

## أثر الرافعة المالية في كلفة التمويل ومعدل العائد على حق الملكية

م.م محمود فهد عبد علي  
كلية الإدارة والاقتصاد  
جامعة كربلاء

### المستخلص

تناولت الدراسة الحالية إحدى أهم النسب المالية ضمن الوظيفة المالية في المنشأة ألا وهي نسبة المديونية أو الرافعة المالية وأثرها في كلفة التمويل ومعدل العائد على حق الملكية . ركزت هذه الدراسة على مشكلة متمثلة ( في الطريقة التي يتم بها تمويل استثمارات المنشأة وأثرها في الأرباح العائدة للمالكين واستمرار الربحية في المستقبل ) . ساعية لتحقيق هدف أساسي هو ( معرفة مدى تأثير الرافعة المالية في كلفة التمويل ومعدل العائد على حق الملكية ، وبالتالي إرشاد شركات الأعمال لاختيار هيكل التمويل الأمثل الذي يخفض كلفة رأس المال الى الحد الأدنى ويحقق التوازن بين العائد والمخاطرة ) . منطلقة من فرضيتين مفادهما : يرتفع معدل العائد على حق الملكية بارتفاع درجة الرافعة المالية . ينخفض المعدل الموزون لكلفة التمويل بارتفاع درجة الرافعة المالية . أعمدت الدراسة في أثبات فرضياتها على البيانات المتوافرة في الميزانيات العمومية وكشوفات الأرباح والخسائر للشركات المبحوثة ، وقد تم تحليل البيانات باستخدام مجموعة من الأساليب المالية .

توصلت الدراسة الى مجموعة من الاستنتاجات منها : أن الكلفة الموزونة للتمويل المقترض ترتفع بارتفاع درجة الرافعة المالية في حين ان الكلفة الموزونة للتمويل الممتمك تنخفض بارتفاع درجة الرافعة المالية . كما توصلت الدراسة الى عدم أثبات الفرضية الأولى واثبات صحة الفرضية الثانية . واختتمت الدراسة بمجموعة من التوصيات التي يؤمل أخذها بنظر الاعتبار من قبل الشركات للمساهمة في تعزيز الجوانب الايجابية ومعالجة القصور في الجوانب السلبية .

## المقدمة

يعد موضوع الرافعة المالية أي استخدام المديونية في الهيكل المالي للشركة من المواضيع المهمة والحيوية في حقل الإدارة المالية لشركات الأعمال ، إذ تهتم إدارة المنشأة بصورة عامة والمدير المالي بصورة خاصة بمتابعة مؤثرات الرافعة المالية أو إدارة المديونية كمؤثر معدل اكتساب الفائدة ونسبة الديون الى إجمالي الموجودات ونسبة الديون الى حق الملكية ، وذلك لان ارتفاع أو انخفاض أي مؤثر من هذه المؤثرات يعطي دلالة خاصة حول مديونية الشركة .

وكما هو معروف للمختصين والباحثين في حقل الإدارة المالية هناك مصدران أساسيان لتمويل الشركات وهما : القروض والملكية ، إذ يتم التمويل القروض على سبيل المثال من خلال الاقتراض المصرفي وإصدار سنوات القرض ، ويتم التمويل بالملكية على سبيل المثال عن طريق إصدار الأسهم العادية واحتجاز الإرباح في الشركة .

إن ارتفاع نسبة الرافعة المالية الى الهيكل المالي للشركة يؤدي الى انخفاض المعدل الموزون لكلفة التمويل وفي نفس الوقت يؤدي الى ارتفاع معدل العائد من حق الملكية مع بقاء المتغيرات الاخرى ثابتة .

إن لهيكل تمويل الشركة أهمية خاصة من حيث طريقة التمويل سواء كانت بالقروض أو بالملكية ، ونتيجة لهذه الأهمية جاء هذا البحث متناولاً أثر الرافعة المالية في كلفة التمويل ومعدل العائد على حق الملكية فخرج بأربعة مباحث يتناول الاول منها الجانب النظري للبحث بينما خصص المبحث الثاني لتحديد المنهجية العلمية للبحث ، وجاء المبحث الثالث لتحليل النتائج ، واخيراً يأتي المبحث الرابع ليعرض أهم الاستنتاجات والتوصيات التي توصل اليها الباحث .

## الإطار النظري للبحث

أولاً : مفهوم الرافعة Leverage concept

ان مفهوم الرافعة (العنلة) مأخوذ من الفيزياء ، ويعني امكانية رفع ( أو زحزحة ) كتلة ثقيلة بتطبيق قوة صغيرة نسبياً وذلك باستخدام الرافعة . ويتضمن الرفع في علم الفيزياء ، استخدام آلة رافعة لغرض رفع شيء ثقيل باستخدام مقدار ضئيل من القوة ، وفي علم السياسة يستطيع الافراد الذين يمتلكون رفعاً من تحقيق انجازات كبيرة بكلمات قليلة او نشاطات ضئيلة تصدر عنهم . (Weston & Besley , 1996 , P148) وتنتج الرافعة بصورة عامة عن استخدام الموجودات او الاموال ذات التكاليف الثابتة لتعظيم العوائد لمالكي الشركة ، وتؤدي زيادة الرافعة الى زيادة العائد والمخاطرة ، بينما يؤدي انخفاض الرافعة الى انخفاض العائد والمخاطرة ، ويؤثر مقدار الرافعة

الموجود في هيكل رأس مال الشركة مزيج القروض طويلة الأجل وحقوق الملكية في الشركة - بصورة كبيرة على قيمة الشركة من خلال التأثير في العائد والمخاطرة . (Gitman ,2000,P389)

والرافعة بشكل عام يقصد بها درجة استخدام موجودات الشركة التشغيلية في نشاط معين بحيث يترتب على استخدامها تحمل الشركة تكلفة ثابتة وتحقيق إيراد .

( الشمخي والجزراوي ، 1998 ، ص 395 )

ولأن الرافعة تؤثر في قيمة الشركة فإنه على المدير المالي أن يفهم كيفية قياسها وتقييمها وخاصة عند اتخاذ القرارات المتعلقة بهيكل رأس المال .

ثانياً الرافعة المالية ( Financial Leverage ) :

أ - المفهوم concept

الرافعة المالية أو التمويلية تخضع لنفس المفهوم العام " للرافعة " فهي توظيف الاموال التي يتم الحصول عليها مقابل تكاليف ثابتة أي ( فوائد ثابتة ) على أمل زيادة العائد للمالكين ( اصحاب الاسهم العادية ) ( الهواري ، 1996 ، ص 457 )

كما تعرف أيضاً بأنها الاستخدام الممكن للتكاليف المالية الثابتة لتعظيم أثر تغير الربح قبل الفائدة والضريبة ( EBIT ) في ربحية السهم الواحد للشركة ( EPS ) . (Gitman , 2000, P396 ) . فالرافعة المالية تنتج عن استخدام التكاليف المالية الثابتة ( \* ) في الهيكل المالي للشركة .

ولأن للرافعة التمويلية علاقة بهيكل تمويل الشركة ، فعندما يزداد اعتماد الشركة على المصادر الخارجية للتمويل فإن درجة الرافعة المالية تزداد أيضاً ، وعلى العكس فعندما ينخفض تمويل الشركة من المصادر الخارجية فإن درجة الرافعة المالية ستخفض أيضاً .

إن الرافعة المالية تؤثر على العائد والمخاطرة ، ويكون التأثير ايجابياً على العائد اذا نجحت إدارة الشركة في استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن معدل الفائدة المدفوعة عليها ، أي ان الرفع المالي يكون في صالح الشركة اذا كان  $(I < ROI)$  أي اذا كان معدل العائد على الاستثمار أكبر من معدل الفائدة. اما اذا كان  $(I > ROI)$  أي اذا كان معدل العائد على الاستثمار اقل من معدل الفائدة فان الرفع المالي سوف لن يكون في صالح الشركة .

( مطر ، 1997 ، ص 255 )

---

\* الهيكل المالي ( التمويل ) Financial Structure : ويتعلق بكيفية تمويل اجمالي موجودات ( استثمارات ) الشركة ، ويتمثل ذلك بالجانب الايسر من الميزانية أي جانب المطلوبات وحقوق المساهمين الذي يبين كافة وسائل التمويل التي تستخدمها الشركة . (الميداني ، 1989 ، ص 555 . )

\* إن التكاليفتين الماليتين الثابتتين اللتان قد توجدان في كشف دخل الشركة هما : 1- الفائدة على الديون 2- مقسوم أرباح الأسهم الممتازة .

ان مفهوم الرافعة المالية يعني ان الشركة تستعمل الديون Debt في هيكل التمويل بغرض زيادة العائد على حقوق الملكية ، وذلك لان الديون يعتبر مصدر ا رخيصاً نسبياً للتمويل بالمقارنة مع التمويل بالاسهم العادية ، فالديون تمنح الشركة ميزة الوفر الضريبي الناجم عن طرح الفائدة على الديون قبل طرح الضرائب باعتبارها كلفة Cost ، الامر الذي يؤدي الى تخفيض الارباح الخاضعة للضرائب وبالتالي دفع ضرائب اقل . هذا من جانب ، ومن جانب اخر فالاستثمار في سندات الديون يعتبر أقل خطراً من الاستثمار في الأسهم العادية كون الأولى لها دخل ثابت ولها الأولوية على أرباح الشركة وعلى قيمة الموجودات عند التصفية\* في حالة إفلاس الشركة ، وبما ان العلاقة بين معدل العائد المطلوب على الاستثمار ومخاطرة الاستثمار هي علاقة طردية فأن العائد المطلوب على الاستثمار في السندات يكون أقل من العائد المطلوب على الاستثمار في الاسهم العادية ، فاذا مولت الشركة بالديون وحقت عائداً على الاستثمار أعلى من الفائدة على الديون ، فأن الفرق سيعود الى المساهمين ، وكلما كان هذا الفرق اكبر وكان تمويل المساهمين اقل ، كلما كان العائد على حقوق المساهمين أكبر . ( الميداني ، 1989 ، ص 557 )

ب- درجة الرافعة المالية Degree of Financial Leverage :

تؤثر الرافعة المالية في الارباح "بعد" وليس " قبل " الفوائد والضرائب أي في الأرباح المتاحة للمالكين ( حملة الأسهم العادية ) وتبدأ الرافعة المالية حيث تنتهي الرافعة العاملة ( التشغيلية ) مؤدية بذلك الى تضخيم أثر التقلبات في أرباح السهم الواحد ، استجابة لتغير المبيعات سواءً بالزيادة او بالنقصان . وتسمى الرافعة العاملة " رافعة المرحلة الاولى " في حين تسمى الرافعة المالية " رافعة المرحلة الثانية " . ( الشماخ ، 1992 ، ص 561 ) .

وتعرف درجة الرافعة المالية ( DFL ) بأنها نسبة التغير التي تحدث في عائد السهم العادي (EPS) بسبب تغير بنسبة معينة في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب ( EBIT ) . وبناءً على ذلك يمكن التعبير عن هذه العلاقة بالمعادلة التالية : ( Jim , 1999 , p 472 )

$$\text{Degree of Financial Leverage (DFL)} = \frac{\% \text{ change in EPS}}{\% \text{ change in EBIT}}$$

ويمكن تحديد درجة الرافعة المالية (DFL) مباشرة بالمعادلة التالية :

$$\text{( مطر ، 1997 ، ص 255 )}$$

$$\text{EBIT}$$

\* إذا افلست الشركة وجرى عرض موجوداتها للبيع ، فأن القيمة التي تجلبها هذه الموجودات ناقصاً الديون المترتبة على الشركة تدعى بقيمة الموجودات عند التصفية . ( الميداني ، 1989 ، ص 663 ) .

$$DFL = \frac{\quad}{EBT}$$

إذ أن :

DFL = درجة الرافعة المالية

EBIT = صافي الربح قبل الفائدة والضريبة

EBT = صافي الربح قبل الضريبة

وفي حالة وجود أسهم ممتازة في هيكل رأس مال الشركة فإن (DFL) تحدد بالمعادلة التالية :

(مطر ، 1997 ، ص 257)

EBIT

$$DFL = \frac{\quad}{\quad}$$

$$EBT - [ DP (1-T) ]$$

إذ ان

DP = توزيعات الاسهم الممتازة .

1-T = نسبة الضريبة .

ج - أثر الرافعة المالية على تكلفة القروض

إن كلفة عنصر القروض تتأثر بالرافعة المالية ، فكلما إرتفعت نسبة الرافعة المالية إرتفعت تكلفة القروض بنسبة أكبر ، إذ أن تكلفة القروض ترتفع بمعدل متزايد مع الرافعة ، ويعود السبب في ذلك الى إنه كلما زادت نسبة القروض لدى الشركة كلما زادت مصروفات الفوائد على تلك القروض وبالتالي ارتفاع احتمالية عدم كفاية دخل الشركة قبل الفائدة والضريبة لتغطية هذه المصروفات ، وبهذه الحالة فأن الدائنين سيدركون زيادة المخاطرة من خلال زيادة نسبة الديون ، ولهذا سوف يطلبون علاوة مخاطرة عالية زيادة على المعدل الخالي من المخاطرة وهذا ما يؤدي الى ارتفاع معدل الفائدة للشركة . ( وستون وبرايم ، 1993 ، ص 329-330 )

ثالثاً / معدل العائد على حق الملكية (ROE) Return on Equity

يقصد بحقوق الملكية (حقوق المساهمين ) وهو ذلك الجزء من الميزانية العمومية الذي يمثل مجمل ملكية المساهمين وحقوقهم في الشركة ، وتتكون حقوق المساهمين من رأس المال المدفوع بالكامل مضافاً اليه جميع الاحتياطات الثانوية والاختيارية المحتجزة وكذلك الارباح المجمعة من سنوات سابقة وغير موزعة على المساهمين (جابر ، 1988 ، ص 166)

إن معدل العائد على حق الملكية (ROE) يقيس معدل العائد المتحقق لاستثمار اموال المالكين ، وهو مقياس لأداء الادارة ، فإذا كان هذا المعدل مرتفعاً فهو دليل للمخاطرة العالية الناجمة عن زيادة الرافعة المالية في حين يشير انخفاضه الى تمويل متحفظ بالقروض.

( العامري ، 2001 ، ص 142 )

ويتم استخراج معدل العائد على حق الملكية (ROE) من خلال قسمة الربح الصافي بعد الضريبة على مجموع حقوق الملكية وكما يلي (Rose , 1999, P158)

$$\text{Return On Equity (ROE)} = \frac{\text{Net Income after taxes}}{\text{Total Equity}}$$

رابعاً / الهيكل المالي وكلفة التمويل Financial Structure

أ- الهيكل المالي Financial Structure

يقصد بالهيكل المالي مجموعة المصادر التي حصلت منها الشركة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها وبالتالي فإنه يتضمن كافة العناصر التي يتكون منها الجانب الأيسر من الميزانية العمومية ( المطلوبات + حقوق الملكية ) ( هندي ، 1996 ، ص 493 ) .

وفي سياق الحديث عن الهيكل المالي لابد من التطرق للمداخل التي تناولت هذا الموضوع ، إذ إنها تمثل وجهات نظر متعددة تدور حول التغيرات التي تحصل في الهيكل المالي وأثرها في كلفة التمويل ، وهناك أربعة مداخل وكما يلي : ( محمد ، 1995 ، ص 25-30)

1- مدخل صافي الدخل :

يفترض هذا المدخل أن كلفة التمويل الممتمك ثابتة مهما أختلفت درجات الرافعة المالية التي تستخدمها الشركة ، أي عدم تأثرها بالمديونية .

2- مدخل صافي الدخل التشغيلي :

يرى هذا المدخل ان كلفة التمويل الممتمك تتغير مع زيادة نسبة المديونية وان الشركة قادرة على تخفيض كلفة التمويل بزيادة الرافعة المالية الى حين الوصول الى هيكل التمويل الأمثل الذي تصبح عنده كلفة التمويل في أدنى مستوى لها وعند تجاوز هذه النقطة تبدأ كلفة التمويل بالارتفاع .

3- المدخل التقليدي :

يفترض هذا المدخل وجود هيكل تمويل أمثل يحقق أدنى معدل موزون لكلفة التمويل وأعلى عائد ممكن ، إذ ترتفع كلفة حق الملكية باستخدام الرافعة المالية وتنخفض كلفة التمويل الكلية ، حيث تتأثر كلفة التمويل الممتمك بالزيادة عند كل عملية اقتراض جديدة بسبب المخاطرة المالية ، إلا أن ذلك يؤدي الى انخفاض كلفة التمويل الكلية والى حين الوصول الى نقطة معينة عندها تصبح كلفة التمويل في أدنى مستوى لها ، وعند زيادة الاقتراض بعد هذه النقطة تبدأ كلفة التمويل بالارتفاع .

#### 4- مدخل مدكلياني وميلر :

يرى هذا المدخل أن قيمة المنشأة وكلفة التمويل مستقلان عن الهيكل المالي ، إذ أن كلفة التمويل تبقى ثابتة ولا تتأثر بالهيكل المالي مملاً بالرافعة المالية . وقد استند هذا المدخل الى الافتراضات التالية :

تتوافر لدى المالكين نفس المعلومات المتوافرة لدى إدارة الشركة بخصوص فرص الاستثمار في المستقبل .

إمكانية اقتراض الأفراد بنفس معدل الفائدة والطريقة التي تحصل فيها الشركة على هذه القروض . إمكانية حصر الشركات حسب درجة المخاطرة .

وقد تعرضت هذه النظرية الى العديد من الانتقادات التي فندت الافتراضات التي استندت عليها ولكن اهمها ما يلي :

لا يمكن أن تكون المعلومات متوافرة بالصورة التي يفترضها الباحثان وذلك لان الشركات تحتفظ بالمعلومات لنفسها ولا تفشيها للغير .

هناك شك في إمكانية الاقتراض بنفس معدل الفائدة بالنسبة للأفراد والشركات ذلك لان الشركات لديها القدرة المالية والموجودات التي تمكنها من الوفاء بالالتزامات المالية في حين لا يتوفر ذلك للأفراد .

إن وجود عدد من الشركات بنفس درجة المخاطرة يعني ذلك تساوي تلك الشركات بمعدل العائد.

#### ب- كلفة التمويل Financial Cost

تتمثل كلفة التمويل في كلفة المزيج الذي يتكون منه الهيكل المالي للشركة والذي عادةً ما يتضمن الائتمان التجاري والائتمان المصرفي(\*) والافتراض طويل الأجل والأسهم الممتازة وحق الملكية الذي يتكون من الأسهم العادية والأرباح المحتجزة ( هندي ، 1996 ، ص523)

وتعد كلفة التمويل بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار ، فالاستثمار الذي لا يتولد عنه عائد يعادل على الأقل كلفة التمويل ينبغي رفضه .

وهناك مجموعة من العوامل المؤثرة في كلفة التمويل ، إذ تتأثر كلفة التمويل بالعوامل التالية :

العوامل العامة : وهي العوامل التي تؤثر على كافة العناصر المكونة للهيكل المالي للمنشأة .

العوامل الخاصة : وهي العوامل التي تتعلق بكل عنصر من عناصر الهيكل المالي على حدة .

---

\* يتمثل الائتمان التجاري بالديون الناشئة من التعاملات التجارية الآجلة والمسجلة في أوراق تجارية (كمبيالات) تمثل للدائن ( البائع ) أوراق قبض **Receivable** وتمثل للمدين ( المشتري بالآجل ) أوراق دفع **Payable** . أما بالنسبة للائتمان المصرفي فيتمثل بصفة أساسية بالقروض التي تمنحها المصارف الى زبائنها من أفراد ومؤسسات ومصارف أخرى ، ويحمل هذا الاستثمار من جانب المصارف في طبائته مخاطرة عدم قيام المقترضين بسداد القرض وفوائده في الوقت المحدد للمقرض وهو المصرف . ( قدوري وابو حمد ، 2005 ، ص259)

قرار المنشأة بشأن الهيكل المالي : إذ تتأثر كلفة التمويل بالقرار الخاص بالمزيج الذي يتكون من الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه .

ج - حساب كلفة التمويل :

1- كلفة الأموال المقترضة ، تتمثل كلفة الأموال المقترضة بمعدل الفائدة على القرض ، ولما كانت الفوائد على القروض تحمل على المصروفات وبالتالي تخصم قبل الضرائب ، فإن الشركة التي تدفع فوائد مرتفعة تكون ضريبيتها أقل ، وبناءً على ذلك يمكن تخفيض كلفة الاموال المقترضة كالآتي

(الهواري ، 1979، ص169)

كلفة الاموال المقترضة بعد الضريبة = كلفة الاموال المقترضة قبل الضرائب  $\times$  (1-نسبة الضريبة )  
2- كلفة التمويل الممتمك: ويقصد بالتمويل الممتمك قيمة الأسهم العادية والأرباح المحتجزة . وتعرف كلفة التمويل الممتمك بأنها الحد الأدنى من معدل العائد المطلوب على الاستثمارات الممولة بأموال مملوكة ويستخدم نموذج (CAPM) \* في حساب كلفة التمويل الممتمك وذلك من خلال الصيغة الآتية : ( محمد ، 1995، ص43)

$$R(RR) = RF + (RM - RF) \beta$$

إذ أن :

$$R(RR) = \text{معدل العائد المطلوب}$$

$$RF = \text{معدل العائد الخالي من المخاطرة .}$$

$$RM = \text{معدل عائد محفظة السوق .}$$

$$\beta = \text{معامل بيتا .}$$

### المنهجية العلمية للبحث

يتضمن هذا المبحث المنهجية العلمية للبحث ، إذ أن توضيح المنهجية العلمية للبحث يسهل للباحث مهمته في تحقيق الهدف المنشود من بحثه وذلك باتباع المنهجية الصحيحة المبنية على الاساس العلمي السليم وبالتالي الوصول الى النتائج المطلوبة .

أولاً : مشكلة البحث :

تواجه شركات الأعمال عند ممارستها نشاطها الاعتيادي تحديات عدة لاسيما في زمن العولمة ومشكلاتها المعاصرة . ويمكن تلخيص مشكلة البحث في مايلي:

---

\* Capital Asset Pricing Model .

1\_ ضعف ادراك هذه الشركات لمدى تأثير الرافعة المالية في كلفة التمويل و معدل العائد على حق الملكية.

2- طريقة التمويل المناسبة للاستثمارات التي تختارها هذه الشركات وأثرها في الأرباح .  
**ثانياً : أهمية البحث :**

يمكن إيجاز أهمية البحث في نقطتين وكما يلي :  
إن لهيكل تمويل الشركة أهمية خاصة من حيث طريقة التمويل ونسبة التمويل المناسب لكل من حقوق الملكية والمديونية لما لهذا الهيكل من أثر في كلفة التمويل وقيمة الشركة .  
بأهمية البحث للشركات العراقية بالاستفادة مما يفرزه من نتائج في ظل الظروف الاقتصادية الحالية .

**ثالثاً : هدف البحث :**

يهدف البحث الى معرفة مدى تأثير الرافعة المالية في كلفة التمويل ومعدل العائد على حقوق الملكية (حقوق المساهمين ) وبالتالي ارشاد شركات الأعمال لاختيار هيكل التمويل الامثل الذي يخفض كلفة رأس مال الشركة الى الحد الادنى ويحقق التوازن بين العائد والمخاطرة المالية المرتبطة بهيكل التمويل .

**رابعاً : فرضيات البحث :**

من السياقات العلمية المتبعة في البحث العلمي وضع الفرضيات التي تتسجم مع هدف ومشكلة البحث ، وبناءً على ذلك فإن البحث يقوم على فرضيتين أساسيتين وهما :  
-يرتفع معدل العائد على حقوق الملكية بارتفاع درجة الرافعة المالية.  
-ينخفض المعدل الموزون لكلفة التمويل بارتفاع درجة الرافعة المالية.

**خامساً : / الشركات المشمولة بالبحث :**

شمل البحث أربع شركات من القطاع الصناعي والمسجلة في سوق العراق للاوراق المالية وهذه الشركات هي : 1\_ شركة التعبئة والتعليب العراقية (مشن) ، 2\_ الشركة العراقية للسجاد والمفروشات ، 3\_ شركة الكندي لانتاج اللقاحات والادوية البيطرية ، 4\_ وشركة المنصور للصناعات الدوائية . وقد تم اختيار هذه الشركات على اساس نسبة الديون الى الموجودات ، إذ كانت هذه النسبة للشركتين الاولى والثانية 44% و 31% على التوالي ، ويمكن عد هذه النسبة مرتفعة قياساً بنسبة الشركتين الثالثة والرابعة والبالغة 12% و 10% على التوالي .

وذلك تمهيداً لاجراء المقارنة بين هذه الشركات اعتماداً على مجموعة من النسب والمؤشرات المالية الخاصة بموضوع البحث .

سادساً : أساليب البحث :

تحدد أساليب البحث من خلال ما يتعلق بالجانب النظري و الجانب التطبيقي للبحث وكما يلي  
الجانب النظري :

من أجل بناء الجانب النظري للبحث اعتمد الباحث على المعلومات التي جمعها من الكتب وباللغتين العربية والانكليزية إضافة الى الاطاريح والرسائل الجامعية .

الجانب التطبيقي

أما بخصوص الجانب التطبيقي فقد تم الاعتماد على مجموعة من الاساليب المالية في تحليل البيانات المستخلصة من كشوفات الدخل والميزانيات العمومية للشركات المبحوثة . وهذه الاساليب هي :

درجة الرافعة المالية : (DFL)

تستخرج درجة الرافعة المالية على وفق الصيغة التالية : (مطر ، 1997،ص255)

$$DFL = \frac{EBIT}{EBT}$$

إذ أن :

DFL = درجة الرافعة المالية .

EBIT = صافي الربح قبل الفائدة .

EBT = صافي الربح قبل الضريبة .

معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) :

ويستخرج معدل العائد على حق الملكية وفق الصيغة الآتية : (Rose ,1999,P158)

$$ROE = \frac{\text{Net Income after taxes}}{\text{Total Equity}}$$

نسبة المديونية الى الموجودات :

وتستخرج من خلال قسمة المديونية على الموجودات الكلية .

نسبة الديون الى حق الملكية :

وتستخرج من خلال قسمة المديونية على حقوق الملكية .

معدل اكتساب الفائدة :

ويستخرج من خلال قسمة صافي الدخل قبل الفوائد والضرائب على الفوائد .

معدل العائد المطلوب على حق الملكية :

ويستخرج من خلال نموذج (CAPM) \* وفق الصيغة الآتية: (محمد، 1995، ص43)

$$R(RR) = RF + (RM - RF) \beta$$

إذ أن :

$R(RR)$  = معدل العائد المطلوب .

$RF$  = معدل العائد الخالي من المخاطرة .

$RM$  = معدل عائد محفظة السوق .

$\beta$  = معامل بيتا .

7- الكلفة الموزونة للتمويل الممتلك :

وتحسب هذه الكلفة من خلال الصيغة الآتية : ( محمد ، 1995 ، ص 44 )

$$Wcke = \left[ ke \frac{E}{D + E} \right]$$

إذ أن :

$Wcke$  = الكلفة الموزونة للتمويل الممتلك .

$ke$  = كلفة التمويل الممتلك

$D+E$  = مجموع التمويل ( الممتلك والمقرض ) .

8- الكلفة الموزونة للتمويل المقترض

وتحسب هذه الكلفة من خلال الصيغة الآتية : ( محمد ، 1995 ، ص 45 )

$$WKD = DI \left( 1 - T \right) \frac{D}{D+E}$$

---

\* (CAPM) هو اختصار لعبارة نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية ويستخدم هذا النموذج لتحليل العلاقة بين المخاطرة ونسب العائد ، وهو أداة تحليلية مهمة للغاية سواء في مجال التمويل الاداري أو مجال تحليل الاستثمار . ويزودنا هذا النموذج بالحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمر لتعويضه عن المخاطرة النظامية التي لا يمكن تجنبها بالتنوع .. (الدليمي ، 2005، ص76)

إذ أن :

$WKD =$  الكلفة الموزونة للتمويل المقترض .

$DI =$  كلفة الاموال المقترضة .

$t =$  نسبة الضريبة .

9- الكلفة الموزونة للتمويل \*

وتحسب هذه الكلفة من خلال جمع الكلفة الموزونة للتمويل الممتمك والكلفة الموزونة للتمويل المقترض ، أي أن : (محمد ، 1995 ، ص 45 )

$$WKO = wcke + WKD$$

إذ أن :

$WKO =$  الكلفة الموزونة لمجموع التمويل .

$Wcke =$  الكلفة الموزونة للتمويل الممتمك .

$Wcke =$  الكلفة الموزونة للتمويل المقترض .

### تحليل النتائج

أولاً : تحليل نسب الرافعة المالية

تقيس هذه النسب مدى اعتماد الشركة على الديون في تمويل اجمالي الموجودات ، أي أنها تبين مقدار رأس المال الذي أسهم به المساهمون بالمقارنة الى القروض التي أسهم بها الدائنون في مجموع موجودات الشركة . ولنسب المديونية عدة تطبيقات هي :

(وستون وبرجام ، 1993، ص 203).

يعتبر الدائنون ان رأس مال المالكين هو ضمان احتياطي لقروضهم ، فعندما يسهم المالكون بنسبة صغيرة من إجمالي التمويل فإن مخاطر الاستثمار في الشركة سوف تقع على عاتق الدائنين .

إن اعتماد المالكين على الديون بنسبة عالية يمكنهم من السيطرة على الشركة .

إذا كانت مكاسب الشركة من الأموال المقترضة أكثر من الفوائد التي تدفعها على هذه القروض فإن العائد للمالكين سوف يتضاعف .

وفيما يلي عرض لنسب الرافعة المالية للشركات المبحوثة .

### 1- نسبة الديون الى اجمالي الموجودات

ويتم حساب هذه النسبة بقسمة الديون على اجمالي الموجودات ، وتقيس هذه النسبة درجة مساهمة الدائنين في اجمالي موجودات الشركة ، ويفضل الدائنون أن تكون هذه النسبة قليلة لأنه كلما قلت

\* للمزيد من المعلومات حول حساب كلفة التمويل راجع اطروحة الدكتوراه الموسومة " تغير الهيكل المالي وأثره في قيمة المنشأة " ، 1995 ، للاستاذ الدكتور حاكم محسن محمد

هذه النسبة كلما ازدادت مساهمة المالكين في مجموع الموجودات وبالتالي قلة احتمال خسارة الدائنين في حالة تصفية الشركة .

ويختلف المعيار الصناعي لهذه النسبة حسب القطاع الذي تنتمي اليه الشركة . ففي قطاع الصناعة فإن معيار هذه النسبة هو 45%\* ، ولما كانت جميع الشركات المبحوثة تنتمي الى هذا القطاع ، وبعد استخراج هذه النسبة للشركات المبحوثة وكما يبين الجدول رقم (1)

#### جدول رقم (1)نسبة الرافعة المالية للشركات المبحوثة لسنة2005

يلاحظ ان هذه النسبة بلغت في شركة التعبئة والتعليب العراقية (مشن) 44% وهي اعلى النسب في الشركات المبحوثة وعند مقارنتها مع المعيار الصناعي يتضح بأنها أقل منه بـ 1% وهذا يعني ان ديون الشركة ضمن الحدود المقبولة أي لم تتجاوز المعيار الصناعي . أما بالنسبة للشركة العراقية للسجاد والمفروشات فقد كانت هذه النسبة 31% وهي اقل من المعيار الصناعي بـ 14% وهذا يعني أن نسبة ديونها الى اجمالي موجوداتها اقل من سابقتها وأمامها فرصة اكبر من سابقتها للحصول على قروض إضافية . وفيما يخص شركة الكندي فقد كانت هذه النسبة هي 12% أي أقل من المعيار الصناعي بـ 33% وأقل من الشركات السابقة بـ 32% و 19% على التوالي ، وهذا يعني ان نسبة ديونها الى اجمالي موجوداتها اقل من سابقتها وامامها فرص اكبر للحصول على قروض اضافية .

اسم الشركة	نسب الرافعة المالية	نسبة الديون الى اجمالي الموجودات %	نسبة الديون الى حق الملكية %	معدل اكتساب الفائدة(مرة)	درجة الرافعة المالية
1	التعبئة والتعليب العراقية (مشن)	44	79	3.7	1.4
2	العراقية للسجاد والمفروشات	31	46	6.5	1.2
3	الكندي لانتاج اللقاحات والادوية البيطرية	12	13.5	10.2	1.1
4	المنصور للصناعات الدوائية	10	13	14.8	1

واخيراً يلاحظ بأن شركة المنصور قد تحفظت من استخدام الديون ، إذ كانت نسبة ديونها الى اجمالي موجوداتها هي 10% أقل من المعدل الصناعي بـ 35% وأقل من سابقتها بـ 34% ، 21% و 2% على التوالي ، وهذا يعني أن امامها فرص كبيرة في الحصول على القروض .

#### 2- نسبة الديون الى حقوق الملكية :

تقيس هذه النسبة مدى مساهمة الدائنين في موجودات الشركة بالمقارنة مع مساهمة المالكين ، ولما كانت الشركة تحصل على موجوداتها من اموال المالكين ومن الديون المقترضة من الدائنين ، فإن مساهمة المالكين بالجزء الاكبر من هذه الاموال يزيد من اطمئنان الدائنين على مقدرة الشركة

\* تم استخراج المعيار الصناعي لهذه النسبة من خلال جمع هذه النسبة لكل شركات القطاع الصناعي في سوق العراق للأوراق المالية وقسمتها على عدد الشركات . وهكذا لبقية النسب .

بتسديد التزاماتها المالية . وتستخرج هذه النسبة بقسمة الديون على مجموع حقوق الملكية . ويبين الجدول رقم (1) هذه النسبة لكل شركة من الشركات المبحوثة .

وقد بلغت هذه النسبة 79% في شركة التعبئة والتعليب العراقية (مشن) وهي اكبر من المعيار الصناعي البالغ 67% بـ 12% . وتشير هذه النسبة الى ان الدائنين يسهمون بمقدار 0.79 دينار كتمويل عن كل دينار يسهم به المالكون .

اما بالنسبة للشركة العراقية للسجاد والمفروشات فقد كانت هذه النسبة هي 46% اقل من المعيار الصناعي بـ 21% . وتشير هذه النسبة الى ان مساهمة الدائنين هي بمقدار 0.46 دينار كتمويل عن كل دينار يسهم به المالكون ، وهذا يعني ان امام هذه الشركة فرص جيدة للحصول على القروض الاضافية .

كما يلاحظ ان هذه النسبة قد بلغت 13.5% و 13% في شركتي الكندي والمنصور على التوالي ، وتشير هذه النسب بانخفاض مساهمة الدائنين في موجودات الشركتين نسبةً الى مساهمة المالكين ، اذ ان الدائنين يساهمون بمقدار 0.135 دينار كتمويل عن كل دينار يساهم به المالكون في شركة الكندي في حين يساهم الدائنون بمقدار 0.13 دينار كتمويل عن كل دينار يسهم به المالكون في شركة المنصور . وتؤكد هذه النسب ان امام الشركتين فرص كبيرة للحصول على القروض لان الدائنين ينظرون الى هذه النسبة بعين الاعتبار قبل اتخاذهم قرار منح القروض ، اذ ان انخفاض هذه النسبة هو دليل على مساهمة المالكين بالجزء الاكبر في موجودات الشركة وبالتالي يزيد من اطمئنان الدائنين على مقدرة الشركة بتسديد التزاماتها المالية .

#### ج- معدل اكتساب الفائدة :

وتسمى هذه النسبة بنسبة تغطية الأرباح للفوائد أيضاً ، وتحسب من خلال قسمة صافي الدخل قبل الفوائد والضرائب على الفوائد . وتقيس هذه النسبة قدرة الشركة على تسديد مصاريف الفوائد السنوية من الدخل التشغيلي . ان ارتفاع هذه النسبة يشير الى إمكانية الشركة على تغطية مصاريف الفوائد ، حتى ولو انخفضت الأرباح فأن ذلك لا يعرض الشركة للمخاطرة المالية لانه باستطاعتها تغطية ودفع الفائدة على قروضها . أما اذا كانت هذه النسبة منخفضة فأن أي انخفاض بالارباح سيعرض الشركة للمخاطرة المالية ويؤدي الى عجزها عن دفع الفائدة على قروضها وبالتالي إفلاسها . والجدول رقم (1) يوضح هذا المعدل لكل شركة من الشركات المبحوثة .

في شركة التعبئة والتعليب العراقية (مشن) كانت هذه النسبة 3.7 مرة وهي اقل من المعيار الصناعي البالغ 8 مرة بـ 4.3 مرة وتبين هذه النسبة أن الشركة قد استخدمت الديون بشكل واسع

في عملياتها التشغيلية لذلك فأنها ستواجه مشاكل في الحصول على تمويل مقترض إضافي لان مخاطرتها المالية كبيرة بالمقارنة مع الشركات المماثلة .

أما في الشركة العراقية للسجاد والمفروشات فقد بلغت هذه النسبة 6.5 مرة وهي اقل من المعيار الصناعي بـ 1.5 مرة وهذا يعي بأنها ستواجه مشاكل أقل من سابقتها في الحصول على تمويل مقترض إضافي .

وفي شركة الكندي بلغت هذه النسبة 10.2 مرة وهي اكبر من المعيار الصناعي بـ 1.8 مرة ، وتشير هذه النسبة الى أن الشركة قد استخدمت الديون بشكل قليل في عملياتها التشغيلية الأمر الذي يتيح أمامها فرصة جيدة في الحصول على تمويل مقترض إضافي .

وأخيراً بلغت هذه النسبة 14.8 مرة لدى شركة المنصور وهذا مؤشر على تحفظ الشركة في استخدام الديون مما يتيح أمامها فرص واسعة في الحصول على تمويل اضافي مقترض لان مخاطرتها المالية منخفضة مقارنة مع الشركات المماثلة .

د- درجة الرافعة المالية :

أشير في الفقرة أولاً إن درجة الرافعة المالية هي نسبة التغير التي تحدث في عائد السهم العادي (EPS) بسبب تغير بنسبة معينة في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب ، وكلما كانت هذه الدرجة أكبر كلما كان التغير في الأرباح أكبر سواءً بالزيادة ( في حالة الازدهار الاقتصادي وزيادة المبيعات ) ، أو بالنقصان ( في حالة الكساد الاقتصادي وانخفاض المبيعات ) .

ويلاحظ في الجدول رقم (1) إن درجة الرافعة المالية لشركة التعبئة والتعليب (مشن ) هي 1.4 مقابل نسبة مديونية 44% ، اما في الشركة العراقية للسجاد والمفروشات فقد كانت درجة الرافعة المالية 1.2 مقابل نسبة مديونية 31% ، وفي شركة الكندي بلغت درجة الرافعة المالية 1.1 مقابل نسبة مديونية 2% ، وأخيراً سجلت شركة المنصور درجة رافعة مالية مقدارها 1 مقابل نسبة مديونية 10% . يتبين مما سبق كلما ارتفعت نسبة المديونية ارتفعت معها درجة الرافعة المالية .

ثانياً / نسب الربحية Profitability ratios :

تعكس نسب الربحية الاداء الكلي للشركة ، فهي تفحص قدرة الشركة في توليد الأرباح من المبيعات والموجودات وحق الملكية ، والأرباح هي مقياس لفاعلية سياسات إدارة الشركة الاستثمارية والتمويلية والتشغيلية .

وفيما يلي أهم هذه النسب للشركات المبحوثة :

أ - نسبة هامش صافي الدخل

وتسمى هذه النسبة أيضاً بنسبة الربح الى المبيعات ، وتُعبّر عن النسبة المئوية المتبقية من كل دينار من المبيعات بعد طرح جميع التكاليف . وتحسب هذه النسبة من خلال قسمة صافي الدخل على المبيعات . وان المعيار الصناعي لهذه النسبة هو 18% .

يوضح الجدول رقم (2) هذه النسبة لجميع الشركات المبحوثة ، اذ يلاحظ بأن شركة السجاد والمفروشات سجلت أعلى نسبة وبلغت 49% وهي أكبر من المعيار الصناعي بـ 31% ، وهي مرتفعة جداً إذ تعني أن كل دينار من المبيعات يتحقق منه 49% كأرباح . كما يلاحظ بان هذه النسبة قد بلغت 25% لشركتي التعبئة والتغليف (مشن) والمنصور للصناعات الدوائية ان هذه النسبة تعني ان الدينار الواحد من المبيعات يتحقق منه 25% كإرباح وهي مرتفعة قياساً بالمعيار الصناعي . في حين سجلت شركة الكندي أقل النسب إذ بلغت 17% وهي أقل من المعيار الصناعي بـ 1% .

#### جدول رقم (2)

#### نسب الربحية للشركات المبحوثة لسنة 2005

اسم الشركة	نسب الربحية	هامش صافي الدخل %	معدل العائد على الاستثمار %	معدل العائد على حق الملكية %
1	التعبئة والتغليف العراقية (مشن)	25	8.4	15.1
2	العراقية للسجاد والمفروشات	49	12.2	17.7
3	الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية البيطرية	17	7.7	8.8
4	المنصور للصناعات الدوائية	25	11.7	13.4

#### ب- معدل العائد على الاستثمار (ROI) Return on Investment

ويسمى كذلك بمعدل العائد على الموجودات (ROA) Return on Assets ويقيس هذا المعدل كفاءة الإدارة في تحقيق الأرباح من مجموع استثماراتها . أن ارتفاع هذا المؤشر هو دليل على كفاءة الإدارة في وضع السياسات الاستثمارية والتشغيلية للشركة . وتحسب هذه النسبة من خلال تقسيم صافي الدخل على مجموع الموجودات . علماً ان المعيار الصناعي لهذه النسبة هو 12% . ويوضح الجدول رقم (2) هذه النسبة للشركات المبحوثة ، إذ يلاحظ ان شركة السجاد والمفروشات قد سجلت أعلى نسبة وبلغت 12.2% وهي أكبر من المعيار الصناعي بـ (0.002) . وتدل هذه النسبة على ان السياسات الاستثمارية والتشغيلية للشركة على قدر من الكفاءة .

كما سجلت شركة المنصور ثاني أكبر نسبة إذ بلغت 11.7% وهي أقل من المعدل بـ (0.003) . في حين سجلت شركتي التعبئة والتغليف (مشن) والكندي أقل النسب إذ بلغت 8.4% و 7.7% على التوالي . ويلاحظ أن هذه النسب منخفضة كثيراً قياساً بالقطاع . وهذا يتطلب من الشركتين زيادة نسبة هامش صافي الدخل اما بزيادة مبيعاتهما نسبة الى تكاليفهما أو بتخفيض تكاليفهما نسبة الى مبيعاتهما .

### ج- معدل العائد على حق الملكية (ROE) Return on Equity

ان معدل العائد على حق الملكية هو مقياس لمعدل العائد المتوقع على استثمار اموال المالكين . ان ارتفاع هذا المعدل هو دليل للمخاطرة العالية الناجمة عن زيادة الرافعة المالية ، بينما يشير انخفاضه الى تمويل متحفظ بالقروض .

وتحسب هذه النسبة من خلال قسمة صافي الدخل على مجموع حقوق الملكية . علماً ان المعيار الصناعي لهذه النسبة هو 16% .

ويوضح الجدول رقم (2) هذه النسبة لجميع الشركات المبحوثة . إذ سجلت شركة السجاد والمفروشات أعلى نسبة وبلغت 17.7% وهي أكبر من المعيار الصناعي بـ 1.7% في حين بلغت هذه النسبة 15.1% لشركة التعبئة والتعليب (مشن) وهي أقل من المعيار الصناعي بـ 0.9% . كما سجلت شركتي المنصور والكندي أقل النسب إذ بلغت 13.4% و 8.8 على التوالي . ومن خلال مقارنة هذا المعدل مع درجة الرافعة المالية للشركات المبحوثة والمبينة في الجدول رقم (1) يلاحظ ما يلي :

ان درجة الرافعة المالية لشركة المشن بلغت (1.4) في حين بلغت (1.2) لشركة السجاد ، ومع ذلك فإن معدل العائد على حق الملكية لشركة السجاد هو أكبر من معدل العائد على حق الملكية لشركة المشن . وهذا يدل على ان ادارة شركة السجاد هي أكفأ من ادارة شركة (المشن) إذ استطاعت ان تحقق معدل عائد على حق الملكية أكبر من الاخرى بالرغم من ان درجة الرافعة المالية لشركة المشن هي اكبر من درجة الرافعة المالية لشركة السجاد .

ان درجة الرافعة المالية لشركة الكندي بلغت (1.1) في حين بلغت (1) لشركة المنصور . ومع ذلك فإن معدل العائد على حق الملكية لشركة المنصور كان أكبر من معدل العائد على حق الملكية لشركة الكندي ، وهذا يدل على أن ادارة شركة المنصور هي أكفأ من ادارة شركة الكندي إذ استطاعت ان تحقق معدل عائد على حق الملكية أكبر من الاخرى بالرغم من ان درجة الرافعة المالية لشركة الكندي هي اكبر من درجة الرافعة المالية لشركة المنصور .

ان مضمون الفقرتين 2،1 اعلاه يثبت عدم صحة الفرضية الاولى والقائلة " يرتفع معدل العائد على حق الملكية بارتفاع درجة الرافعة المالية " . إذ تبين الفقرتان اعلاه ان معدل العائد على حق الملكية قد يرتفع من خلال كفاءة الادارة وليس من خلال ارتفاع درجة الرافعة المالية فقط .

ثالثاً / تحليل كلفة التمويل

تحليل التغير في التمويل الممتمك

يوضح الجدول رقم (3) نسبة التمويل الممتمك الى مجموع التمويل في الشركات المبحوثة ، إذ أن ارتفاع هذه النسبة او انخفاضها ينعكس على المعدل الموزون لكلفة التمويل .

جدول رقم (3)

## نتائج تحليل نسبة التمويل الممتك الى مجموع التمويل

اسم الشركة	نسبة التمويل الممتك الى مجموع التمويل
1 التعبئة والتعليب العراقية (مشن)	0.559
2 العراقية للسجاد والمفروشات	0.684
3 الكندي لانتاج القاحات والادوية البيطرية	0.878
4 المنصور للصناعات الدوائية	0.887

وقد بينت نتائج التحليل ارتفاع هذه النسبة في شركتي المنصور والكندي إذ بلغت 0.887 و 0.878 على التوالي ، في حين سجلت شركة التعبئة والتعليب (مشن) أقل نسبة تمويل ممتك إذ بلغت 0.559 تليها شركة السجاد والمفروشات إذ بلغت نسبة التمويل فيها 0.684. وتشير نتائج التحليل اعلاه الى ان نسبة التمويل الممتك مرتفعة في شركتي المنصور والكندي مقارنة بشركتي التعبئة والتعليب العراقية والسجاد والمفروشات ، وترجع بعض اسباب ذلك الى طبيعة الملكية لشركة الكندي مثلاً تعود ملكيتها للقطاع المختلط وبذلك فهي تحضى بالدعم من قبل الدولة ، في حين انخفضت هذه النسبة لشركتي التعبئة والتعليب العراقية والسجاد والمفروشات ويشير ذلك الى ارتفاع نسبة التمويل المقترض للشركتين اعلاه .

ب - تحليل الكلفة الموزونة للتمويل الممتك

أشير سابقاً الى أن كلفة التمويل الممتك يتم حسابها من خلال نموذج (CAPM) وفقاً للمعادلة التالية :

$$R(RR) = RF + (RM - RF) \beta$$

ولغرض استخراج كلفة التمويل الممتك لكل شركة من الشركات المبحوثة حسب الصيغة اعلاه يتطلب الامر معرفة معدل عائد محفظة السوق (RM) ومعامل البيتا ( $\beta$ ) لكل شركة اضافة الى معدل العائد الخالي من المخاطرة (RF) \*

معدل العائد لمحفظة السوق (RM)

لقد تم استخراج معدل العائد لمحفظة السوق (RM) للشركات المبحوثة وذلك من خلال قسمة مجموع الربح قبل الفائدة والضريبة على مجموع التمويل ( حقوق الملكية + الديون ) للشركات المبحوثة . (محمد ، 1995 ، ص126)

معامل البيتا

معامل البيتا هو مقياس للمخاطرة النظامية ، ويعكس البيتا درجة تقلب العائد المتحقق للسهم اتجاه عائد محفظة السوق . ويستخرج معامل البيتا من خلال تطبيق الصيغة التالية : ( Vanhorne , 1998 , P: 70)

\* معدل العائد الخالي من المخاطرة (RF) اثناء مدة البحث في سوق العراق للاوراق المالية هو 10%

$$\beta_j = \frac{r_{jm} \delta_j}{\delta_m}$$

إذ أن :

$\beta_j$  : بيتا السهم  $j$  .

$r_{jm}$  : ارتباط عائد السهم  $j$  بعائد محفظة السوق .

$\delta_j$  : الانحراف المعياري للسهم  $J$  .

$\delta_m$  : الانحراف المعياري للسوق .

والجدول رقم (4) يبين معاملات البيتا للشركات المبحوثة

جدول رقم (4)

معاملات البيتا  $\beta$  للشركات المبحوثة

معامل البيتا $\beta$	اسم الشركة
0.38	1 التعبئة والتغليف العراقية (مشن)
0.59	2 العراقية للسجاد والمفروشات
0.53	3 الكندي لانتاج اللقاحات والادوية البيطرية
0.64	4 المنصور للصناعات الدوائية

ويبين الجدول رقم (5) معدلات الكلف الموزونة للتمويل الممتلك للشركات المبحوثة . إذ سجلت شركة المنصور للصناعات الدوائية اعلى نسبة وبلغت 0.097 ،

جدول رقم (5)

نتائج تحليل الكلف الموزونة للتمويل الممتلك والمقترض ومجموع التمويل للشركات المبحوثة

ت	اسم الشركة	الكلفة الموزونة للتمويل الممتلك	الكلفة الموزونة للتمويل المقترض	الكلفة الموزونة لمجموع التمويل	درجة الرافعة المالية
1	التعبئة والتغليف العراقية (مشن)	0.06	0.015	0.075	1.4
2	العراقية للسجاد والمفروشات	0.068	0.012	0.08	1.2
3	الكندي لانتاج اللقاحات والادوية البيطرية	0.08	0.008	0.088	1.1
4	المنصور للصناعات الدوائية	0.097	0.007	0.104	1

، فيما سجلت شركة الكندي ثاني اعلى نسبة إذ بلغت 0.08 ، في حين سجلت شركتي السجاد والتعبئة أقل النسب إذ بلغت 0.068 و 0.06 على التوالي . وتشير هذه النتائج الى انه كلما ارتفعت درجة الرافعة المالية انخفضت الكلفة الموزونة للتمويل الممتلك .

ج- تحليل الكلفة الموزونة للتمويل المقترض

يبين الجدول رقم (5) معدلات الكلف الموزونة للتمويل المقترض للشركات المبحوثة . إذ سجلت شركة التعبئة والتغليف أعلى نسبة وبلغت 0.015 ، في حين سجلت شركة السجاد ثاني أعلى نسبة إذ بلغت 0.012 ، بينما سجلت شركتي الكندي والمنصور أقل النسب وبلغت 0.008 و 0.007 على التوالي . وتشير نتائج التحليل اعلاه الى انه كلما ارتفعت درجة الرافعة المالية

ارتفعت معها الكلفة الموزونة للقروض ، وهذه نتيجة منطقية لانه كلما زادت نسبة الديون لدى الشركة كلما زادت مصروفات الفوائد على هذه القروض ، وكلما ارتفعت مصروفات الفوائد ارتفع احتمال عدم كفاية الدخل قبل الفائدة والضريبة (EBIT) لتغطية هذه المصروفات ، كما ان الدائنين سيدركون زيادة المخاطرة من خلال زيادة نسبة القروض لذلك سيطلبون علاوة مخاطرة عالية على المعدل الخالي من المخاطرة ، وهذا سيؤدي بالتأكيد الى ارتفاع معدل الفائدة للشركة .

#### د- تحليل الكلفة الموزونة لمجموع التمويل

وتحسب هذه الكلفة من خلال جمع الكلفتين الموزونتين للتمويل الممتلك والتمويل المقترض . ويبين الجدول رقم (5) الكلفة الموزونة لمجموع التمويل للشركات المبحوثة . إذ سجلت شركة التعبئة والتعليب أقل كلفة موزونة للتمويل وبلغت 0.075، تليها شركة السجاد والمفروشات إذ بلغت الكلفة الموزونة لمجموع التمويل فيها 0.08 . فيما سجلت شركتي الكندي والمنصور أعلى كلف موزونة لمجموع التمويل وبلغت 0.088 و 0.104 على التوالي.

وتشير هذه النتائج الى أثبات صحة الفرضية الثانية القائلة " ينخفض المعدل الموزون لكلفة التمويل بارتفاع درجة الرافعة المالية " . إذ سجلت شركة التعبئة والتعليب اعلي درجة رافعة مالية ضمن الشركات المبحوثة وبلغت (1.4) مقابل كلفة موزونة للتمويل بلغت 0.075 . أما شركة السجاد والمفروشات فقد سجلت ثاني أعلى درجة رافعة مالية إذ بلغت (1.2) مقابل كلفة موزونة للتمويل بلغت 0.08 . وبلغت درجة الرافعة المالية (1.1) لشركة الكندي مقابل كلفة موزونة للتمويل 0.088، وأخيراً فقد كانت درجة الرافعة المالية لشركة المنصور (1) مقابل كلفة موزونة للتمويل 0.104 .

### الاستنتاجات والتوصيات

#### أولاً : الاستنتاجات :

1. بينت نتائج التحليل إن ارتفاع نسبة المديونية في هيكل تمويل الشركة يؤدي الى زيادة المخاطرة وبالتالي ارتفاع معدل أسعار الفائدة التي يفرضها الدائنون عليها .
2. كما بينت نتائج التحليل أن ارتفاع نسبة المديونية في هيكل تمويل الشركة يؤدي الى زيادة نسبة التغير في الأرباح سواءً بالزيادة أو بالنقصان .
3. أظهرت نتائج التحليل إن ارتفاع الوزن النسبي للديون في هيكل تمويل الشركة يؤدي الى ارتفاع درجة الرافعة المالية في حين انخفاضه يؤدي الى انخفاض درجة الرافعة المالية .

4. كشفت نتائج التحليل أن ارتفاع نسبة التمويل الممتمك الى مجموع التمويل يؤدي الى ارتفاع المعدل الموزون لكلفة التمويل ، في حين أن انخفاض هذه النسبة يؤدي الى انخفاض المعدل الموزون لكلفة التمويل .
5. بينت نتائج التحليل أن الكلفة الموزونة للتمويل المقترض ترتفع بارتفاع درجة الرافعة المالية .
6. كما بينت نتائج التحليل أن الكلفة الموزونة للتمويل الممتمك تنخفض بارتفاع درجة الرافعة المالية .
7. أثبتت نتائج التحليل عدم صحة الفرضية الاولى والقائلة " يرتفع معدل العائد على حق الملكية بارتفاع درجة الرافعة المالية " .
8. كما أثبتت النتائج صحة الفرضية الثانية والقائلة " ينخفض المعدل الموزون لكلفة التمويل بارتفاع درجة الرافعة المالية " .
9. أوضحت نتائج التحليل أن استقرار مبيعات وأرباح الشركة يؤدي الى الاستفادة بصورة كبيرة من الرافعة المالية ، وهذا يعني أن استقرار المبيعات والارباح يمكن الشركة من الاقتراض وتحمل مديونية اكبر .

#### ثانياً : التوصيات :

- يتعين على كافة الشركات أن لا تعتمد على التمويل بالديون إذا كانت مبيعاتها آخذة بالانخفاض ، لان التمويل بالديون في مثل هذه الحالة سوف يعظم خسارة المساهمين . أما إذا كانت مبيعات الشركة آخذة بالارتفاع فأن التمويل بالديون سوف يعظم الربح للمساهمين .
- يتعين على شركتي التعبئة والتعليب ( مشن ) والكندي العمل على زيادة معدل العائد على استثماراتها وذلك من خلال زيادة نسبة هامش صافي الدخل ، ويمكن تحقيق هذه الزيادة إما بزيادة المبيعات نسبة الى التكاليف أو بتخفيض التكاليف نسبة الى المبيعات .
- يتعين على شركتي الكندي والمنصور العمل على زيادة معدل العائد على حق الملكية وذلك من خلال زيادة نسبة هامش صافي الدخل المشار اليها في الفقرة السابقة .
- ضرورة الاعتماد على التمويل المقترض وذلك لانخفاض كلفته قياساً بكلفة التمويل الممتمك ، ولما يحققه التمويل المقترض من ميزة ضريبية .
- يتعين على جميع الشركات اعتماد معدل الكلفة الموزونة للتمويل كمؤشر مالي ذي أهمية بالغة قدر تعلق الامر بقبول أو رفض المشاريع الاستثمارية الجديدة وذلك من خلال مقارنة هذا المعدل

مع معدل العائد المتوقع على الاستثمار الجديد ، إذ يتم رفض المشروع الذي يكون معدل عائدته المتوقع أقل من معدل الكلفة الموزونة للتمويل .

**المصادر :**

**أولاً : المصادر باللغة العربية**

أ- النشرات والتقارير

الميزانيات العمومية وحسابات الأرباح والخسائر لشركة التعبئة والتعليب العراقية (مشن) من السنة (2002-2005) .

الميزانيات العمومية وحسابات الأرباح والخسائر للشركة العراقية للسجاد والمفروشات من السنة (2002-2005) .

الميزانيات العمومية وحسابات الأرباح والخسائر لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية من السنة (2002-2005) .

الميزانيات العمومية وحسابات الأرباح والخسائر لشركة المنصور الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل من السنة (2002-2005) .

النشرات السنوية لسوق العراق للاوراق المالية من السنة (2002-2005) .

ب- الكتب

جابر ، محمد صالح " الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأورق المالية " ط1 ، مؤسسة الخليج للطباعة والنشر - الكويت ، 1982 .

الشماع ، خليل محمد حسن " الادارة المالية " ط4 ، بغداد ، 1992 .

الشمخي ، حمزة والجزراوي ، ابراهيم " الادارة المالية الحديثة - منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات " ، بغداد ، 1998 .

قدوري ، فائق وابو حمد رضا " ادارة المصارف " دار ابن الاثير للطباعة والنشر ، جامعة الموصل ، 2005 .

العامري ، محمد علي ابراهيم " الادارة المالية " بغداد ، جامعة بغداد ، 2001 .

مطر ، محمد " التحليل المالي ، الاساليب والادوات والاستخدامات العملية " ط1 ، عمان - الاردن ، 1997 .

الميداني ، محمد ايمن عزت " الادارة التمويلية في الشركات " جامعة الملك فهد للبترول والمعادن ، الظهران ، 1989 .

هندي ، منير ابراهيم " الادارة المالية مدخل تحليلي معاصر " ط3 منقحة ، المكتب العربي الحديث - الاسكندرية ، 1996 .

الهوري ، سيد " الاستثمار والتمويل " دار الجيل للطباعة والنشر ، جمهورية مصر العربية ،  
1979 .

الهوري ، سيد " الادارة المالية ، منهج اتخاذ قرارات " ط6 - 1996 .  
وستون ، فرد وبرجام ، يوجين (ترجمة ) د.عبد الرحمن دعاله ، عبد الفتاح السيد سعد النعماني "  
التمويل الاداري " الجزء الثاني ، دار المريخ للنشر ، الرياض ، 1993 .  
ج- الرسائل والاطارح الجامعية ..

الدليمي ، محمود فهد " أثر تنويع الاستثمارات الدولية على قيمة المنشأة " رسالة ماجستير في  
علوم ادارة الاعمال - كلية الادارة والاقتصاد - جامعة كربلاء ، 2005 .

محمد ، حاكم محسن " تغير الهيكل المالي وأثره في قيمة المنشأة " اطروحة دكتوراه في فلسفة  
علوم إدارة الأعمال - كلية الادارة والاقتصاد - الجامعة المستنصرية ، 1995 .

ثانياً : المصادر باللغة الانكليزية

Gitman , Lawrence's "Principles of Managerial " , 9<sup>th</sup> , ed. , N. Y ,  
Donnelly and Sons Company , 2000 .

Jim , MC , Menamin , "Financial Management " , Rontiedge , Pudinc ,  
London and M. Y , 1999 .

Rose , S-peter , "Commercial bank management " , "4<sup>th</sup> ,ed.mc-Graw -Hill  
Companies , inc ,1999 .

Van horne , C. James " Financial management and Policy " 11<sup>th</sup> ,ed.  
Prentic - hall , inc , 1998 .

Weston , J. Fred and basely scot and Brigham , F. Eugene , "essential of  
managerial Finance " , 11<sup>th</sup> , ed. The Dryden press , 1996 .