

استخدام نظرية التسعير المرجح (APT**) في تقدير

معدل العائد المطلوب

د. حاكم محسن محمد*

أولاً :- المقدمة

اهتم المستثمرون وباستمرار بتقدير ما سيحصلون عليه من استثماراتهم لصعوبة التكهّن بما سيكون عليه المستقبل، أي ان في حالة التأكد لا توجد مشكلة لان كل شيء معروف ولكن يكمن الخطر في حالة عدم التأكد، ولذلك يطلب المستثمر علاوة مخاطرة حسب الظروف الاقتصادية خوفاً من انخفاض القدرة الشرائية لرأس المال المستثمر او للعوائد المتوقعة، وقد ظهرت نماذج معينة تحدد معدل العائد المطلوب للمستثمر منها نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) وهذا النموذج يأخذ بنظر الاعتبار مخاطرة النشاط الذي تعمل ضمنه المنشأة، كالنشاط الصناعي مثلاً ولذلك يتضمن علاوة مخاطرة عن هذا النشاط مخصصة بمعامل Beta ومن النماذج الأخرى هي نظرية التسعير المرجح التي اعتبرت افضل من النموذج السابق لأنها تأخذ بعلاوة المخاطرة لأكثر من عامل اقتصادي. وينصب هذا البحث على استخدام هذه النظرية في تحديد معدل العائد المطلوب آخذاً بنظر الاعتبار ثلاثة عوامل اقتصادية هي السائدة في مجال الاقتصاد الوطني.

ثانياً :- منهجية البحث

أ- مشكلة البحث

يعد انخفاض معدل العائد المتحقق عن معدل العائد المطلوب من ابرز المشكلات التي تواجه المستثمرين، ولذلك فان انخفاض هذا المعدل في المنشآت المعنية بالدراسة يعد مشكلة البحث الحالي، حيث ان التقديرات التي تم أعدادها من قبل المستثمرين تعتمد على التقديرات الشخصية، ولا تعتمد الدراسات التحليلية العلمية التي تأخذ بنظر الاعتبار المخاطر المستقبلية التي تواجه الاستثمارات.

ب- هدف البحث

يهدف البحث الى تقدير معدل العائد المطلوب ومقارنته بكلفة التمويل وباستخدام نظرية التسعير المرجح (APT) ومعرفة فاعلية هذه النظرية من اجل اعتمادها في الدراسات التحليلية سواء للمستثمرين في المنشآت المعنية بالدراسة او للمستثمرين بشكل عام، باعتبار هذه النظرية تأخذ بنظر الاعتبار تأثيرات عوامل اقتصادية متعددة، يتوقف عدد هذه العوامل على طبيعة الاقتصاد الوطني لكل دولة.

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

** APT : احتصار ل Arbitrage Pricing Theory

ج- فرضية البحث

يستند البحث الى فرضيه رئيسة مفادها "يزداد معدل العائد المطلوب بازدياد العوامل الاقتصادية المأخوذة بنظر الاعتبار والمؤثرة في العملية الاستثمارية وذلك لاعتماد علاوة مخاطرة إضافية عن كل عامل اقتصادي

د- الحدود الزمانية والمكانية:

تمتد الدراسة بين عامي ١٩٩٠ - ١٩٩٦ وفي مجموعة من المنشآت الخدمية بلغ عددها (٦) منشآت و الأساليب المستخدمة في البحث:

استخدمت مجموعة من الأساليب الإحصائية في التحليل وهي

$$١- \text{الوسط الحسابي } (\bar{x}) \text{ ويستخرج بالصيغة التالية: } \bar{X} = \sum \frac{X}{n}$$

حيث أن:-

\bar{x} - يمثل الوسط الحسابي

x - يمثل المتغير المستقل

n - يمثل مجموع المشاهدات

٢- النسبة المئوية، وتستخرج بقسمة الجزء على الكل $\times 100$

٣- معامل بيتا $Beta = Cov(Rm., Rj) / VAR Rm$

حيث أن $Cov(Rm., Rj)$: تغيّر عائد المحفظة مع عائد المنشأة

٣- الانحراف المعياري :

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

حيث ان:

x = المتغير المستقل

\bar{x} = الوسط الحسابي

n = مجموع المشاهدات

٥- التباين :-

$$S^2 = \sum (x - \bar{x})^2$$

حيث ان $S^2 =$ مجموع مربعات الانحرافات

٦- معامل الاختلاف *Coefficient of Variation* :

ويستخرج وفقاً للصيغة الآتية :

$$CV = \frac{\delta}{x}$$

حيث أن :-

$CV =$ معامل الاختلاف

$\sigma =$ الانحراف المعياري

$x =$ الوسط الحسابي

٧- معادلة النظرية (Brealy, et. al, 1991, p. 169)

$$R(RR) = R_f + (RF_1 - R_f)B_1 + (RF_2 - R_f)B_2 + \dots + (RF_n - R_f)B_n + E$$

حيث أن :-

$R(RR)$: معدل العائد المطلوب

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة

RF_1, RF_2, RF_3 : العوامل الاقتصادية الثلاثة التي ادخلت في معادلة النظرية

B_1, B_2, B_3 : معامل بيتا العوامل الاقتصادية الثلاث

٨- المعدل الموزون لكلفة التمويل (Weston & Brigham, 1993,)

$$WACC = wdkd(1 - T) + wks$$

حيث أن :-

$WACC$:- المعدل الموزون لكلفة التمويل

$wdkd$:- الكلفة الموزونة للتمويل المقترض

T :- معدل الضريبة

wks :- الكلفة الموزونة للتمويل الممتلك

ثالثاً :- تحليل محفظة السوق

تعرف المحفظة بأنها مجموعة من الأوراق المالية الممسوكة والمحفوفة بالمخاطر حسب نسبة كل منها الى قيمتها السوقية (Archer et al, 1983,,) ويعرفها (Weston) بأنها تشكيلة أو توليفة من الموجودات وتسعى نظرية المحفظة إلى اختيار المحفظة المثلى والمحفظة المثلى هي المحفظة الكفوءة , التي تركز على تحقيق أعلى عائد ممكن بأقل مستوى من المخاطرة (Weston & Brigham, 1978) ولا تقتصر مكونات المحفظة على الموجودات المالية (الأوراق المالية) (فقد تشمل موجودات عينية كالعقارات أو أي نوع آخر من هذه الموجودات والمشكلة الرئيسية التي تواجه المدراء الماليين هي كيفية إدارة هذه الموجودات والمطلوبات لتحقيق عائد مناسب ومقبول للمساهمين والموازنة بين الربحية والسيولة (Henning et.al, 1988) وكلما اشتملت المحفظة على عناصر أو مكونات أكثر كلما أدى ذلك إلى تقليل مخاطر الاستثمار وإلى حدود معينة , حيث أن التوسع في الاستثمار هو أسلوب لتقليل المخاطر التي تتعرض لها الاستثمارات وهنا تكمن كفاءة المحفظة . ويبين الجدول رقم (١) تفاوت معدل العائد لمحفظة السوق حيث بلغ (٢,٧%) سنة ١٩٩٠ انخفض الى (٢%) سنة ١٩٩١ ويعود ذلك إلى توقف المنشآت العاملة عن العمل سنة ١٩٩١ بسبب الحرب العدوانية . في حين ارتفع هذا المعدل إلى (٤,٣%) سنة ١٩٩٢ واستمر بالارتفاع إلى أن وصل أقصى حد له عام ١٩٩٥ حيث كان (٥٧,٠%) وتعود أسباب الارتفاع في هذا المعدل إلى التأثير بمعدل التضخم . الذي وصل أقصى حد له في أثناء هذه السنة حيث تميزت بارتفاع مفرط في معدل التضخم . في حين بلغ هذا المعدل سنة ١٩٩٦ (٢١,٦%) وذلك لانخفاض معدل التضخم في هذه السنة وهذا الانخفاض ناتج عن تطبيق مذكرة التفاهم بين الحكومة العراقية والأمم المتحدة المتعلقة بالغذاء والدواء مقابل النفط أي أن ارتفاع معدلات التضخم وانخفاضها تعكس آثارها على حجم الإيرادات التي تحصل عليها هذه المنشآت وهي محسوبة بالأسعار الجارية . وبلغ متوسط عائد المحفظة (٠,١٩٢) في أثناء الفترة من (١٩٩٠-١٩٩٦) وهذه النسبة تقترب من الانحراف المعياري لعائد المحفظة البالغ (٢٠,١%) وهو انحراف كبير تأثر بالتفاوت الكبير بين مستويات عائد المحفظة في أثناء هذه الفترة وسبب هذا التفاوت هو الظروف الاقتصادية التي يمر بها البلد

جدول رقم (١)

عائد محفظة السوق

الانحراف المعياري	المتوسط	١٩٩٦	١٩٩٥	١٩٩٤	١٩٩٣	١٩٩٢	١٩٩١	١٩٩٠	السنة
٦٠,٢٠١	%٠,١٩٢	%٢١,٦	%٥٧,٠	%٣٢,٥	%١٤,٣	%٤,٣	%٢,٠	%٢,٧	عائد المحفظة

المصدر : إعداد الباحث

رابعاً: نسبة التمويل المقترض بفائدة إلى مجموع مصادر التمويل

يؤكد المدخل التقليدي على الهيكل المالي الأمثل الذي يحقق أفضل عائد بأدنى مستوى من المخاطرة ، كما يبرز دور التمويل المقترض في تدنية كلفة التمويل الموزونة لما يوفره مصدر التمويل المقترض من حماية ضريبية (Tax shelter) حيث تعد الفائدة التي تدفع على القروض كلفة يتم طرحها في كشوفات الدخل بعد ذلك يتم إخضاع الدخل إلى الضريبة . وان انخفاض نسبة هذا التمويل تؤدي إلى ارتفاع كلفة التمويل الموزونة ، حيث تصبح النسبة الأكبر لكلفة التمويل الممتمك وبين الجدول (٢) أن هذا النوع من التمويل منخفض في جميع الشركات خلال فترة البحث عدا سنة ١٩٩٥ حيث تميزت بارتفاع نسبة التمويل المقترض وللشركة (١) حيث فاقت القروض التمويل الممتمك وهذا يعرض الشركة إلى مخاطرة مالية عالية . وبلغ أعلى مستوى لمتوسط النسبة للشركة (٤) (٠,٢٦٤) وأدنى متوسط للشركة (٥) بلغ (٠,١٩٥) ، أما على مستوى السنوات للشركات عينة الدراسة مجتمعة فكان أعلى مستوى سنة (١٩٩٥) حيث بلغ المتوسط (٠,٣٣٥) وأدنى مستوى (١٢,١) % لسنة ١٩٩٠ ويؤكد ذلك تأثير سنة ١٩٩٥ بمعدل التضخم المرتفع خلال هذه السنة . وعكست نتائجها على الكلفة الموزونة للتمويل ، حيث كانت أعلى نسبة لها بلغت (١٩,٢) % سنة ١٩٩٥ كما يوضح ذلك الجدول (٢)

جدول (٢)

نسبة التمويل المقترض بفائدة إلى مجموع مصادر التمويل

المتوسط	١٩٩٦	١٩٩٥	١٩٩٤	١٩٩٣	١٩٩٢	١٩٩١	١٩٩٠	الشركة/السنة
٠,٢٨٨	٠,٣٧٣	١,٠٠	٠,٢٦٤	٠,١٣٣	٠,٠٩٠	٠,٠٨٢	٠,٠٧٣	١
٠,٢٠٩	٠,٢٥٩	٠,٤٣٤	٠,٢٤٢	٠,٠٩٣	٠,١٥٥	٠,١٤٣	٠,١٣٥	٢
٠,٢٣٧	٠,٣٤٥	٠,٤١٦	٠,٣١٠	٠,١٣٩	٠,١٥٩	٠,١٦٢	٠,١٣١	٣
٠,٢٦٤	٠,٣٨٤	٠,٤٦٦	٠,٢٧١	٠,١٨٤	٠,١٩٣	٠,١٨٢	٠,١٦٥	٤
٠,١٩٥	٠,٢٧٠	٠,٣٤٨	٠,٢٦٢	٠,١٦٩	٠,١٣٦	٠,٠٩٣	٠,٠٨٩	٥
٠,٢٠٥	٠,٢٥٢	٠,٤٤٣	٠,٢٢٥	٠,٠٩٢	٠,١٥٩	٠,١٢٧	٠,١٣٥	٦
٠,٢٣٣	٠,٣٠٢	٠,٣٣٥	٠,٢٦٢	٠,١٣٥	٠,١٤٩	٠,١٣٢	٠,١٢١	المتوسط

خامساً - تحليل معدل العائد المطلوب والمعدل الموزون لكلفة التمويل

معدل العائد المطلوب (k_s) هو الحد الأدنى المقبول أو المطلوب من العائد أخذين بنظر الاعتبار المخاطر والعوائد المتاحة على الاستثمار (Weston et.al, 1996) وان قبول المستثمرين بالحد الأدنى لا يستمر بل أن ذلك القبول على المدى القصير ولحين استقرار الاستثمار، حيث لا يوجد مستثمر يقبل بالحد الأدنى من العائد بل أن قبوله الآن أو القصير الأمد أملاً في زيادة هذا المعدل على المدى الطويل، ولكن كحد أدنى يجب أن يساوي كلفة التمويل حيث لا يمكن القبول بعائد أدنى من هذه الكلفة وقد استخدمت معادلة نظرية التسعير المرجح (APT) بتقدير هذا المعدل وتتضمن علاوة مخاطرة (Risk Premium) على ثلاث عوامل اقتصادية ضمن الاقتصاد العراقي وهي النشاط الصناعي لقطاع المنشآت التي خضعت للدراسة ويمثلها ($F1$) باعتباره العامل الاقتصادي الأول وخصمت علاوة المخاطرة بمعامل ($Beta$) الخاص بهذا العامل وبالطريقة نفسها تم التعامل مع العامل الاقتصادي الثاني ($F2$) وهو معدل التضخم والعامل الثالث أسعار الفائدة على القروض طويلة وقصيرة الأجل ($F3$)، وتضاف هذه العلاوات الثلاث المخصوصة بمعامل ($Beta$) للعوامل الاقتصادية الثلاث إلى العائد الخالي من المخاطرة (R_f) وهو معدل الفائدة الممنوحة من قبل المصارف التجارية إلى المودعين ويوضح الجدول (٢، ١، ...٢٠٠٠) في الملحق البيانات المتعلقة بمعدلات الفائدة الممنوحة على الودائع وكانت نسبة (9%) للسنوات (١٩٩٠-١٩٩٤) بينما أصبحت (10%) للسنتين ١٩٩٥، ١٩٩٦ وهذا التساوي في معدل الفائدة لعدة سنوات اثر في نتائج معدل العائد المطلوب، مما أدى الى أن يكون هذا المعدل متساوياً لخمس سنوات هي (١٩٩٠-١٩٩٤) بينما ازداد إلى ($16,4\%$) حيث تساوت سنتي (١٩٩٥-١٩٩٦) بمعدل العائد المطلوب ويعكس الجدول (٢) مستوى العائد المطلوب للفترة أما المعدل الموزون لكلفة التمويل، وهي الكلفة التي تعبر عن طبيعة المزيج التمويلي للمنشآت قد اعتمدت التمويل الممتمك أساساً في هيكلها المالي إضافة إلى التمويل المجاني وهو حسابات دائنة تخص الموردين، حيث أن هذا النوع من التمويل مجاني بطبيعته إلا في حالات منح خصم تعجيل الدفع وعدم استفاضة المنشآت منه يعد كلفة ويتم حسابها وفقاً للمعادلة الآتية (Gup, 1983):

$$\text{كلفة الائتمان التجاري} = \frac{\text{نسبة الخصم}}{100} \times \frac{\text{مدة الائتمان}}{\text{مدة الخصم}}$$

أما كلفة التمويل فهي تشمل الكلفة الموزونة للتمويل الممتمك والكلفة الموزونة للتمويل المقترض (القروض) بفائدة. ونظراً لكون المنشآت المدروسة اعتمدت التمويل الممتمك والحسابات الدائنة (الائتمان التجاري) المجاني، لذا كانت الكلفة الموزونة هي كلفة التمويل الممتمك.

جدول رقم (٣)

معدل العائد المطلوب والمعدل الموزون لكلفة التمويل

السنة	معدل العائد المطلوب k1	المعدل الموزون لكلفة التمويل WACC
١٩٩٠	٠,١٥٤	٠,١٣٦
١٩٩١	٠,١٥٤	٠,١٥٤
١٩٩٢	٠,١٥٤	٠,١٥٤
١٩٩٣	٠,١٥٤	٠,١٥٤
١٩٩٤	٠,١٥٤	٠,١٥٤
١٩٩٥	٠,١٦٤	٠,١٩٢
١٩٩٦	٠,١٦٤	٠,١٦٤
المتوسط	٠,١٥٧	٠,١٥٨

المصدر: إعداد الباحث

ومن خلال المقارنة بين معدل العائد المطلوب والمعدل الموزون لكلفة التمويل، يتبين، أن معدل العائد يفوق المعدل الموزون لكلفة التمويل لسنة ١٩٩٠ فقط، وهذا مؤشر على أن عائد المحفظة لهذه السنة مقبول لأن كلفة التمويل أدنى منه، حيث ان معدل العائد المطلوب يعد حصيلة علاوات المخاطرة عن العوامل الاقتصادية الثلاثة (F3, F2, F1) مضافة الى العائد الخالي من المخاطرة. وقد تساوى المعدلان للسنوات (١٩٩١ - ١٩٩٤) ولسنة (١٩٩٦) بينما انخفض عن كلفة التمويل لسنة (١٩٩٥) ويشير ذلك إلى أداء منخفض لمجموعة المنشآت المعنية بالدراسة. وفي هذه السنة كان معدل التضخم مرتفعاً جداً وقد أثرت سنة (١٩٩٥) على السنوات الأخرى ولذلك كان متوسط الكلفة الموزونة للتمويل والفترة من (١٩٩٠-١٩٩٦) يزيد بمقدار (0.001) عن معدل العائد المطلوب. ويعبر ذلك عن أن حصيلة الاستثمارات في المنشآت المبحوثة لم يكن مجدياً طالما تجاوزت كلفة التمويل الموزونة معدل العائد المطلوب، مما يدعو إدارتها إلى إعادة النظر في سياساتها التمويلية والاستثمارية، وبما ينسجم مع الظروف الاقتصادية وينعكس بشكل إيجابي على مستوى الأداء والعائد المطلوب والكلفة الموزونة، ويبقى للحصار الشامل المستمر على العراق كل هذه السنين الأثر الفعال في تدني مستوى أداء منشآت الأعمال في الاقتصاد العراقي.

سادساً :- تحليل المخاطرة

تعرف المخاطرة بانها انحراف العائد المتوقع عن العائد المتوقع او هي التعرض إلى الخسارة او الضرر المادي ويعرفها (webster) بأنها تشبه (Hazard) لعب النرد أو هي المجازفة (Weston & Brigham, 1993, 143) وتختلف المخاطرة في حجمها وتوقعات حدوثها من استثمار إلى آخر . فالاستثمار في الأوراق الحكومية تكون المخاطرة فيه قليلة أن لم تكن معدومة ، في حين يعد الاستثمار في شركات القطاع الخاص عالي المخاطرة ، بسبب اختلاف طبيعة القطاعين الحكومي والخاص . والمخاطرة نوعان مخاطرة نظامية وهي المخاطرة التي لا يمكن تفاديها بالتنوع وتواجه جميع المنشآت الاقتصادية العاملة ضمن الاقتصاد الوطني لدولة ما ، أما النوع الثاني فهو المخاطرة اللانظامية وهي المخاطرة التي يمكن تفاديها بتنويع الاستثمارات الخاصة بالمنشأة ، وتعديل سياساتها التشغيلية والإدارية والمالية والرقابة المستمرة ، حيث يقلل ذلك من التعرض الى المخاطرة ويمكن تلخيص ما تقدم بالآتي :-

- 1- أن مخاطرة أي استثمار ، كالاستثمار في الأسهم ، هي مخاطرة السوق ومخاطرة المنشأة .
- 2- مخاطرة المنشأة يمكن تفاديها بالتنوع وذلك بمسك محفظة كبيرة تتوزع على مجالات استثمارية مختلفة وعقلانية حيث يواجه الاستثمار مخاطر التضخم والحروب والكساد الاقتصادي .
- 3- يجب تعويض المستثمرين عن المخاطرة التي يواجهونها وكلما تزداد المخاطرة يزداد العائد المطلوب

4- تقاس مخاطرة السوق بمعامل (Beta)

5- يعد مقياس (Beta) مقياساً مناسباً لقياس المخاطرة

ويعرض الجدول رقم (4) المخاطرة الكلية والمخاطر تين النظامية واللانظامية للمحفظة والمنشآت ، وكانت المخاطرة الكلية للمحفظة عالية بلغت (1,1098) اما المخاطرة النظامية فهي عالية ايضاً بلغت (1,10) مما يعني تأثر المنشآت المعنية بالدراسة بالظروف الاقتصادية بينما كانت المخاطرة اللانظامية وهي خاصة بالمنشآت ، منخفضة بلغت (0,0098) وعلى مستوى المنشآت كانت المنشأة (6) الاعلى من المجموعة من حيث المخاطرة الكلية تليها المنشأة (1) والمنشأة (2) ثم المنشأة (3) و() وجميعاً تواجه مخاطره خاصة بالمنشأة يتطلب من إدارتها تنويع استثماراتها لتفادي المخاطرة اللانظامية في حين لا يمكن تفادي جزئها النظامي وهو الجزء ذو الأثر الكبير في ظل الظروف الاقتصادية الحالية ، واخيراً فان حجم المخاطرة النظامية الناتجة عن الظروف الاقتصادية الشاملة لجميع المنشآت مرتفع وهذا الارتفاع هو السبب في ارتفاع مخاطرتها الكلية ، مما يعني تأثر مستوى أداء المنشآت بظروف الحصار وهذا هو السبب الأساس .

جدول رقم (٤)

المخاطرة الكلية والمخاطر تين النظامية واللائزامية للمحافظة والمنشآت

نوع المخاطرة/ المحافظة والمنشآت	المخاطرة اللائزامية	المخاطرة النظامية	المخاطرة الكلية	معامل بيتا Beta
المحافظة	٠,٠٠٩٨	١,١٥	١,١٥٩٨	١,٠٦٤٥
المنشأة ١	٠,٢٣٤	٠,٤٦٦	٠,٧٠٠	١,٦٤٦
المنشأة ٢	٠,٣٢٨	٠,٤٣٦	٠,٧٦٤	١,٥٤٢
المنشأة ٣	٠,٣٢٢	٠,٢٩٣	٠,٦١٥	١,٠٣٥
المنشأة ٤	٠,٤١١	٠,٢٣٧	٠,٦٤٨	٠,٨٣٦
المنشأة ٥	٠,٢٣٤	٠,١٢٩	٠,٣٦٣	٠,٤٤٨
المنشأة ٦	٠,٣٧٩	٠,٤٣٨	٠,٨١٧	١,٥٤٧

المصدر: إعداد الباحث

سابعاً :- تحليل علاقة الارتباط بين الكلفة الموزونة للتمويل والتمويل المقترض

يعرض الجدول (٥) علاقة الارتباط بين الكلفة الموزونة للتمويل (WACC) والتمويل المقترض (D) وكان معامل الارتباط (٣١,٨%) ويشير ذلك الى وجود علاقة ايجابية ضعيفة ومتدنية وبمستوى دلالة (٠,٠٥) تعد هذه العلاقة غير معنوية ، اي أن درجة تأثر المتغيرين ببعضهما ضعيفة جداً ، كما يكشف الجدول مستوى الانحراف المعياري والذي كان (٠,٠٠٤٨٨) ويشير ذلك إلى انخفاض درجة المخاطرة يعزز ذلك معامل الاختلاف البالغ (٣١,٨%)

جدول (٥)

معامل الارتباط والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف

معامل الارتباط	مستوى الدلالة	معنوية العلاقة	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف
٣١%	٥%	N.S	٤٨,٨%	٣١,٨%

ثامناً :- الاستنتاجات والتوصيات

أ - الاستنتاجات :

- ١- ان ثبات معدل العائد الخالي من المخاطرة (R_f) ولعدة سنوات أدى إلى ثبات معدل العائد المطلوب لان علاوة المخاطرة المأخوذة بنظر الاعتبار عن كل عامل اقتصادي هي ذاتها لكل السنوات ولذلك كان هذا المعدل متساوياً للسنوات (١٩٩٠ - ١٩٩٤)، بينما ازداد للعامين ١٩٩٥، ١٩٩٦ بسبب زيادة (R_f)
- ٢- ازدياد معدل العائد المطلوب بازدياد علاوات المخاطرة عن كل عامل اقتصادي، لكن هذه الزيادة أدت إلى ارتفاع المعدل الموزون لكلفة التمويل والسبب في ذلك اعتماد المنشآت على التمويل الممتمك وهو عالي الكلفة.
- ٣- عدم الاستفادة من التمويل المقترض بفائدة باعترابه يوفر حماية ضريبية ويؤدي إلى ارتفاع معدل العائد على حق الملكية المتحقق (ROE) حيث كانت نسبة القروض منخفضة كثيراً
- ٤- ارتفاع مخاطرة المحفظة ومخاطرة المنشآت المعنية بالدراسة نسبياً. ولاسيما في جزئها النظامي مما يعني تأثرها بالحصار الجائر
- ٥- تساوي المعدل الموزون لكلفة التمويل مع معدل العائد المطلوب للسنوات (١٩٩١ - ١٩٩٤) ولسنة ١٩٩٦ في حين كان هذا المعدل اكبر من معدل العائد المطلوب بنسبة (٠.٢٨٠) لسنة ١٩٩٥ وهذه السنة تميزت بمعدل تضخم مرتفع جداً وكانت سنة ١٩٩٠ فقط هي السنة التي أشرت أداء جيداً.
- ٦- تشير النتائج السابقة إلى أن أداء المنشآت منخفض بصورة عامة طالما تساوى معدل العائد المطلوب مع الكلفة الموزونة للتمويل وفي بعض السنوات كانت الكلفة الموزونة اكبر من المعدل المطلوب

ب - التوصيات :

- ١- اعتماد النماذج العلمية المعتمدة في دراسة وتقدير معدل العائد المطلوب والمعدل الموزون لكلفة التمويل لتعطي مؤشرات تمكن الإدارات من اتخاذ القرارات اللازمة بشأنها.
- ٢- الاستفادة من التمويل المقترض للاستفادة من الحماية الضريبية وزيادة معدل العائد على حق الملكية
- ٣- إعادة النظر بسياسات التمويل والاستثمار المعتمدة في المنشآت وبما يتناسب مع الظروف الاقتصادية.
- ٤- إجراء دراسات تقييم لاداء المنشآت سنوياً لمعرفة مستويات الأداء وتشخيص نقاط القوة لتعزيزها ونقاط الضعف لمعالجتها.
- ٥- إعادة النظر في التكاليف المؤثرة في حجم الإيرادات ولاسيما المتغيرة منها.

- ٦- اعتماد المقارنة بين كلفة التمويل ومعدل العائد أساساً للتقييم، والمنشأة التي تزيد فيها كلفة التمويل على معدل العائد يعني ذلك ان مستوى أدائها منخفض وبالتالي يجب مراجعة سياساتها الإدارية والمالية والتشغيلية.
- ٧- الاستعانة بمكاتب الخبرة والاستشارات الإدارية والمالية والاقتصادية لتقييم كفاءة الأداء للمنشآت.

هوامش البحث

- 1- Brealy , A, Richard and myers, t, stewart, principle, of corporate Finance, 4th, ed, N.Y.1991
- 2- weston , J, Fred , Brigham , F, Eugen , Essentials of managerial finance , 10ed, Dryden press , N.Y , 1993 .
- 3- Archer, H, stephen , choate , G, marc , Racette , George , Financial management , 2ed , N.Y, John willer & sans, 1983 .
- 4- weston , J , Fred,8, Brigham, F, Eugem, managerial finance , 6ed , Los Angeles Dryden press , 1978 .
- 5- Henning, chares, N,P igott, william, Scott, Robert Haney, Financial Markets and the Economy, 5ed, New Jersey, 1988
- 6- weston, J, Fred , Besley, Scot , Brigham, F, Eugene, Essentials of managerial finance, 11ed, Dryden press, N.Y, 1996.
- 7- Gup, Benton, E, principle of financial managment , N.Y, john, willey and son s, Inc,1983.
- 8- op. cit.

الملحق

جدول رقم (١)

اسعار الفائدة على التوفير

للسنوات (١٩٩٠-١٩٩٦)

السنة	١٩٩٠	١٩٩١	١٩٩٢	١٩٩٣	١٩٩٤	١٩٩٥	١٩٩٦
الفائدة على التوفير	٠,١٠	٠,١٠	٠,٠٩	٠,٠٩	٠,٠٩	٠,٠٩	٠,٠٩

جدول رقم (٢)

معدل التضخم للفترة (١٩٩٠-١٩٩٦)

السنة	١٩٩٠	١٩٩١	١٩٩٢	١٩٩٣	١٩٩٤	١٩٩٥	١٩٩٦
معدل التضخم	١,٠٨٤	١,٦١٢	٢,٠٧٦	٠,٨٤١	١,٨٨١	٠,٤٢٩	٢,٢٥٦