

الرافعة المالية وأثرها في العائد والمخاطرة-دراسة تطبيقية في القطاع الخدمي العراقي الخاص  
م.م مشتاق عبد الامير طالب  
كلية الآلة والاقتصاد -جامعة كربلاء

الملخص

أهتم الفكر المالي الحديث بموضوع العلاقة بين العائد والمخاطرة بسبب الاثر الذي تحدثه هذه العلاقة في قيمة السهم الواحد ومن ثم في قيمة المنشأة، والمعلوم ان العائد وما يترتب عليه من مخاطرة تبعا للعلاقة الازلية بين العائد والمخاطرة، لا يمكن لهما ان يكونا مستقلين ومنعزلين عن غيرهما من المتغيرات الاخرى لاسيما فيما يتعلق بتركيبة الهيكل المالي وما يحدده من نسبة للرافعة المالية. ومن هنا جاءت هذه الدراسة لتسلط الضوء على ماهية الرافعة المالية ومدى تأثيرها في العائد والمخاطرة، عن طريق تطبيق الدراسة على شركات خدمية خاصة مساهمة مسجلة في سوق العراق للاوراق المالية، اذ تم اخذ قطاع الخدمات الخاص المكون من عشر شركات خلال المدة (2006 - 2011)، وقد توصلت الدراسة الى مجموعة من الاستنتاجات اهمها وجود علاقة ارتباط ايجابية بين متغير الرافعة المالية من جهة والعائد على الاستثمار والمخاطرة من جهة أخرى والتي على ضوءها امكن تحديد بعض التوصيات اهمها ضرورة الانتباه إلى العلاقة التبادلية الطردية بين العائد والمخاطرة، وضرورة اخذ المتغيرات التي اشتمل عليها البحث مجتمعة عند تحديد قرارات الاستثمار و توزيع الارباح.

Abstract

the modern financial ideology cares about the relationship between return and risk because it cause on the relationship in the value per share and then the value of the business, and is known that they yield and the consequent risk depending on the relationship eternal between return and risk, cannot be for them to be independent and isolated from other variables other particularly with regard to the composition of the financial structure and determined from the ratio of leverage. hence this study to shed light on the nature of leverage and ranges impact on return and risk, through the application of the study on the service companies private contribution registered in the Iraqi market for securities, as it has been taking sector Special services consisting of ten companies during the period (2006 - 2011), The study found a set of conclusions, mainly correlated positively between variable leverage on the one hand and the return on investment and risk on the other hand, and against which possible to identify some recommendations including the need for attention to the positive correlation between return and risk, and the need to take the variables contained in a search by a combined when determining investment decisions and the distribution of profits.

المقدمة

ان من اهم الاستراتيجيات الاساسية التي تقع على عاتق الادارة العليا صياغتها وتنفيذها، هي ما يتعلق بتحديد مستويات كل من التمويل الممتلك والمقترض، أي تحديد نسب كل منهما في هيكل التمويل، وفي ضوء ذلك تتحدد الرافعة المالية التي تعبر عن مدى اعتماد المنشأة على القروض (قصيرة وطويلة الاجل)، لما لها من اثر كبير في كلفة التمويل التي تحاول ادارة المنشأة تذليلها للحصول على مردود اكبر، وهذا لا يرى الا عن طريق اعتماد رافعه ماليه تجعل كلفة التمويل في ادنى مستوى ممكن لها، بهدف جعل العائد في

اقصاه الا ان اغلب الدراسات المهتمة بشأن تحديد الهيكل المالي تاخذ العائد والمخاطرة بمعيارين مختلفين ، او انها تحدد العائد والمخاطرة كلاً على انفراد ، لذا يتوجب اخذ المتغيرات المصاحبة للهيكل المالي وحدود تقسيمه ( تمويل ممتلك ومقترض) وما يعكسه من اثر في تحديد كل من العائد والمخاطرة بمقياس واحد ، وذلك عن طريق تاثير التمويل الممتلك او المقترض ( الرافعة الماليه ) عليهما ومن هنا تتحدد المشكلة الرئيسية للبحث اذ يهدف البحث الى ايجاد العلاقة بين الرافعة الماليه وكل من العائد والمخاطرة عن طريق اختيارها عشرة شركات مساهمه خدميه خاصة تعتمد مصادر تمويل متنوعه.

وتنقسم الدراسة إلى اربعة مباحث رئيسية، الأول يتضمن منهجية الدراسة المتمثلة بمشكلة الدراسة، واهميتها، واهدافها، والفرضيات، ومجتمع الدراسة. أما الثاني، فيتضمن الإطار النظري للدراسة ، وخصص الثالث لتحليل ومناقشة النتائج اذ يتكون من تحليل بيانات عينة الدراسة، وتحليل الفرضيات ومناقشتها، ويقسم المبحث الرابع للمحورين :الأول يتناول الاستنتاجات والثاني يتضمن التوصيات التي خلص إليها البحث.

### المبحث الاول

#### منهجية البحث

اولا : مشكلة الدراسة تسعى شركات الاعمال الى محاولة زيادة العائد المتحقق لما له من اثر مباشر في تعظيم قيمة اسهمها المتداولة في سوق المال، لذا لا بد لها من معرفة المتغيرات الاخرى المؤثرة فيه، ومن اهم هذه المتغيرات هي الرافعة المالية، اذ على الرغم من دورها الحيوي المؤثر في كل من العائد والمخاطرة الا انها لم تلق اهتماما من لدن الشركات المحلية ، وهذا ما بدا واضحا من هيكل التمويل (تركيبية عناصر التمويل المملوكة والمقترضة)وهنا يستلزم الامر دراسة وبيان اثر التمويل المقترض في هيكل التمويل (الرافعة المالية) في كلا من العائد والمخاطرة .

ثانيا : أهمية الدراسة: تبرز أهمية الدراسة من أهمية الموضوع الذي تتناوله والمتمثل بالرافعة المالية التي تبين نسب التمويل المقترض في هيكل التمويل ، وقد اشارت اغلب الدراسات الى انخفاض كلفته بسبب الفوائد المترتبة عليه والتي تطرح من الربح الخاضع للضريبة ومن ثم دفع ضرائب اقل، فضلا عن كلفته المتحققة قياسا بالتمويل الممتلك الذي يعني المشاركة المستمرة في الارباح على خلاف التمويل المقترض (الرافعة المالية) التي تتحدد كلفتها فقط بالفوائد (التكاليف الثابتة) واخيرا تحقق عوائد اعلى.

ثالثا : أهداف الدراسة تهدف الدراسة للبيان اثر وعلاقة الرافعة المالية في العائد على الاستثمار وبيان الاثر والعلاقة في المخاطرة الكلية في الشركات المبحوثة بغية التعرف على مستويات كل من الرافعة المالية والعائد على الاستثمار والمخاطرة الكلية في الشركات المشمولة بالبحث والتمين شأنها أنتساع في اتخاذ القرار.

رابعا : فرضيات الدراسة: استندت الدراسة على الفرضيتين الآتيتين :

الفرضية الأول : هناك علاقة ارتباط بين المتغير المستقل المتمثل بالرافعة المالية والمتغيرات المعتمدة والمتمثلة بالعائد على الاستثمار والمخاطرة المالية للشركات الخدمية المساهمة المبحوثة.

الفرضية الثانية : هناك اثر ذو دلالة معنوية للرافعة المالية والمتغيرات المعتمدة المتمثلة بالعائد على الاستثمار والمخاطرة المالية للشركات الخدمية المساهمة المبحوثة.

خامسا : عينة الدراسة : تتكون عينة الدراسة من الشركات الخدمية المساهمة الخاصة المسجلة في سوق العراق للاوراق المالية، والتبلغ عددها (10) شركة تحت نهاية عام 2011 .  
والجدول (1) يوضح هذا الشركات وتوزيعها بالبيانات الخاصة بها .

ويرجع السبب في اختيار هذا الشركات المساهمة الخاصة في تمويل عملياتها وأصولها الرأسمالية على القروض القصيرة الاجل (المصرفية والتجارية) والقروض الطويلة الاجل، وكذلك عن طريق حقوق الملكية (أسهم عادية وأرباح محتجزة) .

جدول (1) شركات عينة الدراسة وبعض البيانات الخاصة بها للعام 2011

التسلسل	اسم الشركة	تاريخ التأسيس	راس المال الاسمي (مليار دينار)
1	مدينة ألعاب الكرخ السياحية	1989/3/16	0.2
2	الموصل لمدرن الألعاب والاستثمارات السياحية	1992/8/1	0.2
3	المعمورة للاستثمارات العقارية	1993/1/19	12
4	الامين للاستثمارات العقارية	2002/5/6	7
5	النخبة للمقاولات العامة	2001/7/26	2
6	العراقية للنقل البري	1989/2/27	3
7	بغداد العراق للنقل العام	1987/7/27	0.2
8	البيادية للنقل العام	1994/3/26	1
9	بغداد للتجارة وخدمات السيارات	1984/1/15	1
10	العراقية لنقل المنتجات النفطية والبضائع	1994/10/2	2

المصدر : نشرة سوق بغداد للاوراق المالية

## المبحث الثاني

### الإطار النظري للدراسة

أولاً : الرافعة المالية: **Financial Leverage** تشير الرافعة المالية الى اعتماد التمويل المقترض في الهيكل المالي بما يقود الى تعظيم العائد على حق الملكية (Berank, 1983:196-197). ويبين الرفع المالي تأثير التغير في الربح التشغيلي على ربحية السهم، اي ان الرفع المالي يبدأ من أذ انتهى الرفع التشغيلي، ففي حين ان الرفع التشغيلي يبين تأثير التغير في المبيعات على الربح التشغيلي، يأتي الرفع المالي ليوضح تأثير التغير في الربح التشغيلي على الربحية المتحققة للسهم الواحد (تيم، 2009: 371) ، ويشتمل التمويل المقترض كلا من التمويل المقترض قصير الاجل وطويل الاجل (Weston & Capeland, 1986:18)

ويتبين من هذا التقسيم للتمويل المقترض ، بان جزءا منه ينطوي على التزامات مالية (فوائد) وهو التمويل المقترض بفائدة ويشتمل ( القروض قصيرة وطويلة الاجل ) وتمثل الفوائد كافة هذا النوع من التمويل المقترض، بينما لا ينطوي الجزء الاخير منه على التزامات مالية (فوائد) وهو التمويل المقترض من دون فائدة (الحسابات الدائنة)، ولكن هذا لايعني بانه ليست هناك كلفة لهذا النوع من التمويل المقترض (العامري، 1990: 20) وعندها يعبر عن التمويل المقترض بفائدة بالرمز (D1)، والتمويل المقترض من دون فائدة بالرمز (D2) فانه :

$$D = D1 + D2$$

اذ ان :

$$D = \text{التمويل المقترض}$$

$$D1 = \text{التمويل المقترض بفائدة}$$

$$D2 = \text{التمويل المقترض من دون فائدة}$$

وعرف ( ويستون وبريهام، 2009: 229 ) الرافعة المالية على انها نسبة اجمالي الديون الى اجمالي الاصول او اجمالي قيمة المنشأة.

وتختلف الشركات في مدى اعتمادها على الاقتراض كأحد مصادر التمويل ، وكلما زاد اعتماد المنشأة على المطلوبات او المديونية كانت تستعمل درجة اعلى من الرفع المالي والذي يمكن ان يؤدي الى تنظيم الارباح او الخسائر، ومن ثم فان استعمال الرفع يمكن ان يؤثر ايجابا في ثروة حاملي الاسهم ولكنه يمكن ان يؤدي الى زيادة الضغوطات والمشاكل المالية، مما يؤدي بالنهاية الى الفشل ويمكن القول انه اذا كانت الرافعة التشغيلية تتعامل مع الجزء العلوي من كشف الدخل ، فان الرفع المالي يتعامل مع الجزء السفلي منها وتوحد مع صافي الدخل ( العلي، 2010: 188 )

وبشكل عام فان زيادة الرفع ينتج عنه زيادة في العائد والمخاطرة، ان كمية الرفع في الهيكل المالي (الخليط المستعمل من اموال الدين والملكية في الهيكل المالي للشركة) يمكن ان تؤثر بشكل كبير ومهم في القيمة السوقية للشركة عن طريق تأثيرها على كل من عائد الشركة ومخاطرتها (حداد، 2009: 262-263)

ونتيجة لاعتماد الشركة على الدين في هيكل التمويل ينشأ مفهوم رافعة التمويل (Financial Leverage) والتي تهتم بالمتغيرات التي تحصل في العوائد قبل دفع الفوائد والضريبة المترتبة على العوائد المتاحة للمساهمين (Campsey&Brigham, 1991: 189) مما يؤدي إلى ارتفاع معدل العائد على حق الملكية وانخفاض كلفة التمويل. ذلك لان الدين مصدر رخيص الثمن ويصبح ارخص إذا ما أخذنا الوفر الضريبي الناجم عن طرح الفائدة على الديون مما يؤدي إلى تخفيض الربح القابل للضريبة وبالتالي نتيجة دفع ضرائب اقل (الميداني، 1989: 557).

يتضح من التعاريف السابقة أن الرافعة لمالية تشمل قياس نسبة أجمالي الالتزامات طويلة وقصيرة الأجل إلى إجمالي الموجودات، إلا أن البعض اكد على ان الرافعة المالية تقتصر فقط على تأثير الديون أو الالتزامات طويلة الأجل فقط، اذ اشار (Fattauh & Aivazian, 2003: 322) أن هناك أنموذجين للرافعة المالية، الأول يعتمد على قياس مجموع الالتزامات المالية الثابتة بالاجمالي الموجودات، بينما الاخر يعنى بالالتزامات الطويلة الأجل فقط، متجاهل الديون قصيرة الأجل، لكن الراجح - على وفق معظم الدراسات الحديثة والمراجع المتخصصة

أن معظم التكاليف المالية الثابتة طويلة أو قصيرة الأجل تقوم بعمل لرفع المال في تأثيرها على صافي الربح المتاح للملاك.

ثانياً : العائد (Return)

يهتم المستثمرون ورجال الاعمال بتقدير العوائد المحتملة في المستقبل وعلى ضوءها جرى اختيار المشاريع الاستثمارية التي يستثمرون اموالهم فيها، ويعبر عنه بالمكافأة التي يحصل عليها المستثمر عند توظيف امواله بالاسهم العادية (Brigham & Gapanski, 1988: 145) ويحاول المستثمر تقدير العائد بشكل دقيق عن طريق تقدير الاحداث المستقبلية وكذلك اعتماد البيانات التاريخية للأداء في الماضي (Levy & Marshall, 1990: 189).

وعرف (حداد، 2009: 128) بانه التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال مدة زمنية معينة، إذ يجري التعبير عنه بشكل نسبي من كلفة الاستثمار في بداية المدة ويسمى بالعائد لمدة الاقتناء.

وكذلك عرفه (Brigham & Gapanski, 1988: 145) العائد بأنه مكافأة يحصل عليها المستثمر جراء توظيف أمواله بالاسهم العادية. ويعد العائد من المؤشرات المهمة والمستعملة عند تحليل الاستثمار بهذه الاسهم ، اذ يجري في ضوءه ترتيب الاسهم والمفاضلة فيما بينها (العامري, 1995: 4)، أما العائد من الاوراق المالية فإنه يتمثل بتوزيعات الأرباح سواء كانت أرباح نقدية توزعها الشركة كل ستة أشهر أم كل سنة أو فوائد سندات، ويحصل عليها المستثمر عند استحقاق السند. فضلاً عن حصوله على مكاسب رأسمالية نتيجة عمليات التداول الناجمة عن ارتفاع قيمة السهم في السوق، وقد تكون الأرباح ناتجة عن عملية الرسملة التي تقوم بها الشركة متمثلة بأسهم مجانية بإمكان المستثمر بيعها والحصول على عائد منها (Weston & Brigham, 1987: 8-9)

ثالثاً - المخاطرة ( Risk )

يمكن تعريف المخاطرة على انها حالة عدم التأكد Uncertainty بالاستثمار او التذبذب Variability او الخسارة Losses المتعلقة في الاستثمار في اصل ما، او قد تعني ان العائد الفعلي الذي يحصل عليه المستثمر يكون اقل من العائد المتوقع. (حداد، 2009: 132). وعرفت ايضا المخاطرة بأنها احتمال تحقق الخسارة المتوقعة، أو حدوثها عندما يكون العائد الفعلي والمتحقق من استثمار ما أقل من العائد المتوقع من ذلك الاستثمار (Weston & Brigham, 1987: 8 - 9) ، في حين عرفها (Brian, 1995: 1) بأنها احتمال التعرض للخطر، أما مخاطرة الاستثمار (Investment Risk) بالموجود (السهم) فأنها تشير الى احتمال أن يكون العائد الفعلي (المتحقق) عن الاستثمار أقل من العائد المتوقع (Branch, 1976: 15) ، كما تعرف أيضاً على انها "عدم التأكد في التوزيعات المحتملة من العوائد المستقبلية (Fisher & Jordan, 1996:1) وهي تعكس القدرة على التنبؤ فلو كانت هناك قدرة عالية على التنبؤ بما ستكون عليه التدفقات النقدية من الاستثمار في المستقبل فإن المخاطرة ستكون منخفضة ، وتكون تلك المخاطرة عالية، إذا كانت القدرة على التنبؤ منخفضة (Brockington, 1993: 123) وكلما زاد تحقيق مردود أوطأ أو سالب (خسارة) ارتفعت المخاطرة بشكل نسبي بالمقارنة مع الاستثمار المالي في أسهم شركات جديدة أو متخصصة بعمليات متقلبة لدرجة كبيرة، إذ ترتفع المخاطرة لدرجة عالية (الشماع 1992: 425) .

اذ ان الادارة الفعالة للمخاطر تتطلب الموازنة بين مخاطر الاعمال الناتجة عن طبيعة عمل المنشأة والمخاطر المالية الناتجة عن المديونية وذلك بغرض المحافظة على مستوى مقبول من الخاطر التي تواجهها المنشأة (تيم، 2009: 382). وعليه يمكن القول ان المخاطر هي الخسائر المحتملة بين حالة عدم التاكيد الناتجة عن القرارات الاستثمارية ذات الاثر المستقبلي التي تزداد بزيادة المدة الزمنية.

رابعا - تصنيف المخاطر :ان التصنيف الحديث الذي يأخذ به رواد الادارة المالية هو تصنيف منسجم مع نظرية المحفظة الحديثة والذي بموجبه صنفت المخاطرة الى :

1. المخاطرة النظامية Systematic Risk يطلق عليها تسميات عدة منها مخاطرة السوق ( Market risk) والمخاطرة غير القابلة للتنوع (Undiversification Risk) او المخاطرة التي لا يمكن تجنبها، والمخاطرة العادية (Ordinary Risk)، وتتأثر هذه المخاطرة بالتغيرات الاقتصادية العامة مثل القوانين الضريبية والتقلبات العامة في الاسواق فضلا عن المتغيرات السياسية والاجتماعية ( Fisher & Jordan, )

1987:115). وعرفها (Gup) على انها المخاطرة ذات السمات العامة والتي تؤدي الى تغيير العوائد المتوقعة لكافة الاستثمارات ولا يمكن ازالتها بالتنوع (Gup,1983:281). وتشمل المخاطرة النظامية نوعين من المخاطر هما المخاطر المالية (Financial risk) ومخاطر الاعمال (Business risk), وتنشأ الاولى عن عدم قدرة المنشأة على تغطية التكاليف المالية مثل اسعار الفائدة, اما مخاطر الاعمال فهي تنشأ عن عدم امكانية المنشأة من تغطية التكاليف التشغيلية وبالنتيجة ينصح بعدم زيادة المبيعات بهدف تغطية هذه التكاليف ويتوجب على المنشأة زيادة التكاليف الثابتة وزيادة نقطة التعادل والتي تعد مقياس جيد للمخاطرة التشغيلية, وتتأثر هذه المخاطرة بالسياسات التي تتبعها الادارة وبالظروف الاقتصادية السائدة كالمنافسة في الأسواق .

2. المخاطر غير النظامية Un systematic Risk وهي "المخاطر التي تنفرد بها المنشأة نفسها وليست لها علاقة بمخاطرة محفظة السوق" (Archer, Marc & Racett, 1988: 106) و تعبر هذه المخاطرة عن خصوصية المنشأة ، ضعف الإدارة، قلة الفرص الاستثمارية المتاحة أمامها ، احتمال فقدانها لبعض الصفقات (الشماع,1992,ص429) التقدم التكنولوجي، انخفاض الإيرادات المنافسة (Rao, 1992:325) ، كما يطلق على هذه المخاطر تسميات أخرى مثل المخاطر غير السوقية (Unmarked Risk) أو المنفردة (unguis Risk) والمخاطرة القابلة للتنوع (Diversifiable Risk) وذلك يشير الى امكانية ازالة هذه المخاطر أو تقليلها عن طريق استعمال سياسة التنوع في الاستثمار بالاسهم (Gup, 1983: 281).

ومن الجدير بالذكر ان هذا النوع من المخاطرة يرجع الى احداث معينه قد تؤثر في أرباح وعوائد الأسهم لصناعه أو خدمه معينه ، ويتمكن المستثمر من حماية نفسه ضد هذه المخاطر عن طريق تنوع محفظته الاستثمارية ( Investment portfolio )، التي هي عبارة عن مجموعة متنوعة من الاوراق المالية التي يمسكها، وهو يلجأ لهذا النوع من التنوع بانواع متعددة من الأسهم لا يمكن ان تتأثر جميعاً بوقت واحد بمثل هذه المخاطر المتفرقة (جابر,1982: 48) .

3. المخاطرة الكلية : Total Risk وتشير الى التباين في العوائد الفعلية عن العوائد المتوقعة الناجمة عن الاستثمارات في الاوراق المالية او الاصول الاخرى وتساوي مجموع المخاطرة النظامية والمخاطرة اللانظامية (Archer,1988:119), وتسمى هذه المخاطرة بمخاطرة المحفظة (Portfolio Risk), وبما ان المستثمر يستطيع التأثير في المخاطرة غيرالنظامية عن طريق التنوع فانه بإمكانهالتاثير في المخاطرة الكلية (Mayo,1988:142). وتتصف المخاطرة الكلية بكل مواصفات اجزاءها (المخاطرة النظامية والمخاطرة غير النظامية) اعلاه.

#### خامسا : مقاييس المخاطرة

أ . مقاييس المخاطرة النظامية تقاس بمعامل بيتا (Beta coefficient) الذي يمثل المتغير الرئيس لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) والذي يقيس التغير النسبي في عوائد الورقة المالية ( Siegel & shim, 1986: 41) فهو مقياس احصائي يقيس حساسية عوائد الورقة المالية للتغيرات في عوائد السوق أذ يبين العلاقة بين التغيرات في عوائد الموجود (السهم) استجابةً للتغيرات في عوائد السوق ( Rao, 1992: 37). ويحسب معامل بيتا (Francis, 1991: 272) , بموجب المعادلة :

$$b_i = \frac{\text{cov}(r_i, r_m)}{\text{var}(r_m)}$$

إذ أن :-

$b_i$  = معامل بيتا السهم

$\text{cov}(r_i, r_m)$  = التباين المشترك بين عائد السهم ( $r_i$ ) وعائد السوق ( $r_m$ ).

$\text{var}(r_m)$  = التباين لعوائد المحفظة .

أن معامل بيتا يعكس العلاقة بين عائد السهم وعائد محفظة السوق ، وأن الأخير يتألف من كل الأسهم التي تكون ممسوكة بنسب قيمتها السوقية إذ يبلغ معامل بيتا لها (واحد صحيح) اما إذا كان معامل بيتا للسهم أكبر من (واحد صحيح) فيكون سهماً هجوماً (Aggressive stock) إذ يعني أن عوائد السهم أكثر تقلباً من عوائد محفظة السوق (Gup, 1983: 146) ، فمثلاً إذا كان معامل بيتا لسهم معين (1.5) فإن ذلك يدل على أنه إذا تغير عائد محفظة السوق بنسبة (1%) سيؤدي إلى تغير في عائد السهم بنسبة (1.5%) (Archer, 1983:109)، أما إذا كان معامل بيتا للسهم أقل من (واحد صحيح) فإنه سهم دفاعي (Defensive Stock)، إذ يتقلب عائد السهم بدرجة أقل من تقلب عائد محفظة السوق (Stevenson, Richard & Jennigs, 1981: 288)، أما إذا كان معامل بيتا للسهم مساوياً (واحد صحيح) فإنه يتحرك بنفس اتجاه حركة السوق (Brealy & Myers, 1991: 161) ويطلق عليه بالسهم الحيادي (Neutral Stock) (Levy & Sarnat, 1988: 188).

ب - مقاييس المخاطرة غير النظامية: تقاس بمقاييس احصائية متمثلة بالانحراف المعياري (Standard deviation) ومعامل الاختلاف (Coefficient of variation)، فالانحراف المعياري مقياس احصائي لدرجة تشتت التوزيعات الاحتمالية للعوائد المتوقعة (Siegel & Shim, 1986: 38) وتشير قيم الانحراف المعياري المرتفعة إلى تشتت عالي في الأرباح ومخاطرة عالية ، فيما تؤثر القيم المنخفضة للانحراف المعياري إلى تشتت منخفض في الأرباح ومخاطرة منخفضة (Campbell, 1982: 89) ويحسب معامل الانحراف على وفق الصيغة الآتية (Weston & Brighm, 1996: 203) :-

$$\sigma = \sqrt{\frac{(k_i - k^-)^2}{n - 1}}$$

إذ أن :  $\sigma$  = الانحراف المعياري.

$k_i$  = العائد المتوقع من السهم  $n$  = عدد المشاهدات.

$k^-$  = الوسط الحسابي للعوائد المتحققة.

أما معامل الاختلاف فإنه يقيس مخاطرة كل سهم على انفراد (الشماع, 1992, ص414). فهو يعد أساساً للمقارنة بين بديلين مختلفين في العوائد المتحققة (Weston & Compland, 1986: 119). ويحسب بقسمة الانحراف المعياري على العائد المتوقع على وفق الصيغة الآتية (Curley & Bearn, 1979: 108):

$$cv = \frac{\sigma(r^-)}{E(r^-)}$$

إذا أن :  $cv =$  معامل الاختلاف

$\sigma(r^-)$  = الانحراف المعياري  $E(r^-)$  = القيمة المتوقعة لصافي التدفق النقدي

كما تستعمل المقاييس الموضوعية في تقدير المخاطرة (غير نظامية) ، عندما تكون هنالك متغيرات نوعيه (Qualitative Estimates) اكثر من المتغيرات الكمية (Quantitative Estimates)، إذ يقدر المحلل المالي مستوى منخفضاً من المخاطرة للقروض المقدمة، وهذا يعكس نظرة المحلل لتشتت العوائد المنخفضة وبشكل مشابه فإن مستوى المخاطرة العالية سيكون مصاحباً للمشروع الذي تكون عوائده المتنبأ بتوزيعها عالية جداً (Hampton, 1996: 140)، وعلى وفق ماورد فإن تحليل عائد ومخاطر الاستثمار بالاسهم العادية يعد من الامور الأساسية ومركز قرارات الاستثمار، إذ ترتب الاسهم استناداً الى مخاطرها وعوائدها للوقوف على جاذبية السهم من عدمه (أي قدرته على تعويض المخاطر)، وعليه فإن المبدأ الأساس في الاستثمار بالاسهم العادية هو تعظيم العائد وتدنية المخاطرة، أو تعظيم العائد ضمن مستويات مقبولة من المخاطرة (Amling, 1978: 179) ، ويطلب المستثمرون عادةً عائداً على الاستثمار ذي المخاطرة العالية أعلى من العائد على الاستثمار ذي المخاطرة المنخفضة، إذ تحدد درجة المخاطرة معدل العائد المطلوب لتعويض عن تلك المخاطرة (Branch, 1976: 49) .

### المبحث الثالث

#### الجانب التطبيقي للبحث

يتضمن هذا المبحث تحليل نتائج متغيرات البحث بغية الوصول الى اهداف البحث واختبار فرضياته الاساسية، وذلك بدراسة وتحليل عناصر البحث الرئيسية، وكالاتي :

اولاً : الرافعة المالية : يمكن قياس الرافعة المالية بحسب المعادلة المشار اليها سابقا، وهي نسبة (مجموع المطلوبات الى مجموع المطلوبات وحق الملكية)، والجدول (2) يبين اقيام الرافعة المالية في الشركات المبحوثة :

جدول (2)الرافعة المالية في الشركات المبحوثة للمدة من (2006 – 2010)

ت	الشركة	2006	2007	2008	2009	2010	الوسط الحسابي (X)	الانحراف المعياري (Sdl)	معامل الاختلاف C . V.
1	مدينة ألعاب الكرخ السياحية	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.2	0.1	0.4
2	الموصل لمدن الألعاب والاستثمارات السياحية	0.3	0.4	0.4	0.3	0.2	0.3	0.07	0.2
3	المعمورة للاستثمارات العقارية	0.01	0.01	0.009	0.003	0.002	0.01	0.004	0.6
4	الامين للاستثمارات العقارية	0.0001	7.2	0.0001	0.0001	0.0007	0.0002	0.0002	1
5	النخبة للمقاولات العامة	0.06	0.1	0.04	0.04	0.07	0.07	0.03	0.49
6	العراقية للنقل البري	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.6	0.07	0.12
7	بغداد العراق للنقل العام	0.7	0.6	0.7	0.9	0.7	0.7	0.09	0.12
8	البادية للنقل العام	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.07	0.1
9	بغداد للتجارة وخدمات السيارات								
		0.01	0.09	0.1	0.03	0.05	0.06	0.05	0.7
10	العراقية لنقل المنتجات النفطية والبضائع	0.5	0.6	0.5	0.7	0.1	0.6	0.2	0.3
	المتوسط العام والانحراف المعياري العام ومعامل الاختلاف العام						0.3	0.29	0.97

يتضح من الجدول (2) اختلاف معامل الاختلاف في الشركات المبحوثة، أذ ان شركة الامين للاستثمارات العقارية قد حققت اعلى معامل اختلاف، اذ بلغ (1)، لتكون في المستوى الاول وبشكل يفوق معامل الاختلاف

العام البالغ (0,97)، تليها شركة بغداد للتجارة وخدمات السيارات (0,7)، ثم شركة المعمورة للاستثمارات العقارية (0,6)، وهكذا بقية الشركات الأخرى التي حققت أيضاً معامل اختلاف يقل عن معامل الاختلاف العام، مما تعكس حالة من الاستقرار النسبي فيها بعيداً عن التشتت والاختلاف، باستثناء شركة الأمين للاستثمارات العقارية المذكورة، مما تعكس حالة من التشتت والتذبذب الكبيرين فيها .

ثانياً : معدل العائد على الاستثمار : يقيس هذا المعدل مدى قدرة الموجودات على خلق الأرباح ، ويتبين من الجدول (3) ان المتوسط العام لهذا المعدل في الشركات المبحوثة قد بلغ (0,34) ، ولقد استطاعت شركة بغداد العراق للنقل العام تحقيق معدل اعلى من المتوسط العام، إذ بلغ المتوسط فيها (3,42)، اما بقية الشركات المبحوثة، فقد جاءت بمعدلات تنخفض عن المتوسط العام .

ومن الجدول نفسه يلاحظ ان اعلى انحراف معياري قد تحقق في شركة بغداد العراق للنقل العام، إذ بلغ (4.61) وبشكل يفوق الانحراف المعياري العام، اما ادنى انحراف معياري، فقد تحقق في شركة العراقية للنقل البري إذ بلغ (0.02) .

ويلاحظ أيضاً ان اعلى معامل اختلاف قد تحقق في شركة مدينة العاب الكرخ السياحية بقيمة (1.67)، مما يعكس حالة من التذبذب والتشتت النسبي في هذا المؤشر ضمن هذه الشركة، اما ادنى معامل اختلاف فقد تحقق في شركة المعمورة للاستثمارات العقارية، إذ بلغ (-2.45)، مما تعكس حالة من الاستقرار الكبير في مستويات هذا المؤشر ضمن هذه الشركة .

عموماً ان جميع معاملات الاختلاف في الشركات المبحوثة كانت تقل كثيراً عن معامل الاختلاف العام البالغ (3.2)، وهذا ما يعطي مؤشراً ايجابياً يبين حالة من الاستقرار وعدم التذبذب والتشتت في اقيام مؤشر العائد على الاستثمار في الشركات المبحوثة خلال سنوات البحث .

جدول (3) العائد على الاستثمار في الشركات المبحوثة للمدة من (2006 - 2010)

ت	الشركة	2006	2007	2008	2009	2010	الوسط الحسابي (X)	الانحراف المعياري (Sdi)	معامل الاختلاف C . V .
1	مدينة العاب الكرخ السياحية	0.116	-0.001	0.005	0.044	0.714	0.18	0.30	1.67
2	الموصل لمدن الاعاب	0.301	0.305	0.382	0.395	0.321	0.34	0.04	0.12
3	المعمورة للاستثمارات العقارية	-4.159	0.0009	0.132	0.129	0.063	-0.77	1.89	-2.45
4	الامين للاستثمارات العقارية	-0.088	0.005	-0.0009	-0.005	-0.003	-0.02	0.039	-1.95
5	النخبة للمقاولات العامة	0.104	-0.023	0.176	0.122	0.229	0.12	0.092	0.77
6	العراقية للنقل البري	0.085	0.096	0.089	0.116	0.071	0.09	0.02	0.22
7	بغداد العراق للنقل العام	7.422	9.401	0.039	0.096	0.122	3.42	4.61	1.35
8	البيادية للنقل العام	0.193	0.097	0.177	0.117	0.073	0.13	0.05	0.38
9	بغداد للتجارة وخدمات السيارات	-0.148	-0.263	-0.173	-0.089	-0.102	-0.16	0.07	-0.44
10	العراقية لنقل المنتوجات النفطية	0.022	0.094	0.099	0.092	0.115	0.08	0.04	0.5
	المتوسط العام والانحراف المعياري العام ومعامل الاختلاف العام						0.34	1.1	3.2

ثالثاً : المخاطرة الكلية : يمكن حساب المخاطرة الكلية عن طريق احتساب الانحراف المعياري وكذلك عن طريق احتساب معامل التباين الكلي لتحديد المخاطرة الكلية لكل شركة من الشركات، وذلك باعتماد مؤشرات العائد على الاستثمار في الشركات المبحوثة، وبحسب الجدول (3) السابق .

ومن الجدول (4) ادناه، يتضح ان مستويات المخاطرة كانت منخفضة في اغلب الشركات المبحوثة، إذ كانت مقارنة للصفر باستثناء شركة بغداد العراق للنقل العام، إذ بلغ معامل التباين (المخاطرة) بمقدار (21.3)، وهو مقدار كبير جداً، ان سبب ارتفاع المخاطرة كان ناجماً عن ارتفاع مستويات العائد فيها، مما يعكس العلاقة التبادلية بينهما (الطردية)، تليها شركة المعمورة للاستثمارات العقارية بمقدار (3.6) .

جدول (4) اقيام المخاطرة الكلية في الشركات المبحوثة للمدة من (2006 - 2010)

ت	الشركة	الوسط الحسابي (X)	الانحراف المعياري (Sdi)	معامل الاختلاف C . V .	معامل التباين (Sdi) <sup>2</sup>
1	مدينة ألعاب الكرخ السياحية	0.18	0.30	1.67	0.09
2	الموصل لمندن الألعاب والاستثمارات السياحية	0.34	0.04	0.12	0.002
3	المعمورة للاستثمارات العقارية	-0.77	1.89	-2.45	3.6
4	الامين للاستثمارات العقارية	-0.02	0.039	-1.95	0.002
5	النخبة للمقاولات العامة	0.12	0.092	0.77	0.008
6	العراقية للنقل البري	0.09	0.02	0.22	0.0004
7	بغداد العراق للنقل العام	3.42	4.61	1.35	21.3
8	البيادية للنقل العام	0.13	0.05	0.38	0.003
9	بغداد للتجارة وخدمات السيارات	-0.16	0.07	-0.44	0.005
10	العراقية لنقل المنتوجات النفطية والبضائع	0.08	0.04	0.5	0.002
	المتوسط العام والانحراف المعياري العام ومعامل الاختلاف العام ومعامل التباين	0.34	1.1	3.2	1.2

المصدر: من إعداد الباحث وفقاً لمخرجات الحاسبة الإلكترونية.

رابعاً: تحليل علاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة: تتناول هذه الفقرة تحليل علاقة الارتباط بين المتغيرات المستقلة المتمثلة بالرافعة المالية، والمتغيرات المعتمدة في البحث والمتمثلة بالعائد على الاستثمار والمخاطرة المرافقة لهذا العائد، ومحاولة الباحث التوصل إلى قبول أو رفض الفرضيات المتعلقة بتحليل علاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة، وقد وضع الباحث لهذا الغرض، الفرضية التالية:-  
الفرضية الأولى:

هناك علاقة ارتباط بين المتغير المستقل المتمثل بالرافعة المالية والمتغيرات المعتمدة والمتمثلة بالعائد على الاستثمار والمخاطرة المالية للشركات المساهمة الخدمية المبحوثة.  
وبهدف التوصل إلى معرفة وتحديد درجة قوة علاقة الارتباط بين المتغيرات المبحوثة سيتم استعمال إحصاءة (t).

وفيما يأتي أهم النتائج النهائية التي توصل إليها البحث وفقاً للتحليل الإحصائي بخصوص اختبار فرضية البحث المذكورة.

يشير الجدول (5) إلى قيم معاملات الارتباط بين متغير الرافعة المالية، كمتغير مستقل، والمتغيرات المعتمدة [العائد على الاستثمار والمخاطرة].

جدول (5) يوضح علاقة الارتباط بين الرافعة المالية والعائد والمخاطرة

قيمة (t) الجدولية		المخاطرة	العائد على الاستثمار	Y1,Y2 (X1)
5 %	10 %	0.39	0.54	معامل الارتباط (r)
2.23	1.81	2.85	2.79	قيمة المحسوبة (t)
درجة الثقة		علاقة موجبة وذات دلالة	علاقة موجبة وذات دلالة معنوية	النتيجة (القرار)
95 %	90 %	معنوية عند (5%)، (1%)	عند (5%)، (1%)	

المصدر: من إعداد الباحث وفقاً لمخرجات الحاسبة الإلكترونية.

يتضح من النتائج الواردة في الجدول (5)، وجود علاقة ارتباط إيجابية (موجبة) بين متغير الرافعة المالية (X1) والمتغيرات المعتمدة، العائد على الاستثمار (Y1)، والمخاطرة (Y2)، وفقاً إلى معاملات الارتباط (r) [0.39, 0.54] على التوالي. ولغرض التحقق من معنوية معاملات الارتباط أعلاه من عدم معنويتها، نقوم بمقارنة قيم (t) المحسوبة مع قيمتها الجدولية عند المستويين (10%) و (5%).

وعند مقارنة قيمة (t) المحسوبة للعائد على الاستثمار (Y1) و البالغة (2.79) مع قيمة (t) الجدولية البالغة (2.23) عند مستوى الدلالة (5%)، تبين بان قيمة (t) المحسوبة هي اكبر من قيمتها الجدولية

، وهذا يعني وجود علاقة ارتباط موجبة فضلاً عن ذلك دالة معنوية بين متغيرين الرافعة المالية ( $X_1$ ) والعائد على الاستثمار ( $Y_1$ ) عند مستوى الدلالة (5%) ، والامر نفسه ينطبق على مستوى الدلالة (1%) . من جانب آخر ، وبمقارنة قيم (t) المحسوبة لبعدها المخاطرة المالية ( $Y_2$ ) ، وبالبالغة [ 2.85 ] ، مع قيمة (t) الجدولية البالغة ( 1.81 ) عند مستوى الدلالة ( 10 % ) ، تبين بان قيم (t) المحسوبة هي اكبر من قيمتها الجدولية ، مما يدل على وجود علاقة موجبة ومعنوية بين متغير الرافعة المالية ( $X_1$ ) مع متغير المخاطرة المالية ( $Y_2$ ) عند مستوى الدلالة (10%) ، والامر نفسه ينطبق على مستوى الدلالة (5%) . وبناء على ما تقدم ، نستنتج من ذلك ، قبول الفرضية الرئيسية الأولى.

خامساً : قياس أثر الرافعة المالية في العائد والمخاطرة : تنطوي هذه الفقرة على اختبار الفرضية الرئيسية الثانية التي مفادها، هناك اثر ذو دلالة معنوية للرافعة المالية والمتغيرات المعتمدة المتمثلة بالعائد على الاستثمار والمخاطرة المالية للشركات المساهمة الخدمية المبحوثة.

ولغرض قياس أثر الرافعة المالية في العائد على الاستثمار والمخاطرة المالية ، تم استعمال أسلوب تحليل التباين ( Anova-Analysis of Variance ) . على وفق الفرضية الرئيسية الثانية.

ولقياس نسبة تغير الرافعة المالية من التباين الكلي للتغيرات التي تطرأ في العائد والمخاطرة، تم استعمال معامل التغير ( $R^2$ ) الذي تتراوح قيمته بالمجال ( $0 \leq R^2 \leq 1$ ) .

يشير الجدول (6) إلى أسلوب تحليل التباين (Anova) لغرض قياس أثر متغير الرافعة المالية ( $X_1$ ) في العائد على الاستثمار .

جدول (6) يوضح أسلوب تحليل التباين (Anova) لقياس أثر الرافعة المالية في العائد على الاستثمار

مصدر التباين S.O.V	درجات الحرية d.f	مجموع المربعات SS	متوسط المربعات MS	قيمة (F) المحسوبة F ratio	قيمة (F) الجدولية F (1,8,5%)	النتيجة (القرار)
بين المجموعات	1	3.29	3.29	3.27	5.32	لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية عند مستوى الدلالة (1%) او (5%)
الخطأ التجريبي	8	8.06	1.007			
التباين الكلي	9	11.35				

المصدر: من إعداد الباحث وفقاً لمخرجات الحاسبة الإلكترونية.

يتضح من خلال نتائج جدول تحليل التباين التي يتضمنها الجدول (6) بأن قيمة (F) المحسوبة وبالبالغة (3.27)، هي اقل من قيمة (F) الجدولية البالغة (5.32) تحت مستوى الدلالة (5%) وحتى عند مستوى الدلالة (1%) ، وبدرجتي حرية ( 1 ، 8 ) ، ما يدل على رفض الفرضية الرئيسية الثالثة للبحث التي تنص (يوجد تأثير ذو دلالة معنوية للرافعة المالية في العائد على الاستثمار).

من جانب آخر ، يتضح من النتائج ان قيمة معامل التغير 2 (R) بلغت (29%) ، وهذا يعني ان نسبة ما يفسره متغير الرافعة المالية من التباين الكلي بلغت (29%) للتغيرات التي تطرأ في أبعاد العائد على الاستثمار في الشركات المبحوثة، وتعد هذه النسبة منخفضة جداً، أما النسبة المتبقية وبالبالغة (71%) فتعود إلى متغيرات أخرى .

يشير الجدول (7) الى أسلوب تحليل التباين (Anova) لغرض قياس أثر الرافعة المالية ( $X_1$ ) في المخاطرة المالية ( $Y_2$ ) .

الجدول (7) يوضح أسلوب تحليل التباين (Anova) لقياس أثر الرافعة المالية في المخاطرة المالية.

مصدر التباين S.O.V	درجات الحرية d.f	مجموع المربعات SS	متوسط المربعات MS	قيمة (F) المحسوبة Fratio	قيمة (F) الجدولية F (1,8,5%)	النتيجة (القرار)
بين المجموعات	1	59.75	59.75	1.39	5.32	لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية عند مستوى الدلالة (1%) او (5%)
الخط التجريبي	8	344.35	43.04			
التباين الكلي	9	404.10				

المصدر: من إعداد الباحث وفقاً لمخرجات الحاسبة الإلكترونية.

يتضح من نتائج جدول تحليل التباين (7) بأن قيمة (F) المحسوبة والبالغة (1.39) اقل من قيمة (F) الجدولية البالغة (5.32) تحت مستوى الدلالة (5%) وحتى عند مستوى الدلالة (1%)، وبدرجات حرية (1) ، (8)، وقد تبين من نتائج الجدولين (7 ، 6) رفض الفرضية الرئيسية الثانية ، التي تنص (هناك اثر ذو دلالة معنوية للرافعة المالية والمتغيرات المعتمدة المتمثلة بالعائد على الاستثمار والمخاطرة المالية للشركات المساهمة الخدمية المبحوثة).

من جانب آخر، يتضح من النتائج إن قيمة معامل التغير 2 (R) بلغت (15%)، وهذا يعني ان نسبة ما يفسره متغير الرافعة المالية من التباين الكلي بلغت (15%) للمتغيرات التي تطرأ في أبعاد المخاطرة المالية في الشركات المبحوثة ، وتعد هذه النسبة منخفضة جداً، أما النسبة المتبقية والبالغة (85%) فتعود إلى متغيرات أخرى.

#### المبحث الرابع

##### الاستنتاجات والتوصيات

اولاً : الاستنتاجات: نتيجة تطبيق متغيرات البحث (الرافعة المالية ، العائد والمخاطرة) باستعمال الأساليب المحاسبية والإحصائية (علاقات الارتباط والانحدار) أمكن الوصول إلى نتائج بحثية هامة بنيت عليها مجموعة من الاستنتاجات الآتية:

أ- بنيت نتائج تحليل معامل الاختلاف بانخفاضه الكبير خلال سنوات البحث ولعموم الشركات المشمولة بالبحث ، مما يعكس حالة الاستقرار النسبي لمستويات الديون المعتمدة من قبل الشركات المذكورة ، والأمر نفسه ينطبق على مستويات الربحية المقاسة بالعائد على الاستثمار .

ب- أظهرت نتائج التحليل انخفاض المخاطرة في عموم الشركات المشمولة بالبحث وكان ذلك ناجماً عن انخفاض العائد على الاستثمار في هذه الشركات ، مما يظهر العلاقة التبادلية بين العائد والمخاطرة.

ت- تبين من نتائج التحليل وجود علاقة ارتباط ايجابية (موجبة) بين متغير الرافعة المالية من جهة والعائد على الاستثمار و المخاطرة من جهة أخرى ، ومن خلال نتائج التحليل ، اتضح وجود علاقة موجبة ومعنوية بين متغير الرافعة المالية والعائد على الاستثمار والمخاطرة المالية ، وهذا ما يقود إلى قبول الفرضية الرئيسية الأولى.

ث- أثبتت نتائج التحليل عدم صحة الفرضية الرئيسية الثانية للبحث التي نصت على (هناك اثر ذو دلالة معنوية للرافعة المالية والمتغيرات المعتمدة المتمثلة بالعائد على الاستثمار والمخاطرة المالية للشركات المساهمة الخدمية المبحوثة). ومنه نستنتج عدم اهتمام الشركات المشمولة بالبحث بجانب المديونية التي اقتصر فقط على الدائنين في الاعم الأغلب للشركات المذكورة.

## ثانياً : التوصيات

- بناء على الاستنتاجات التي توصل إليها البحث , أمكن تحديد بعض التوصيات الآتية
- أ- ضرورة اعتماد الشركات على الدين في هيكل التمويل لاسيما القروض طويلة الأجل لكلفتها المنخفضة قياساً بكلفة حق الملكية .
- ب- محاولة زيادة ربحية الشركة (العائد و الاستثمار) عن طريق زيادة مؤشر الرافعة المالية.
- ت- ضرورة الانتباه إلى العلاقة التبادلية الطردية بين العائد والمخاطرة من الشركات المشمولة بالبحث
- ث- ضرورة تخفيض (الموجودات ) المعتمدة من الشركات المشمولة بالبحث لما له من اثر عكسي على مقدار الربحية المتحققة .
- ج- يوصي البحث بانتباه الشركات المشمولة بالبحث بأخذ العلاقة ما بين متغيرات الدراسة بنظر الاعتبار عند اتخاذها القرارات المتعلقة بجوانب التمويل
- ح- يوصي البحث بضرورة اخذ المتغيرات التي اشتمل عليها البحث مجتمعة عند تحديد قرارات الاستثمار و توزيع الارباح .
- خ- ضرورة اجراء دراسات مماثلة تأخذ متغيرات اخرى مع ربطها بجوانب استراتيجية شاملة.

## ثبت المراجع

## أولاً - المراجع العربية :

- 1- تيم، فانز احمد، "الادارة المالية"، الطبعة الاولى، دار اثناء للنشر والتوزيع، الاردن، 2009.
- 2- جابر ، محمد صالح، "الاستثمار بالاسهم والسندات وتحليل الاوراق المالية"، الكويت، مؤسسة الخليج للطباعة والنشر، 1982.
- 3- حداد , فايز سليم "الادارة المالية"، الطبعة الثالثة , دار الحامد للنشر و التوزيع , الاردن , عمان , 2009.
- 4- الشماع، خليل محمد حسن، "الادارة المالية"، ط/4، جامعة بغداد، مطبعة بغداد، 1992.
- 5- العامري، محمد علي إبراهيم، " تحليل عائد ومخاطرة الاستثمار بالأوراق: دراسة تطبيقية" ، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد (2) ، 1990.
- 6- العلي ، اسعد حميد "الادارة المالية"، - الاسس العلمية و التطبيقية , الطبعة الاولى - دار وائل للنشر و التوزيع , عمان , الاردن
- 7- الميداني، محمد أيمن عزت، "الإدارة التمويلية في الشركات"، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن، الظهران، 1989.
- 8- ويستون، فرد ويستون، ويوجين بركام، " التمويل الاداري"، دار المريخ للنشر، الرياض، 2009.

## ثانياً : المراجع الأجنبية :

- 1- Amling, F., "Investment / An Introduction to Analysis and management," 4th, ed, New jersey : prentice – Hall, Inc., 1978.

- 2- Archer, Stephen 'G.Marce Choate And Gopeniski, Louis C, Financial Management Theorv and Practice 5th . ed ; Chicago : The Drydon Press, 1988 .
- 3- Berank , William –analysis for financial decisions , Homewood ,I 11, Richard D. Irwin Inc . 1983.
- 4- Brealy,R. &Myers,S. “Principles of Corparate Finance,” 4<sup>th</sup>, ed., McGraw-Hill, Inc, N.y, 1991.
- 5- Brian, Eagles, A., “Financial Risk Management,” London, progressive printing (U.K), ltd, 1995.
- 6- Campbell, T., “Financial Institutions, Market and Economic Activity”, N.Y: McGraw- Hall,1nc., 1982.
- 7- Campsey . B . J . ., and Brigham Euagen F ., Introduction to Financial Management 3th ed ., Chicago, The Drydon Press, 1991
- 8- Curley, A., & Bear, R., “Investment Analysis and Management”, N.y: Harper and Row publisher, 1nc., 1979.
- 9- Fisher, Donald E, & Jordan., R “Security Analysis and Portifollo Management” 6<sup>th</sup>, ed., New Delhi : Printic-Hall 1nc., 1996.
- 10- Gop , Benton E . , " Principles of financial Management" . N . Y : JohnWiley and sons, Inc . , (1983
- 11- Gup , Benton . E, "Principles of Financial Management "John Wiley and Sons , Inc , 1983 .
- 12- Hampton, “Financail decision-making concepts, problems and cases” 4<sup>th</sup>, ed., New Delhi : prentic- Hall, 1nc.,1996 .
- 13- Levy, H., and Sarnate, M., “principles of Financial Management”, 10<sup>th</sup> ed., U.S.A, prentice- Hall, 1nc., 1988 .
- 14- Levy, H., and Sarnate, M., “principles of Financial Management”, 10<sup>th</sup> ed., U.S.A, prentice- Hall, 1nc., 1988 .
- 15- Mayo , B , Hebert , Investment , 2nded ; the Dryden Press , 1988.
- 16- Rao , K . s, Ramesh, Financial Management ,2nded ; Mac Millian pub, 1992 .
- 17- Siegel Joel, G., & Shim, J., “Investments : Aself Teaching Guide” Ny : John wiley and sons, 1nc., 1986 .
- 18- Stevenson, A., Richard & Jennings, H., “Fundamentals of Investments”, 2<sup>nd</sup>, ed, west pub Company, 1981 .
- 19- Weston , J. Fred and Capeland , Thomas E. Managerial Finance . 8<sup>th</sup> .ed ., Chieagoi the Dryder . Press , 1986
- 20- Weston, J ; Fred Besley, Scott and Brigham Eagene, F . Eagene " Essentials of “Essentials of Management Finance” N.Y : Holt Rinehart and Wiston, 1987 .