوائد و المخاطر على نوعية و طبيعة المستثمر، و مقدار الإشباع الذي يرغب تحقيقه.

و طبعا لرسم خريطة السواء بالنسبة للمستثمر لا بد من وضع جدول المنافع الذي يوضح رغبة المستثمر في تحمل زيادة المخاطرة مقابل زيادة في معدل العائد، و منه يمكن رسم منحى السواء و الذي هو عبارة عن الخط الذي يصل النقاط التي يكون فيها تخوفه من مخاطر المشروع و العوائد المتوقعة متساوية. و إن كل النقاط المتواجدة على نفس المنحنى تعطي نفس المنفعة للمستثمر. و عليه يمكن رسم مجموعة من منحنيات السواء و التي تسمى بخريطة السواء Indeifference Map. بينما كل منحنى في خريطة السواء يعطي إشباعات متباينة، بحيث كلما إبتعد المنحنى عن نقطة الأصل يعطي أكبر إشباع في حين كلما إقترب المنحنى من نقطة الأصل يعطي إشباع أقل كما هو مبين في خريطة السواء أدناه:

الشكل 3- 2: منحنى علاقة العائد مع المنفعة



المصدر: غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة، مرجع سابق، ص: 109.

نلاحظ من الشكل أن المنحنى الثالث يعتبر من أعلى العوائد و أعلى المخاطر و هو على المستثمر أن يختاره، لأنه يعطي المستثمر أكبر كمية من الرضى و يجلب له أكبر التوقعات من العوائد، و أن النقاط أ، ب، ج في المنحنى الثالث تعطي المستثمر الإشباع نفسه من تحمل المخاطر و توقع العوائد.

2-3 المبادلة بين العائد و المخاطرة كأساس لإتخاذ القرارات المالية: Risk Returm trade-OFF

يتحمل أي قرار مالي قدر من العوائد و قدر من المخاطر، و يختلف حجمها حسب درجة قبول المستثمر للمخاطر. و من أهم العوامل التي تتحكم في هذه القرارات مايلي:

- نوعية المستثمر(متحفظ أو مقامر).
-أهداف المستثمر من العملية.
-حجم الأموال المتاحة.
-حجم المحفظة الإستثمارية.

و لإتخاذ القرار لابد من القيام بعملية المبادلة بين العائد و المخاطرة و إختيار نوع الإستثمار أو أموال التمويل و اللذان يعتمدان على توقعات المستثمرين عن المستقبل، و بالتالي تتقدم عملية التوقع على إتخاذ القرار (إختيار البديل) مما يؤكد صعوبة تحديد القرارات.[22]

يفضل المدير المالي عند إتخاذه للقرارات المالية إختيار العوائد الكبيرة على العوائد القليلة في حال ثبات العوامل الأخرى* من بينها المخاطرة.

و كذلك يفضل المشاريع الإستثمارية و مصادر التمويل ذات المخاطر المتدينة على المخاطر الكبيرة، لذلك فإن القرارات المفضلة للمدير المالي هي القرارات ذات العوائد العالية و المخاطر المنخفضة.[23]

و يوصف عادة المستثمرين بأنهم يتخوفون من المخاطر. و هذا لا يعني أن المستثمرين لا يقبلون بالمشاريع ذات المخاطر العالية إلا إذا كانت عوائدها مرتفعة أو تم تعويضه بعائد مقبول لكي يتحمل مخاطر إضافية مما يعني أن العلاقة بين العائد و المخاطرة هي في الواقع علاقة طردية، معنى ذلك أننا يجب أن نتوقع أن يتجه المستثمرون نحو الخطر إلا في حالة رغبتهم في الحصول على عائد مرتفع، أي لا يوجد عائد مرتفع لا تقابله خطورة مرتفعة.[24]

و على المستثمر أن يحدد توليفة الموازنة لديه بين العائد و المخاطرة من خلال تقديره للعائد المتوقع الحصول عليه والذي يخلق لديه الرضا وفقا لدرجة الخطر المقبولة من قبله، لذا يعتبر العائد من أهم العوامل التي تدخل في عملية إتخاذ القرارات المالية المختلفة لأنه يظهر معدل الزيادة في الثروة التي يطمح إليها المستثمر و العائد المقبول هو الذي لا يقل على الأقل عن مستوى العوائد التي تتحقق من مختلف المشاريع المماثلة و طبعا تتعرض لنفس درجة الخطر،بإعتبار أن العائد ضروري لمحافظة المؤسسة على قيمتها السوقية و زيادة ثروة الملاك.[25]

و بناءا على ماسبق يمكن القول بأن جميع المستثمرين يرغبون في تعظيم العائد ولكنهم يختلفون فيما بينهم فيما يخص بمستوى الخطر المقبول.[26]

تشير إلى العلاقة بين العائد و المخاطرة هي علاقة **تعويضية** أو **توازنية** Risk-Returm Trade OFF ذلك أنه كلما إرتفعت المخاطر المترتبة عن القرار المالي لابد من تعويضهم عن ناحيتين من أجل الإقبال على تلك المخاطر:

- تأجيلهم لإستهلاكهم الحالي إلى إستهلاك مستقبلي.
- قبولهم للمخاطرة.[27]

فمن الملاحظ أن العائد المطلوب في مجال الإستثمار في الأصول الثابتة مرتفع لما ينطوي عليه الإقتراح الإستثماري كبير من مخاطر.

أما الإستثمار في الأصول المتداولة كالمخزونات مثلا، نجد أن قرار تخفيض مستوى المخزون يترتب عليه وفورات في الموارد المالية والتي يمكن إستثمارها في مجالات أخرى تدر عائد إضافي، إلا أن هذا التصرف قد يزيد من مخاطر نفاذ المخزون، و الذي ينعكس بالسلب في تلبية طلبات العملاء في الأوقات المحددة.

و في مجال التمويل، يعد زيادة إعتماد المؤسسة على الإقتراض بدل حقوق الملكية في تمويل

الإستثمارات، يؤدي لزيادة العائد المتوقع، نتيجة إنخفاض تكاليف الأموال المقترضة مقارنة بتكاليف حقوق الملكية. غير أن ذلك قد يؤدي في نفس الوقت في زيادة مخاطر الإفلاس، إذا ما وجهت المؤسسة ظروف صعبة، قد تؤدي إلى التأثير في قدرتها على الوفاء بقيمة القروض والفوائد المترتبة عليها في تاريخ الإستحقاق.

كما تتجلى العلاقة بين العائد و المخاطرة في القرارات التي تخص المفاضلة بين القروض قصيرة الأجل و القروض طويلة الأجل. فالقروض قصيرة الأجل أقل تكلفة من الطويلة وبالتالي تترك أثر إيجابي على العائد. (غير الزيادة في المخاطر من خلال القروض طويلة الأجل يقابلها زيادة في العائد). و تستحق القروض قصيرة الأجل بعد شهور أو سنة على الأكثر، و هي فترة قد لا تكون كافية لتدبير الأموال اللازمة لسداد القروض و الفوائد عند ميعاد إستحقاقها، بما يعني إرتفاع مخاطر تعرض المؤسسة للعسر المالي و بالتالي الإفلاس.

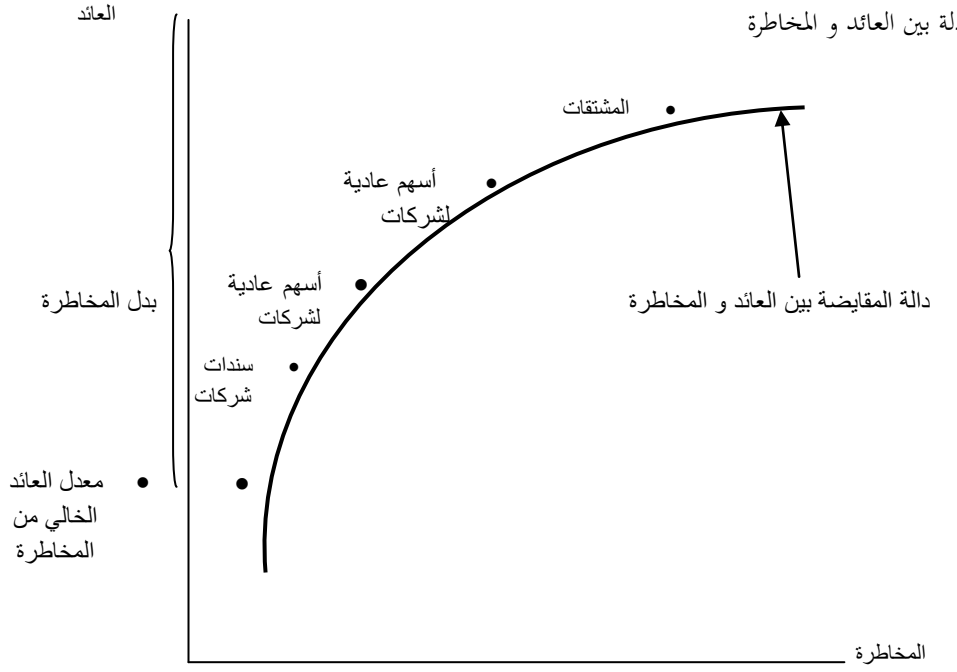
إن العلاقة التعويضية بين العائد و المخاطرة تلزم متخذ القرار المالي أن يراعي التوازن بين العائد المتوقع بعد تنفيذ القرار و بين المخاطر المترتبة عليه، و إختيار المستوى الملائم من التركيبتين الذي يحقق تعظيم الملاك.

و هذه القرارات المالية سواء كانت بشأن الإستثمارات أو مصادر التمويل تكون من إختصاص الإدارة العليا نظرا لتأثير تلك القرارات على القطاعات المختلفة للمؤسسة، بناءا على الإقتراحات التي يعرضها المدير المالي على مجلس الإدارة. [28]

ويشير الشكل(3-3) إلى أنواع الأصول المالية المختلفة التي يمكن أن يفاضل بينهما المستثمر إنطلاقا من المقاضية بين العائد و المخاطرة.

إذا أردنا تصنيف تلك الأصول المالية من حيث درجة المخاطرة المترتبة عن الإستثمار فيها، نجد أن أدوات الخزينة هي الأقل مخاطرة، بينها السهم الصادر عن شركة المساهمة هو أعلاه من حيث المخاطرة، و يبقى السند في المرتبة الوسطى من المخاطر بين المصدرين السابقين، لهذا نجد أن عوائد أذونات الخزينة قليلة أو متدنية و السبب هو إنخفاض درجة المخاطرة بإعتبار أن الدولة تضمنه و فترة إستحقاقه قصيرة نسبيا. أما السهم فإن عائده مرتفع لأن المخاطرة عالية، و ربحه غير مضمون خاصة في المؤسسات الصغرى مقارنة مع المؤسسات الكبرى، و يقابلها إمكانية الحصول على عوائد عالية في المؤسسات الصغرى عن العوائد في المؤسسات الكبرى، لإنخفاض المخاطر في الأخيرة. أما السند فإن عوائد متوسطة لأن مخاطره أيضا متوسطة، كذلك يختلف في درجة مخاطره إذا ما كان صادر عن شركة أو حكومة، لأن الشركة قد تستطيع الوفاء بإلتزاماتها و هكذا [29] .

الشكل 3 – 3: منحنى المبادلة بين العائد و المخاطرة



المرجع: قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص: 70.

يظهر من الشكل أن المنحنى يعبر عن المبادلة بين العائد و المخاطرة بكل نوع من أنواع الأصول المالية، حيث يمكن للمستثمر أن يفاضل بين النقاط المتواجدة على هذا المنحنى ليحدد عندها العائد المتوقع من الإستثمار معين والخطر المقابل له. و المستثمر الرشيد يقبل تحمل مزيد من المخاطر إلا في حالة ما تم تعويضه عن هذه المخاطر بعائد مقبول، لهذا يتجه ميل هذا المنحنى إلى الأعلى بشكل دائم على محوري المعلم، فالمحور الرأسي يعبر عن العائد المتوقع و المحور الأفقي يعبر عن المخاطر.

يستخلص مما ذكر أن العلاقة بين العائد و المخاطرة هي في الواقع علاقة طردية.[30] حيث تشير النقطة أسفل المنحنى إلى الأصول الخالية من المخاطر مثل: أذونات الخزينة (Treasury Bills) و هم ما يعرف بالعائد الخالي من المخاطر (Risk Free Rate of Returm)، فلو قبل المستثمر الإستثمار في أذونات الخزينة فمعنى ذلك أنه يقبل بعائد قليل مقابل مخاطر معدومة، أما إذا ما إنتقل المستثمر إلى نقطة أخرى أعلى و لتكن السندات المصدرة من الشركاتCorporate Bonds أو الإتجاه إلى الأعلى أكثر إلى الأسهم حتى نصل إلى المشتقات Derivatives و التي تعد من أكثر الأوراق المالية خطورة لإرتباط عوائدها بالمستقبل و بظروف غير مؤكدة، و التي تحقق أعلى عوائد في نفس الوقت. لذا فكلما زاد طلب المستثمر لعائد أكبر تزداد المخاطر المصاحبة لهذا العائد.[31]

4- اختيار السلوك المالي على أساس العائد المتوقع و المخاطرة

عندما تضع المؤسسة هيكل رأس مال مستهدف تحدد فيه مسبقا العناصر التي ينبغي أن يتكون منها و نسبة كل عنصر فيه، و في اختيار المؤسسة لهيكل رأس المال عليها أولا أن توازن بين العائد و المخاطر الناجمين عنه، أي أن تكون المخاطر الناجمة عن استخدام مصادر تمويل منخفضة التكلفة، متوازنة مع العائد الناجم عنها و المتمثل في زيادة الربحية، و العكس صحيح، فمع بقاء العوامل الأخرى على حالها يتوقع أن تترتب على مثل هذا الهيكل تعظيم للقيمة السوقية للمؤسسة أي تعظيم لثروة الملاك.[32]

يتم إختيار الهياكل المالية للإستثمارات التي تُقدم عليها المؤسسة على أساس العائد المتوقع الحصول عليه سواء كان إيجابي أو سلبي، أي حسب درجة الإنحرافات عن التقديرات المتوقعة للتدفقات النقدية بسبب أشكال المخاطر التي يتعرض الإستثمار نفسه ، و طالما أن العوائد تختلف في أوقات تحققها فيتحتم علينا قياسها بمعدل خصم معين Discount Rate أو على الأقل مساوي للعائد المطلوب تحقيقه.[33]

و على هذا الأساس فعملية المفاضلة تقتضي قياس العائد الذي يتوقع أن يحصل عليه حملة الأسهم العادية في ظل كل هيكل مالي، كما تقتضي قياس المخاطر التي يتعرض لها هذا العائد و الموازنة بين العائد و المخاطر باعتبارها الخطوة الأساسية التي يتحدد على ضوئها هيكل رأس المال المناسب.

4-1 العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية

يتمثل العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية في صافي الربح المتبقي بعد سداد الفوائد و الضريبة، و بعد حصول حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المخصصة لهم ، و الذي يتوقعه المساهمون بناءا عن المعلومات التي يمتلكونها عن السهم [34]، و لتوضيح كيفية حساب هذا العائد واستخدامه كأساس للمفاضلة بين هياكل رأسمال بديلة سنفرض بأن مؤسسة تمتلك أصولا بقيمة 6 مليون وحدة نقدية. ممولة بالكامل بالأسهم العادية حيث سعر السهم بـ 100و ن و بالتالي عدد الأسهم 60 ألف سهم، وتريد الشركة الاستثمار في أصول جديد تبلغ تكلفتها 4 مليون و ن، ويتوقع أن يبلغ صافي ربح العمليات بعد الاستثمار الجديد مليون و ن، يخضع لضريبة الربح بمقدار 30% و أمام المؤسسة 3 بدائل:

البديل الأول: التمويل عن طريق الأسهم العادية فقط، أي أن هيكل رأس المال سيتكون من أسهم عادية بقيمة 10مليون ون.

البديل الثاني: تمويل الأصول الجديدة بالأسهم الممتازة مع معدل عائد قدره 8.75 %، و في هذه الحالة سيتكون هيكل رأس المال من 60% أسهم عادية و 40 % أسهم ممتازة.

البديل الثالث: تمويل الأصول الجديدة بسندات تحمل معدل فائدة قدره 6%.

للمفاضلة بين البدائل الثلاثة ينبغي الوقوف على نتيجة السهم في ظل كل بديل، و كذا درجة المخاطر التي تتعرض لها هذه الربحية، و يتم حساب ربحية السهم باستخدام المعادلة التالية:

$$BPA = \frac{(EBIT - K_d)(1-t) - p}{N} \quad \text{.....(1- 4)}$$

$EBIT$: صافي ربح العمليات، $K_d D$: القيمة الكلية للفوائد، t: معدل الضريبة، P :القيمة الكلية للتوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم الممتازة، BPA : ربحية السهم، N :عدد الأسهم

باستعمال المعادلة السابقة يمكن إيجاد ربحية السهم في ظل كل بديل،علما بأن معدل الضريبة يساوي 30%

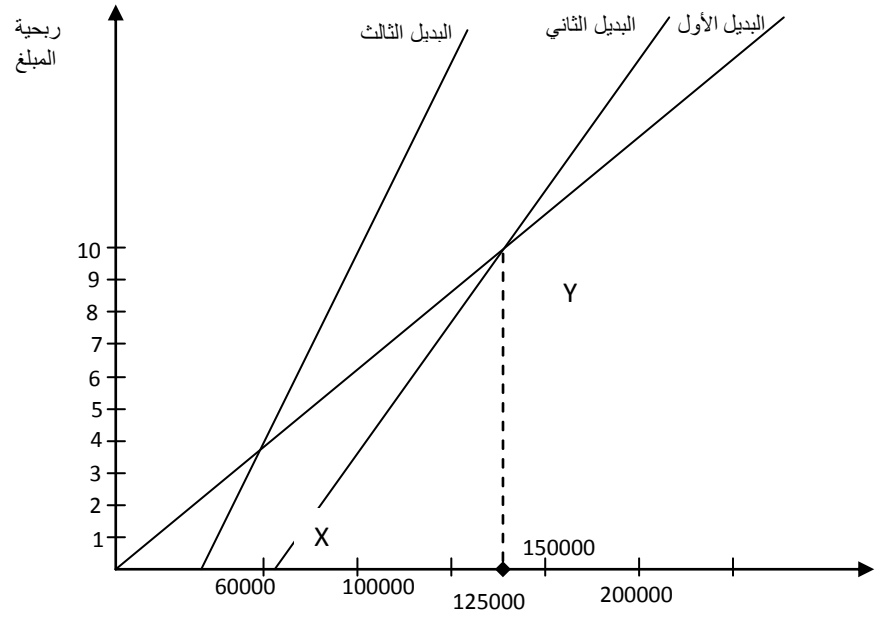
البديل الأول : $BPA = \frac{(100000 - 0)(1-0.3) - 0}{100000} = 7$

البديل الثاني : $BPA = \frac{(100000 - 0)(1-0.3) - 350000}{60000} = 5.8$

البديل الثالث : $BPA = \frac{(100000 - 240000)(1-0.3) - 0}{5000} = 8.9$

توضح النتائج بأن البديل الثالث هو المفضل لأنه ذو ربحية أعلى، و عليه يتم اختياره من وجهة نظر ربحية السهم و ذلك عندما يكون صافي ربح العمليات 100.000 ون، يليه البديل الأول فالبديل الثاني. فإذا افترضنا أن صافي ربح العمليات المتوقع بعد الاستثمارات الجديدة سوف يبلغ 500.000 و ن في هذه الحالة ستكون ربحية السهم في ظل البدائل الثلاثة على التوالي كما يلي: 3,5، 1,75، 2,8، فبإنخفاض صافي ربح العمليات أصبح البديل الأول هو المفضل، أما إذا ارتفع صافي ربح العمليات إلى 2000.000 فسيأتي البديل الثالث في المقدمة بربحية سهم تقدر بـ: 20.5 و ن ثم البديل الثاني ب ربحية سهم 17.5 ون فالأول ب 14 ون.[35] و يمكن تمثيل هذه المعلومات بيانيا كما يلي:

شكل (4–1): ربحية السهم في ظل مستويات مختلفة لصافي ربح العمليات



المصدر: من إنجاز الباحثين بالإعتماد على المثال التطبيقي

يشير الشكل إلى وجود نقطة تقاطع بين البديل الأول والبديل الثالث ونقطة تقاطع بين البديل الأول والبديل الثاني، فعند النقطة x التي يكون فيها صافي ربح العمليات هو 60.000 ون، تكون ربحية السهم العادي 4.2 ون سواء أخذت المؤسسة بالبديل الأول أو البديل الثالث، أما إذا كان صافي ربح العمليات أكبر من 60.000 ون فإن ربحية السهم ستكون أكبر في ظل البديل الثالث عنه في ظل البديل الأول، أما إذا كان صافي ربح العمليات المتوقع يقل عن صافي ربح العمليات عند نقطة التقاطع، فسوف يحدث العكس.

أما بالنسبة لنقطة التقاطع بين البديلين الأول والثاني، أي النقطة y فهي تعني أنه عندما يكون صافي ربح العمليات 1250000 و ن، يكون ربح السهم 8.75، سواء أخذت المؤسسة بالبديل الأول أو البديل الثاني، وهي تمثل نقطة تعادل ثانية، أما إذا زاد صافي ربح العمليات عن 1250000 ون فسوف تفوق ربحية السهم في ظل البديل الثاني مثيلتها في ظل البديل الأول، ويحدث العكس إذا كان صافي ربح العمليات أقل من ذلك.

نلاحظ أنه لا يوجد نقطة تقاطع بين البديلين الثاني و الثالث، و يرجع هذا إلى أن البديل الثالث يعد أفضل في جميع الحالات من البديل الثاني، فهيكل رأس المال الذي يتضمن القروض إلى جانب الأسهم العادية يعد أفضل من وجهة نظر ربحية السهم من هيكل رأس المال الذي يتضمن الأسهم الممتازة جانب الأسهم العادية، و يرجع هذا إلى أن تكلفة الاقتراض عادة ما تكون أقل من تكلفة الأسهم الممتازة، و نلاحظ كذلك بأن الفرق ثابت في ظل البديل الثاني عند أي مستوى لصافي ربح العمليات مما يعني عدم وجود فرصة للتقاطع.

نخلص من هذا التحليل إلى أن المفاضلة ينبغي أن تكون بين البديل الأول و البديل الثالث، و أن يستبعد البديل الثاني، و بالتالي يتوقف القرار النهائي على صافي ربح العمليات المتوقع.

و لكن تقييم البدائل لا يتم على أساس ربحية السهم فقط، و إنما يقتضي ذلك تقدير المخاطر التي تتعرض لها ربحية السهم في ظل كل بديل.

4-2 المخاطر التي تتعرض لها ربحية السهم

تعرف المخاطر بأنها درجة تقلب العائد الحقيقي للأصل عن العائد المتوقع،[36] أي تقاس المخاطر بدرجة تقلب العائد، و يمكن أن نميز في هذا الصدد بين نوعين من المخاطر يترتب عليهما تقلب في العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية و هما: مخاطر النشاط والمخاطر المالية.

و بما أننا بصدد دراسة قرارات التمويل التي ترتبط أساسا بالمخاطر المالية أي بمدى باختيار المؤسسة للخليط الذي يكون هيكل رأس المال، فكلما زاد اعتماد المؤسسة على مصادر التمويل التي تلزمها بأعباء ثابتة أدى تغير معين في صافي ربح العمليات إلى تغير أكبر في ربح السهم العادي، أي تغير أكبر في صافي الربح المتاح للملاك و العكس صحيح، و هذا ما يطلق عليه بظاهرة الرفع المالي Financial leverage، و الذي يعرف بأنه "استخدام المؤسسة للأموال ذات التكاليف الثابتة على أمل زيادة العائد الذي يحصل عليه المساهمون".[37]

تتحمل مخاطرة في حالة عدم قدرة صافي ربح العمليات (النتيجة الاقتصادية) على تغطية الفوائد الناتجة على الاقتراض، و من ثم يكون للاقتراض أثر سلبي على المردودية المالية للمؤسسة.

و يمكن إظهار العلاقة بين المردودية المالية و أثر الرفع المالي وفق المعادلة التالية:

$$\mathbf{R_F} = \mathrm{Re} + \left(R_e - i\right)\frac{D}{CP} \quad \text{.....(2– 4)}$$

حيث:

$\left(R_e - i\right)\frac{D}{CP}$: يمثل أثر الرافعة

R_e : معدل المردودية الاقتصادية

R_F : المردودية المالية

و من خلال المعادلة السابقة يمكن استنتاج أثر الاقتراض على مردودية الأموال الخاصة (ربحية السهم) كما يلي:

1- إذا كان الاقتراض معدوما نستنتج أن مردودية الأموال الخاصة هي المردودية الاقتصادية أي الربح المتاح للملاك في صافي ربح العمليات.
2- إذا كانت تكلفة الاقتراض أقل من المردودية الاقتصادية يكون للاقتراض أثر إيجابي على مردودية الأموال الخاصة أي على ثروة الملاك وفي هذه الحالة يمكن الاعتماد على القروض.
3- إذا كانت تكلفة الاقتراض مساوية للمردودية الاقتصادية فإنه لا أثر للرفع المالي.[38]

و بالتالي فإن للاقتراض تأثيران مزدوجان.

فهو يؤدي من جهة إلى زيادة في العائد المتاح للملاك نظرا لانخفاض تكلفته، إلى جانب ما يتولد عنه من وفورات ضريبية تساهم في تخفيض تكلفة رأس المال، و من جهة أخرى يؤدي إلى ظهور المخاطر المالية الناتجة عن الزيادة في تقلب عائد السهم العادي و التي تقاس بما يسمى بدرجة الرفع المالي و التي يتم الحصول عليها بالمعادلة التالية:

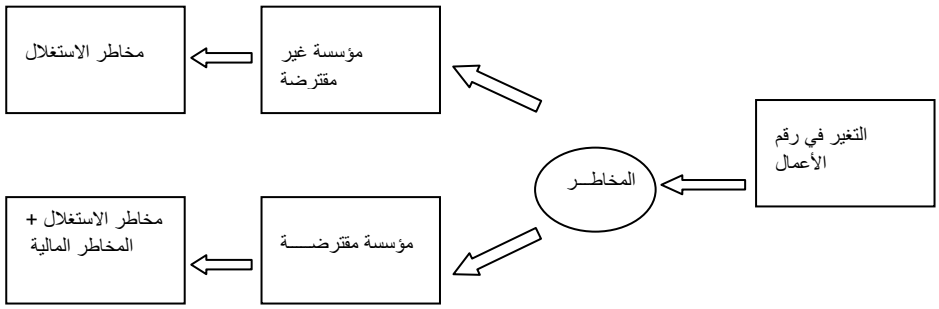
$$DLF = \frac{EBIT}{\left(EBIT - K_d D\right)} \quad \text{.....(3– 4)}$$

DLF : درجة الرفع المالي $EBIT$: الربح قبل الفوائد والضرائب (صافي ربح العمليات)

K_d : معدل الفائدة D : مبلغ القرض.

و تقيس درجة الرفع المالي النسبة المئوية للتغير في ربحية السهم نتيجة تغير في صافي ربح العمليات بنسبة1%، و هذا يعني أنه في ظل اعتماد المؤسسة على الاقتراض يترتب على تغير صافي ربح العمليات بنسبة معينة تغير ربحية السهم بمعدل أكبر، أما إذا اعتمدت المؤسسة على حقوق الملكية فقط، فإن ربحية السهم ستتغير بنفس معدل تغير صافي ربح العمليات،لأن درجة الرفع في الهيكل الذي يتكون بالكامل من حقوق ملكية يساوي الواحد الصحيح،[39] و بالتالي فالمؤسسة التي تعتمد على الاقتراض تتعرض لمخاطر الاستغلال (النشاط) و المخاطر المالية في حين تقتصر المؤسسة المعتمدة على حقوق الملكية على مخاطر الاستغلال وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

شكل (4–2): الاقتراض و المخاطر المتعلقة بنشاط المؤسسة



المصدر: إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 460

و بتطبيق المعادلة (4 –3) على البديلين الثاني و الثالث سيتضح أن درجة الرفع المالي 2، 1.3 على التوالي. تختلف هذه الدرجة بإختلاف مستوى صافي ربح العمليات، فمثلا إذا كان صافي ربح العمليات 500000 ون، تكون درجة الرفع المالي صفر، 1.9 للبديلين الثاني و الثالث على التوالي. أما لو كان صافي ربح العمليات 2 مليون ون، فسوف تصل درجة الرفع إلى 1.3 للبديل الثاني، 1.1 للبديل الثالث.

4–3 الموازنة بين العائد و المخاطرة:[40]

بعد قياس العائد و المخاطرة للبدائل الثلاثة نقوم بمقارنة تلك البدائل تمهيدا لاختيار أفضل البدائل أي إختيار البديل الذي تشعر معه الادارة بأن العائد المتولد عنه يتوازن مع المخاطر المترتبة عليه.

الجدول 4–1: ربحية السهم و درجة الرفع المالي للبدائل الثلاث.

البديل	ربحية السهم	درجة الرفع المالي
الأول	7	1
الثاني	5.8	2
الثالث	8.9	1.3

تؤكد النتائج التي يظهرها الجدول استبعاد البديل الثاني الذي ينطوي على عائد أقل و مخاطر أكبر. و بهذا يقتصر القرار على المفاضلة بين البديلين الأول و الثالث.

تكون ربحية السهم أقل في ظل البديل الأول و لكن المخاطر أيضا، و ذلك مقارنة بالبديل الثالث. بعبارة أكثر تحديدا على إدارة المؤسسة أن تقرر ما إذا كانت زيادة في ربحية السهم قدرها 1.9 و ن (8.9 و ن مطروحا منها 7 و ن) تكفى لتعويض حملة الأسهم العادية عن زيادة في درجة رفع المالي (المخاطر المالية) قدرها 0,3 (1.3–1). و كما سبق أن ذكرنا في موضع آخر سيتوقف هذا القرار عن الحكم الشخصي لأعضاء الادارة العليا، و سوف يبنى هذا الحكم على مدى ميل الادارة لتحمل المخاطر. فإذا كان أعضاء الادارة من النوع المحافظ فسيفضلون البديل الأول، أما إذا كانوا من النوع الجريء فسيفضلون البديل الثالث.

الخـاتمة:

يبنى الحكم على إتخاذ أي سلوك مالي معين بناء على ميل المستثمر لتحمل المخاطر المصاحبة للمشروع الإستثماري أو طريقة تمويله، و عموما يعمل المستثمر دائما على تجنب المخاطر ولن يرضى بقبول أي مستوى منه إلا إذا توقع الحصول على عائد كاف للتعويض عن هذا الخطر. معنى ذلك أننا يجب أن نتوقع أن يفاضل المستثمرين بين مستويات الخطر المختلفة لإختيار المستوى المقبول من وجهة نظرهم على أمل تحقيق أقصى مستوى من العائد.و بالتالي يمكن القول بأن جميع المستثمرين يرغبون في تعظيم العائد ولكنهم يختلفون فيما بينهم فيما يخص بمستوى الخطر المقبول. و بإعتبار أن العلاقة بين العائد و المخاطرة هي طردية، بحيث لا يتحمل المستثمر أي جزء من المخاطرة إلا إذا حصل على زيادة مقبولة في معدل العائد، و تتوقف درجة العوائد و المخاطر على نوعية و طبيعة المستثمر و مقدار الإشباع الذي يرغب تحقيقه، من خلال تقديره للعائد المتوقع الحصول عليه والذي يخلق لديه الرضا وفقا لدرجة الخطر المقبولة من قبله. وعلى هذا الأساس فبناء السلوك المالي يعتمد على عملية المفاضلة بين القرارات المالية من خلال العلاقة بين العائد و المخاطرة ، و التي تقتضي إستعمال الأساليب العلمية و المؤشرات الكمية باعتبارها مؤشرات جيدة يتحدد على ضوئها السلوك المالي المتوازن.

على ضوء النتائج المستوحات من الورقة البحثية، يمكن الخروج بمجموعة من الاقتراحات التالية:

- يوصي الباحثان بالإستغناء عن الإعتبارات الشخصية عند إختيار القرارات المالية و عدم التعصب لها في حال إستبعدتها الأساليب الكمية.
- ضرورة الموازنة بين مستويات الخطر المختلفة لإختيار المستوى المقبول من وجهة نظرهم على أمل تحقيق أقصى عائد.
- مراعاة المستثمر عند اختياره للقرارات المالية أن تكون العوائد المتوقعة كافية لتعويض المخاطر التي تتعرض لها العوائد التي يحصل عليها.
- ضرورة بناء نظام معلومات أو مركز معرفي متقدم يستخدم فيه الأساليب العلمية في حساب المعلومات اللازمة والضرورية لدراسة الفرص الاستثمارية وتقديم العون في إتخاذ القرارات المالية المختلفة.
- ضرورة إعداد كوادر بشرية مؤهلة في مجال الإدارة المالية و تعميق أصحاب القرار في المؤسسة بالمداخل العلمية والكمية الجديدة في إتخاذ القرار مع توفير التدريب اللازم.

الهوامش و الإحالات وفق الترتيب التسلسلي:

[1]– عبد القادر حوة، " بناء المحافظ الإستثمارية و إدارة الإستثمار في الأسهم بين العائد و المخاطرة" ، رسالة ماجستير،جامعة الجزائر 3، 2010 ، كلية العلوم لاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية، ص:101.

[2]– عدنان تايه النعيمي و أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية، عمان، 2009 ، ص:90.

[3]– زياد رمضان، مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الرابعة، 2007، ص: 22.

[4]– دريد كامل آل شبيب، إدارة المحفظة الإستثمارية، الطبعة الأولى ، دار المسيرة للنشر و التوزيع ، عمان ، 2010، ص:61.

[5]– قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار، دار الثقافة للنشر و التوزيع،، عمان، طبعة الأولى، 2009، ص ص: 48–49.

[6] – دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الإستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص:64.

[7]– قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 64.

[8]– حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية لمتقدمة، الطبعة الثانية، الوراق للنشر و التوزيع، الأردن ، 2008 ، ص: 362.

[9]– عاطف وليد أندراوس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص ص: 221–222.

[10]– حمزة محمود الزبيدي، الادارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر و التوزيع، الأردن، 2008،الطبعة الثانية،ص :15.

[11]– المرجع السابق ، ص:48.

[12] -Gérard Charreaux, Finance d'entreprise, 2e édition, ems, France, 2000, p26.

[13]– محمد الأغا، " أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار"، رسالة الماجستير غير منشورة، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية، الجامعة الإسلامية، غزة، 2005، ص :38.

[14]– منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، دار المكتب العربي الحديث، الاسكندرية،1999،ص: 225.

[15]– محمد الأغا، " أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار" ،مرجع سبق ذكره، ص :39.

[16]– محمد الأغا، "أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار"، مرجع سبق ذكره ص :40.

[17]– منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 231.

[18]– الجهاز المركزي للتنظيم و الادارة،النماذج و الطرق الكمية في صنع و إتخاذ القرارات، جمهورية مصر العربية،تاريخ الإطلاع: 2015/08/15.

http://www.caoa.gov.eg/NR/rdonlyres/FA037574-105A-4331-B0F8-.pdf

[19]– أحمد ماهر , السلوك التنظيمي , الدار الجامعية للطباعة والنشر ، بالإسكندرية – مصر 2005ص: 125.

[20]– حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية لمتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 360-361.

[21]– غازي فلاح المومني،إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان،2007 ،ص ص: 99 –108، بتصرف.

[22]– قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص:71.

[*]– يعتبر الخطر أهم عائق يقلل العائد إلا أن هناك عوامل أخرى يمكن أن تؤدي إلى تخفيض العائد مثل الضرائب، تكلفة المعاملات، وبعض القواعد القانونية التي تحدد أنواع كميات الإستثمار المسموح بها أو تصريح لمستثمرين معينين محددين .

[23]– محمد شفيق حسين طنيب و محمد إبراهيم عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل ،عمان، 2009، ص: 104.

[24]– محمد صالح الحناوي و آخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، 2007، ص:63.

[25]– دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، عمان، 2009، ص-ص: 153-154.

[26]– محمد صالح الحناوي و آخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، 2007، ص:65.

[27]– فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان، 2009، ص: 127.

[28]– منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص ص: 30- 31.

[29]– محمد شفيق حسين طنيب و محمد إبراهيم عبيدات ، الإدارة المالية في القطاع الخاص، مرجع سبق ذكره، ص:104.

[30]– قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص :70.

[31]– محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية و إدارة المخاطر، مرجع سبق ذكره، ص:63.

[32]– منير إبراهيم هندي ، الإدارة المالية ، مرجع سابق ،ص : 596

[33]– دريد كامل آل شبيب ، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص: 154.

[34]– أسعد حميد العلي ، الإدارة المالية (الأسس العلمية و التطبقية)، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر و التوزيع ،عمان ، 2010 ، ص: 214.

[35]– منير إبراهيم هندي ، الإدارة المالية ، مرجع سابق ، ص ص : 596-599. بتصرف

[36]– بوراس أحمد،" الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطر" ، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 01، جامعة قسنطينة، الجزائر، 1999.

[37] - Van Horne , principes de gestion financière 6 edit , economica , paris , 1991, p 550.

[38]– يوسف قريشي ،"سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، مرجع سابق ، ص ص : 107 – 108.

[39]– شعبان محمد، " نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية"، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة بومرداس، كلية العلوم الاقتصادية،علوم التسيير و العلوم التجارية ،2010 ، ص: 107.

[40]– منير إبراهيم هندي ، الإدارة المالية ، مرجع سابق ، ص ص: 605 – 606.بتصرف