

الجامعة الإسلامية - غزة

عمادة الدراسات العليا

كلية التجارة

قسم إدارة الأعمال

أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار

"دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين"

إعداد

بسام محمد الأغا

إشراف

الدكتور/ فارس محمود أبو معمر

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة

الأعمال - كلية التجارة بالجامعة الإسلامية

أغسطس 2005

إهداء

*إلى المرئيين الفاضلين الذين زرعوا فينا جذوة العلم وحب الطموح.....

والديّ الغاليين

*إلى الذين صبروا وصابروا وتحملوا...

زوجتي وبناتي الثلاث: نور، وهيا، وأنسام

*إلى من وسعهم صبري حباً، ولم تسعهم هذه الظروف

إليهم جميعاً... أهدي بحبي المتواضع هذا

الباحث

بسام محمد عويضة الأوغا

شكر وتقدير

الحمد لله الذي أسبغ عليّ نعمه ظاهرة وباطنة حمي وفقني للإتمام هذه الدراسة، فليح
الحمد ربي حمي نرضي.

وبهذا فإنني أتقدم بالشكر الجزيل للدكتور الفاضل / فاروق محمود أبو معمر، الذي
تكرم بالإشراف عليّ هذه الدراسة، والذي لم يأل جهداً بتقديم النصيحة والإرشاد
والتابعة المستمرة.

كما أتقدم بالشكر الجزيل لكل من المناقبين: الدكتور الفاضل / حمي ساهين،
والدكتور الفاضل / عصام البجيصي، لتفضلهما بالمنافقة، وللإهداء رسالتي هذه بالنصح
والإرشاد المتكررين لي من قبل.

وللأنني أجد أتقدم بالشكر والعرفان لكل من أعضاء الهيئة التدريسية بكلية التجارة،
الذين مدوا لي يد العون، والشكر موصول للجامعة الإسلامية التي أحضرتني طالباً
بالبكالوريوس، وباحتماً بالمماجستير، وموظفياً بالهيئة التدريسية فيها.

وأضيف الشكر لكل من جمع المؤسسات التي باشرت بتزويدي بالبيانات،
والمعلومات اللازمة للدراسة، وإلا لكانت من ساهم في إنجاز هذا العمل المتواضع بأي شكل
من الأشكال المساعدة أو الدعم اللغوي أو الفني أو المعنوي.

الباحث

بسام محمد حمودة الأرخا

رقم الصفحة	قائمة المحتويات
ب	إهداء
ج	شكر وتقدير
د	قائمة المحتويات
ز	قائمة الجداول
و	قائمة الأشكال
ح	قائمة الملاحق
ط	ملخص الدراسة باللغة العربية
ى	ملخص الدراسة باللغة الانجليزية
	الفصل الأول: منهجية الدراسة
2	- مقدمة
4	- مشكلة الدراسة
6	- الفرضيات
7	- أهداف الدراسة
8	- أهمية الدراسة
9	- منهجية الدراسة وطرق جمع البيانات
9	- مجتمع وعينة الدراسة
12	- محددات الدراسة
13	- متغيرات الدراسة
	الفصل الثاني: الدراسات السابقة
16	- الدراسات العربية
19	- الدراسات الأجنبية
32	- تعقيب على الدراسات
	الفصل الثالث: الفصل الثالث: الإطار النظري
34	- مقدمة
36	المبحث الأول: مصادر التمويل
37	- مقدمة
38	- المقصود بمصادر التمويل
39	- أنواع سياسات تمويل الاستثمار
41	- العوامل المحددة لأنواع لمصادر التمويل
45	- أنواع التمويل وفقاً للفترة الزمنية
45	- التمويل قصير الأجل
46	- التمويل متوسط الأجل
49	- التمويل طويل الأجل

53	المبحث الثاني: تكلفة التمويل
54	- أهمية تحديد تكلفة الأموال
58	- مفهوم تكلفة التمويل
59	- تعريف تكلفة التمويل
61	- العوامل التي تؤثر في تكلفة الأموال
63	- حساب تكلفة التمويل
64	- تكلفة الأموال المقترضة
66	- تكلفة حقوق الملكية
70	- المعدل الموزون لتكلفة الأموال
73	المبحث الثالث: هيكل التمويل والرفع المالي
74	- مقدمة
75	- هيكل التمويل
76	- هيكل التمويل المستهدف
77	- الهيكل الأمثل لرأس المال
78	- الرافعة التشغيلية
80	- الرافعة المالية
82	- الرافعة المشتركة
85	المبحث الرابع: تأثير الرفع المالي على هيكل التمويل
86	- مقدمة
87	- تأثير الرفع المالي على معدل العائد المتوقع لحملة الأسهم
88	- الرافعة المالية والهيكل التمويلي
89	- الرافعة المالية والمخاطرة المالية
90	- حدود استخدام القروض في هيكل التمويل
	الفصل الرابع: تحليل ومناقشة النتائج
98	المبحث الأول: التحليل المالي للبيانات
117	المبحث الثاني: نتائج تحليل الفرضيات
137	الفصل الخامس: الاستنتاجات والتوصيات
137	المبحث الأول: الاستنتاجات
140	المبحث الثاني: التوصيات
142	الملاحق
148	قائمة المصادر المراجع

قائمة الجداول

رقم الصفحة	البيان	رقم الجدول
11	أسماء وبيانات شركات عينة الدراسة	.1
99	الرافعة المالية (مجموع الالتزامات / مجموع الأصول)	.2
105	تكلفة حقوق الملكية	.3
106	يوضح تكلفة التمويل المقترض	.4
108	التكلفة الكلية الموزونة للتمويل	.5
110	نسبة التمويل لحقوق الملكية	.6
112	نسبة التمويل بالاقتراض	.7
114	معدل العائد على الاستثمار لشركات العينة	.8
115	متوسط معدل العائد على الاستثمار في فلسطين	.9
115	معدل الفائدة على الدينار للودائع في البنوك المحلية	.10
115	معدل العائد الخالي من المخاطرة في الأردن	.11
117	العلاقة بين معدل العائد على الاستثمار والتكلفة الكلية للتمويل باستخدام معامل بيرسون	.12
118	العلاقة بين معدل العائد على الاستثمار والتكلفة الكلية للتمويل باستخدام مربع كاي	.13
119	العلاقة بين معدل العائد على الاستثمار وتكلفة حقوق الملكية باستخدام معامل بيرسون	.14
120	العلاقة بين معدل العائد على الاستثمار وتكلفة حقوق الملكية باستخدام مربع كاي	.15
121	العلاقة بين معدل العائد على الاستثمار وتكلفة القروض باستخدام معامل بيرسون	.16
122	العلاقة بين معدل العائد على الاستثمار وتكلفة القروض باستخدام مربع كاي	.17

124	نتائج تحليل معادلة انحدار معدل العائد على الاستثمار على تكلفة التمويل المقترض	.18
126	العلاقة بين معدل العائد على الاستثمار والرافعة المالية باستخدام معامل بيرسون	.19
127	العلاقة بين معدل العائد على الاستثمار والرافعة المالية باستخدام مربع كاي	.20
130	العلاقة بين نسبة التمويل بحقوق الملكية وتكلفة التمويل بحقوق الملكية معامل بيرسون	.21
131	العلاقة بين نسبة التمويل بحقوق الملكية وتكلفة حقوق الملكية باستخدام مربع كاي	.22
133	العلاقة بين نسبة التمويل بالقروض وتكلفة القروض باستخدام معامل بيرسون	.23
134	العلاقة بين نسبة التمويل بالقروض وتكلفة القروض باستخدام مربع كاي	.24

قائمة الأشكال

رقم الصفحة	البيان	رقم الجدول
14	نموذج الدراسة الافتراضي	.1
38	سياسة التمويل المتحفظة	.2
39	سياسة التمويل المجازفة	.3
40	سياسة التمويل المثلى	.4
118	لوحة انتشار معدل العائد على الاستثمار مع التكلفة الكلية للتمويل	.5
120	لوحة انتشار معدل العائد على الاستثمار مع تكلفة التمويل المقترض	.6
122	لوحة انتشار معدل العائد على الاستثمار مع تكلفة التمويل المملاك	.7
127	لوحة انتشار معدل العائد على الاستثمار مع الرافعة المالية	.8
132	لوحة انتشار مصادر التمويل المملوكة وتكلفة التمويل	.9

قائمة الملاحق

رقم الصفحة	البيان	رقم الجدول
143	خطاب للشركات بغرض الحصول على التقارير المالية السنوية	.1
144	خطاب للشركات بغرض جمع البيانات حول معدل العائد على الاستثمار	.2
145	كتاب من الجامعة الإسلامية موجه للشركات للمساعدة في جمع البيانات	.3
146	متوسط معدل العائد على الاستثمار في فلسطين	.4
146	معدل الفائدة على الدينار للودائع في البنوك المحلية	.5
146	معدل العائد الخالي من المخاطرة في المملكة الهاشمية الأردنية	.6

ملخص الدراسة

تعتبر الرافعة المالية وتكلفة التمويل من الظواهر المالية الهامة خاصة في علاقتهما وتأثيرهما على معدل العائد على الاستثمار . وقد سعت هذه الدراسة لتقييم هذه العلاقة ومعرفة مقدار تأثيرها على معدل العائد على الاستثمار، من خلال تطبيق الدراسة على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين، حيث تم أخذ عينة مكونة من (15) شركة خلال الفترة (1999-2003). واعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي في تحليل القوائم المالية لشركات العينة. وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة: وجود علاقة عكسية بين تكلفة التمويل المقترض ومعدل العائد على الاستثمار ، وكذلك وجود علاقة عكسية بين الاعتماد على مصادر التمويل (المملوكة والمقترضة) وتكلفة هذه المصادر، كما أثبتت الدراسة كذلك عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار. كما أوصت الدراسة بزيادة الاعتماد على التمويل بحقوق الملكية وتخفيض التمويل بالقروض قدر الإمكان مع مراعاة درجة المخاطرة.

Abstract

The financial leverage and financing cost are considered as an important phenomenon especially with their effect on Return on Investment (ROI) and this study aims to analyze this relationship in corporations in Palestine within the period between 1999 and 2003, by taking a selected (15) corporations as a sample.

The descriptive methodology has used to analyze the financial statements of sample of this study.

The study has revealed the following results:

1. There is negative relationship between the cost of debt and the return on investment (ROI).
2. There is negative relationship between dependency on the financing sources and the cost of these sources.
3. There is no significant relationship between financial leverage and the return on investment (ROI)

And the study suggested increasing the finance by equity, and on other hand decreasing the finance by debts as could as possible the taking into consideration the risk degree.

الفصل الأول:

منهجية الدراسة

الفصل الأول: منهجية الدراسة

- مقدمة
- مشكلة الدراسة
- فرضيات الدراسة
- أهداف الدراسة
- أهمية الدراسة
- منهجية الدراسة وطرق جمع البيانات
- مجتمع وعينة الدراسة
- محددات الدراسة
- متغيرات الدراسة

مقدمة

تعتبر مهمة توفير الأموال اللازمة للمنشأة من المهام الصعبة، خاصة في ظل ندرة هذه الأموال، وتفاوت درجة تكلفتها وكذلك تفاوت درجة المخاطرة المصحوبة بكل مصدر من مصادر التمويل، وتزداد هذه المهمة صعوبة أمام إدارة المنشآت في الدول الأقل تقدماً، وأكثر اضطراباً كفلسطين.

ومن القرارات المتعلقة بمهمة توفير الأموال تحديد مصدر التمويل وتحديد نسبة التمويل من كل مصدر، حيث تنقسم مصادر التمويل إلى مصدرين رئيسيين الأول: التمويل بحقوق الملكية، والثاني التمويل بالقروض.

وينتج عن التمويل بالقروض ما يسمى بالرافعة المالية، حيث تعرف الرافعة بأنها مجموع الالتزامات على إجمالي الأصول (بريجهام و ويستون، 1993). وبالرغم من وجود مزايا لاستخدام الرافعة المالية، لما تحققه من وفر ضريبي، حيث إن تكلفة الفوائد تخصم من وعاء الأرباح الخاضع للضريبة، وكذلك إذا كانت تكلفة هذه الديون أقل من تكلفة حقوق الملكية مما يجعلها مصدراً مفضلاً للتمويل عن غيره من المصادر الأخرى. إلا أن زيادة الاعتماد على الأموال المقترضة دون أن تكون هناك كفاءة في استخدامها يعرض الشركة إلى عواقب غير محمودة، خاصة إذا فاقت تكلفة هذه الأموال العائد المتوقع من استثمارها.

وكما هو معروف أيضاً فإن القروض تحمل تكلفة ثابتة، مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك، كما تؤثر على درجة المخاطرة، أي بمعنى آخر فإن قرار التمويل لا بد أن يؤثر على نتائج الاستثمار، لكن هذا الرأي خالفه الكثير من الكتاب والباحثين في مجال الإدارة المالية وكان من

أشهرهم Modigliani and Miller حيث أشارا إلى أن قيمة المنشأة لا تتأثر بقرارات تمويل استثماراتها (هندي، 2003).

وتحاول هذه الدراسة إيجاد العلاقة بين الرافعة المالية وتكلفة التمويل من جهة ومعدل العائد على الاستثمار من جهة أخرى، داخل البيئة الفلسطينية، من خلال اختيار خمس عشرة شركة من شركات المساهمة العامة والتي تعتمد مصادر التمويل المتنوعة.

وهذه الدراسة تنقسم إلى خمسة فصول: الفصل الأول عبارة عن خلفية الدراسة وتحتوي على مشكلة الدراسة، والفرضيات وأهمية وأهداف الدراسة وكذلك مجتمع وعينة الدراسة .

أما الفصل الثاني، فهو عبارة عن ملخص لبعض الدراسات السابقة وتعقيب عليها، والفصل الثالث يتحدث عن الإطار النظري للدراسة، وتم تقسيمه إلى أربعة مباحث: المبحث الأول يتناول مصادر التمويل، والمبحث الثاني تكلفة التمويل، والمبحث الثالث هيكل التمويل والرفع المالي، أما المبحث الرابع فيتناول أثر الرافعة المالية على اختيار هيكل التمويل للمنشأة، أما الفصل الرابع فيتناول تحليل ومناقشة النتائج ويتكون من مبحثين: المبحث الأول لتحليل بيانات عينة الدراسة والثاني تحليل الفرضيات ومناقشتها، والفصل الخامس يقسم إلى مبحثين: المبحث الأول، يتناول الاستنتاجات، وأما المبحث الثاني ففيه بعض التوصيات التي خلص إليها الباحث.

مشكلة الدراسة

إن الوضع الاقتصادي الحرج الذي تمر به الأراضي الفلسطينية بأمر الحاجة لاستغلال وإدارة الأموال بأقصى كفاءة ممكنة، لكن يلاحظ غياب الإستراتيجية أو الرؤية الواضحة لدى الشركات الفلسطينية في ذلك، خاصة فيما يتعلق بهيكل التمويل الأمثل، ودرجة الرافعة المالية المثلى، ويؤكد ذلك نتائج المقابلات الهاتفية الاستطلاعية التي تم إجراؤها مع العديد من المدراء الماليين لشركات المساهمة العامة حول أهم المعايير والاعتبارات التي تؤخذ بالحسبان عند اتخاذ قرار التمويل؛ حيث لم يتم الاتفاق على معيار معين بل تراوحت المعايير بين التكلفة، وسرعة الحصول على التمويل، وقيود الممولين، وسياسة الإدارة العليا (مقابلات هاتفية مع مدراء ماليين لشركات مساهمة عامة في غزة والضفة الغربية - مارس 2004)

ويشير (الحسني، 1994) إلى أن: "هناك تبايناً بين الباحثين حول العلاقة بين القرار الاستثماري والقرار التمويلي، حيث أظهرت بعض الدراسات التقليدية انفصال القرار الاستثماري عن القرار التمويلي كما في كتابات مودكلياني وميلر (Modigliani & Miller, 1958) وكذلك دراسة ستيفن روس (Stephen Ross, 1986) وأيديتهما كذلك دراسة تتمان ووسلز (Titman & Wessels, 1988) بينما يرى آخرون أن هناك تأثيراً لتكلفة التمويل وللرافعة المالية على قرارات الاستثمار ومن هؤلاء: (شول وهيلي) (Schall & Haley, 1979)، نيفي (Neveu, 1981) برجهام وجابنسكي (Brigham & Gapenski 1993.)

ونتيجة لما سبق من عدم وضوح الرؤية، ولوجود التباين الواضح في نتائج الدراسات بين الباحثين -الذي ربما مرده لتباين العوامل والمتغيرات البيئية الخاصة بكل بدراسة- فإن الأمر يستلزم التأكيد على ضرورة حل التباين والاختلاف الحاصل في هذه الدراسات من خلال بناء نموذج للتمويل يأخذ في اعتباره أهم المحددات المالية لمصادر التمويل الممتلكة والمقترضة التي يفترض أن يستخدمها متخذ القرار المالي في تمويل الاستثمارات بما يتلاءم مع واقع البيئة الفلسطينية، مما يستوجب عمل الدراسات والأبحاث التي قد تساهم في تسهيل مهمة اتخاذ قرار التمويل وتحديد الهيكل التمويلي الأمثل.

مما تقدم يمكن صياغة مشكلة الدراسة في سؤال رئيس وهو:

ما هو أثر كل من الرافعة المالية وتكلفة التمويل (المفترض والممتلك) على معدل العائد على الاستثمار

في شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين؟

فرضيات الدراسة:

تقوم الدراسة على ثلاث فرضيات رئيسية هي:

الفرضية الأولى:

✓ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التكلفة الكلية للتمويل (الممتلك

والمقترض) ومعدل العائد على الاستثمار لشركات المساهمة العامة.

وينبثق عنها الفرضيات الفرعية التالية:

1. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تكلفة التمويل الممتلك ومعدل العائد على الاستثمار

لشركات المساهمة العامة.

2. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تكلفة التمويل المقترض ومعدل العائد على الاستثمار

لشركات المساهمة العامة.

الفرضية الرئيسية الثانية:

✓ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية ومعدل العائد على

الاستثمار لشركات المساهمة العامة.

الفرضية الثالثة:

✓ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التكلفة الكلية للتمويل (الممتلك

والمقترض) ومصادر تمويل الاستثمار لشركات المساهمة العامة.

وينبثق عنها الفرضيات الفرعية التالية:

1. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين اعتماد شركات المساهمة العامة على مصادر التمويل المملوكة و تكلفة التمويل.

2. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين اعتماد شركات المساهمة العامة على مصادر التمويل المقترضة و تكلفة التمويل.

أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى:

- 1- التعرف على نسبة الرافعة المالية لمصادر التمويل المقترضة في شركات المساهمة العامة العاملة في فلسطين.
- 2- معرفة أثر الرافعة المالية على معدل العائد على الاستثمار في شركات المساهمة العامة العاملة في فلسطين.
- 3- معرفة أثر تكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار في شركات المساهمة العامة العاملة في فلسطين.
- 4- التعرف على أهم المعايير والمحددات التي تؤثر في اختيار مصدر تمويل الاستثمارات.
- 5- التوصل إلى نتائج عملية وعلمية من شأنها أن تساعد متخذ القرار المالي في فلسطين للمفاضلة بين قرارات التمويل، وبالتالي اختيار هيكل التمويل الأمثل.

أهمية الدراسة:

تعد هذه الدراسة من أولى المحاولات العلمية في فلسطين الهادفة إلى بيان قواعد وأسس قرارات تمويل الاستثمارات في الشركات المساهمة العامة الفلسطينية، حيث تربط بين تكلفة التمويل والرافعة المالية وأثرهما على قرارات الاستثمار، من خلال تحديد معدل العائد على الاستثمار، و يتفق محتوى هذه الدراسة مع الاتجاهات الحديثة في الإدارة المالية التي حددها الكثير من الباحثين مثل هيرت وكوبلاند (Hert & Copeland, 1993)، نيفي (Neveu, 1981) بركهام وجابنسكي (Brigham & Gapenski, 2002) الذين أكدوا ضرورة توضيح العلاقة بين كل من تكلفة التمويل والرافعة المالية على قرارات الاستثمار، والأثر الذي تتركه تكلفة التمويل والرافعة المالية على العائد على الاستثمار، حيث يمكن أن يساهم ذلك في بناء إطار عملي لاتخاذ القرارات المالية في مجالات تدبير واستخدام الأموال بشكل يحقق تعظيم القيمة السوقية لمنشأة الأعمال، ويمثل ذلك هدفاً أساسياً للإدارة المالية المعاصرة، وبالتالي هدفاً رئيساً للمدراء الماليين للشركات الفلسطينية.

ومن خلال استعراض الدراسات التي تناولت موضوع الرفع المالي في هيكل التمويل، تبين وجود ندرة واضحة في تطبيق المتغيرات المحددة لنظرية التمويل في الدول العربية بشكل عام - وفي فلسطين بشكل خاص - حيث تعد دراسة الجانب التطبيقي في مجالات التمويل والاستثمار ضرورة ملحة لمعرفة مدى تحقيق المدير المالي للتوافق بين نسب التمويل المقترض والممتلك وعلاقتها بتكلفة التمويل والرافعة المالية ومن ثم تحديد أثر مثل هذا التوفيق في تحقيق أفضل عائد تنشده المؤسسات الاستثمارية.

منهجية الدراسة وطرق جمع البيانات:

تم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي ذي الدلالة الطولية العلائقية¹، حيث تم دراسة وتحليل القوائم المالية للشركات محل الدراسة لمدة خمس سنوات، وتم إيجاد العلاقة بين المتغيرات التابعة والمستقلة خلال السنوات الخمس، كما تم الاعتماد على الإصدارات الرسمية لشركات المساهمة العامة قيد الدراسة بشكل أساسي، وذلك من واقع القوائم المالية السنوية (الميزانية العمومية وقائمة الدخل)، إضافة إلى ذلك لجأ الباحث إلى جمع البيانات الأولية من خلال إجراء لبعض المقابلات مع المديرين الماليين للشركات قيد الدراسة.

تحليل البيانات:

أ. التحليل المالي: حيث تم تحليل القوائم المالية باستخدام النسب المالية التي تخدم غرض الدراسة (مثل: نسبة الرافعة المالية، معدل العائد على الاستثمار، المعدل الموزون لتكلفة التمويل)

ب. التحليل الإحصائي: كما تم استخدام برنامج SPSS للتحليل الإحصائي، والأساليب التحليلية الملائمة (وهي: معامل الارتباط بيرسون *Pearson Correlation*، ومعادلة الانحدار البسيط، ومعادلة الانحدار المتعدد، ولوحة الانتشار) حيث أن هذه الأساليب تتوافق مع طبيعة البيانات وفرضيات الدراسة، وكذلك فقد تم استخدامها في الدراسات السابقة المشابهة.

مجتمع وعينة الدراسة:

مجتمع الدراسة هو الشركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين، والتي بلغ عددها (44) شركة حتى نهاية سنة 2003، شركة، لكن ومن الجدير بالذكر أن عدد الشركات المسجلة بالصفة الغربية

1 يقصد بالمنهج الوصفي ذي الدلالة الطولية العلائقية (حسب ذوقان عبيدات، 2000) دراسة الظاهرة كما توجد في الواقع لفترة زمنية متتابعة والتعبير عنها إما كمياً أو وصفيًا، وقياس تطور العلاقة بين المتغيرات خلال الفترة الزمنية المتتابعة.

وبقطاع غزة بلغ في تلك الفترة (96) شركة، حيث تم استبعاد الشركات التي لم تمارس نشاطها التجاري في الفترة من (1999-2003) وهي (35) شركة، (السجل التجاري الفلسطيني - مارس 2004).

كما تم استثناء شركات التأمين والبنوك - وهي (17) شركة - من مجموع الشركات المساهمة المتبقية، وذلك لأن هذا النوع من الشركات لا تنطبق عليه الدراسة بدرجة واضحة نتيجة عدم استخدامها للرافعة المالية لعدم اعتمادها على القروض في تمويل ذاتها.

وتم اختيار عينة مقصودة مكونة من خمس عشرة شركة مساهمة عامة متنوعة النشاط (تجاري، صناعي، خدمي) مارست نشاطها فعلياً لمدة لا تقل عن خمس سنوات، بحيث تكفي بياناتها في المساعدة لإعطاء صورة أكثر وضوحاً.

وتم اختيار خمس عشرة شركة لاعتقاد الباحث بأنها تفي بالغرض المطلوب، لأنها تشكل (34%) من مجتمع الدراسة، إضافة إلى تسهيل مهمة الدراسة.

وجداول رقم (1) يوضح هذه الشركات وبعض البيانات الخاصة بها الشركات:

ويرجع السبب في اختيار الشركات المساهمة العامة لأنها هي الأكثر استخداماً لجميع أنواع التمويل تقريباً، فيمكنها تمويل عملياتها وأصولها الرأسمالية عن طريق القروض القصيرة (مصرفية وتجارية) والقروض الطويلة الأجل كالسندات أو القروض البنكية، وكذلك عن طريق حقوق الملكية (أسهم عادية وأرباح محتجزة).

جدول رقم (1)

شركات عينة الدراسة وبعض البيانات الخاصة

ر أ س ا ل م ا ل

خدمة الاتصالات السلكية واللاسلكية	نابلس	1995	67,500,000	شركة الاتصالات الفلسطينية	1.
إنتاج واستيراد وتصدير الأجهزة الكهربائية	نابلس	1996	3,550,000	شركة الكترونييات وكهرباء فلسطين	2.

* رأس المال المدفوع حتى نهاية عام 2003 وفقاً للتقارير المالية السنوية للشركات

شركة قابضه - الاستثمار في المختلفة	نابلس	1993	90,000,000	شركة فلسطين للتنمية والاستثمار**	.3
شركة قابضه - الاستثمار في مختلف المشاريع الصناعية	رام الله	1994	15,000,000	شركة فلسطين للاستثمار الصناعي	.4
صناعة الأدوية والمستلزمات الطبية	القدس	1969	8,000,000	شركة القدس للمستحضرات الطبية	.5
صناعة الأدوية والمستلزمات الطبية	رام الله	1973	10,000,000	شركة بيرزيت لصناعة الأدوية	.6
صناعة الأدوية والمستلزمات الطبية	رام الله	1982	9,240,000	شركة دار الشفاء للأدوية	.7
إنتاج وتسويق الطحين والسميد	رام الله	1995	6,700,000	شركة مطاحن القمح الذهبي	.8
صناعة السمن والزيوت النباتية	نابلس	1953	3,000,000	شركة مصانع الزيوت النباتية	.9
صناعة الدهانات وتسويقها	نابلس	1990	1,500,000	الشركة العربية لصناعة الدهانات	.10
بيع وشراء العقارات المختلفة	رام الله	1996	1,000,000	شركة المؤسسة العقارية العربية	.11
الخدمات الطبية	القدس	1996	10,000,000	شركة الرعاية العربية للخدمات الطبية	.12
تربية الدجاج اللحم والبيض وصناعة الأعلاف	نابلس	1997	10,000,000	شركة دواجن فلسطين	.13
صناعة السجائر	القدس	1964	5,000,000	شركة سجائر القدس**	.14
الاستثمار والتمويل	رام الله	1994	10,000,000	شركة بيت المال الفلسطيني العربي***	.15

** تم تحويل رأس مال الشركة من الدولار إلى الدينار الأردني وفقاً لأسعار الصرف ديسمبر 2003
** تم تحويل رأس مال الشركة من الشيكل إلى الدينار الأردني وفقاً لأسعار الصرف ديسمبر 2003
*** تم تقسيم الشركة لثلاث شركات (واحدة بغزة والثانية برام الله والثالثة بنابلس) في نهاية عام 2002

*** المصدر: التقارير السنوية للشركات و الموقع الإلكتروني لسوق فلسطين للأوراق المالية

محددات الدراسة:

المحدد المكاني للدراسة هو قطاع غزة والضفة الغربية، أما بالنسبة للمحدد الزمني فالدراسة سوف تشمل فترة خمس سنوات (1999 - 2003) وهي فترة كافية لإجراء الدراسة، وذلك وفقاً لدراسات سابقة (مثل: الحسني 1994، صبح 1988، Raff 2000)

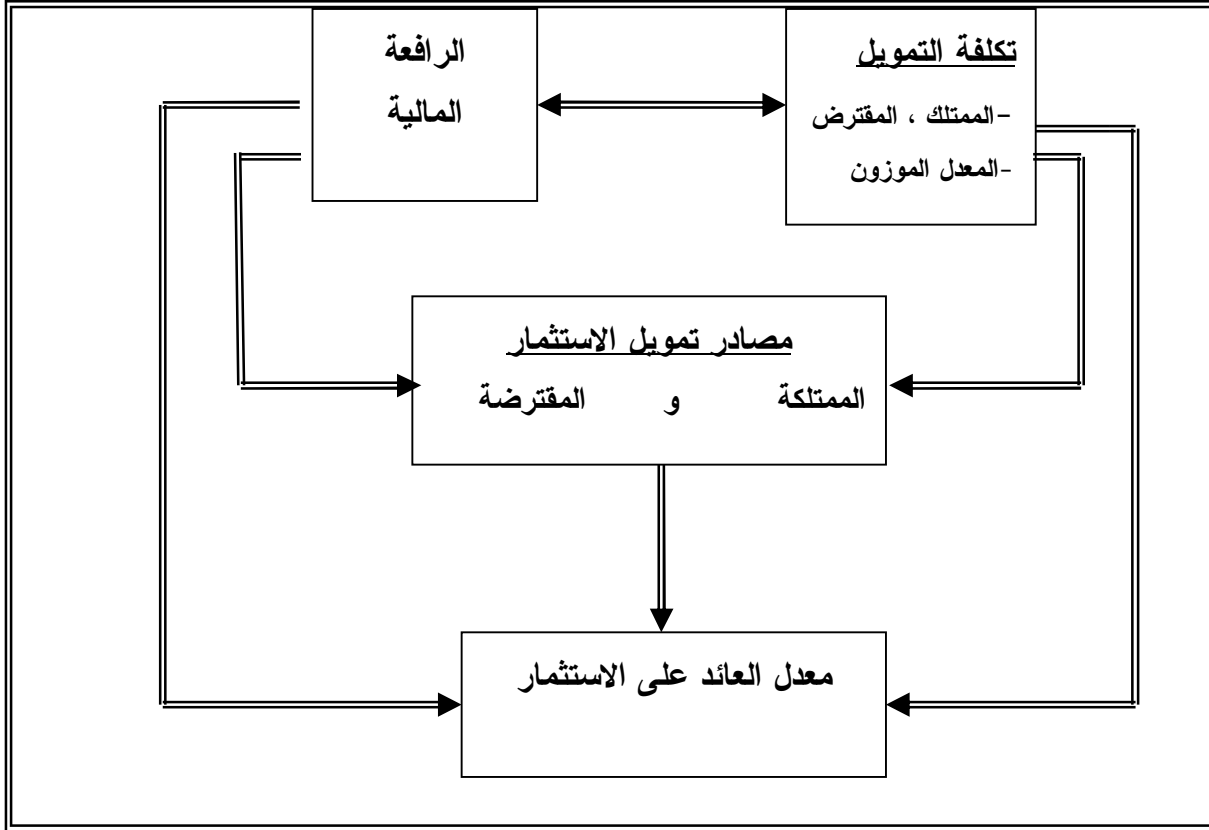
متغيرات الدراسة:

إن نموذج الدراسة وفرضياتها توضح أن هناك تقسيماً أو ترتيباً تدريجياً يحدد في البدء العلاقة الجدلية بين الرافعة المالية وتكلفة التمويل من جهة، ومصادر التمويل من جهة أخرى، كما أنه يتعدى ذلك في محاولة ربط هذه المتغيرات بمعدل العائد على الاستثمار.

وتجدر الإشارة إلى أن هذا الدراسة تعتمد على تقسيم متغيرات مستقلة (*Independent Variables*) ومتغيرات وسيطة (*Intervening Variables*) ومتغيرات نتيجة (*Result Variables*) وحسب ما جاء في الافتراضات فإن كلاً من تكلفة التمويل، والرافعة المالية تمثلان متغيرات مستقلة في علاقتهما وتأثيريهما على المتغيرات الأخرى (مصادر تمويل الاستثمار ومعدل العائد على الاستثمار)، أي أن مصادر تمويل الاستثمار (المملوكة والمقترضة) اعتبرت متغيرات تابعة تتأثر بتكلفة التمويل والرافعة المالية، وهي في الوقت ذاته متغيرات وسيطة في تأثيرها على معدل العائد على الاستثمار الذي يعد متغير النتيجة لأغراض هذا الدراسة، ويمكن توضيح ذلك من خلال شكل رقم (1)

إن النموذج في شكل رقم (1) يمثل محاوله في طريق إرساء نظريه التمويل المناسبة لقرارات تمويل الاستثمار في شركات المساهمة العامة الفلسطينية، ويمكن أن يكون أداة فاعله لعمليات التخطيط، والرقابة، وتقويم الأداء في حالة ثباته وسريانه عملياً في ظل ظروف البيئة الاستثمارية الفلسطينية.

شكل رقم (1) نموذج الدراسة الافتراضي



(المصدر: الحسني، 1994 مع بعض التعديلات بما يتناسب مع فرضيات الدراسة)

الفصل الثاني:

الدراسات السابقة

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

- الدراسات العربية
- الدراسات الأجنبية
- تعقيب على الدراسات

الدراسات السابقة

بعد الإطلاع على ما توفر من الدراسات المتعلقة بموضوع الرافعة المالية وتكلفة التمويل، تم ملاحظة ندرة الدراسات العربية المتوفرة في هذا المجال، بينما كانت هناك دراسات أجنبية عديدة تناولت موضوع الرفع المالي وتكلفة التمويل في هذا المجال. وهذه لمحة مختصرة عن بعض من هذه الدراسات:

أولاً: الدراسات العربية

1- دراسة (الأغبري، 2000)

وهي بعنوان: "أثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات الصناعات الغذائية اليمنية" وهدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات الصناعات الغذائية، وأجريت هذه الدراسة على عشر شركات عاملة بالقطاع الصناعي الغذائي باليمن، وقد أثبتت الدراسة وجود تأثير جوهري للرافعة المالية على معدل العائد على الاستثمار، وبالتالي على قيمة المنشأة على مستوى جميع الشركات قيد الدراسة.

2- دراسة (الحسني، 1994)

وهي بعنوان: "أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على قرارات الاستثمار" وهدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على قرارات الاستثمار، وأجريت على خمس شركات تابعة للقطاع الصناعي المختلط بالعراق، وكان من أهم نتائجها: أن تكلفة التمويل تمثل محددًا هاماً في مستوى معدل العائد على الاستثمار للشركات المذكورة، أي أن الدراسة خلصت إلى أنه توجد علاقة بين تكلفة التمويل ومعدل العائد على الاستثمار.

3- دراسة (النعيمة، 1992)

وهي بعنوان: "النمو والهيكل المالي" وهدفت هذه الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين النمو والهيكل المالي وخصوصاً فيما يتعلق بمصادر التمويل (الممتلكة والمقترضة) اللازمة لتمويل الاستثمار، وذلك من خلال اختبار الفرضية الرئيسية التي تنص على أن نمو المنشأة هو دالة للتفاعل بين الهيكل المالي والعوامل المؤثرة فيه، وتم اختبار هذه الفرضية في (10) شركات صناعية تعمل في القطاع الصناعي المختلط بالعراق، وقد أظهرت النتائج بأن النمو يمثل دالة للتفاعل بين الهيكل المالي ومجموعة العوامل المؤثرة فيه، كما أثبتت الدراسة أن هناك تبايناً في إستراتيجيات النمو المالي المتبعة من قبل الشركات قيد الدراسة (الحسني،1994).

4- دراسة (العامري، 1990)

وهي بعنوان: " أثر الهيكل المالي في المخاطرة والعائد" وأجريت هذه الدراسة على عينة تتكون من (26) شركة صناعية عراقية وفي مختلف القطاعات (كالأغذية، النسيجية، الكيماوية، الهندسية، الإنشائية) وهدفت هذه الدراسة إلى بناء نظرية التمويل المناسبة في ظل البيئة العراقية، حيث تم بناء نموذج فرضي يعتمد على وجود علاقات بين الأداء التشغيلي، والمخاطرة التشغيلية، والهيكل المالي، بحيث يؤثر ذلك في المخاطرة النظامية، ومعدل العائد المطلوب على حق الملكية، ومعدل تكلفة التمويل وأثبتت هذه الدراسة سريان وثبات هذا النموذج، أي أن الدراسة توصلت لوجود علاقة بين الأداء التشغيلي، والمخاطرة التشغيلية، والهيكل المالي من جهة، وبين المخاطرة النظامية، ومعدل العائد على حقوق الملكية من جهة أخرى.

5- دراسة (صبح، 1988)

وهي بعنوان: "تقييم الآثار الاستثمارية والتمويلية والاقتصادية لاستخدام الرافعة المالية" وهدفت هذه الدراسة إلى تقييم الآثار الاستثمارية والتمويلية والاقتصادية لاستخدام الرافعة المالية، وأجريت هذه الدراسة على (9) شركات في قطاع التعدين بجمهورية مصر العربية، خلال فترة 1981-1986 وفقا لهذه الدراسة فقد تم احتساب الرافعة المالية على أساس مجموع القروض (طويلة الأجل وقصيرة الأجل) ذات التكلفة على مجموع الأصول، أي أنه تم استبعاد الائتمان التجاري. وتم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد في التحليل. وأهم ما توصلت له الدراسة أن هناك تأثيرا سلبيا للرافعة المالية على معدل العائد على الاستثمار، وان هناك تأثيراً جوهرياً للرافعة المالية على الاستثمار في الأصول الثابتة بحيث كانت العلاقة طردية، بينما كانت العلاقة عكسية مع الاستثمار في الأصول المتداولة.

6- دراسة (عبد الرحمن، 1987)

وهي بعنوان: "أثر التغير في هيكل التمويل على ربحية المنشأة" وهدفت هذه الدراسة إلى قياس اثر التغير في هيكل التمويل على ربحية المنشأة، وقد أجريت على (12) شركة من شركات القطاع العام الصناعي بجمهورية مصر العربية، وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة: أن متوسط نسبة الرافعة المالية لعينة الدراسة كانت (47%) حيث كانت موزعة كالتالي: نسبة التمويل بالديون طويلة الأجل (19%) ونسبة الديون قصيرة الأجل (28%) ، كما خلصت الدراسة إلى أن الشركات التي كانت فيها نسبة الديون أعلى من نسبة حقوق الملكية كانت أكثر عرضة لتحقيق الخسائر، أي أن العلاقة كانت عكسية بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار.

ثانياً: الدراسات الأجنبية

7- دراسة : دسموساك و راتابورن (Desmosak & Rataporn, 2004)

بعنوان: "محددات هيكل رأس المال - تطبيق على الإقليم الآسيوي للمحيط الهادي"

"The Determinants Of Capital Structure -evidence from the Asian Pacific region"

هدفت هذه الدراسة إلى فحص المحددات التي تؤثر على استخدام الرافعة المالية في هيكل التمويل ، وأجريت هذه الدراسة في أربع بلدان مختلفة هي : تايلاند ، ماليزيا ، سنغافورة وأستراليا ، حيث تم اختيار (294) شركة (669) شركة ، (345) شركة ، (219) شركة من الدول على التوالي وشملت الدراسة الفترة من 1993 إلى 2001 لبيانات هذه الشركات .

وتوصلت الدراسة إلى أن هيكل رأس المال يتأثر بالظروف البيئية التي تعمل بها المؤسسات (مثل نشاط سوق الأسهم المالية ، معدل حقوق الدائنين وحقوق الملكية) كما كان للأزمة المالية التي عصفت بشرق آسيا عام 1997 تأثير واضح على الشركات العاملة هناك وعلى دور العوامل الداخلية الخاصة بالشركة مثل (حجم الشركة ، والسيولة ، فرص النمو) حيث تغير تأثير هذه العوامل بعد 1997 عنه قبل الأزمة. كذلك فقد توصلت إليها الدراسة إلى أن هناك تأثيراً إيجابياً لكل من الرافعة المالية، فرص النمو والسيولة على حجم المنشآت.

8- دراسة: شين (Chen, 2004)

بعنوان: "العلاقة بين الرافعة التشغيلية والرافعة المالية"

"The Relationship Between Operating Leverage & Financial Leverage"

وقد أجريت هذه الدراسة في جمهورية الصين، وحسب الدراسة فإن علم المدير المالي باحتمالية النمو العالية، سيختار رافعة تشغيلية عالية كأداة تساعد على السعي إلى تحقيق تكلفة رأس مال منخفضة.

وبالمقابل فإن علم المدير المالي بأن الشركة في مركز مالي سيء، فسيختار رافعة تشغيلية منخفضة، وسوف تتحمل الشركة تكلفة رأس مال أعلى والتي بدورها ستؤدي إلى مخاطرة أعلى. كما استنتجت الدراسة وجود علاقة إيجابية العلاقة بين الرافعة التشغيلية والرافعة المالية، بمعنى أن ما ينطبق هنا على الرافعة التشغيلية سوف ينطبق على الرافعة المالية من ناحية الاختيار.

9- دراسة : أفازيان و قي (Aivazian & Ge, 2003)

بعنوان: "تأثير الرافعة المالية على قرارات الاستثمار - النموذج الكندي"

"The impact of leverage on firm investment - Canadian evidence"

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الرافعة المالية على قرارات الاستثمار. وأجريت على (863) شركة كندية وغطت الفترة من 1982 حتى 1999 لهذه الشركات معتمدة سجل الغرفة التجارية الكندي للعام 1999. واستخدمت هذه الدراسة نموذج *Alternative empirical Models* بالإضافة إلى نموذج *Instrumental Variable Approach* لمعالجة العلاقة بين الرافعة والاستثمار. وتجدر الإشارة أن الدراسة اعتمدت على بديلين لقياس الرافعة المالية :

الأول: هو القيمة الدفترية لمجموع الخصوم مقسوماً على القيمة الدفترية لمجموع الأصول.

أما المقياس الثاني : القيمة الدفترية للديون طويلة الأجل مقسوماً على مجموع الأصول.

وأظهرت نتائج الدراسة أن هناك تأثيراً سلبياً للرافعة المالية على معدل العائد على الاستثمار، وهي أكثر

سلبية للشركات ذات فرص النمو المنخفض مقارنة بالشركات ذات فرص النمو العالية.

10 - دراسة: فتوح (Fattouh et. al, 2003)

بعنوان: تركيب هيكل رأس المال في كوريا الجنوبية *"Capital structure in South Korea"*

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تركيبة الهيكل المالي وتحديد نسبة الديون طويلة الأجل

وقصيرة الأجل - في شركات كوريا الجنوبية وقد هدفت الدراسة إلى تقييم التغير في نسبة الديون في

الشركات الكورية خلال فترة 1992 - 2001 واستخدمت الدراسة *Conditional Quantile*

regression methods لفحص التغير الذي يحدثه معدل الديون على الشركات عبر الزمن. وأجريت

الدراسة على (4832) شركة في كوريا الجنوبية مدرجة في السوق المالي الكوري حيث تم الاعتماد

على البيانات الواردة في الميزانيات العمومية لتلك الشركات عن الفترة من 1992 وحتى 2001 .

وقد توصلت الدراسة إلى أن شركات العينة لا تتفي العلاقة بين هيكل رأس المال ومحدداته التي

وجدت في الدول الأخرى (معدل نمو المبيعات، هيكل المنافسة، هيكل الأصول، اتجاهات الإدارة،

اتجاهات المقرضين) ، بمعنى آخر أثبتت الدراسة أن هناك علاقة بين هيكل رأس المال وبين معدل نمو

المبيعات، هيكل المنافسة، هيكل الأصول، اتجاهات الإدارة، اتجاهات المقرضين.

11 - دراسة: لوف (Loof, 2003)

بعنوان: ديناميكية هيكل رأس المال الأمثل"

"Dynamic optimal capital structure and technical change"

هدفت هذه الدراسة إلى إجراء مقارنة بين المحددات أو العوامل التي تشكل هيكل التمويل الأمثل بين دول مختلفة، واعتمدت هذه الدراسة على المقارنة باستخدام نتائج دراسات سابقة اجريت في كل من الولايات الأمريكية (483 شركة في الفترة من 1989 - 1996) والمملكة المتحدة (122 شركة - في الفترة من 1990 - 1996) والسويد (17 شركة في الفترة من 1991 - 1998). واهتمت هذه الدراسة ببيان أهمية رأس المال بالمقارنة بين الأنظمة المالية الموجودة في عينة الدراسة.

وأوضحت الدراسة أن هناك فروق بين الشركات في تكلفة رأس المال، وبأن هناك ارتباط بين

هيكل رأس المال وقرارات الاستثمار، كما أظهرت النتائج مجموعة من النقاط:

- هناك فروقات كبيرة وغير متوقعة بين الدول المدروسة من حيث هيكل رأس المال الأمثل.
- هناك اختلاف في الرافعة بين الدول قيد الدراسة في شقي هيكل رأس المال (حقوق الملكية والديون)
- لوحظ أن الشركات التي تعتمد على حقوق الملكية في التمويل أكثر من الديون تتسارع نحو تحقيق هيكل رأس مال أمثل مقارنة بتلك التي تعتمد على الديون بشكل اكبر.

12- دراسة: راف وزملائه (Faff et al ,2002)

بعنوان: "دليل جديد على تأثير الرافعة المالية على مخاطرة بيتا"

"New Evidence On The Impact of Financial Leverage On Beta Risk"

هدفت الدراسة إلى قياس أثر الرافعة المالية على درجة المخاطرة باستخدام السلاسل الزمنية. أجريت هذه الدراسة على (348) شركة مساهمة عامة بالولايات المتحدة الأمريكية، معتمدة على البيانات المنشورة لهذه الشركات بين الفترة 1979-1985. كما اعتبرت الدراسة أن الرافعة تساوي مجموع الديون إلى حقوق الملكية ($Total\ liabilities/Total\ equity$) ووجدت الدراسة أن متوسط نسبة الرافعة للشركات محل الدراسة هي (39.8%)

13- دراسة: بترو وجون (Bitro And John, 2001)

بعنوان: "الرافعة وفرص النمو" **"The Leverage And Growth Opportunity"**

وتظهر هذه الدراسة أثر فرص النمو على تكاليف الديون والمخاطر مما سيؤدي إلى إيجاد تكلفة دين جديدة وإن استغلال فرص النمو سوف يؤدي إلى التغلب على مشكلة الاستثمار غير الكامل. كما أشارت هذه الدراسة أن الديون ذات المخاطر العالية قد لا تشجع على الاستثمار، حيث ثبت أن العلاقة كانت في بعض الشركات علاقة عكسية، بمعنى أن الشركات تجنبت المخاطرة العالية رغم احتمال العوائد المرتفعة. كما قدمت هذه الدراسة نموذجاً يوضح كيفية الاختيار بين خيارى تحمل المخاطرة أو تجنب المخاطرة.

14- دراسة: درات و موكهيرجي (Darrat & Mukherjee, 1995)

بعنوان: "الاختلافات في نوع الصناعة و تأثير كلا من الرافعة التشغيلية والرافعة المالية على المخاطرة"

" Inter-Industry Differences and the Impact Of Operating And Financial Leverages On Equity Risk"

ركزت هذه الدراسة على تحليل العلاقة بين درجة الرافعة التشغيلية ودرجة الرافعة المالية وقد أشارت إلى النموذج التقليدي الذي يدمج بين هاتين الرافعتين بحيث تم الخروج بمضمونين رئيسيين يمكن تطبيقهما على كافة الشركات.

الأول: التغيير في درجة الرافعة التشغيلية أو درجة الرافعة المالية يؤثر بشكل مباشر على درجة المخاطرة (Beta)

الثاني: قد توجد علاقة عكسية بين درجة الرافعة التشغيلية ودرجة الرافعة المالية، وقد تم التوصل إلى أن العلاقة بين درجة الرافعة التشغيلية ودرجة الرافعة المالية ودرجة المخاطرة Beta تعتمد على قرار الشركة بخصوص الطاقة أو القدرة التشغيلية، وبالتالي قد تختلف بين المنافسين.

15- دراسة سميث وزملائه (Smith , et. al, 1990)

بعنوان: "تأثير الرافعة المالية على معدل العائد على الاستثمار"

"The Impact of Financial Leverage On Return On Investment"

وقد أجريت هذه الدراسة على مجموعة مكونة من (59) شركة من الشركات الصناعية الأمريكية، وقد توصلت الدراسة لوجود علاقة بين تكلفة التمويل والرافعة المالية على العائد على الاستثمار، كما أوصت الدراسة بأن تكلفة التمويل الممتلك والمقترض يجب أن تستخدم في إزالة آثار

التضخم المالي على البيانات والكشوف المالية من أجل تحديد القيمة الحقيقية الصافية للعائد وتحقيق الموازنة المطلوبة بين تكلفة التمويل والرافعة المالية. (الحسني، 1994)

16 - دراسة كين وآخرون (Kane, et.al, 1989)

بعنوان: "تأثير الرافعة المالية وتكلفة رأس المال على معدل العائد على الاستثمار"

"The Impact of Financial Leverage & The Cost Of capital On Return Of Investment"

هدفت هذه الدراسة لإيجاد العلاقة بين تكلفة التمويل من المصادر المملوكة والمقترضة والرافعة المالية من جهة، وبين نسبة العائد من جهة أخرى. وقد أظهرت النتائج أن هناك منافع كثيرة تحققها المنشآت عندما يزداد اعتمادها على القروض في تمويل استثماراتها إذ يزداد العائد (أي أن هناك علاقة إيجابية بين تكلفة التمويل وكذلك الرافعة المالية، مع معدل العائد على الاستثمار). إلا أنه تزداد درجة مخاطرة التعرض للتصفية والإفلاس. (برجهم، وويستون 1993)

17 - دراسة ودج (Wedig, 1989)

بعنوان: "تأثير الرافعة المالية على تكلفة رأس المال ومعدل العائد على الاستثمار"

"The Impact of Financial Leverage On The Cost Of capital & Return Of Investment "

أجريت هذه الدراسة على مجموعة مكونة من (91) مستشفى في الولايات المتحدة الأمريكية، وكان الهدف من هذه الدراسة قياس أثر الرافعة على كل من تكلفة التمويل ومعدل العائد على الاستثمار. وتوصلت الدراسة إلى أن اعتماد المستشفيات الكبيرة ذات النفع العام على التمويل المقترض يخفض تكلفة التمويل بشكل كبير، ويسهم في زيادة معدل العائد على الاستثمار، كما أن الاعتماد على

مصادر التمويل الممتلك يقلل من مستوى العائد على الاستثمار المتحقق، ومن ناحية أخرى يزيد من تكلفة التمويل ومستويات الضريبة المفروضة على ذلك العائد (الحسني، 1994).

18 - دراسة ستيورت (Stewart, 1988)

بعنوان: "العوامل التي تحدد هيكل رأس المال"

" The Factors Which Determine The financial Structure "

هدفت هذه الدراسة للتعرف على آلية تحديد الهيكل التمويلي، حيث قام ستيورت مع مجموعة من زملائه بدراسة حالة شركة للمعدات الزراعية وأشاروا إلى حالة الصراع الحاصلة بين الممولين الخارجيين والإدارة، وكيفية تحديد نسب المزيج المالي لمصادر التمويل الممتلك والمقترض وعلاقتها بمستوى المخاطرة التشغيلية ومعدل العائد، وتم الاعتماد على البيانات المالية المتمثلة بكشف الدخل والميزانية العمومية من أجل اختبار فرضية تأثير مصادر التمويل الممتلكة والمقترضة (الهيكل المالي) في تحديد نسبة المخاطرة ومعدل العائد على الاستثمار. حيث وجد الباحثون أن الإدارة تسعى ولحد معين للاعتماد على التمويل المقترض (زيادة الرافعة المالية) نتيجة لانخفاض كلفة مقارنة بكلفة التمويل الممتلك الذي يسهم في تقليل نسبة العائد على الأموال المستثمرة.

19 - دراسة بارنف و سامويل (Barniv & Samuel, 1988)

بعنوان: "الهيكل الأمثل رأس المال" "The Optimal Capital Structure"

وقد أجريت هذه الدراسة على مجموعة من (71) شركة من شركات الأعمال العاملة في المملكة المتحدة بهدف تحديد المزيج الأمثل لمصادر التمويل اللازمة لتمويل الاستثمارات، فقد

وجدت هذه الدراسة أن شركات الأعمال العامة مقارنة بالشركات الخاصة تعتمد على مصادر التمويل طويلة الأجل وخاصة (القروض، الأسهم) مما يجعل تكلفة التمويل نسبياً معتدلة مقارنة بالمنظمات الخاصة، التي تكون تكلفة التمويل منخفضة فيها نتيجة اعتمادها بشكل غالب على مصادر التمويل المقترضة الطويلة والقصيرة الأجل وأظهرت النتائج (من خلال استخدام تحليل الانحدار) وجود تأثير معنوي إيجابي لكل من نسبة الاقتراض وتكلفة التمويل في مستوى العائد على الاستثمار، وبينما كان التأثير سلباً على المخاطرة النظامية وغير النظامية التي تتعرض لها شركات الأعمال الخاصة على وجه التحديد.

20 - دراسة دون و برادستريت (Dun & Bradstreet,1987)

بعنوان: " المقدار الأمثل للمزج بين للديون وحقوق الملكية و تكلفة رأس المال "

"The Firm Optimal Debt – Equity Combination And The Cost Of Capital "

أجريت هذه الدراسة على عينة تكونت من (500) شركة من الشركات الأمريكية في عام 1987 وكان الهدف منها قياس نسبة إجمالي الديون إلى حقوق ملكية المساهمين الإجمالي رأس مال الشركة الصناعية والشركات الخدمية.

وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك اختلافاً كبيراً بين نسب الديون إلى حقوق الملكية (الرفع المالي) لشركات الصناعية، حيث تبين أن أقل نسبة كانت في شركات نشر الكتب حيث بلغت (50%)، وأعلى نسبة كانت في شركات صناعية الأدوات المنزلية إذ بلغت نسبة الديون إلى حقوق الملكية (185%) كما بينت الدراسة أن نسبة الديون في معظم صناعات البيع بالجملة بلغت من (90-110%) بينما صناعات التجزئة انخفضت من بين (50-70%) .

وأوضحت الدراسة أن نسبة الأسهم العادية وحقوق الملكية لإجمالي رأس المال بلغت في الشركات الصناعية (51.8%) بينما انخفضت في شركات الخدمات (كالاتصالات) إلى (44.4%) أما في البنوك فكانت (4.5%) فقط.

وتذكر الدراسة أن متوسط نسبة الديون إلى حقوق الملكية في تلك الفترة حسب الغرفة التجارية في أمريكا كانت (50%) وعللت الدراسة أن التباين في نسب الديون إلى حقوق الملكية بين بعض النتائج يرجع إلى الضيق أو الاتساع في مفهوم الصناعة. (برجهم، و ويستون 1993)

21- دراسة: ميلز و إيزل (Miles & Ezzell, 1986)

بعنوان: " إعادة صياغة النظرية المالية باستخدام الرافعة المالية"

"Reformulating The Financial Theory Using The Financial Leverage"

هدفت هذه الدراسة إلى بناء نظرية للتمويل من خلال الربط العملي بين القيمة السوقية للمنشأة مقاسه بمعدل العائد المتوقع على الأموال المستثمرة وقيمة الرافعة المالية في عينه من الشركات الأمريكية. وأظهرت النتائج وجود تأثير كبير للعلاقة بين تكلفة التمويل والرافعة المالية في تحديد كل من القيمة السوقية الحقيقية للمنشأة ومستوى المخاطرة النظامية وغير النظامية (الحسني، 1994).

22- دراسة: فرانك (Frank, 1986)

بعنوان: "التوجه نحو هيكل رأس مال مرّن" **"Toward a Flexible Capital Structure"**

هدفت هذه الدراسة إلى قياس تأثير معامل المرونة في هيكل التمويل في تحديد القرارات المالية. وأثبتت هذه الدراسة أن تغيير نسب مزيج الهيكل المالي من المصادر التمويلية المملوكة والمقرضة يحقق

مرونة عالية. كما أنه يسهم في تعظيم العائد وتقليل تكلفة التمويل المدفوعة للمساهمين كئمن لاستثمار أموالهم. كما أنها تزيد من نسبة الربح المتحقق على مجموعة الموارد المالية المستخدمة في تمويل الاستثمارات. (عبد الرحمن، 1987)

23- دراسة: دهلاوي (Dhaliwal, 1980)

بعنوان: " هيكل رأس المال من خلال النموذج المحاسبي "

"Capital Structure On The Choice Of Accounting Methods"

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير الهيكل المالي في تحديد تفضيلات الإدارة المالية لاستخدام مصادر التمويل بافتراض أن المنشأة التي تمول بالقروض تميل إلى تخفيض تكاليف التمويل مقارنة بتلك المعتمدة على المصادر المملوكة، حيث أجريت هذه الدراسة على شركات النفط والغاز الأمريكية. وبين Dhaliwal إلى أن تحديد النسب التي يتكون منها هيكل تمويل المنشأة يحدد اختيارات المدير المالي في إعداد التنبؤات المالية المناسبة واستخراج معايير الأداء والرقابة على فعاليات الإدارة المالية. (الحسنى، 1994)

24- دراسة توي وآخرون (Toy,et.al, 1974)

بعنوان: "دراسة وصفية للنمو، والربحية، والمخاطرة كمحددات لمعدل الديون في الصناعات المختلفة"

"A comparative International Study Of Growth, Profitability And Risk As Determinate Of Corporate Debt Ratio In The Manufacturing "

هدفت هذه الدراسة إلى قياس العلاقة بين الرافعة المالية والمخاطرة التشغيلية، وأجريت في خمس بلدان صناعية متقدمة هي (النرويج، الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا، اليابان ، فرنسا) حيث بلغ عدد عينة الدراسة (816) منشأة.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى إثبات الفرضية الأساسية للدراسة القائلة: بأن المنشأة ذات المخاطرة التشغيلية العالية تعتمد إلى تخفيض الرافعة المالية وزيادة الاعتماد على مصادر التمويل الممتمك، من أجل المحافظة على مستوى سيولة، وتحقيق معدل معقول على الأموال المستثمرة. وتبين كذلك -من خلال الدراسة- أن معدل العائد على الاستثمار يعتمد بصفه أساسية على مجموعة من المحددات المالية المتمثلة بالمخاطرة التشغيلية وتكلفة التمويل ونسبة الافتراض (الحسني،1994).

25- دراسة: سهلر (Sihler, 1971)

"عنوان: إطار القرارات المالية" *Framework For Financial Decisions*

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر العلاقة بين نسب المديونية (الافتراض) وتكلفة رأس المال، على كل من العائد على الاستثمار وحق الملكية. وأجريت هذه الدراسة على مجموعة من الشركات بالولايات المتحدة الأمريكية، وقد اعتمدت الدراسة على مجموعة من المؤشرات المالية في بناء الهيكل المالي مثل: (الحسابات الدائنة، مقدار القروض طويلة وقصيرة الأجل، حجم الاستثمارات، سياسة توزيع الأرباح ونسب المخاطرة) واستخلصت هذه الدراسة نموذجاً لحقبة الاستثمار التي تحتوي على نوعين من الاستثمارات القصيرة والطويلة الأجل في الموجودات الرأسمالية.

كما أشار الباحث إلى أن الأسهم تمثل مصدراً مهماً لشركات الأعمال يؤثر بشكل معتدل في تنظيم القيمة السوقية للمنشأة ويقلل من نسبة المخاطرة. وأوصى أنه من الضروري الاعتماد على مصادر التمويل المقترضة من أجل تقليل العبء الضريبي والاستفادة من نسبة الإيرادات المستقطعة كضريبة في مجال تمويل الاستثمارات (الأغبري، 2000)

26- دراسة: دوغلاس (Douglas, 1963)

بعنوان: " أثر إساءة استخدام الرافعة " *"The Use And Abuse Of Leverage"*

هدفت هذه الدراسة إلى بيان العلاقة بين الرافعة المالية، وتكلفة التمويل ومدى تأثيرهما في مصادر التمويل. وتوصلت هذه الدراسة إلى أن زيادة نسبة الاقتراض تؤدي إلى تحقيق أفضل عائدا تشغيلي لرأس المال، غير أن ذلك لا يمكن أن يكون مطلقاً كنتيجة لإضافة الفوائد إلى التكاليف المالية الثابتة ذات المخاطرة الكبيرة، والتي قد تؤدي بالشركة إلى الإفلاس عند تجاوزها للحدود المعقولة.

وكذلك تؤكد الدراسة أن تكلفة التمويل الممتلك تكون مرتفعة في الشركات الصناعية الثقيلة مثل (السيارات والصناعات الهندسية، بحيث تكون الشركات عرضة لأن تكون تكلفة تمويلها عالية في مقابل تقليل نسبة المخاطرة النظامية وغير النظامية) (الأغبري، 2000)

27- دراسة مودكلياني وميلر (Modigliani & Miller, 1958)

بعنوان: " تكلفة رأس المال، والتمويل بالمشاركة ونظرية الاستثمار "

" The Cost Of Capital, Corporation Finance And The Theory Of Investment"

تعتبر هذه الدراسة نقطة البداية في تحديد العلاقة بين تكلفة التمويل والرافعة المالية. حيث حاولت هذه

الدراسة إثبات أن القيمة السوقية لأي منشأة تكون مستقلة عن هيكلها المالي، مهما تغيرت نسبة الرافعة. وتم تطبيق الدراسة على عدد من الشركات الأمريكية في عام 1958 تكونت من (43) شركة من شركات الخدمة الكهربائية للفترة من 1947-1948 وكذلك (42) شركة من شركات النفط خلال عام 1959 فقط . وكانت متغيرات الدراسة التابعة هي (الرافعة، تكلفة التمويل) وقدم الباحثان تحليلاً ينفى علاقة الهيكل المالي بتكلفته، وإن قيمة المنشأة السوقية تتوقف على قرارات الاستثمار وليس على قرارات التمويل، حيث لا ينبغي للقيمة السوقية للمنشأة أن تقل أو تزيد عن القيمة السوقية لاستثماراتها(الحسني،1994).

تعقيب على الدراسات السابقة

يتضح مما أتى من الدراسات السابقة أن هناك تبايناً في وجهات النظر في علاقة الرافعة المالية بتكلفة التمويل، وكذلك علاقة تكلفة التمويل بقيمة المنشأة وبمعدل العائد على الاستثمار. إضافة إلى ذلك فإن معظم هذه الدراسات أجريت في الدول الغربية أو الدول الصناعية، إضافة لذلك فإن بيئة هذه الدول تختلف اختلافاً واضحاً عن بيئة الدول العربية، وخصوصاً عن البيئة الفلسطينية والتي لها خصوصيتها وظروفها الخاصة، لما تمر به من وضع سياسي، وبالتالي اقتصادي مضطرب بحكم وقوعها تحت الاحتلال الإسرائيلي وتأثيراته السياسية والاقتصادية. وهذا التباين بين الدراسات، وكذلك خصوصية البيئة الفلسطينية يستدعيان القيام بدراسة تسلط الضوء على الرافعة المالية وتكلفة التمويل للشركات العاملة بالبيئة الفلسطينية. ومقارنة نتائجها بالنتائج التي تم التوصل إليها في الدراسات السابقة.

الفصل الثالث:

الإطار النظري

المبحث الأول: مصادر التمويل

الفصل الثالث: الإطار النظري

- مقدمة
- المبحث الأول: مصادر التمويل
- المبحث الثاني : تكلفة التمويل
- المبحث الثالث: هيكل التمويل والرفع المالي
- المبحث الرابع: تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة

مقدمة

يعتبر التمويل من الوظائف الأساسية للإدارة المالية، ومن الطبيعي أنه كلما زاد حجم الاستثمار زاد حجم التمويل، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة أهمية التمويل، ولعل هذه الأهمية تتبع من القرارات المترتبة على التمويل، كالقرارات التي تتعلق باختيار مصادر التمويل، والتركيبية التي يتكون منها هيكل التمويل.

"كما تعتبر قرارات التمويل من القرارات المعقدة والحساسة التي يجب على المدير المالي دراستها دراسة جيدة ومتأنية؛ وذلك لأن عملية اتخاذ القرار يترتب عليها بعض النتائج المهمة مثل:

- تحديد المركز المالي للشركة.
- تحديد المركز الائتماني للشركة.
- تحديد ربحية الشركة.
- تحديد التزامات الشركة.
- تحديد الإنفاق الرأسمالي للشركة.

وتقوم الإدارة المالية للشركة بتقويم مصادر التمويل لاختيار البديل الأفضل للشركة -حسب ظروف ومعطيات الشركة، والتي قد تتغير من شركة لأخرى، ومن وقت لآخر - بعد أن تقوم بتحديد كمية ونوعية احتياجاتها من الأموال، والمقصود بكمية الأموال هنا هو حجم التمويل المطلوب توفيره، ونوعية الأموال و مجال استثمارها أو إنفاقها سواء كانت في أصول متداولة أو أصول ثابتة" (أبو

معمر، 2000)

ولكن على الإدارة المالية للشركة أن تقرر كيفية المزج بين هذه المصادر من حيث الكم والنوع،

مع الأخذ بعين الاعتبار جملة من العناصر التالية كما يذكرها (أبو معمر، 2000):

1- تأثير المديونية على ربحية المؤسسة وقيمتها، حيث أن هدف الإدارة المالية في أي مؤسسة-

خاصة المؤسسات التجارية والصناعية- هو زيادة (تعظيم) القيمة المالية للمؤسسة.

2- مستوى الدين ومدى تناسبه مع وضع الشركة.

3- المزيج المقبول والمناسب للتمويل من خلال مصادر التمويل قصيرة وطويلة الأجل وحقوق

المالكين وذلك في ضوء تركيبة الموجودات.

وإلى جانب هذه الاعتبارات يجب على الإدارة المالية أن تقيم أثر استخدام مصادر التمويل

المتعددة على ربحية الشركة وقيمتها المالية، إضافة لذلك يتطلب من الشركة أن تقرر مصدر التمويل

المناسب لها، ومن هنا فإن المدير المالي يجب أن يكون مطلعاً على مصادر التمويل المتاحة وطبيعة كل

مصدر وإيجابيات أو سلبيات كل منها ومدى توفر المصادر بالإضافة إلى تكلفة تنفيذ كل منها، وما يلزم

من إجراءات للحصول عليها (أبو معمر، 2000)

المبحث الأول: مصادر التمويل

- مقدمة
- المقصود بمصادر التمويل
- سياسات التمويل
- العوامل المحددة لمصادر التمويل
- أنواع التمويل وفقاً للفترة الزمنية

المبحث الأول: مصادر التمويل

مقدمة:

لعل من أهم القرارات التي يهتم بها المدير المالي تتمثل في تحديد المزيج الأمثل من مصادر التمويل المقترضة والممتلكة بشكل يضمن تحقيق أفضل استخدام لها، مما يعظم العائد الذي يتطلع المستثمرون لتحقيقه (Brigham, 2005) ، لكن -وكما هو معروف- فإن لكل مصدر من هذه المصادر تكلفته الخاصة، ومخاطرته الخاصة، كما أن هناك عدة عوامل (داخلية تتعلق بالمؤسسة، وخارجية تتعلق بالظروف البيئية المحيطة بها) تتحكم في كمية وزمن توفر التمويل من هذه المصادر التمويلية.

المقصود بمصادر التمويل:

"يقصد بمصادر التمويل تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأة على أموال بهدف تمويل استثماراتها، ومن ثم فإنها تتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم، سواء أكانت تلك العناصر طويلة الأجل أم قصيرة الأجل، وهو ما يطلق عليه بالهيكل المالي *Financial Structure* والهيكل المالي بهذا التعريف يختلف عن هيكل رأس المال *Capital Structure* الذي يشمل فقط على مصادر التمويل طويل الأجل، التي تتمثل في القروض طويلة الأجل والسندات والأسهم العادية والأرباح المحتجزة، والأسهم الممتازة إن وجدت. أما مصادر التمويل قصيرة الأجل - التي تُكوّن مع المصادر طويلة الأجل الهيكل المالي للمنشأة- فإنها تشمل أساساً على الائتمان التجاري، والائتمان المصرفي قصيرة الأجل" (هندي، 2003)

سياسات التمويل

تختلف سياسة التمويل التي تتبعها منشأة تتسم إدارتها بالجرأة عن أخرى تهيمن على مقاليد الأمور فيها إدارة محافظة في عملية اختيار مصدر التمويل الملائم والمفاضلة بين مصادر التمويل المملوكة ومصادر التمويل المقترضة.

وعادة ما تشير المراجع إلى وجود ثلاثة أنواع لسياسات التمويل (هندي، 1985)

- 1- سياسة التمويل المتحفظة Conservative Financing Policy
- 2- سياسة التمويل الجريئة المجازفة Aggressive Financing Policy
- 3- سياسة التمويل المثلى (المطابقة) Optimal Financing Policy

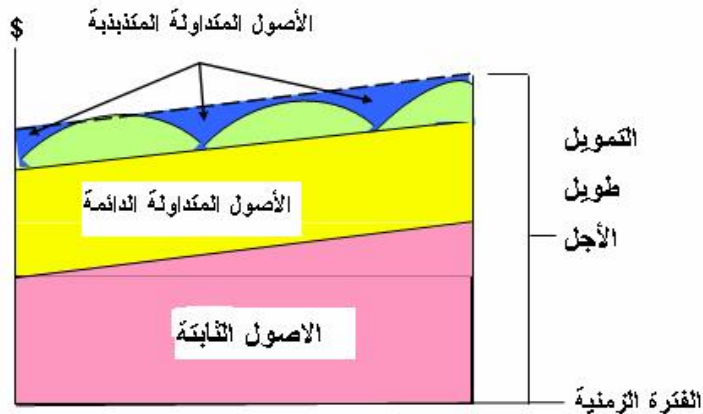
وفيما يلي استعراض لماهية هذه السياسات كبداية:

1- سياسة التمويل المتحفظة Conservative Financing Policy

وهي السياسة التمويلية التي يتم إتباعها عندما تكون إدارة المنشأة من النوع المحافظ، فإنها تقوم

شكل رقم (2)

سياسة التمويل المتحفظة



• (المصدر: Brigham & Ehrhart 2005)

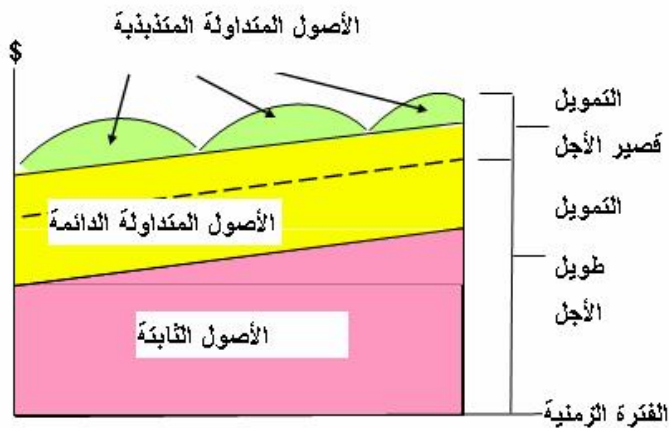
بالاعتماد على مصادر تمويل طويلة الأجل في تمويل جزء من الأصول المؤقتة؛ وذلك تلافياً لاحتمال انخفاض قدرة المنشأة على تسديد التزاماتها، وهذه السياسة تخفف من مخاطر العسر المالي الذي يرافقه انخفاض في مستوى العائد وفقاً لحالة التلازم بين المخاطرة والعائد المتوقع (هندي، 1985). كما هو موضح في الشكل (2).

2- سياسة التمويل المجازفة Aggressive Financing Policy

وهي السياسة التمويلية التي يتم إتباعها عندما تتميز إدارة المنشأة بقدر من الجرأة فإنها قد تذهب في اعتمادها على مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى حد استخدامها في تمويل جزء من الأصول الدائمة. وذلك أملاً في زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة في المخاطر (هندي، 1985). كما موضح في الشكل رقم (3)

شكل رقم (3)

سياسة التمويل المجازفة



• (المصدر: Brigham & Ehrhart 2005)

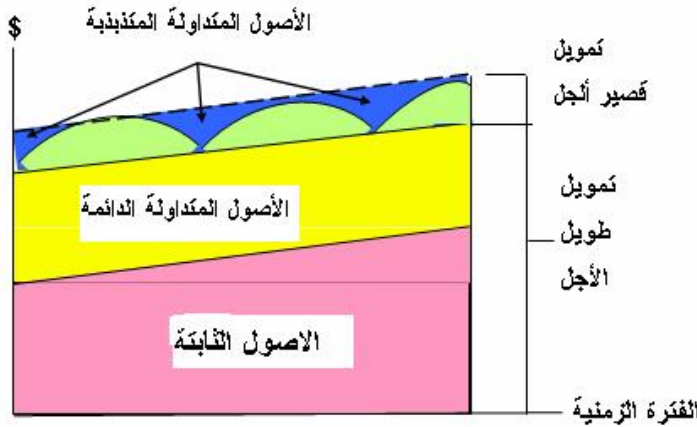
3- سياسة التمويل المثلى (المطابقة) Maturity Matching Financing Policy

ويقصد بها تلك السياسة التي تقوم على الالتزام الحرفي بمبدأ التغطية (Hedging Principle) الذي يقضي بضرورة موائمة توقيت التدفقات النقدية المتولدة من الأصل مع توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويله وعليه تقوم إدارة المنشأة بموجب إتباع سياسة التمويل المثلى بتمويل الأصول الدائمة من مصادر طويلة الأجل والأصول المؤقتة من مصادر قصيرة الأجل (هندي، 1985).

والشكل رقم (4) يوضح هذه السياسة.

شكل رقم (4)

سياسة التمويل المطابقة



(المصدر: Brigham & Ehrhart 2005)

وتجدر الإشارة هنا إلى أنه يجب اختيار سياسة التمويل الملائمة بناءً على الظروف المحيطة

بالمنشأة، وعلى التوقعات الدقيقة لهذه المنشأة فيما يتعلق بمدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها.

العوامل المحددة لمصادر التمويل:

بالإضافة إلى خصائص كل من أموال الملكية وأموال الاقتراض فهناك عوامل تدخل في صياغة قرار التمويل المتعلق باستخدام أموال الملكية أو أموال الاقتراض لسد حاجة المنشأة، ومن أهم العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار:

1 - السيطرة: Degree Of Control

"غالبًا ما يحرص أصحاب المنشأة على المحافظة على سيطرتهم على المنشأة غير منقوصة مما يجعلهم يعزفون عن استخدام أموال الملكية لزيادة رأس مال الشركة، وفي هذه الحالة فهم يفضلون استخدام أموال الاقتراض بدلاً عنها، لأن استعمالهم لأموال الملكية سيؤدي إلى إضافة مالكيين جدد يشاركون في السيطرة على المنشأة" (حنفي، 2002).

2 - الميزة الضريبية: The Firm's Tax Position

تنتج الميزة الضريبية لأموال الاقتراض من حقيقة أن فوائد هذه القروض تعتبر مصاريف تخصم من الدخل قبل حساب الضريبة (Brigham & Ehrhart, 2005)

3 - الملاءمة: Matching

"يقصد بهذا العامل هو الملاءمة (أو المطابقة) بين أنواع الأموال حسب أجلها وبين استخدامات هذه الأموال، فتستخدم الأموال قصيرة الأجل لتمويل الاحتياجات قصيرة الأجل، مثل الاحتياجات الموسمية والأموال طويلة الأجل لتمويل الاحتياجات طويلة الأجل" (حنفي، 2002)

لكن هذا العامل تأخذ به المنظمات التي تتبع سياسة التمويل المطابقة *Maturity Matching*

Financing Policy التي سبق توضيحها.

4 - التوقيت: Timing

إن توقيت الحصول على الأموال أمر مهم جداً، والمقصود به مراعاة حركة الاقتصاد فإن كان الاقتصاد يمر بنهاية مرحلة الركود ويتجه نحو مرحلة الانتعاش والازدهار فإنه من الأفضل أن يتم التمويل بأموال الاقتراض، وذلك لأن أسعار الفائدة تكون متدنية وأن المنشأة مقبلة على مرحلة ازدهار تستطيع فيها سداد الفوائد والأقساط بكل سهولة، كما أنها ستستفيد أكبر استفادة من الوفر الضريبي عندما تحقق أرباحاً، وكذلك ستستفيد من انخفاض القيمة الشرائية للنقود في حالة الازدهار بسبب عوامل التضخم التي ستسود آنذاك، فتقوم بسداد أموال قوتها الشرائية أقل من القوة الشرائية للأموال التي اقتترضتها، أما في حالة كون الاقتصاد يمر بنهاية فترة الازدهار ويتجه نحو الركود فإنه من المستحسن أن تستعمل المنشأة أموال الملكية (إصدار أسهم جديدة) لتمويل حاجاتها وذلك لأن الأسهم (أموال الملكية) لا ترتب على المنشأة أية التزامات ثابتة، كما تفعل السندات أو القروض، فإن لم تحقق المنشأة أرباحاً فإنه لا يتوجب عليها أن توزع أرباحاً، وكذلك فإنه في مرحلة الازدهار تكون أسعار الفوائد عالية لذلك يكون من الأفضل عدم الاقتراض، كما أن أسعار الأسهم تكون مرتفعة نسبياً بسبب الازدهار، والإقبال على شرائها يكون كبيراً لذلك يكون من السهل على المنشأة التمويل بأموال الملكية في ظل مثل تلك الظروف. (رمضان، 1996)

5 - المرونة: Financial Flexibility

المقصود بالمرونة: الحرية في إرجاع الأموال إلى أصحابها عند عدم الحاجة إليها أو استبدال مصادر الأموال، وهذا أمر ممكن في حالة أموال الاقتراض إذا ورد نص على ذلك في عقد القرض أو عقد إصدار السندات، كأن تكون السندات قابلة الاستدعاء. ولكن عامل المرونة غير وارد في أموال

الملكية لأنه ليس للأسهم موعد للاستحقاق ولا يجوز للشركة إرجاع الأموال إلى حملة الأسهم وإلغاء الأسهم عند عدم الحاجة إليها (رمضان، 1996)

6 - توفر الأموال من مصادرها المختلفة: Availability

إن لهذا العامل علاقة بحجم الأموال المرغوب في الحصول عليها من أسواق رأس المال فقد يكون المال المرغوب فيه قرض كبير الحجم نسبياً، ولكن المصرف لا توجد لديه المقدرة أو الرغبة لتغطية هذا القرض المطلوب لسبب أو لآخر، أو أن يكون المال المرغوب فيه أموال ملكية (بيع أسهم عادية) ولكن المستثمرين لا يرغبون في شراء الأسهم. لذلك ترى الشركة نفسها مضطرة في بعض الأحيان إلى استخدام المصدر الخطأ أو النوع الخطأ من الأموال لعدم توفر الأموال المرغوب فيها بسبب عوامل خارجة عن إرادتها وخاضعة لحركات الاقتصاد والسوق المالية بشكل عام، وفي هذه الحالة على الشركة أن تصحح الخطأ بأسرع ما يمكن عندما تتمكن من ذلك (رمضان، 1996).

7 - التكلفة: Costing

يعتبر العبء الحقيقي للفوائد أقل مما يبدو لأول وهلة، وذلك بسبب الميزة الضريبية للاقتراض - حيث تعتبر الفوائد مصروفات تخصم من الأرباح قبل اقتطاع الضريبة - أي أن أموال الاقتراض أقل كلفة من أموال الملكية بسبب الميزة الضريبية للاقتراض (كراجة، 2000).

8 - المخاطرة: The Risk

"المقصود بالخطر هنا هو مخاطر عدم الوفاء وهو احتمال عدم قدرة المنشأة على الوفاء بالالتزامات تجاه أصحاب الأموال، وما يترتب على عدم قدرتها هذه من نتائج قد تكون مصيرية بالنسبة للمنشأة، خاصة إذا كانت الأموال مقترضة، والعسر المالي الناتج عسراً حقيقياً" (رمضان، 1996)

وهناك عوامل أخرى كما حددها (العامري، 1990) والتي يجب أخذها في الحسبان رغم أنها تختلف في أهميتها حسب الظروف وهي:

- 1- قيمة الأصل الضامن: فأي من الأصول يمكن استخدامها كضمان للقرض.
 - 2- تكاليف الإصدار ما هي تكلفة إصدار الأوراق المالية.
 - 3- السرعة: أي درجة السرعة التي يمكن بها الحصول على الأموال من كل مصدر.
 - 4- هل إصدار الأوراق المالية في الوقت الحاضر يسهل إصدارها في المستقبل بسبب معرفة المستثمرين بالشركة؟ وهل إصدار الأسهم يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم الحالية مما يؤدي إلى زيادة قيمتها أو العكس؟
- ويذكر أنه ومن خلال المقابلات الاستطلاعية التي تم إجراؤها مع بعض الشركات فإن أهم العوامل المحددة لاختيار مصادر التمويل في شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين كانت: التكلفة، السرعة، وقيود الممولين، وسياسة الإدارة العليا (مقابلات هاتفية مع مدراء ماليين لشركات مساهمة عامة في غزة والضفة الغربية - مارس 2004)

وبالإضافة إلى العوامل السابقة، فإن هناك عاملاً مهماً - بل يجب أن يعتبر أهم العوامل - التي يجب أن تأخذ في الحسبان عند التفكير في مصادر التمويل - والذي غفل عنه معظم الكتاب والباحثين -

عامل الفلسفة الإدارية، فإن بعض الشرائع السماوية- كالشريعة الإسلامية- تحرم اللجوء للاقتراض إذا كان مقترنا بفائدة، وتعتبره ربا لا يجوز التعامل به. وبناءً على ذلك فإن المؤسسات التي تتبنى هذه الفلسفة ستستبعد بعض المصادر (مثل: الاقتراض المقترن بفائدة، السندات والأسهم الممتازة) مما يعني تقلص مصادر التمويل المتاحة أمام الإدارة المالية، حيث اتضح أن من بين شركات عينة الدراسة بعض المؤسسات التي تتبنى هذا الاتجاه (مثل: شركة بيت المال الفلسطيني، والمؤسسة العقارية العربية)

أنواع التمويل وفقاً للفترة الزمنية:

وتنقسم مصادر التمويل وفقاً للفترة الزمنية إلى قسمين كما يذكرها (توفيق، الحناوي، 1983)

مصادر التمويل قصيرة الأجل ومصادر التمويل طويلة الأجل

أولاً: التمويل قصير الأجل: Current – Term Financing

تمتد فترة هذا النوع إلى سنة أو أقل وهو ضروري لتأمين جزء كبير من الموجودات المتداولة للمنشأة. ويتميز هذا النوع من التمويل بالسهولة حيث يتم الحصول عليه بسهولة نتيجة وجود منشآت توظف أموالها في هذا المجال، أما أنواع مصادر التمويل قصيرة الأجل فهي:

أ- الائتمان التجاري Trade Credit

يتمثل الائتمان التجاري بالمشتريات أو البضائع التي يمكن أن تحصل عليها المنشأة دون الحاجة إلى دفع قيمتها نقداً، وهذا الائتمان يكون غالباً للبضائع، وليس للآلات أو الأصول الثابتة ويتوقف منحه على عدد من العوامل الشخصية مثل: مركز البائع المالي، ورغبته في التخلص من مخزونه السلعي، وعلى عدد من العوامل الناجمة عن حالة التجارة والمنافسة مثل: طبيعة

السلعة المباعة، وغالباً ما يتم منح الائتمان في سلع تتميز بطلب كبير، أو عندما تزداد المنافسة في السوق وحسب الحالة التجارية، ومن أنواع الائتمان التجاري:

1. الحساب الجاري (المفتوح)

2. أوراق الدفع

3. السفتجة (الشيكات)

ب- **الائتمان المصرفي Bank Credit** : يعد هذا النوع من الائتمان من الوسائل

الهامة في التمويل القصير الأجل ويتميز هذا النوع من الائتمان بأنه:

1- أقل تكلفة من الائتمان التجاري في حالات عدم الاستفادة من الخصم النقدي.

2- يمكن اعتباره مصدرًا لتمويل الأصول الثابتة أيضاً.

3- هو أكثر مرونة من الائتمان التجاري لأن المصرف يدفع القرض على شكل نقد بينما

بالائتمان التجاري يتم الحصول على بضاعة.

ثانياً: التمويل متوسط الأجل **Intermediate Term Financing**

عادة ما تكون استحقاقات التمويل متوسط الأجل واقعة بين التمويل طويل الأجل والتمويل

قصير الأجل، وعندما يبدأ التمويل طويل الأجل لفترة تزيد عن خمس سنوات فمعنى ذلك أن

التمويل المتوسط الأجل يمتد إلى خمس سنوات فقط.

ومن أشكال التمويل متوسط الأجل:

1 - التمويل بقروض مباشرة متوسطة الأجل Term Loans Financing

"تمنح مثل هذه القروض من قبل البنوك والمؤسسات المالية، ويتم سدادها على مدار عدد سنوات القروض وتسمى أقساط خدمة هذه القروض اسم مدفوعات الإحلال Maturity Payments (أو الدفعات المستحقة) وعادة ما يكون القرض مكفولاً بضمان معين ويتم سدادها على دفعات من أجل حماية كل من المقرض والمقترض من خطر الانقطاع المفاجئ للمدين عن التسديد لأسباب مالية" (كنجو، 1997)

2 - التمويل باستئجار عناصر الموجودات Lease Financing

"كان ظهور هذا النوع من التمويل في الولايات المتحدة الأمريكية في عام 1952 ثم شاع في الستينات في أوروبا. ويشمل هذا النوع من التمويل الحصول على المال على شكل أصل لازم في المنشأة مقابل دفع قسط استئجار، وبموجب هذا النوع من التمويل لا يحتاج المستأجر إلا لدفع قسط شهري أو سنوي يتم الاتفاق عليه في عقد الإيجار، ليتمكن من الحصول على هذا الأصل الذي غالباً ما يكون مرتفع القيمة، قد يصعب على المستأجر دفع هذا المبلغ، دفعة واحدة" (حسونة، 1989).

3 - الشراء بالتقسيط:

"يعتبر هذا النوع من الشراء مصدراً للتمويل بمقدار القسط الذي لم يسدد حيث أن المنشأة تحصل على الأصل وتستطيع استخدامه، ولكنها لم تسدد كامل ثمنه بل إنها تقوم بالسداد على دفعات

محددة في فترات محددة وهذا يساعدها على التصرف بشكل مرن لأنها غير مجبرة على سداد كامل قيمة الأصل" (كنجو، 1997)

4- التمويل بالمرابحة:

إضافة إلى الأشكال السابقة للتمويل متوسط الأجل (من القروض والتمويل بالاستئجار والتمويل بالشراء بالتقسيط) يمكن اعتبار أن التمويل بالمرابحة شكلاً من أشكال التمويل متوسط الأجل، حيث أن هذا النوع من التمويل بدأ ينتشر في البلدان الإسلامية، وكذلك في فلسطين وما ساعد على ذلك انتشار البنوك والمصارف الإسلامية التي تعتبر المرابحة من أهم أنشطة التمويل التي تقوم بها هذه البنوك.

والمرابحة كما يعرفها (الموقع الإلكتروني لبنك الجزيرة www.baj.com.sa مايو 2005) هي أحد بيوع الأمانة في الشريعة الإسلامية، حيث يحدد ثمن البيع بناءً على تكلفة السلعة مضافاً إليه ربح متفق عليه بين البائع والمشتري. وقد طور عقد المرابحة لتصبح صيغة تمويل جائزة شرعاً بما يعرف في المصطلح المصرفي المعاصر بالمرابحة المصرفية. ويتم تنفيذها عن طريق شراء المصرف لسلعة يحددها العميل، ثم يدفع المصرف ثمنها نقدًا ثم يقوم المصرف ببيع تلك السلعة للعميل بثمن مؤجل يقوم العميل بتسديده إما دفعة واحدة أو على أقساط محددة

ثالثاً: التمويل طويل الأجل Long Term Financing

تبلغ فترة استحقاق الديون الطويلة الأجل ما يزيد على الحد الأدنى لها وهو خمس سنوات، ويمكن أن يكون التمويل هذا من مصادر داخلية أو خارجية (كنجو، 1997) وفيما يلي هذه المصادر:

1- الدين طويل الأمد:

"يتمثل هذا النوع من الديون بسندات الدين غير المضمونة أو العادية بالإضافة إلى سندات الدين المضمونة أو سند الدين نظير الرهن أو سندات الدين القابلة للتحويل. وعادة ما تحصل هذه السندات على نسبة فائدة محددة، كما أنها تمثل عبئاً مالياً يستوجب السداد في تاريخ محدد، لكن طول الفترة التي تستحق فيها الديون طويلة الأمد تساعد على استخدام هذه الأموال في أصول ثابتة. أما طريق سداد هذه الديون فتكون على شكل أقساط سنوية من قيمة مبلغ القرض بالإضافة إلى الفائدة المترتبة على المبلغ" (هندي، 2003).

وتجدر الإشارة إلى عدم المبالغة في الاعتماد على الديون من أجل تمويل احتياجات المشروع لكي لا تسخر نشاطات المنشأة لخدمة الدين فقط.

2- راس المال السهمي:

تتوزع أسهم المنشأة إلى نوعين:

أ- الأسهم العادية: Common Stocks

تمثل الأسهم العادية رأس المال الأصلي الذي تم تأسيس المشروع بموجبه وغالباً ما يكون هذا المشروع شركة مساهمة، يحصل حامل السهم العادي على الأرباح في حال تحقيقها.

ب - الأسهم الممتازة: Preferred Stocks

تلجأ الشركات للتمويل عن طريق الأسهم الممتازة في عدة حالات:

- إذا كانت تكلفتها أقل من تكلفة الأسهم العادية، لاسيما أن هذه الأسهم الممتازة تحصل على عوائد ثابتة في حال تحقيقها.
- عندما لا تتمكن المنشأة من طرح السندات أو الحصول على قروض من المؤسسات المالية المختلفة.

والجدير ذكره هنا أن الشركات الفلسطينية لا تتعامل بالأسهم الممتازة في عمليات التمويل، حيث لم يتضح أن أيًا من شركات المساهمة العامة أو غيرها تصدر هذا النوع من الأسهم، وذلك وفقا لمعلومات سوق فلسطين للأوراق المالية (مقابلة مع مدير سوق فلسطين للأوراق المالية - غزة يوليو 2004)

التمويل الذاتي:

يشير هذا المصدر من التمويل إلى جملة المصادر التي تستطيع المنشأة بنفسها إيجادها. وغالباً ما تكون هذه المصادر من أموال الملاك على شكل أرباح محتجزة لم يتم توزيعها. بالإضافة إلى بعض المخصصات المالية وخاصة مخصص الاستهلاك، والمؤنات الأخرى المختلفة.

أما معدل التمويل الذاتي فيحسب بالعلاقة: التمويل الذاتي/ قيمة الاستثمارات

فإذا ارتفع هذا المعدل فإنه يدل على اعتماد المنشأة على التمويل الذاتي.

وأما المصدر الأساسي للتمويل الذاتي فهو الأرباح التي تحققها المنشأة والتي إذا تم توزيعها بمعدلات استثمار عالية، فإنها تتزايد بشكل كبير وتغدو مصدراً هاماً للتمويل.

وفي مجال الحديث عن الربح كأحد المصادر الداخلية للتمويل تأتي مشكلة توزيع هذا الربح، لأن المساهمين يفضلون في كثير من الأحيان الحصول على عائدات أسهمهم التي اكتتبوا بها (Brigham & Ehrhart 2005)

"غير أن المنشأة يمكن أن تتبع سياسة الاحتجاز وعدم التوزيع وهذا يثير مشكلة بالنسبة للمساهمين، فقد تتكون فئتين من المساهمين منهم من يريدون التوزيع وآخرون لا يريدون التوزيع بل إعادة التوظيف والحصول على مكاسب مستقبلية أكبر، ويتم النظر إلى هذه المشكلة من خلال التوفيق بين مصالح كل من المساهمين والمنشأة والمجتمع. ولذلك فإن هناك ضرورة لتوزيع نسبة معينة من الأرباح على المساهمين العاديين لكي لا يفكر هؤلاء بنقل ملكيتهم لمنشأة أخرى، وهذا يساعد بالتالي على المحافظة على قيمة السهم الاسمية، وزيادتها، لأن التوزيع يشجع المستثمرين الجدد على الاكتتاب في الشركة وإعادة توظيف الجزء المتبقي" (كنجو، 1997)

ويحدد (كنجو، 1997) بعض خصائص الأرباح المحتجزة، نذكر منها :

- زيادة ربحية رأس المال الخاص، وزيادة العائد على السهم الواحد.
- زيادة قدرة المنشأة على الحصول على قروض جديدة.
- أن تكلفة الأرباح المحتجزة هي أقل من مصادر التمويل الأخرى
- أن الاعتماد على التمويل الذاتي يعطي المنشأة درجة من الاستقلالية.

ولكن يؤخذ على هذا الأسلوب:

- عندما يكون معدل العائد على الاستثمار مرتفعاً فإن من مصلحة المنشأة المتاجرة بملكية الغير من خلال الاعتماد على القروض.

- إن عدم التوزيع قد يدفع بعض المساهمين إلى بيع أسهمهم وبالتالي تعرض أسعار هذه الأسهم للانخفاض.

- عندما لا تقوم المنشأة بالتوزيع فإنها قد تعتقد أن هذا المصدر للتمويل قليل التكلفة وهذا قد يدفعها إلى توظيفه في استثمارات منخفضة الربحية

وفي الحقيقة فإن تحديد مصدر التمويل المناسب مسألة ليست على درجة من السهولة، ولهذا ينبغي على المدير المالي قبل أن يقوم بتحديد مصدر التمويل المناسب أن يحدد طبيعة الأموال التي تحتاجها المنشأة، لأن هذا سيساعده على اختيار المصدر المناسب، ذلك لأن طبيعة النشاط الذي تمارسه المنشأة (سواء أكان صناعياً أم تجارياً) ونوع الموجودات (ثابتة أم متداولة) تقتضي نوعاً معيناً من التمويل قد لا يكون هو نفسه الذي تحتاجه منشأة زراعية لتمويل عمليات تشغيلية.

كما قد يلعب المركز المالي للمنشأة، وحجم إيراداتها دوراً في تحديد المصدر المناسب أو المتاح للمنشأة.

ومما لا شك فيه أن السياسة الاقتصادية للدولة والإجراءات المالية التي تفرضها الحكومة والتشريعات الضريبية، بالإضافة للمعتقدات الدينية تدفع إلى اختيار مصدر التمويل دون آخر، ولهذا فإن المدير المالي الناجح هو الذي يستطيع التوفيق بين العوامل السابقة واختيار المصدر الأمثل، أو المزج بين المصادر بما يتلاءم مع طبيعة المصدر وظروف وإمكانات المنشأة.

الفصل الثالث:

الإطار النظري

المبحث الثاني: تكلفة الأموال

المبحث الثاني: تكلفة الأموال

- مقدمة

- أهمية تكلفة التمويل ومدلولاتها

- مفهوم تكلفة التمويل

- معنى تكلفة التمويل

- العوامل المؤثرة على تكلفة التمويل

- حساب تكلفة التمويل

المبحث الثاني: تكلفة الأموال

مقدمة:

تعتبر القرارات الاستثمارية من القرارات الإستراتيجية المهمة التي تتخذها الإدارة المالية، والمعروف عن هذه القرارات أن الخطأ في اتخاذها يُحمّل المنشأة تكاليف باهظة، قد تصل إلى حد التصفية والزوال، ومن المعروف أيضاً عن قرارات الاستثمار الطويل الأجل أن قبولها يتم عندما يكون العائد المتوقع منها أكبر من تكلفة تمويل هذه الاستثمارات، إن هذا يدل على أهمية الاهتمام بتكلفة التمويل. وعلية فإن هذا المبحث سوف يقدم تحليلاً لتكلفة التمويل وكيفية احتسابها.

أهمية تكلفة التمويل ومدلولاتها:

توفر الإدارة المالية أموالها الاستثمارية من مصادر التمويل المختلفة مثل: القروض والأموال المملوكة (حقوق الملكية)، وهي تشكل ما يسمى بهيكل الموجودات، وضمن منطلق القرار للإدارة المالية فإن قبول هذه الاستثمارات -أي من ناحية جدواها الاقتصادية- ينبغي أن يكون العائد المحقق من تنفيذ هذه الاستثمارات مناسباً، وهذا يعني عند تقييم المقترحات الاستثمارية إن الضرورة تستلزم مقارنة العائد المتوقع على هذه الاستثمارات مع تكلفة هذا الاستثمار (Steverson,1998)²

وفي نفس السياق يشير (الشمخي 1989) إلى أن قبول هذه الاستثمارات يتطلب أساساً معرفة تكلفة تمويل هذه الاستثمارات، فالاستثمار الذي لا يضمن عائداً متوقعاً أعلى من تكلفته يجب رفضه،

² نقلا عن هندي، 2003

حيث أن قبوله يعني انخفاضاً في عوائده المتوقعة، وبالتالي انخفاضاً في ربحية المنشأة ككل، الأمر الذي يسبب هبوط في ربحية السهم الواحد، وبالتالي في القيمة السوقية له والتي تعتبر الهدف الإستراتيجي الذي تدور حوله كل قرارات الإدارة المالية.

وتحديد تكلفة رأس المال يعتبر أمراً ضرورياً في الكثير من القرارات المالية الأخرى، ومن أمثلتها القرارات المتعلقة بالاستئجار، واسترداد السندات، وسياسة رأس المال العامل. هذا ومن الجدير بالذكر أن كل استثمار يحدد بدوره مصادر التمويل الواجب استعمالها لتمويل هذا الاستثمار، كما أن كل وسيلة تمويل لها تكلفة، وأن كل وسيلة تمويل مستخدمة تحدد بدورها مصادر التمويل الأخرى، وتكلفة الأموال الناتجة عن هذه المصادر (Kolp,2001).

وعموماً فإن حساب تكلفة التمويل سواء أكان لكل عنصر من عناصر التمويل أم للهيكل التمويلي ككل، سوف يحقق لإدارة المنشأة والإدارة المالية فيها عدد من الفوائد كما حددها كل من (Gup,1983 & Brigham,2002)

1- الهيكل المالي يمكن أن يؤثر على كل من حجم ودرجة المخاطرة أرباح الشركة، ومن ثم قيمة الشركة.

2- إن حساب تكلفة التمويل لكل عنصر من عناصر التمويل سوف يساعد الإدارة المالية في اتخاذ القرار المتعلق باختيار انسب تلك المصادر من ناحية التكلفة، حيث يقتضي المنطق المالي وعند تساوي الشروط الأخرى المرتبطة بكل مصدر، أن يتم اختيار المصدر الذي يحمل المنشأة أقل تكلفة.

3- قرارات الموازنة الرأسمالية لها تأثير رئيسي على الشركة، وأن إعداد الموازنة بشكل صحيح يتطلب تقديراً لتكلفة التمويل.

4- يفيد حساب تكلفة التمويل في تقييم المشروعات التي ستستخدم فيها الأموال، فإذا تبين أن تكلفة التمويل تزيد على العائد المتوقع أصبحت هذه المشروعات عبئاً على إدارة المنشأة، أما إذا حُسبت التكلفة وقُدِّرَ عائدها بدقة مقدماً فإنه يمكن لإدارة المنشأة أن تتفادى الدخول في هذه المشروعات غير المجزية.

5- يفيد حساب تكلفة التمويل في المفاضلة بين المشروعات الصناعية ذاتها وتحديد مدلولاتها، إضافة إلى دورها في قرارات التسعير والربط بين قيم المنشآت في الأسواق المالية وبين هيكلها المالية.

6- إن العديد من القرارات المالية، من ضمنها تلك المرتبطة بالاستئجار *Leasing* وإعادة تحويل السندات *Bonds refunding* تستلزم حساباً دقيقاً لتكلفة التمويل.

7- إن تعظيم قيمة المنشأة - كهدف استراتيجي للإدارة المالية - يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات المنشأة - ومن ضمنها الأموال - بحدودها الدنيا، ولغرض تخفيض تكلفة التمويل فإن المشروع يستوجب حسابها.

وكذلك فإن مسألة اختيار اقتراح إنفاق رأسمالي معين أو اتخاذ قرار استثماري في المنشأة الاقتصادية لا تتوقف على المكاسب أو العائد المتوقع، بل تتطلب هذه القرارات إعداد تقديرات مناسبة لتكلفة الأموال، وذلك قبل اتخاذ أي قرار في شأن قبول أو عدم قبول الاستثمارات الرأسمالية المقترحة.

وإذا كانت الإدارة تستخدم طريقة صافي القيمة الحالية لاختيار المشروعات وترتيبها، فمن الضروري أن تستخدم تكلفة الأموال لخصم التدفقات النقدية وإرجاعها إلى قيمتها الحالية، أما إذا كانت الإدارة تتبع طريقة معدل العائد الداخلي، فإنها ستختار تلك الاقتراحات التي يفوق عائدها المتوقع التكلفة المنتظرة للأموال، وحتى عندما تستخدم الإدارة الطريقة المحاسبية في الاختيار والترتيب فإنها ما زالت

بحاجة لمعرفة تكلفة الأموال، ففي هذه الحالة سيكون اختيارها على تلك المشروعات التي يفوق متوسط معدل العائد فيها معدل تكلفة الأموال، وبالتالي نجد أن تكلفة الأموال تعتبر عنصراً هاماً وأساسياً في عملية اتخاذ قرارات الإنفاق الاستثماري (كراجة، 2000)

"وبالإضافة إلى ذلك فإن تكلفة رأس المال تشكل أحد العوامل الأساسية في تحديد معدل القيمة الحالية، كما أنها تؤثر على قيمة المنشأة الاقتصادية في السوق المالية. والسبب هو أن معدل القيمة الحالية يرتبط مباشرة بقيمة المنشأة، لأن جميع الاستثمارات التي لها قيمة حالية صافية موجبة تزيد من قيمة المنشأة، بينما نجد أن الاستثمارات التي لها قيمة حالية صافية سالبة تخفض من قيمتها، وبشكل آخر فإنه كلما انخفض معدل القيمة الحالية ازدادت القيمة الحالية الصافية، وبذلك تزداد قيمة المنشأة وقدراتها المالية" (العمار، 1997).

وإن أهم ما يمكن أن يقال بخصوص تكلفة التمويل هو أنها تمثل حجر الزاوية الذي ستدور حوله مجموعة كبيرة من القرارات، وأهمها: قرارات الاستثمار وقرارات التمويل.

و بخصوص المجموعة الأولى من القرارات فإننا نستطيع التأكيد على أن تكلفة التمويل وحسابها يعتبر حجر الزاوية بالنسبة للإدارة المالية. فهي توجهها نحو تعظيم حقوق الملكية وذلك بقبول الاستثمارات التي تكون عوائدها المتوقعة أكبر من تكلفة تمويلها.

أما بخصوص المجموعة الثانية من القرارات فإن تكلفة التمويل سوف توفر المقياس الملائم لقياس فاعلية تشكيلة هيكل التمويل سواء أكان ذلك من خلال المفاضلة بين مصادر الأموال المتاحة واقتناء أنسبها أم باختيار تشكيلة هيكل التمويل الذي ينحصر في تكلفة التمويل للمنشأة (Petty et. al.1987)³

³ نقلا عن هندي، 2003

"ولهذا فتكلفة الأموال تعتبر معياراً مهماً في تقييم الأداء المالي وفي قياس فاعلية استخدام الأموال، لكن ينبغي أن نتذكر هنا أن استخدام تكلفة التمويل في تقييم الأداء المالي تقتضي توافر ثلاث شروط هي: أن جميع الاقتراحات الاستثمارية على نفس الدرجة من المخاطر، وإنها تتماثل من حيث الخصائص، وأن تنفيذ أي من الاقتراحات المعروضة لن يغير من مستوى مخاطر عمليات المنشأة" (هندي، 1990)

مفهوم تكلفة التمويل:

وعند الدراسة المتخصصة لموضوع تكلفة التمويل، يلاحظ أن المتخصصين في العلوم الاقتصادية والمحاسبية والمالية، فقد اختلفت آراؤهم حول تحديد مفهوم أو مضمون تكلفة التمويل رغم إعطائها الأهمية الاستثنائية عند اتخاذهم القرارات الاستثمارية والتي تعتبر فريدة من نوعها غالباً. فقد استخدم الاقتصاديون تكلفة التمويل في نظرياتهم الاقتصادية كعنصر مهم في تحديد الكثير من المتغيرات الاقتصادية، وقد تمثلت هذه التكلفة من وجهة نظرهم في شكل العائد على الأموال المستخدمة، أما المحاسبون فقد استمروا ولفترة طويلة، في تأكيد رأيهم بأنه لا يجري الاعتراف بمقابل استخدام الأموال إلا إذا كان متمثلاً في فائدة فعلية تعاقدية، يجري سدادها للغير، فمن وجهة نظرهم أن الأموال المقترضة فقط هي النوع الوحيد للأموال الذي يحمل المنشأة بتكلفة، وهذا يعني أنهم نظروا إلى حقوق الملكية كونها أموالاً مجانية دون تكلفة. ثم تعززت وجهات نظرهم أخيراً في الاهتمام بتكلفة التمويل، وإن جاءت متأخرة (عبداً، 1976).

أما في المجال المالي -أي في مجال الإدارة المالية- فقد نُظر إلى تكلفة التمويل على أنها حبر الزاوية لاتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية وفي تركيبة هيكل التمويل ونوع التشكيل المستخدم في

ذلك التركيب، وقد أفرز هذا الاتجاه حديثاً من الفكر المالي التي حصلت في الأموال وكذلك متغيرات الطلب وعرض الأموال، وعموماً فقد استندت الإدارة المالية في تحديدها إلى تكلفة التمويل إلى بعدين، الأول اقتصادي والثاني محاسبي، حيث تعتمد الإدارة المالية على مفهوم تكلفة الأموال ضمن المنظور الاقتصادي مع الأخذ بنظر الاعتبار البعد المحاسبي (عبدالله، 1976).

وهنا نجد أن الرأي الأخير - رأي الإدارة المالية - هو الأقرب للصواب إذ إنه يجمع بين المفهوم الاقتصادي والمفهوم المحاسبي مع عدم تجاهل طبيعة التكلفة سواء كانت تعاقدية أو على شكل العوائد التي سوف تدفع كعوائد للأموال المستخدمة.

معنى تكلفة الأموال:

يتضح مما سبق إن فكرة تكلفة التمويل معقدة جداً وإن مدى عدم الوضوح في هذه الناحية يتبين من المعاني المتعارضة، أو وجهات النظر المختلفة التي تتعلق باصطلاح تكلفة التمويل المتداولة حالياً. من كل ما تقدم نقول أن تكلفة التمويل دخلت في تحديدات مختلفة واجتهدت فيها آراء مختلفة، إلا أنها جميعاً تدور حول مدلول واحد ينحصر بكونها " الحد الأدنى للمعدل الذي تطلبه المنشأة للاستثمارات الجديدة (Coltan,1970)⁴ أو هي معدل العائد المطلوب على الاستثمارات الذي يضمن بقاء سعر السهم العادي للمنشأة بدون تغير (Petty et. al, 1987)⁵

كما حددت أيضاً بكونها التكلفة التعاقدية وغيرها من المصاريف التي ترتبط بالقروض التي

تقترضها المنشأة (Pandeg,1974)⁶

⁴ نقلا عن (الشامع،1992)

⁵ نقلا عن (عقل،2000)

⁶ نقلا عن (الشامع،1992)

أما (سويلم، 1997) فيعرف تكلفة التمويل على أنها المبلغ الذي يجب دفعه للحصول على أموال لازمة لاستخدام المنظمة، وفيما إذا كانت هذه المبالغ عند استخدامها ستحقق معدل عائد أقل أو أكبر من المعدل المدفوع للحصول عليها

أي أن تكلفة الأموال هي: الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الرأسمالية المقترحة. وتحقيق معدل عائد أقل من هذا المعدل يؤدي إلى سوء الحالة المالية لأصحاب المنشأة مما كانت عليه من قبل وما يترتب على ذلك من انخفاض القيمة السوقية للمنشأة. بينما تحقيق معدل أكبر من هذا الحد الأدنى يؤدي إلى تحسن الحالة المالية لملاك المنشأة مع زيادة القيمة السوقية للمنشأة.

نلاحظ من التعريفات السابقة لتكلفة التمويل بأنها لم تتناول التكلفة الشاملة للتمويل ، بمعنى أنها إما نظرت لتكلفة التمويل على أنها تكلفة حقوق الملكية فقط (كما أشار لذلك كل من: Coltan , Petty) أو على أنها تكلفة الأموال المقترضة (كما أشار كل من: Pandeg،

لكننا نجد أن (يونس خان، غرابية، 1989) قد حددا تكلفة التمويل بأنها التكلفة المرجحة *Weighted cost* لكل مصدر من مصادر التمويل والتي تستخدم كمعيار لقبول أو رفض المشاريع الاستثمارية .

وبناءً على ذلك يمكن اعتبار أن الحديث عن تكلفة الأموال هو الحديث عن التكلفة الشاملة للأموال، أي تكلفة مزيج من أموال الملكية، وأموال الاقتراض، ويرجع ذلك إلى أن المقدار المعين من الأموال الذي ستستخدمه المنظمة لتمويل استثماراتها الرأسمالية المقترحة يأتي عادة من مصادر مختلفة، وبالتالي فإن تكلفة كل نوع من هذه الأنواع يختلف عن تكلفة غيره، ولذا فمن الخطأ والخطر أخذ تكلفة نوع واحد واعتباره تكلفة للأموال المستثمرة في المنظمة.

العوامل المؤثرة على تكلفة الأموال:

تتأثر تكلفة الأموال بعوامل عامة تؤثر على كافة العناصر المكونة لهيكل رأس المال، وبالعوامل خاصة تتعلق بكل عنصر على حدة، كما تتأثر تكلفة الأموال كذلك بالقرار المحدد للخليط الذي يتكون منه هيكل رأس المال ونسبة كل عنصر فيه

وفيما يلي نعرض لهذه العوامل الثلاثة كما حددها (هندي، 2003) بشيء من التفصيل:

1. تأثير العوامل العامة:

كما أتضح سابقاً من مفهوم تكلفة التمويل فيتوقع المستثمرون الذين يزودون المنشأة بالأموال (ملاك ودائنين) الحصول على عائد يكفي لتعويضهم عن مجرد حرمانهم من استغلال أموالهم لتحقيق إشباعات (منافع) حاضرة كنتيجة لتوجيه تلك الأموال إلى مجال الاستثمار، كما أنهم يتوقعون كذلك الحصول على عائد لتعويضهم عن المخاطر التي قد يتعرض لها عائد استثماراتهم.

و يعتبر الجزء الأول من العائد تعويضاً للمستثمر عن عنصر الزمن، إذ يحصل عليه كتعويض عن تأجيل الحصول على إشباع أو منفعة فورية من أموال يمتلكها. وتقدر قيمة هذا التعويض بالعائد الذي يمكن للمستثمر الحصول عليه لو أنه استثمر أمواله في مجالات لا تتعرض لأي مخاطر، وسوف نعتبره - تجاوزاً - مساوياً للعائد المتوقع على سندات حكومية لا تزيد فترة استحقاقها عن السنة، وهو ما يطلق عليه بمعدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر *Risk Free Rate* ويتوقف هذا العائد - الذي يعتبر بالنسبة للمنشأة جزءاً من تكلفة أي مصدر تمويل - على الحالة الاقتصادية، فكلما زاد الطلب على الأموال، زاد معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، والعكس صحيح.

أما بالنسبة للجزء الثاني من العائد والذي يحصل عليه المستثمر لتعويضه عن المخاطر التي

يتعرض لها العائد المتوقع من الاستثمار، فيطلق عليه بدل المخاطر *Risk Premium*

2. تأثير العوامل الخاصة بكل عنصر:

من المعروف أن مصادر التمويل تتفاوت من حيث المخاطر التي تتعرض لها، فالمقرضون أقل تعرضاً للمخاطر من حملة الأسهم، إذ إن لهم الحق في الحصول على الفوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المنشأة للربح من عدمه، كما أن لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس، يأتي بعد ذلك حملة الأسهم الممتازة، إذ إنهم أكثر عرضة للمخاطر من الدائنين، إلا أنهم أقل عرضة للمخاطر بالمقارنة مع حملة الأسهم العادية، فحملة الأسهم الممتازة يتقدمون على حملة الأسهم العادية سواء أكان ذلك في الحصول على نصيبهم من الأرباح - إذا ما تقرر توزيعها - أم في حصولهم على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس.

وهكذا فإنه من الواضح أن حملة الأسهم العادية في نهاية القائمة يتحملون مخاطر أكبر مما يتحمل الآخرون. ونظراً لأن التكلفة التي تدفعها المنشأة (العائد الذي يحصل عليه المستثمرون) تتوقف على المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة، فإنه من المتوقع أن يكون الاقتراض أقل مصادر التمويل تكلفة، وأن تكون الأسهم العادية أكثرها تكلفة، بينما تأتي الأسهم الممتازة في منتصف الطريق.

3. تأثير تشكيل هيكل رأس المال:

"عادة ما تضع المنشآت سياسة محددة بشأن الخليط الذي يتكون منه هيكل رأس المال، ونسبة كل عنصر فيه، فقد تقرر المنشأة مثلاً الاعتماد على القروض وحقوق الملكية فقط في تمويل استثماراتها،

وبذا تستبعد الأسهم الممتازة، كما قد تقرر كذلك نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل الخليط الذي قررت الاعتماد عليه في تمويل استثماراتها. و طالما أن تكلفة كل عنصر تختلف نتيجة لاختلاف درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد ذلك العنصر فإنه من المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقاً لقرار المنشأة الذي يحدد العناصر التي يتكون منها هيكل رأس المال ونسبة كل عنصر فيه" (هندي، 2003)

حساب تكلفة الأموال

يواجه قياس تكلفة التمويل مشاكل تكمن في عنصرين هما كما حددهما (سويلم، 1997):

الأول: عنصر عدم التأكد، حيث أن كل مصدر من مصادر التمويل المتاحة قد لا تدر بالضرورة عوائد موجبة مؤكدة، وفي مواعيد محددة يقيناً.

الثاني: أن مصادر التمويل المتاحة متنوعة ومتباينة، وكل منها يعمل في ظل قوانين مؤقتة ومختلفة، حيث يتضح هذا التباين فيما يلي:

- 1- مصادر مديونية مطلقة بما تستلزم من مدفوعات دورية محددة، لا يمكن الإخلال بها على الإطلاق إلا بعقوبات صارمة قد تصل إلى حد التصفية المنظمة وإفلاس مالكيها.
 - 2- مساهمات من مجموعة الشركاء أو الملاك أو المنتفعين في المنظمة.
- بين هذين الطرفين يوجد توليفة مختلفة بعضها أقرب لحالة المديونية مع وجود عنصر المشاركة، وبعضها أقرب لحالة الملكية مع وجود عنصر الدائنية.

ويشير (Steverson, 1980)⁷ كذلك إلى أن عملية حساب تكلفة التمويل تمثل واحدة من الصعوبات الرئيسية التي تواجه الإدارة المالية في منشآت الأعمال، فالمفهوم محير بحد ذاته -كما اتضح سابقاً- كما

⁷ نقلاً عن (هندي، 2003)

أن الحساب الحقيقي لتكلفة التمويل يعتمد على التخمين والتقدير، وعموماً فإن الاهتمام لحساب تكلفة التمويل ينحصر في مصادر التمويل طويلة الأجل - القروض طويلة الأجل وحقوق الملكية - على اعتبار أنهما المصادر الرئيسية للعمليات الاستثمارية

وهذا يعني أن جانبا من مصادر التمويل - التي تعتبر هامة في كثير من الأحيان - لن يتم التعرض لها عند حساب تكلفة التمويل مثل الاندثار والقروض قصيرة الأجل... الخ (الشمخي، 1988) وفي ضوء هذا الاتجاه العلمي السائد، ولصعوبة حساب تكلفة التمويل قصير الأجل؛ فإن حساب تكلفة التمويل سوف ينحصر في المصادر الدائمة للمنشأة وهي القروض طويلة الأجل وحقوق الملكية.

تكلفة الأموال المقترضة:

يمكن تعريف تكلفة الأموال المقترضة بأنها معدل العائد الواجب كسبه على الاستثمارات الممولة بالقروض من أجل عدم تأثر المكاسب المرتبطة بجملة الأسهم العادية وعلى ذلك فإن تكلفة الأموال المقترضة هي في ذاتها معدل الفائدة على القرض. (أبو معمر، 2000)

وسعر الفائدة يتحدد وفقاً لعدة عناصر كما تظهره المعادلة التالية (Brigham, 2005):

$$K = K^* + IRP + DRP + LRP + MRP$$

حيث أن:

معدل الفائدة الحقيقي (K) Real Rate Of Interest

معدل الفائدة الخالي من المخاطر. (K*) Real Risk-Free Rate Of Interest

بدل مخاطرة التضخم (IRP) Inflation Risk Premium

بدل مخاطرة الإفلاس (الافتراضية) (DRP) Default Risk Premium

بدل مخاطرة السيولة (LRP) Liquidity Risk Premium

بدل مخاطرة الاستحقاق (MRP) Maturity Risk Premium

وعند حساب تكلفة الاقتراض فإنه يجب التمييز بين التكلفة الظاهرة للقروض والتكلفة الحقيقية حيث يوضحها (العمار، 1997) كما يلي:

1- التكلفة الظاهرة:

تعرف التكلفة الظاهرة للقروض بأنها عبارة عن المعدل الذي يحقق المساواة بين المبلغ المقترض من جهة، وبين القيمة الحالية للفوائد السنوية مضافاً إليها القيمة الحالية للمبلغ الأساسي للقرض والمسدد في نهاية المدة.

المبلغ المقترض = القيمة الحالية للفوائد + القيمة الحالية للقرض الواجب تسديده في نهاية المدة.

وهذا التعريف ينطبق مع المبدأ القائل بان المستثمر لا يقبل توظيف أمواله إلا إذا توقع الحصول على ربح لقاء عملية الاستثمار وتعويض الأخطار التي سيتعرض لها.

2- التكلفة الحقيقية:

تعرف التكلفة الحقيقية للقروض بأنها عبارة عن التكلفة الحقيقية التي تتحملها المنشأة فعلاً بعد الاستفادة من الوفر المحقق من تطبيق الضريبة على الأرباح، وذلك على اعتبار أن القانون الضريبي يعتبر الفوائد التي تدفعها المنشآت لقاء الأموال المقترضة تكلفة، وهي معفاة من الضرائب باعتبارها عنصراً من عناصر تكلفة الإنتاج وتعامل مثل بقية النفقات الأخرى التي تخصم من إيرادات المنشآت قبل دفع الضرائب .

وبمعنى آخر يمكن القول بأن الفوائد تخفض بطرح الضريبة، وبذلك تحقق وفراً للمنشأة يزيد من كمية الأرباح الصافية، أي يزيد من العائد على الأموال المستثمرة. وعلى سبيل المثال لنفرض أن معدل ضريبة الدخل يعادل 50% فإن التكلفة الحقيقية للقروض تساوي نصف التكلفة الظاهرة أي نصف الفائدة.

وإذا رمزنا ل : التكلفة الحقيقية = ك، معدل الفائدة = ف ، معدل الضريبة = ض

فإنه يمكننا حساب التكلفة الحقيقية للقرض حسب القانون التالي: $ك = ف (1 - ض)$

تكلفة الأسهم الممتازة:

"الأسهم الممتازة تقع بطبيعتها بين الأموال المقترضة وبين الأسهم العادية، فالأسهم الممتازة مثلها مثل القرض تحمل ارتباطاً محدداً على الشركة بدفع مبالغ دورية معينة، وكذلك في حالة التصفية فإن لها امتياز عن الأسهم العادية، ولكنها تختلف عن القرض في أنها لا تأخذ الفوائد في حالة العسر المالي، وبالتالي فإن عدم تسديد فائدتها لا يؤدي إلى الإفلاس كما هو الحال في التمويل بالقرض. و بشكل عام فالأسهم الممتازة تعتبر أقل خطراً من القروض وأكثر خطراً من الأسهم العادية" (رمضان، 1996)

"ويمكن تعريف تكلفة الأسهم الممتازة بأنه مماثل لتعريف تكلفة الأموال المقترضة فهو معدل العائد الواجب كسبه على الاستثمارات الممولة بأسهم ممتازة من أجل ألا تتأثر المكاسب المرتبطة بحملة الأسهم العادية، وهذا المعدل هو الربح الموزع للسهم الممتاز مقسوماً على صافي الدخل الذي سيؤول للشركة نتيجة بيعها أسهماً ممتازة جديداً" (رمضان، 1996)

أي أن تكلفة الأسهم الممتازة = الأرباح الموزعة / السعر السوقي للأسهم الممتازة

تكلفة الأموال المملوكة:

يقصد بها هنا الأسهم العادية مضافاً إليها الفائض الرأسمالي مضافاً إليها الأرباح المجمعة. ويمكن تعريف تكلفة الأموال المملوكة (*Cost Of Equity*) بأنها الحد الأدنى من معدل العائد الواجب كسبه على الاستثمارات الممولة بأموال مملوكة بحيث لا تتأثر قيمة الأموال المملوكة والموجودة أصلاً (أبو

معمر، 2000)

أولاً: تكلفة الأسهم العادية: Common stock cost

نظراً لأن تكلفة الأسهم العادية تقديرية حيث أنها لا تدفع مباشرة عند الحصول على التمويل وإنما هي عبارة عن الحد الأدنى - الذي يتطلع إليه المستثمر - من معدل العائد الواجب كسبه على هذه الأموال؛ لذلك فهناك نماذج عديدة لقياس تكلفة الأسهم العادية أهمها:

أ- نموذج العائد الخالي من المخاطر *Bond- Yield- plus-Risk- Premium Approach*

ب- نموذج نمو مقسوم الأرباح *Dividend- Yield-plus-Growth- Rate Approach*

ج- نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية *The Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

وفيما يلي توضيح موجز لمضامينها:

1. نموذج العائد الخالي من المخاطر: *Dividend- Yield-plus-Growth- Rate Approach*

يستند هذا لنموذج على أساس طبيعة العلاقة بين تكلفة قروض المنشأة وبين أسهمها العادية، لذلك تكون تكلفة القروض أقل من تكلفة الأسهم العادية، فعندما تستخدم المنشأة نموذج العائد الخالي من المخاطر في قياس كلفة التمويل الممتلك فإنها تقوم بقياس تكلفة القرض بعد الضريبة ثم تضيف عليه بدل مخاطره بتراوح بين (4-6%) لكي تحصل على كلفة حق الملكية كما في المعادلة أدناه (Aragon, 1989)

$$K_s = \text{Bond yield} + \text{Risk premium}$$

2. نموذج نمو مقسوم الأرباح: *Dividend- Yield-plus-Growth- Rate Approach*

ويطلق عليه أيضاً نموذج تقييم الحصة أو نموذج كوردن (Gordon Mode) الذي تم تطويره من قبل (Gordan & Shapirp) سنة 1959 ويعتمد النموذج المذكور على الوعد بأن المعدل المتوقع

للعائد هو (المعدل الذي يجعل سلسلة من الحصص المتوقعة بشكل غير محدد من المستقبل مساوية للسعر الجاري للسهم).

لذلك فإن قيمة نصيب السهم المتوقع لمالك الأسهم هو القيمة الحالية للربح المستقبلي المتوقع للدخل الذي يستلمه (Casler & Anderson,1984) كما في المعادلة التالية:

$$K_s = D_1/P_0 + g$$

حيث أن:

D_1 = الحصة الجارية لكل سهم ، K_s = تكلفة الأسهم العادية =

P_0 = السعر السوقي الجاري لكل سهم ، g = معدل النمو المتوقع في الحصص =

وعلى الرغم من أهمية نموذج جوردن (Gordon) في التحليل واتخاذ القرارات المالية بالإضافة إلى استخدامه في قياس كلفة التمويل الممتمك إلا أن هناك انتقادات عديدة إلا وجهت إليه، تنحصر في شكل الفروض التي يقوم على أساسها النموذج فهي ليست حقيقية تماما، لاسيما الافتراض الذي ينص على أن معدل النمو في توزيع الأرباح ناتج عن استخدام التمويل الممتمك فقط. كما انه يتجاهل دور التمويل المقترض وعنصر المخاطرة عند قياس كلفة التمويل الممتمك (Gup,1988)

3- نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية: (CAPM) The Capital Asset Pricing Model

يستند نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية *The Capital Asset Pricing Model* المعروف باختصارا ب (CAPM) على آلية قياس حالة المخاطرة في استثمار ما، ويربط قياس تلك المخاطرة بمعدل العائد الذي يجب أن يقدم إلى المستثمرين. ويعتمد نموذج (CAPM) على فكرة مبسطة نسبيا مفادها إن معدل العائد على استثمار ما يجب أن يعكس مستوى المخاطرة النسبية لذلك الاستثمار، فالاستثمارات التي هي أعلى من محفظة السوق من حيث المخاطرة فإنه يجب أن تعرض عائداً أكبر

مما تحققه محفظة السوق، أما الاستثمارات التي هي أقل من محفظة السوق من حيث المخاطرة فإنه يجب أن تعرض عائداً أقل من ما تحققه محفظة السوق، والاستثمارات التي هي ذات مخاطرة مساوية لمخاطرة السوق فلا بد أن تعرض عائداً مساوياً لعائد محفظة السوق (Aragon,1989).

يمكن تلخيص أهم القواعد التي يقوم عليها نموذج (CAPM) بما يلي:

تتكون مخاطرة كل سهم من جزأين هما: مخاطرة السوق (أو المخاطرة النظامية) والمخاطرة الخاصة بالمنشأة أو (المخاطرة غير النظامية).

يمكن إزالة المخاطرة الخاصة بالشركة بواسطة التنوع، أما مخاطر السوق الناشئة عن المتغيرات العامة المسببة لحركة سوق الأسهم فهي تعكس تأثير جميع الأسهم بالحوادث الشاملة (التضخم، الكساد، الحرب... الخ) لذلك لا بد من تعويض المستثمرين عن المخاطرة التي يتحملونها فكلما ازدادت مخاطرة السهم كلما ارتفعت نسبة المردود المطلوب (هندي، 2003)

وبشكل عام فإن نموذج (CAPM) يوصل إلى حساب تكلفة التمويل وفقاً للمعادلة التالية:

$$K_s = K_{RF} + (K_M - K_{RF}) b_i = K_{RF} + (RP_M) b_i$$

حيث أن:

K_s = معدل تكلفة التمويل الممتلك ، K_{RF} = معدل العائد الخالي من المخاطر

b_i = مخاطرة الشركة (Beta) ، (RP_M) = علاوة مخاطرة السوق

K_M = محفظة السوق (متوسط معدل العائد على الاستثمار في السوق)

ونظراً لكون هذا النموذج حديثاً -بالنسبة للنماذج الأخرى- ويأخذ العائد والمخاطرة بنظر

الاعتبار في قياس معدل العائد على حق الملكية، وأن هناك شبه إجماع بين الباحثين في مجال الإدارة

المالية حول استخدامه فقد تم استخدامه لقياس تكلفة التمويل المملوكة في هذا البحث وفقاً للصيغة الرياضية التي تم طرحها أعلاه.

ثانياً: تكلفة الأرباح المحتجزة: Retained Earning Cost

"وهي تكلفة الفرصة البديلة والمتمثلة في عدم توزيع الأرباح السنوية على المساهمين حيث تقوم المنشأة باحتجازها لحين الحاجة إليها ، وتعادل تكلفة الفرصة البديلة لتلك الأرباح التي تم احتجازها ، أي أنها تساوي العائد الذي من المفروض أن يتسلمه المساهمون لو لم يتم احتجاز الأرباح" (الصياح، العامري 2003)

بمعنى آخر فإن تكلفة الأرباح المحتجزة تساوي تكلفة الأسهم العادية، غير أن الأرباح المحتجزة لا يوجد لها تكاليف إصدار.

التكلفة المرجحة الأموال (WACC) Weighted Average Cost Of Capital

ولحساب تكلفة التمويل لأي مؤسسة فإنه يجب القيام بحساب التكلفة الإجمالية للتمويل والتي هي عبارة عن متوسط التكلفة المرجحة للأموال، والمقصود بكلمة المرجحة في هذا المجال، هو الحصة النسبية لكل عنصر من عناصر التمويل من الهيكل الكلي للأموال، وبالتالي يكون لكل مصدر من مصادر التمويل وزن معين مقابل مصادر التمويل الأخرى.

وعند إجراء عملية الترجيح، فإنه يمكن استعمال الوسائل التالية:

1- الترجيح باستعمال القيمة السوقية، أو القيمة الدفترية

2- الترجيح باستعمال الأوزان التاريخية السابقة أو الأوزان الحديثة

ويقصد بالقيمة السوقية المرجحة (Market Value Weights) قيمة كل عنصر من عناصر التمويل في السوق، وخاصة القيمة السوقية للأسهم على اختلاف أنواعها، والسندات حيث تتعرض لتقلبات في قيمتها السوقية. أما القيمة الدفترية المرجحة (Book Value Weights) فيقصد بها وزن كل عنصر من عناصر التمويل حسب قيمته في سجلات المنشأة.

و الترجيح باستعمال الأوزان التاريخية (Historical Weights) فيقصد بذلك الأوزان النسبية لكل عنصر من عناصر التمويل في رأس مال المنشأة الحالي، أما الأوزان الحديثة (Marginal Weights) فتمثل النسبة المئوية للعناصر المختلفة للتمويل والتي تنوي المنشأة الحصول عليها، أو إضافتها إلى رأس المال (خان، غرايبة، 2000). وتستعمل هذه الطريقة في حالة زيادة رأس مال المنشأة ويتم استخراج المعدل الموزون لكلفة التمويل بموجب المعادلة أدناه (Brigham & Ehrhardt, 2002)

$$WACC = w_d K_d (1 - T) + w_p s K_p s + w_c e K_s$$

حيث أن:

- نسبة الديون ضرب تكلفتها = $w_d K_d$

- نسبة الأسهم الممتازة ضرب تكلفتها = $w_p s K_p s$

- نسبة الأسهم العادية ضرب تكلفتها = $w_c e K_s$

في الصفحات السابقة تم توضيح كيفية حساب تكلفة كل عنصر من عناصر التمويل ، وكذلك حساب التكلفة الكلية المرجحة للتمويل، والجدير بالذكر أنه غالباً ما تلجأ المنشآت إلى عدة مصادر للتمويل، ويكون لكل عنصر تكلفة معينة، ونادراً ما تتساوى تكلفة العناصر كلها مع بعضها، إلا أن هذا لا يمنع من أن تقوم المؤسسة بحساب تكلفة كل عنصر من عناصر التمويل على حدة للمفاضلة والاختيار بين المصادر المختلفة، وكذلك حساب التكلفة الكلية المرجحة للتمويل، لما يترتب على ذلك من قرارات هامة أخرى، مثل تحديد معدل العائد الواجب تحقيقه على هذه الاستثمارات.

الفصل الثالث:

الإطار النظري

المبحث الثالث: هيكل التمويل والرافعة المالية

المبحث الثالث: هيكل التمويل والرافعة المالية

مقدمة

أولاً : هيكل التمويل

- تعريف هيكل التمويل

- هيكل التمويل المستهدف

ثانياً: الرافعة المالية

- مفهوم الرفع في الإدارة المالية

- الرفع التشغيلي

- الرفع المالي

- الرفع المشترك

المبحث الثالث: هيكل التمويل والرافعة المالية

مقدمة

"إن الاهتمام بهيكل التمويل هو من صميم التخطيط المالي للمشروع ، حيث تسعى المؤسسات بشكل عام والمشاريع الاقتصادية بشكل خاص للحصول على الأموال اللازمة لتوفير مستلزماتها بأقل تكلفة ممكنة، وفي الوقت المناسب، الأمر الذي يساعدها على تحقيق الكفاية الإنتاجية، كما يعطيها الرؤية الواضحة في التعامل والتفاوض مع القنوات المالية المختلفة، وهنا تظهر كفاءة الإدارة المالية في اتخاذ القرارات المناسبة، التي تجنب المشروع الوقوع في صعوبات مالية غير متوقعة، وبالتأكيد أهم هذه القرارات هو التوصل إلى هيكل التمويل الأمثل" (الهوري، 1976).

ويتوقف اختيار هيكل التمويل على ما يسمى بالرفع التشغيلي والرفع المالي، فمصدر التمويل الذي يتسم بارتفاع تكلفته، تتعرض بسببه المنشأة لمخاطر أكبر (هندي، 2003) ولما كانت التكلفة هي الوجه الآخر للعائد، فإن قرار اختيار هيكل التمويل يصبح محصلة لتأثيره على العائد والمخاطر التي تتعرض لها المنشأة، أو بعبارة أخرى يصبح محصلة لتأثيره على القيمة السوقية للمنشأة.

وفي هذا المبحث سنتحدث عن كل من هيكل التمويل، والرافعة المالية

أولاً: هيكل التمويل

تعريف الهيكل التمويل:

ولابد في البداية أن نفرق بين المعنى المرتبط بمصطلحين شائعين في هذا المجال، الأول الهيكل المالي (*Financial Structure*) والذي يظهر كيفية قيام المنشأة بتمويل أصولها المختلفة (وهو ما سنعبر عنه بهيكل التمويل)، والثاني هيكل رأس المال (*Capital Structure*) والذي يقصد به التمويل الدائم للمنشأة، والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل. وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال لمنشأة ما يعتبر جزءاً من هيكلها المالي (الحنوي، 2003)

ويعرف (الهواري، 1976) هيكل التمويل كالتالي: "يشير هيكل التمويل *Financial Structure*

إلى الجانب الأيسر من الميزانية فهو يعبر عن تركيب أو مكونات الأموال التي بموجبها يتم تمويل

الأصول (الجانب الأيمن من الميزانية)

وفي نفس السياق يشير كل من الأستاذين (ويستون و برجمان Weston & Bridgman) أن هيكل

التمويل يمثل الجانب الأيسر من الميزانية العمومية للمنشأة، ويعبر عن تركيب أو مكونات الأموال التي

بموجبها يتم تمويل الأصول المتمثلة بالجانب الأيمن في الميزانية العمومية، حيث يمكن تمويل هذه

الأصول من مصادر متعددة، مثل رأس المال، والفائض المحتجز، وقروض قصيرة أو طويلة الأجل.
(السامرائي، 2001)

أما الموقع الإلكتروني (www.finance21.org) فيعرف هيكل التمويل "بأنه التركيبة التمويلية التي اعتمدت المنشأة عليها في تمويل وتغذية كافة أصولها مالياً، شاملاً التمويل الذاتي بكل مفرداته وكذلك التمويل بالديون بمختلف أشكالها، وهو ما يطلق عليه محاسبياً الخصوم وحق الملكية"

يتضح من التعريفات السابقة أن هيكل التمويل يتكون من: أموال ملكية - أي الأموال التي يتم الحصول عليها من مالكي المنشأة- ومصادر لها هي: الأسهم، والأرباح المحتجزة والاحتياطيات النقدية، أموال مقترضة وهي التي يتم الحصول عليها عن طريق القروض التي تحصل عليها المنشأة، ومن أنواعها الائتمان التجاري، والقروض المصرفية القصيرة الأجل والقروض طويلة الأجل والسندات التي تصدرها المنشأة كنوع من القروض طويلة الأجل.

هيكل التمويل المستهدف *The Target Financial Structure*

على الشركات أن تحلل بداية مجموعة من العوامل المحيطة والخاصة بها، ثم تقوم بوضع هيكل التمويل المستهدف، الذي تحدد فيه مصادر التمويل المختلفة (الممتلكة والمقترضة) ونسبة كل مصدر من هذه المصادر في هذا الهيكل. ويجب الأخذ بالاعتبار أن الهيكل المستهدف قد يتغير بتغير الظروف المحيطة، لكن بالرغم من ذلك يجب على الإدارة أن تحدد لها هيكل تمويل مستهدفاً، لأن وجود هذا الهيكل المستهدف من شأنه أن يوضح الرؤية أمام متخذ القرار التمويلي. فعلى سبيل المثال إذا كان معدل القروض الفعلية أقل من المستوى المستهدف فإنه من السهل التوسع في جانب الاقتراض، بينما إذا

كان معدل الدين أعلى من المعدل المطلوب، فإنه يتم اللجوء إلى إصدار الأسهم والتمويل بحقوق الملكية (الحسني، 1994).

الهيكل الأمثل لرأس المال *The Optimal Capital Structure*

"يقصد بهيكل رأس المال الأمثل (والذي هو جزء من هيكل التمويل): ذلك المزيج من القروض وحقوق الملكية الذي يترتب عليه إحداث التوازن بين العائد *Return* والمخاطرة *Risk* بطريقة تؤدي إلى تعظيم قيمة السهم السوقية" (حنفي، 2002)

إذن فسياسة هيكل التمويل يجب أن تضمن نقطة الموازنة بين المخاطرة ومزايا العائد (*A Trade-Off Between Risk And Return*) فاستخدام المزيد من القروض يزيد المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم ومع ذلك فإن استخدام المزيد من الديون غالباً ما يصاحبه توقع عال لمعدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، كذلك فإن المخاطرة العالية تقلل أسعار الأسهم لكن في نفس الوقت العائد المرتفع المتوقع للأسهم يزيد من أسعارها (Brigham And Ehrhart 2005)

هذا يبين مدى صعوبة مهمة الإدارة المالية في الوصول إلى هيكل التمويل الأمثل، أي أنه يجب عليها أن تسعى لتحقيق هيكل التمويل الأمثل الذي يحقق التوازن بين المخاطرة والعائد مع تعظيم أسعار الأسهم.

ثانياً: الرافعة المالية

مفهوم الرفع في الإدارة المالية:

تعني كلمة رافعة في علم الطبيعة أو في الفيزياء استخدام أداة صغيرة لرفع أشياء ثقيلة نسبياً، أما في علم الإدارة المالية فيقصد بالرفع استخدام التكاليف الثابتة للتأثير على العائد المتوقع. (Block &

(Hirt, 1992) ويشمل مفهوم الرفع ثلاثة مجالات هي الرفع المالي، والرفع التشغيلي والرفع الكلي أو الرفع المشترك .

1. الرفع التشغيلي *Operating leverage*

إن المقصود بالرفع التشغيلي هو تضخيم حجم الأرباح عن طريق زيادة الاعتماد على التكاليف الثابتة على حساب التكاليف المتغيرة، حيث تركز الرافعة التشغيلية على التكاليف الثابتة. فلو نجحت الشركة في زيادة تكاليفها الثابتة، كأن تلجأ إلى استخدام المزيد من الآلات، واستطاعت بالمقابل أن تستغني عن عدد كبير من العمال الذين حلت هذه الآلات محلهم (تكاليف متغيرة) فإنها بذلك تكون قد لجأت إلى ما يعرف بالرفع التشغيلي؛ وسوف تكون النتيجة أنها تستطيع تحقيق أرباح أكبر (أو تتعرض في نفس الوقت لخسائر أكبر) عند نفس مستوى المبيعات مما كانت تحقق قبل لجئها إلى الرفع التشغيلي. ومن هنا جاء مفهوم الرافعة التشغيلية، فإنها بإحلال التكاليف الثابتة محل المتغيرة تستطيع وبنفس الجهد (مستوى المبيعات) أن تضخم النتائج (الأرباح أو الخسائر). (رمضان، 1996)

كما يعرف (الهوري، 1976) الرافعة التشغيلية على أنها المدى الذي يصل إليه استخدام التكاليف الثابتة في النشاط الاقتصادي الذي تمارسه المنشأة .

أما كلوب (Klob, 1996) فيعرفها "بنتائج استخدام التكاليف الثابتة في العمليات التشغيلية" وتجدر الإشارة هنا أن استعمال الرفع التشغيلي سوف يؤدي إلى زيادة التكاليف الثابتة؛ وهذا سوف يؤدي إلى انتقال نقطة التعادل إلى أعلى، أي أن المنشأة بحاجة إلى حجم مبيعات أكبر لكي تغطي تكاليفها الثابتة، وهذا ما يعرف بمخاطرة الأعمال *Business Risk* وتبقى نقطة التعادل على حالها إذا

كانت الزيادة في التكاليف الثابتة تساوي النقص في التكاليف المتغيرة الكلية للمنشأة. وتزداد فعالية الرفع التشغيلي إذا كانت الزيادة في التكاليف الثابتة أقل من التخفيض في التكاليف المتغيرة الكلية، وهذا سوف يؤدي إلى تضخيم أرباح المنشأة حيث أن المنشأة سوف تغطي تكاليفها الثابتة عند حجم مبيعات أقل من الحجم السابق (قبل استخدام الرفع) وبالتالي انتقال نقطة التعادل إلى أسفل وهذا يعتبر إنجازاً جيداً بالنسبة للمنشأة (العمار، 1997)

قياس درجات الرافعة التشغيلية: Calculating Degrees Of Operating Leverage

تشمل درجة الرافعة التشغيلية معدل التغيير في صافي أرباح التشغيل (قبل الفوائد والضريبة) إلى

معدل التغيير في المبيعات المحدد لمستوى معين من المبيعات (السامرائي 1993)

ومعادلة الرافعة التشغيلية تأخذ الشكل التالي :

نسبة التغير في الأرباح

_____ = درجة الرافعة التشغيلية =

نسبة التغير في المبيعات

(سعر الوحدة الواحدة - التكاليف المتغيرة للوحدة)

درجة الرفع التشغيلي (DOL) = _____ X حجم المبيعات

صافي الربح قبل الفوائد والضرائب

أو

المبيعات - تكاليف المبيعات

_____ = (DoL) درجة الرفع التشغيلي =

صافي الربح قبل الفوائد والضرائب

ويقصد هنا بتكاليف المبيعات التكاليف المتغيرة الكلية

ويمكن صياغة المعادلتين السابقتين بطريقة مختصرة كما يلي:

$$\frac{\text{هامش المساهمة للوحدة } X \text{ حجم المبيعات}}{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب}} = \text{DOL}$$

حيث أن هامش المساهمة للوحدة الواحدة = سعر الوحدة - التكاليف المتغيرة للوحدة

وهامش المساهمة لمبيعات الشركة الصافية = صافي المبيعات (سعر الوحدة - التكاليف المتغيرة للوحدة)

2. الرافعة المالية *Financial Leverage*

"ويقصد بالرفع المالي هو اعتماد المنشأة على الاقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد احتياجاتها المالية ، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدينة أو المدفوعة، أما إذا كانت الشركة تطرح أسهماً ممتازة لسد هذه الاحتياجات فإن التكاليف الثابتة هنا هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم الشركة بدفعها إلى المساهمين الممتازين، وذلك لأن الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة ومحددة" (العطار ، 2001)

كما عرف (ويستون وبرجهام، 1993) الرافعة المالية أو عامل الرفع المالي على أنها نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، أو إلى إجمالي قيمة الشركة. ويعرف (هندي، 2003) الرافعة المالية "بأنها درجة اعتماد المنشأة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت (سواء أكانت قروضاً، أم سندات، أم أسهماً ممتازة) مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك كما يؤثر على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها".

وتسمى أيضا بالمتاجرة بالملكية، وتعني قيام المنشأة باستخدام أموال الغير من اجل تحقيق أكبر عائد ممكن للمالكين وأصحاب المنشأة، وتمثل نسبة إجمالي المطلوبات (الخصوم) إلى إجمالي الموجودات (الأصول) (توفيق، 1980)

أما (Klob, 1996) فيعرفها "بنتائج استخدام التكاليف الثابتة في التمويل"

يتضح من التعاريف السابقة أن الرافعة المالية تشمل قياس أجمالي الالتزامات (طويلة وقصيرة الأجل) إلى إجمالي الموجودات، إلا أن البعض قد اعتبر أن الرافعة المالية تقتصر على تأثير السديون أو الالتزامات طويلة الأجل فقط، حيث أشار كل من (Aivazian, 2003) و(Fattauh,2003) وكذلك (Darrat, 1995) أن هناك نموذجان للرافعة المالية الأول يعتمد على قياس مجموع الالتزامات المالية الثابتة على إجمالي الموجودات ، بينما النموذج الثاني الالتزامات الطويلة الأجل فقط، متجاهلا السديون قصيرة الأجل.

لكن الراجح -وحسب معظم الدراسات الحديثة والمراجع المتخصصة- أن معظم التكاليف المالية الثابتة (طويلة أم قصيرة الأجل) تقوم بعمل الرفع المالي في تأثيرها على صافي الربح المتاح للملاك.

قياس درجة الرافعة المالية

كما تبين سابقا فإن الرفع المالي *Financial leverage* يعكس التغير الذي يحدث في العائد المتاح للملاك (أي صافي الربح بعد الضريبة أو ربحية السهم) نتيجة لتغير معين في صافي ربح العمليات .

وينشأ الرفع المالي من وجود التكاليف المالية الثابتة المتمثلة في فوائد القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة -ومع ثبات العوامل الأخرى على حالها- ترتفع درجة الرفع المالي كلما زادت التكاليف المالية

الثابتة، مما يعني أن تغيراً بمعدل معين في صافي ربح العمليات يترتب عليه تغير أكبر في صافي الربح بعد الضريبة، أي صافي الربح المتاح للملاك، أو ما يطلق عليه ربحية السهم *Earning Per Share (EPS)* (هندي، 2000)

التغير النسبي في EPS (عائد السهم المحقق) = $\frac{\text{تغير النسبي في صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد}}{\text{بإح الأسهم الممتازة}}$ ويمد درجة الرفع المالي = $\frac{\text{تغير النسبي في صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد}}{\text{بإح الأسهم الممتازة}}$ منها على (-) الأرباح السعبييه بعد انصاح الفوائد وارباح الاسهم الممداره. ر العطار وآخرون، (2001)

$$\text{أي أن الرافعة المالية} = \frac{\text{ص}}{\text{أ.م.}} = \frac{\text{ص} - \{\text{ف} + \text{—}\}}{\text{ص} - 1}$$

حيث أن ص: صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد وأرباح الأسهم

ف : الفوائد أ.م: أرباح الأسهم الممتازة ض: الضريبة

إذن الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل المنشأة، فكلما ازداد اعتماد المنشأة على المصادر الخارجية في التمويل تزداد درجة الرفع المالي، ويصبح الرفع المالي فعالاً إذا استطاعت المنشأة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة الأموال المقترضة، بينما إذا لم تتجح الشركة في استثمار الأموال المقترضة فإنها ستعرض لمخاطرة أكبر وتحقق خسائر أكبر فيما لو أنها لم تستخدم الرفع المالي.

الرفع المشترك Combined leverage

الرفع المشترك (ويسمى الرفع الكلي) يشمل على كل من الرفع التشغيلي والرفع المالي

وحسب (سويلم1993) يمكن استخراج درجة الرفع المشترك من المعادلة التالية:

درجة الرفع المشترك = درجة الرفع التشغيلي X درجة الرفع المالي

أو من المعادلة :

$$\text{درجة الرفع المشترك} = \frac{\text{هامش المساهمة (مجمّل الربح)}}{\text{المبيعات - تكاليف المبيعات}} = \frac{\text{صافي الربح التشغيلي قبل الضريبة}}{\text{صافي الربح التشغيلي قبل الضريبة}}$$

مما سبق يتضح لنا الرفع *Leverage* بصفة عامة يعكس مدى اعتماد المنشأة على أدوات الإنتاج، ومصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة. و للرفع تأثيران متضادان، فهو يسهم في زيادة العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية ، إلا أنه يسهم أيضا في زيادة المخاطر التي يتعرضون لها من جرائه، وفي ظل بقاء العوامل الأخرى على حالها ، يتوقع أن يترتب على زيادة العائد ارتفاع في القيمة السوقية للسهم، كما يتوقع أن يترتب على زيادة المخاطر انخفاض في القيمة السوقية للسهم.

وهنا يواجه حملة الأسهم بالعلاقة الأزلية بين العائد والمخاطر، نقصد بذلك العلاقة التعويضية (*Risk Return Trade Off*) فالزيادة في العائد لابد وأن تكون مصحوبة بزيادة في المخاطر التي يتعرضون لها، وتلقى تلك العلاقة بظلال من المسؤولية الجسيمة على إدارة المنشأة، لكي تعمل على تحقيق التوازن بين النقيضين (العائد والمخاطر)، بما يسهم في النهاية في تعظيم القيمة السوقية للمنشأة.

يحدث هذا عندما تصل بقراراتها إلى النقطة التي يتعادل فيها التأثير الإيجابي لزيادة العائد مع

التأثير السلبي لزيادة المخاطر، إنها نقطة التعادل.

لذا ينبغي على المنشأة أن تحدد بوضوح معالم هيكل رأس المال المستهدف سواء من حيث العناصر المكونة له أو من حيث نسبة كل عنصر فيه. كما ينبغي عليها العمل على تحقيق ذلك الهيكل والالتزام به بقدر الإمكان ، إذ من المتوقع أن يكون الهيكل المستهدف قد تم اختياره على أساس مدى مساهمته في تحقيق الهدف المنشود وهو تعظيم ثروة الملاك. ويقتضي تحقيق هذا الهدف أن يكون هناك توازن بين العائد المتوقع- والذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية- وبين المخاطر التي سوف يتعرض لها هذا العائد. والتوازن هنا معناه أن يكون العائد المتوقع كافيًا لتعويض حملة الأسهم العادية عن المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي سيحصلون عليه.

الفصل الثالث:

الإطار النظري

المبحث الرابع: تأثير الرفع على اختيار هيكل رأس المال

المبحث الرابع: تأثير الرفع على اختيار هيكل رأس المال

- مقدمة

- تأثير الرفع المالي على العائد المتوقع

- الرافعة المالية والهيكل التمويلي

- الرافعة المالية والمخاطرة المالية

- حدود استخدام القروض في هيكل رأس المال

المبحث الرابع: تأثير الرفع المالي على اختيار هيكل رأس المال

مقدمة

بعد الحديث في المبحث السابق - عن مفهوم وتعريف الرفع المالي، لا بد من الحديث عن تأثير الرفع المالي على القيمة السوقية للمنشأة، بمعنى آخر تأثير مصادر التمويل على القيمة السوقية للأسهم العادية، باعتبارها الأساس الذي يقوم عليه اختيار هيكل رأس المال الملائم.

ومن الطبيعي أن يكون لانخفاض تكلفة الأموال الأثر الإيجابي على قيمة المنشأة أو القيمة الاسمية لأسهمها العادية وذلك مع ثبات باقي العوامل الأخرى (كراجة، 2000)

ومن المتوقع أن تهتم الإدارة المالية للمنشأة بتأثير مصادر التمويل المستخدمة على القيمة السوقية للأسهم في المدى الطويل، وهذا يعنى أن عليها أن تتجنب التوسع في استخدام مصادر تمويل منخفضة التكلفة - كالاقتراض - لتمويل اقتراحات حالية، إذا كان هذا شأنه أن يزيد من المخاطر التي تتعرض لها المنشأة، بما قد يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال في المستقبل، وما يصحبه ذلك من انخفاض في القيمة السوقية للأسهم العادية.

وكما تمت الإشارة إليه في المبحث السابق يجب أن تضع الإدارة نصب أعينها هيكلًا تمويليًا مستهدفًا (*Target Financial Structure*)، تتحدد فيه العناصر التي ينبغي أن يتكون منها، ونسبة كل عنصر فيه. وفي اختيار المنشأة للهيكل المستهدف عليها أن توازن بين العائد والمخاطر الناجمين عنه، أي أن تكون المخاطر الناجمة عن استخدام مصادر تمويل منخفضة التكلفة، متوازنة مع العائد الناجم عنها والمتمثل في زيادة الربحية، والعكس صحيح، فمع بقاء العوامل الأخرى على حالها يتوقع أن يترتب على مثل هذا الهيكل تعظيم لقيمة المنشأة أي تعظيم لثروة الملاك.

تأثير الرفع المالي على العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية:

يتمثل العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية في صافي الربح المتبقي بعد سداد الفوائد والضريبة، ويبعد حصول حملة الأسهم على التوزيعات المخصصة لهم.

ويكمن تأثير الرفع المالي على العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية في الوفر الذي تحققه فوائد القروض، حيث تعامل فوائد القروض محاسبياً على أنها مصروفات، وبالتالي يتم خصم هذه المصروفات من الربح المعرض للضريبة، أي أن مقدار الضريبة سينخفض عما لو كانت المبالغ من مصادر أخرى لا تتحمل فوائد أو تكاليف ثابتة.

والمعادلة التالية توضح الصورة:

(صافي الربح للعمليات - الفوائد) (1 - الضريبة)

معدل العائد على السهم EPS = -----

عدد الأسهم العادية

ومن جهة ثانية فلو أن الشركة مولت جزءاً من احتياجاتها المالية من خلال القروض، وفي نفس الوقت حققت معدلاً للأرباح يفوق تكاليف هذه القروض، فإن ذلك سيعود بالنفع الكبير على حملة الأسهم العادية، حيث أن الفرق بين معدل الأرباح المحققة وتكلفة القروض سيعود على أصحاب الأسهم العادية، مما سيزيد معدل العائد على حقوق الملكية عما لو كان هيكل التمويل كله من الأسهم العادية. (العمار، 1997)

الرافعة المالية والهيكل التمويلي:

أن الفوائد هي نقطة الارتكاز في الروافع المالية فكلما كانت الفوائد مرتفعة كلما كانت درجات الرفع المالي مرتفعة وبالتالي تزداد مخاطر الشركة في عدم القدرة على تسديد الفوائد في التاريخ المحدد للسداد وتسمى هذه المخاطرة بمخاطر التمويل *Financial Risk* وهذا الوضع يجعل نقطة التعادل مرتفعة وهذا يحتاج إلى جهد أكبر من الشركة لزيادة المبيعات وبالتالي زيادة الأرباح قبل الفائدة والضريبة للوصول إلى نقطة التعادل الجديدة وتعديلها لتحقيق أرباح صافية بعد الفوائد وقبل الضريبة. (الشديفات، 2001)

و يشير (عقل، 2000) إلى أن الرفع المالي إذا ما تم في ظل عائد على الموجودات أعلى من تكلفة الاقتراض يحقق الميزات التالية:

- تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين تكلفة الاقتراض ومردود الاستثمار.
- المحافظة على السيطرة في المؤسسة لأن الدائنين لا صوت لهم في الإدارة.
- عدم مشاركة الآخرين في الأرباح المحققة (عدا ما يدفع على شكل فوائد للمقرضين).
- الاستفادة من ميزة كون الفوائد قابلة للخصم من الضريبة.
- في فترات التضخم يتم اقتراض أموال ذات قوة شرائية عالية وإعادتها بأموال ذات قوة شرائية أقل.
- الاقتراض بحكمة يمكن للمؤسسة من بناء سمعة في الأسواق المالية، وهذا أمر هي بحاجة إليه خاصة عندما تحتاج إلى مزيد من الاقتراض.

وفي مقابل مجموعة الميزات هذه، هناك مجموعة أخرى من السلبيات للرفع المالي إذا ما تم فهي

ظل عائد على الموجودات أقل من كلفة الاقتراض، وهي:

• انخفاض العائد على حقوق المساهمين نتيجة لكون مردود الاستثمار أقل من كلفة الاقتراض.

• احتمال تدخل الدائنين وسيطرتهم على المؤسسة.

• في فترات انخفاض التضخم يتم الوفاء بأموال قوتها الشرائية أفضل من القوة الشرائية للأموال المقترضة.

• قد يؤدي التأخر في الوفاء إلى إيذاء سمعة المؤسسة الائتمانية والحد من قدرتها على الاقتراض.

الرافعة المالية والمخاطرة المالية:

يقصد بالمخاطرة المالية تلك المخاطر الإضافية التي يتحملها مالكو المنشأة (أصحاب الأسهم العادية) والنتيجة بسبب اعتماد الإدارة على القروض الطويلة الأجل (السندات والأسهم الممتازة) في هيكل تمويل موجودات المنشأة، بسبب ما تتحمله الإدارة من تكلفة ثابتة كالفائدة واحتمالات عدم القدرة على سداد أصل القروض في أوقات استحقاقها أو الفائدة أو كلاهما، فهي مخاطرة مربوطة بالقروض، والمنطق أنه كلما زاد حجم القرض في هيكل تمويل الموجودات كلما زادت درجة المخاطرة.

والأصل في هذه المخاطرة ليس الاقتراض بحد ذاته، وإنما احتمالات انخفاض مستويات الأرباح المتوقع تحقيقها دون مستوى الفائدة المدفوعة على تلك القروض، وهذا يعني تعرض الإدارة المالية إلى خسائر بسبب انخفاض دون مستوى ما تتحمله من تكلفة وهذا بحد ذاته مخاطرة مالية (الشمخي، 1998)

حدود استخدام القروض في هيكل رأس المال:

عند مقارنة الأسهم العادية بالقروض نجد أن الاستعانة بالقروض في تمويل الأصول قد يترك آثاراً إيجابية ملموسة على ثروة الملاك، إذا ما كانت نسبة القروض إلى مجموعة الأصول أو إلى حقوق الملكية غير مبالغ فيها. غير أن فرص المنشآت في الاعتماد على القروض في التمويل ليست متساوية، فبعض المنشآت لا يمكنها - أو ربما لا ينبغي عليها - الاعتماد بدرجة كبيرة على القروض بعكس البعض الآخر، حيث يتوقف ذلك على نسبة القروض الموجودة في الهيكل التمويلي الحالي، وكذلك على القيود التي تضعها المؤسسات الممولة، وعلى معدل العائد المتوقع من استثمار هذه القروض. وتمثل المتغيرات الآتية أهم المحددات التي تحكم المدى الذي يمكن أن تذهب إليه المنشأة في اعتمادها على القروض في التمويل.

1. هيكل الأصول:

يشير سكوت (Scott, 1977) ومايرز وماجلوف (Myers, 1977 and Majluf, 1984) إلى أن المنشأة التي تمتلك أصولاً يمكن تقديمها كضمان للمقرضين، يكون لديها الدافع لأن تعتمد بشكل أكبر على القروض. ذلك أنها لو عمدت إلى إصدار أسهم وقت أن تكون فيه أسعار الأسهم مرتفعة، فإن المستثمر قد يعتقد - وقد يكون اعتقاده خاطئاً بسبب نقص ما لديه من معلومات عن المنشأة (*Asymmetric Information*) بأن القيمة السوقية للأسهم مغالىً فيها، ومن ثم فقد يجمعون عن شرائها، مما يؤدي في النهاية إلى هبوطها (هندي، 2003).

2. الشريحة الضريبية:

"تعتبر فوائد القروض من بين المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ومن ثم يتولد عنها وفورات ضريبية تترك أثراً إيجابياً على قيمة المنشأة" (هندي، 2003) ونظراً للعلاقة الطردية بين معدل الضريبة وبين الوفورات الضريبية؛ فإنه يصبح من المتوقع أن تميل المنشأة التي تخضع للضريبة على الدخل بمعدل مرتفع إلى الاعتماد بدرجة أكبر على الأموال المقترضة.

3. إمكانية تحقيق وفورات ضريبية بديلة:

"من المحتمل أن تتخفض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، كلما أتيحت للمنشأة فرصة بديلة لتحقيق وفورات ضريبية من مصادر أخرى غير فوائد القروض (مثل قسط الإهلاك ، والخصومات الضريبية التي تحصل عليها المنشأة نتيجة لتنفيذ استثمارات جديدة تشجعها الحكومة" (هندي، 2003)

4. معدل النمو:

تميل المنشآت التي يسيطر عليها مالك واحد أو عدد محدود من الملاك إلى الاقتراض، وتوجيه الأموال المقترضة إلى استثمارات ما كان يمكن أن تنفذها من أموال الملكية بسبب ارتفاع تكلفة تلك الأموال *Suboptimal Investments* هذا الاتجاه من شأنه أن يرفع تكلفة الوكالة للقروض، وهي تكلفة ترتفع بمعدلات أكبر للمنشآت التي تتسم بمستوى عالٍ للنمو، نظراً لتعدد الفرص المتاحة من هذه الاستثمارات. ولما كانت تكلفة الوكالة للقروض تعني ارتفاع تكلفة الأموال المقترضة، فقد يفضل الملاك في النهاية الاعتماد على مواردهم الذاتية. بعبارة أخرى يتوقع وجود علاقة عكسية بين معدل النمو ونسبة القروض طويلة الأجل في هيكل رأس المال (Titman and Wessels, 1988)

ومع هذا يشير مايرز (Myers, 1977) إلى أنه في الحالات التي يمكن فيها استبدال القروض طويلة الأجل بالقروض قصيرة الأجل، التي تنطوي على مخاطرة أقل للدائنين، قد تستطيع المنشأة تخفيض تكلفة الوكالة وزيادة نسبة الأموال المقترضة. بعبارة أخرى يتوقع وجود علاقة طردية بين معدل النمو وبين نسبة القروض قصيرة الأجل.

5. درجة التخصص:

كلما اتجهت المنشأة نحو التخصص كلما ارتفعت تكلفة الإفلاس، وذلك بالمقارنة مع منشأة مماثلة تتبع سياسة التنويع. ولما كان الاقتراض من شأنه أن يزيد من مخاطر الإفلاس، فإنه يصبح من المتوقع أن تميل المنشآت التي تعتمد على منتج واحد إلى تخفيض نسبة القروض في هيكل رأس المال تجنباً لمزيد من المخاطر. (Titman and Wessels,1984)

6. طبيعة الصناعة:

ترتفع تكلفة الإفلاس للمنشآت التي تنتج سلماً تحتاج إلى خدمة بعد بيعها، ومن ثم يتوقع أن تميل تلك المنشآت إلى تخفيض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، تجنباً لمزيد من مخاطر الإفلاس (Titman and Wessels , 1988)

7. حجم المنشأة:

تكشف الدراسات عن وجود علاقة عكسية بين حجم المنشأة وبين مخاطر الإفلاس (Warner,1977, Ang et. al, 1982) فالمنشآت الكبيرة التي عادة ما يتسم نشاطها بقدر من التنويع ، تتعرض لتلك المخاطر بدرجة أقل ، ومن ثم يكون لديها الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة في هيكل

رأس المال (Titman and Wessels , 1988) وهو ما أكدته دراسة سكوت (Scott. 1977) وبون وزملائه (Bowen et al , 1982).(هندي،2003)

غير أن سمث (Smiyh,1977)⁸ قد أشار إلى إختلاف الوضع بالنسبة للمنشآت الصغيرة، فتكلفة إصدار السهم والسندات لتلك المنشأة عادة ما تكون مرتفعة، بشكل قد تفضل معه الاعتماد بدرجة أكبر على القروض المباشرة في التمويل، وهو ما أكدته دراسة تيمان ووسلز (Titman and Wessels,) (1988)

8. مخاطر التشغيل:

كلما اتسمت مبيعات المنشأة بالاستقرار كلما كان ذلك حافزاً على زيادة نسبة الأموال المقترضة، إذ يمكنها أن تخطط بدقة لسداد فوائد وأصل القرض في المواعيد المحددة، وبذا لا تتعرض لمخاطر الإفلاس.

أما إذا اتسمت المبيعات بالتقلب وعدم الاستقرار فقد تفضل المنشأة الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة (Titman and Wessels, 1988)

9. مستوى الربحية:

بسبب ارتفاع تكلفة الوكالة المصاحبة لإصدار أسهم جديدة على النحو الذي سبقت الإشارة إليه ، تأتي الأرباح المحتجزة في مقدمة مصادر التمويل من حيث الجاذبية ، يتبعها القرض التي لها تكلفة وكالة ولكن يقابلها وفورات ضريبية ، وأخيراً يأتي التمويل بإصدار أسهم جديدة الذي قد ينطوي عليها تكلفة وكالة دون وجود للوفورات الضريبية. وبناء عليه يصبح من المتوقع أن تتجه المنشآت التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها- وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح- إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال

⁸ نقلا عن (الحسنی،1994)

المقترضة وبدرجة اكبر على حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح المحتجزة، وهو ما أكده (هندي، 2003) ودراسة (Titman and Wessels , 1988)

10. طبيعة القرض:

إذا كانت القروض في صورة سندات قابلة للتحويل إلى أسهم (*Convertible Bonds*) قبل تاريخ الاستحقاق أو من النوع الذي يمكن استدعاؤه (*Callable Bonds*) فيما بعد فإن تكلفة الوكالة تنخفض وتتنخفض معها تكلفة الاقتراض ، بشكل يحتمل أن يشجع على الاعتماد بدرجة أكبر على الأموال المقترضة في التمويل (هندي،2003)

11. تاريخ الاستحقاق:

مع ثبات العوامل الأخرى على حالها ، تنطوي القروض طويلة الأجل على مخاطر – بالنسبة للمقرض – تفوق القروض قصيرة الأجل . ولما كان الدائنون قادرون على رد المخاطر إلى الملاك يرفع معدل الفائدة أو بوضع شروط أقسى، فإنه يصبح من المتوقع لأن ترتفع نسبة الأموال المقترضة إذا ما كانت في صورة قروض قصيرة الأجل (Myers, 1977)⁹.

12. تكلفة الوكالة:

توجد تكلفة وكالة لحقوق الملكية، وتكلفة وكالة للقروض ومن ثم يتوقع أن تتجه المنشأة إلى زيادة نسبة الأموال المقترضة، عندما تكون تكلفة الوكالة لحقوق الملكية أكبر من مثيلتها للاقتراض ، والعكس صحيح(هندي،2003)

⁹ نقلا عن (هندي،2003)

نلاحظ مما سبق بأنه بالرغم من مزايا التمويل بالقروض إلا أنه هناك العديد من المحددات أو العقبات التي قد تقف أمام اللجوء إلى هذا النوع من مصادر التمويل. وكذلك يجب ألا نغفل الجانب الشرعي المتعلق باللجوء للاقتراض المصحوب بالفائدة .

الفصل الرابع:

تحليل ومناقشة النتائج

الفصل الرابع: تحليل ومناقشة النتائج

- مقدمة

- المبحث الأول: تحليل بيانات عينة البحث

- المبحث الثاني: تحليل الفرضيات

الفصل الرابع: تحليل ومناقشة النتائج

مقدمة

إن فحص نموذج وفرضيات الدراسة يستلزم إجراء التحليلات المالية والإحصائية اللازمة، وترتيبها في هيئة جداول لتسهيل عملية ملاحظة البيانات والتعليق عليها في إطار تحديد العلاقة بين متغيرات الدراسة.

وتجدر الإشارة بأن هذه الدراسة تهتم -بشكل أساسي- بقياس العلاقة بين الرافعة المالية وتكلفة التمويل من جهة وبين معدل العائد على الاستثمار من جهة أخرى.

وتم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي ذي الدلالة الطولية العلائقية، حيث تم دراسة وتحليل القوائم المالية للشركات محل الدراسة لمدة خمس سنوات، وتم إيجاد العلاقة بين المتغيرات التابعة والمستقلة خلال السنوات الخمس، من خلال الاعتماد بشكل أساسي على الإصدارات الرسمية لشركات المساهمة العامة قيد الدراسة (وهي خمس عشرة شركة) وذلك من واقع القوائم المالية السنوية (الميزانية العمومية وقائمة الدخل، قائمة التدفق النقدي).

وهذا الفصل يتكون من مبحثين الأول يتناول التحليل المالي للبيانات، أما المبحث الثاني فسيتناول تحليل ومناقشة الفرضيات. كما تم الاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS في التحليل، واستخدام معامل الارتباط بيرسون وكذلك معادلات الانحدار البسيط والمتعدد، بالإضافة للوحة الانتشار، والمتوسطات الحسابية.

المبحث الأول: تحليل بيانات عينة البحث

وفقا لنموذج الدراسة وفرضياتها فهي تهتم بأربعة متغيرات أساسية تتمثل بالرافعة المالية، وتكلفة التمويل، ومصادر التمويل، ومعدل العائد على الاستثمار. ويتطلب الأمر عرض هذه المتغيرات وبيان الكيفية التي احتسبت بها، وذلك تمهيدا لتحليل وتفسير نتائج الفرضيات التي تسعى الدراسة للتحقق منها.

أولاً: الرافعة المالية:

معظم كُتّاب الإدارة المالية، وكذلك معظم الدراسات تعتبر أن الرافعة المالية عبارة عن مجموع الالتزامات طويلة الأجل على مجموع الأصول، ومن هؤلاء (Andrew,2000; Gallagher,1998; Sihler, 1971& Brigham,2003; صبح، 1988; هندي،2003) وبالرغم من ذلك نجد أن هناك بعض الدراسات القليلة التي اعتبرت أن الرافعة المالية هي عبارة عن: مجموع الالتزامات طويلة الأجل على مجموع الأصول (مثل: (Aivazian,2003; Fattauh,2003;

وفي هذه الدراسة تم احتساب الرافعة المالية على أساس مجموع الالتزامات (طويلة الأجل وقصيرة الأجل) إلى مجموع الأصول، وذلك تمشياً مع معظم الدراسات والكتابات الحديثة والقديمة، بالإضافة إلى أن تأثير الرفع المالي ينشأ من وجود التكاليف المالية الثابتة المتمثلة في فوائد القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة (هندي،2003) ومن المعروف أن الفوائد تكون على الديون قصيرة الأجل وعلى الديون طويلة الأجل، أي أن كليهما يحمل تكاليف ثابتة وبالتالي فلهما تأثير الرفع المالي.

أي أن الرافعة المالية = مجموع الالتزامات / مجموع الأصول

ويوضح الجدول رقم (2) نتائج تحليل الرافعة المالية في شركات المساهمة العامة - عينة الدراسة - خلال الفترة (1999-2003) حيث تم احتساب مجموع الالتزامات لكل شركة خلال السنوات الخمس وقسمتها على مجموع الأصول لنفس الشركة في نفس السنة، وكان أعلى متوسط لنسبة الرافعة المالية لدى شركة الرعاية العربية للخدمات الطبية حيث بلغ (81.4%)، في حين كان أدنى متوسط لنسبة الرافعة المالية في شركة فلسطين للاستثمار

جدول رقم (2)

الرافعة المالية % (مجموع الالتزامات / مجموع الأصول)

المتوسط	السنة					اسم الشركة
	2003	2002	2001	2000	1999	
55.6	48.8	50.6	56.8	59	62.6	شركة الاتصالات الفلسطينية
24.1	26	18.9	20.8	22.7	32.1	شركة الكترونيات وكهرباء فلسطين
13.7	19.2	10.9	12.1	13	13.5	شركة فلسطين للتنمية والاستثمار
9.7	6.1	6.2	8.4	11.3	16.4	شركة فلسطين للاستثمار الصناعي
23.4	18.6	23.7	23.4	25.3	26.1	شركة القدس للمستحضرات الطبية
15.1	14.2	18.6	14.3	14.1	45	شركة بيرزيت لصناعة الأدوية
44.4	41.2	44.1	40.3	43.7	52.7	شركة دار الشفاء للأدوية
37.3	39.7	38.2	39	32.4	37.1	شركة مطاحن القمح الذهبي
20.7	15.3	11.8	27.3	25.5	23.7	شركة مصانع الزيوت النباتية
16.8	21.2	17.6	18.4	16	10.6	الشركة العربية لصناعة الدهانات
46.7	26.3	39.3	51.9	56	59.9	شركة المؤسسة العقارية العربية
81.4	119.7	91.2	82.6	64.6	48.3	شركة الرعاية العربية للخدمات الطبية
17.1	58	8	5	6.1	8.5	شركة دواجن فلسطين
47.3	40.8	46	52.1	49.1	48.3	شركة سجائر القدس
28.5	6.8	25.7	33.5	39.3	37.2	شركة بيت المال الفلسطيني العربي
32.1	33.4	30.1	32.4	31.9	34.9	المتوسط السنوي للتكلفة الكلية للتمويل

• المصدر: التقارير المالية السنوية للشركات

الصناعي إذ بلغ (9.7%). وهذا الارتفاع في نسبة الرافعة المالية هو مؤشر خطير لشركة الرعاية العربية، ويؤكد ذلك التقارير المالية للشركة¹⁰ إذ أوضحت بأنها في حالة تعثر شديد، نظراً لأنها حققت خسائر متتالية على مدار السنوات الخمس (من 1999-2003) مما جعلها غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية.

ويلاحظ كذلك من الجدول رقم (2) تذبذب نسب الرافعة المالية على نطاق الشركات ككل، وكذلك التباين الكبير في النسب للشركة الواحدة، حيث وجد أن أعلى نسبة للرافعة المالية بلغت (120%) تقريباً وذلك لشركة الرعاية العربية للخدمات الطبية عام 2003 في حين بلغت أدنى نسبة لنفس الشركة (49%) عام 1999، وكذلك نجد أن أدنى نسبة للرافعة المالية هي (5%) كانت لشركة دواجن فلسطين عام 2001 وأن أعلى نسبة لنفس الشركة كانت (58%) عام 2003، و كان متوسط المعدل العام للرافعة المالية لجميع الشركات (32%) وذلك خلال فترة الدراسة (1999-2003)

وبمقارنة متوسط المعدل العام للرافعة المالية (حسب نتائج هذه الدراسة 32%) بنتائج

دراسات سابقة نلاحظ التالي:

- متوسط المعدل العام للرافعة المالية في فلسطين (حسب نتائج هذه الدراسة 32%) يقل

بكثير عن متوسط معدل الرافعة المالية بجمهورية مصر العربية الذي بلغ (47%)

حسب دراسة (صبح، 1988)

- متوسط المعدل العام للرافعة المالية في فلسطين (32%) يقترب بكثير من متوسط

معدل الرافعة المالية بدولة العراق الذي بلغ (35%) حسب دراسة (الحسيني، 1994)

¹⁰. التقارير المالية المنشورة لشركة الرعاية العربية للسنوات من (1999-2003)

- متوسط المعدل العام للرافعة المالية في فلسطين (32%) يقل بكثير عن متوسط معدل الرافعة المالية بالولايات المتحدة الأمريكية الذي بلغ (50%) للمؤسسات التجارية المختلفة (Dun & Bradstreet1987)، وبلغ (40%) لشركات المساهمة العامة حسب دراسة (R. Faff et al . 2002)

يستنتج من المقارنة السابقة أن متوسط المعدل العام للرافعة المالية بفلسطين -وفقاً لنتائج هذه الدراسة- كان الأدنى بين الدول المذكورة، ولعل ذلك يرجع لتخوف الكثير من الشركات من التعامل بالقروض ذات التكلفة - وهذا ما يوضحه جدول رقم(7) - إما بسبب الأوضاع الاقتصادية المتردية، أو تجنباً للتعامل بالربا حيث تعتبر القروض التي تحمل فوائد حسب الشريعة الإسلامية رباً، يُحرّم على المسلمين التعامل به، وقد بررت بعض الشركات (المؤسسة العقارية العربية، و شركة بيت المال الفلسطيني) عدم استخدامها للقروض في التمويل بأن ذلك يتعارض مع فلسفة الإدارة الملتزمة بتطبيق الشريعة الإسلامية (مقابلة هاتفية مع جنان التيمي- المؤسسة العقارية العربية مارس 2004، والتقارير السنوية لشركة بيت المال الفلسطيني)

كما يستنتج أن هناك تبايناً بين المعدل مع هذه الدول لكن هذا التباين يؤكد من جديد أن لكل دولة ظروفها الخاصة التي تتحكم وتؤثر في نسبة الرافعة المالية. ويذكر أن النتائج الموضحة سابقاً قد تم استخدامها في اختبار نموذج البحث وفرضياته، وينبغي الإشارة إلى أن تذبذب النسب المذكورة فيما بين الشركات ، وكذلك في الشركة الواحدة يمكن أن يكون له تأثير على ثبات وسريان نموذج الدراسة.

كما أن المضمون الأساسي الذي يمكن استخلاصه من هذه النتائج أن شركات المساهمة العامة لا تعتمد بشكل كبير على مصادر التمويل المقترضة لسد احتياجاتها التمويلية، حيث أن الشركات التي تجاوز فيها متوسط نسبة الرافعة المالية (50%) هما شركتان فقط: شركة الاتصالات الفلسطينية وشركة الرعاية العربية للخدمات الطبية.

ثانياً: تكلفة التمويل:

من ضمن ما يسعى إليه هذا البحث إيجاد العلاقة بين الرافعة المالية وتكلفة التمويل من حيث تأثيرهما على معدل العائد على الاستثمار وتكون تكلفة التمويل الكلية من تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الديون.

أ. تكلفة حقوق الملكية:

لقد تم احتساب تكلفة حقوق الملكية من خلال المعادلة:

$$K_s = K_{RF} + (K_M - K_{RF}) b_i = K_{RF} + (RP_M) b_i$$

حيث أن:

$$K_{RF} = \text{معدل العائد الخالي من المخاطر} , \quad K_s = \text{معدل تكلفة التمويل الممتلك} \\ (RP_M) = \text{علاوة مخاطرة السوق} , \quad b_i = \text{مخاطرة الشركة (Beta)} \\ K_M = \text{محفظه السوق (متوسط معدل العائد على الاستثمار في السوق)} = \text{المصدر}^* \text{ (Brigham,2005)}$$

وتجدر الإشارة هنا إلى أنه تم الاستعاضة بمعدل العائد الخالي من المخاطرة (K_{RF}) بالمعدل الموجود بالمملكة الأردنية الهاشمية¹¹، وذلك لعدم توفر هذا المعدل بفلسطين نتيجة غياب استخدام السندات الحكومية الخالية من المخاطرة، ولقرب الاقتصاد الأردني من الاقتصاد الفلسطيني.

¹¹ . انظر ملحق رقم (6)

أما محفظة السوق (K_M) وهي عبارة عن معدل العائد على الاستثمار فقد تم احتسابه

وفقا للقانون التالي:

$$ROI = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}}$$

* المصدر (لطي، 2000)

والجدير بالذكر هنا أن بعض كتاب الإدارة المالية (مثل:

Weston, 1993 وصبح، 2000) يعتبرون أن معدل العائد على الاستثمار يساوي مجموع

الأرباح قبل اقتطاع الفائدة والضريبة مقسوما على مجموع الأصول، لكن هناك آخرون (مثل:

لطي، 2000 ورمضان، 1998) يعتبر أن معدل العائد على الاستثمار هو صافي الربح على

مجموع الأصول.

ولو تفحصنا مفهوم معدل العائد على الاستثمار حسب ما يعرفه (لطي، 2000) حيث

يشير إلى أنه يمثل مكافأة الأفراد على استثمار جزء من أموالهم، ليتضح لنا أن الرأي الثاني

هو الأرجح، حيث أن الضرائب والفوائد لا تعود على المستثمرين وإنما تقطع قبل وصول

العوائد إليهم، لذلك فقد تم احتساب معدل العائد على الاستثمار وفقا للقانون السابق الذي يعتبر

أن صافي الأرباح على مجموع الأصول هي التي تعكس معدل العائد على الاستثمار .

ونتيجة لعدم توفر هذا المعدل من المصادر الثانوية المتوفرة، (مثل المنشورات التي

تصدرها دائرة الإحصاء المركزية، أو المؤسسات الحكومية الأخرى، وكذلك مراكز البحث)

فقد تم احتساب محفظة السوق التقديرية (متوسط معدل العائد التقديري على الاستثمار) عن

طريق أخذ عينة مقصودة من (42) شركة في المجالات المختلفة (تجارية، صناعية، خدمية)

وتم احتساب متوسط العائد لهذه الشركات خلال الفترة من (1999-2003)¹²

أما مخاطرة الشركة (b_i) فقد تم احتسابها لوفقاً للمعادلة التالية:

$$b_i = \frac{\text{الانحراف المعياري للعوائد الشركة}}{\text{الارتباط بين عوائد الشركة وعوائد السوق}} \times \text{الانحراف المعياري للعوائد السوق}$$

• المصدر (Brigham,2005)

وعلاوة مخاطرة السوق (RP_M) تم احتسابها عن طريق الفرق بين محفظة السوق

ومعدل العائد الخالي من المخاطرة (Brigham,2005)

وبالنظر إلى جدول رقم (3) نلاحظ أن أعلى متوسط تكلفة لحقوق الملكية كان لشركة

فلسطين للاستثمار الصناعي حيث بلغ (8.19%) بينما بلغ أقل متوسط تكلفة لحقوق الملكية

(1.02%) لشركة بيرزيت للأدوية، ثم تليها مباشرة شركة المؤسسة العربية العقارية والتي بلغ

متوسط تكلفة التمويل بها (1.03%)، أما المتوسط السنوي لتكلفة حقوق الملكية للشركات فقد

تراوح بين (3%) و(3.5%) لكنه بأي حال من الأحوال يعتبر مرتفعاً إذا ما قورن بالمعدل

التقديري للعائد على الاستثمار الموضح بجدول رقم (9)

¹² . انظر جدول رقم (9) الذي يوضح معدل العائد على الاستثمار في فلسطين وكذلك ملحق رقم (4)

جدول رقم (3)
تكلفة حقوق الملكية %

المتوسط	السنة					اسم الشركة
	2003	2002	2001	2000	1999	
2.68	3.02	2.07	1.79	3.45	3.05	شركة الاتصالات الفلسطينية
1.07	1.20	0.26	0.21	2.08	1.59	شركة إلكترونيات وكهرباء فلسطين
5.63	5.55	6.16	5.98	5.37	5.09	شركة فلسطين للتنمية والاستثمار
8.19	7.74	9.71	9.61	7.04	6.86	شركة فلسطين للاستثمار الصناعي
23.4	7.59	9.46	9.36	6.92	6.74	شركة القدس للمستحضرات الطبية
15.1	1.10	0.11	0.37	2.01	1.52	شركة ببرزيت لصناعة الأدوية
44.4	2.16	0.69	0.38	2.81	2.36	شركة دار الشفاء للأدوية
37.3	2.91	1.90	1.62	3.37	2.97	شركة مطاحن القمح الذهبي
20.7	1.94	0.34	0.02	2.64	2.19	شركة مصانع الزيوت النباتية
16.8	1.18	0.89	0.24	2.07	1.58	الشركة العربية لصناعة الدهانات
46.7	0.92	0.31	0.67	1.87	1.37	شركة المؤسسة العقارية العربية
81.4	1.91	0.28	0.04	2.62	2.16	شركة الرعاية العربية للخدمات الطبية
17.1	7.50	9.32	9.21	6.85	6.67	شركة دواجن فلسطين
47.3	2.55	1.33	1.03	3.10	2.68	شركة سجائر القدس
28.5	4.96	5.21	5.00	4.93	4.62	شركة بيت المال الفلسطيني العربي
3.39	3.48	3.20	3.04	3.81	3.43	المتوسط السنوي للتكلفة الكلية للتمويل

• المصدر: التقارير المالية السنوية للشركات

ب. تكلفة الديون:

تم احتساب تكلفة الديون على أساس معدل الفائدة على الأموال المقترضة مطروحاً

منها الوفر الضريبي أي أن

$$K_d = k (1-t)$$

* المصدر (Brigham, 2005)

و جدول رقم (4) يوضح تكلفة الديون، حيث تبين أن أعلى متوسط تكلفة للديون كان

لدي شركة سجائر القدس حيث بلغ (12.54%)، ثم تلتها مباشرة شركة فلسطين للتنمية

والاستثمار (11.66%) ويعتبر هذا مؤشراً خطراً أيضاً لكلا الشركتين إذ عليهما أن تسعيا لتحقيق عوائد على هذه الأموال تفوق تكلفتها، كما أن هذه النسب أعلى بكثير من المتوسط العام لتكلفة القروض لجميع الشركات خلال فترة الدراسة والذي بلغ (6.44%)

جدول رقم (4)
تكلفة التمويل المقترض %

المتوسط	السنة					اسم الشركة
	2003	2002	2001	2000	1999	
5.71	5.70	6.50	8.40	0.13	7.80	شركة الاتصالات الفلسطينية
2.58	0.21	0.00	0.00	0.00	12.70	شركة إلكترونيات وكهرباء فلسطين
11.66	12.30	12.30	12.30	9.60	11.80	شركة فلسطين للتنمية والاستثمار
8.80	2.00	11.00	10.00	13.00	8.00	شركة فلسطين للاستثمار الصناعي
9.34	12.30	12.30	7.10	7.50	7.50	شركة القدس للمستحضرات الطبية
7.30	7.00	6.20	7.90	7.70	7.70	شركة بيرزيت لصناعة الأدوية
9.42	5.40	6.90	11.10	12.30	11.40	شركة دار الشفاء للأدوية
7.84	12.00	4.20	4.60	11.00	7.40	شركة مطاحن القمح الذهبي
6.82	8.80	8.00	6.30	6.00	5.00	شركة مصانع الزيوت النباتية
4.66	2.10	4.30	5.60	6.60	4.70	الشركة العربية لصناعة الدهانات
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	شركة المؤسسة العقارية العربية
9.88	8.00	9.20	11.20	10.00	11.00	شركة الرعاية العربية للخدمات الطبية
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	شركة دواجن فلسطين
12.54	14.1	13.2	12.8	12	10.6	شركة سجاير القدس
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	شركة بيت المال الفلسطيني العربي
6.44	5.99	6.27	6.49	6.39	7.04	المتوسط السنوي للتكلفة الكلية للتمويل

• المصدر: التقارير المالية السنوية للشركات

من ناحية أخرى كانت تكلفة الديون لبعض الشركات تساوي صفر وهي: شركة المؤسسة العقارية العربية، وشركة بيت المال، والسبب في ذلك أن كلتا هاتين الشركتين لا تتعاملان بالقروض المصحوبة بالفوائد وذلك انطلاقاً من الفلسفة التي تتبنيانها وفقاً للشرعية الإسلامية التي تحرم ذلك وتعتبره ربا. أما شركة دواجن فلسطين فقط ظهرت فيها تكلفة

الديون صفرا وبالرغم من اعتمادها على القروض في التمويل -ولو بنسبة قليلة- كما يشير جدول رقم (7) إلا أن معظم هذه القروض هي من شركات حليفة لا تتقاضي عليها فوائد، وبالتالي فقد ظهرت تكلفة هذه الديون صفرا (التقارير السنوية لشركة دواجن فلسطين 1999-2003)

وكذلك فقد تراوح المعدل السنوي العام لتكلفة الديون لدى الشركات بين (6%) و(7%) تقريبا، وهي معدلات مرتفعة إذا ما قورنت بتكلفة حقوق الملكية كما في جدول (3) وجدير بالذكر أن هناك بعض الشركات التي تستفيد من قانون الإعفاء الضريبي -الذي تهدف السلطة الفلسطينية من خلاله لتشجيع الاستثمار في فلسطين- وهذا القانون يعفى بعض الشركات من دفع كل أو جزء من الضرائب في السنوات الأولى من إنشائها ولفترة محدودة (من 5-10 سنوات) لوفقا لبعض المعايير أو الشروط التي تتم بين الطرفين، وقد استفادت من هذا القانون كل من الشركات التالية: شركة الاتصالات الفلسطينية، شركة فلسطين للتنمية والاستثمار، فلسطين للاستثمار الصناعي، دواجن فلسطين، كهرباء والالكترونيات فلسطين، وهذا الإعفاء امتد خلال سنوات الدراسة - من بداية عام 1999 وحتى نهاية عام 2003 باستثناء شركة الاتصالات التي انتهى مع نهاية عام 2001، أما في حالة عدم الإعفاء فإن الشركات تستفيد من اعتبار قيمة الفوائد كمصروف يخصم من الأرباح الخاضعة للضريبة، أي أن التكلفة الحقيقية -كما ظهرت في جدول رقم (4)- هي أقل من التكلفة المدفوعة خاصة للشركات الخاضعة لضريبة الدخل.

ج. التكلفة الكلية المرجحة للتمويل

لقد تم احتساب المعدل الموزون للتكلفة الكلية المرجحة وفقاً للمعادلة

$$WACC = w_d K_d (1 - T) + w_{ps} K_{ps} + w_{ce} K_s$$

حيث أن:

- نسبة الديون ضرب تكلفتها = $w_d K_d$

- نسبة الأسهم الممتازة ضرب تكلفتها = $w_{ps} K_{ps}$

- نسبة الأسهم العادية ضرب تكلفتها = $w_{ce} K_s$

* المصدر (Brigham, 2005)

جدول رقم (5)

التكلفة الكلية الموزونة للتمويل WACC

المتوسط	السنة					اسم الشركة
	2003	2002	2001	2000	1999	
2.43	2.45	2.31	2.62	1.43	3.31	شركة الاتصالات الفلسطينية
1.09	0.89	0.21	0.17	1.60	2.61	شركة الكترونيات وكهرباء فلسطين
7.21	5.36	12.86	6.12	6.21	5.49	شركة فلسطين للتنمية والاستثمار
7.92	7.30	9.35	9.34	6.92	6.27	شركة فلسطين للاستثمار الصناعي
6.73	6.27	7.31	7.85	6.17	6.04	شركة القدس للمستحضرات الطبية
2.11	1.37	0.65	5.06	2.04	1.45	شركة بيزنيت لصناعة الأدوية
2.18	2.14	1.42	1.34	3.17	2.82	شركة دار الشفاء للأدوية
3.58	2.83	2.61	2.55	5.59	4.31	شركة مطاحن القمح الذهبي
1.45	1.91	0.70	0.08	2.28	2.26	شركة مصانع الزيوت النباتية
1.24	1.14	1.03	0.42	2.00	1.59	الشركة العربية لصناعة الدهانات
0.51	0.68	0.19	0.32	0.82	0.55	شركة المؤسسة العقارية العربية
6.24	0.40	6.74	5.83	5.52	4.73	شركة الرعاية العربية للخدمات الطبية
6.61	3.15	8.57	8.75	6.44	6.14	شركة دواجن فلسطين
3.32	3.29	2.27	2.23	4.26	4.56	شركة سجانر القدس
3.55	3.61	3.86	3.35	3.01	2.91	شركة بيت المال الفلسطيني العربي
3.68	3.37	3.95	3.70	3.72	3.62	المتوسط السنوي للتكلفة الكلية للتمويل

• المصدر: التقارير المالية السنوية للشركات

يتضح من الجدول رقم (5) أن أعلى متوسط للتكلفة الكلية الموزونة كان لشركة فلسطين للاستثمار الصناعي (7.92%) وشركة فلسطين للتنمية والاستثمار (7.21%) ويرجع ذلك إلى ارتفاع كل من تكلفة حقوق الملكية وتكلفة القروض لكلا الشركتين كما تبين من خلال الجدولين (3) و (4)

وبالإضافة للشركتين السابقتين - وإذا ما تمت المقارنة مع المتوسط العام للتكلفة الكلية الموزونة (3.68%) لشركات العينة خلال فترة الدراسة - فإن هناك عدة شركات فاقت فيها التكلفة الكلية الموزونة هذا المعدل وهي: شركة القدس للمستحضرات الطبية، و شركة الرعاية العربية للخدمات الطبية، و شركة دواجن فلسطين.

بينما بلغت التكلفة الكلية الموزونة أدنى مستوياتها لدي شركة المؤسسة العقارية العربية حيث بلغت (0.51%) وذلك لأن تكلفة التمويل بحقوق الملكية لهذه الشركة كان منخفضاً جداً إذ بلغ (1.03%) كما في جدول رقم (3) وتكلفة التمويل بالقروض بلغت صفراً لأنها لا تعتمد نهائياً على القروض ذات الفائدة في التمويل.

كما كانت التكلفة الكلية الموزونة منخفضة أيضاً لشركة الكرونيات وكهرباء فلسطين (1.09%) والسبب في ذلك أن الشركة تعتمد بشكل كبير (76%) على التمويل بحقوق الملكية كما في جدول (6) وفي نفس الوقت فإن تكلفة هذا التمويل منخفضة جداً (1.07%) جدول (3) كما يتضح من جدول رقم (5) أن المتوسط السنوي للتكلفة الكلية الموزونة للتمويل لجميع شركات العينة خلال فترة الدراسة تراوح بين (3.37%) و (3.95%)، وبالرغم من أنها تبدو منخفضة إلا أنها أيضاً أعلى من المتوسط السنوي لمعدل العائد التقديري على الاستثمار في فلسطين والذي يوضحه جدول رقم (9) أي أن الوضع المالي لهذه الشركات جرح جداً.

ثالثاً: مصادر التمويل:

تتقسم مصادر التمويل حسب أدبيات الإدارة المالية إلى قسمين أساسيين هي مصادر التمويل الممتمك ومصادر التمويل المقترض.

وجداول رقم (6) يوضح أن نسبة التمويل بحقوق الملكية (أي مجموع حقوق المساهمين / مجموع المطلوبات وحقوق المساهمين) حيث يتضح وبوضوح أن شركات العينة تعتمد بشكل أساسي على حقوق الملكية في التمويل، وأن المتوسط العام للتمويل بحقوق الملكية لجميع الشركات خلال فترة الدراسة بلغ (68%)

جدول رقم (6)
نسبة التمويل بحقوق الملكية

المتوسط	السنة					اسم الشركة
	2003	2002	2001	2000	1999	
0.44	0.51	0.49	0.43	0.41	0.37	شركة الاتصالات الفلسطينية
0.76	0.74	0.81	0.79	0.77	0.68	شركة الكترونيات وكهرباء فلسطين
0.86	0.81	0.89	0.88	0.87	0.87	شركة فلسطين للتنمية والاستثمار
0.90	0.94	0.94	0.92	0.89	0.84	شركة فلسطين للاستثمار الصناعي
0.77	0.81	0.76	0.77	0.75	0.74	شركة القدس للمستحضرات الطبية
0.85	0.86	0.81	0.86	0.86	0.85	شركة بيرزيت لصناعة الأدوية
0.56	0.59	0.56	0.60	0.56	0.47	شركة دار الشفاء للأدوية
0.63	0.60	0.62	0.61	0.68	0.63	شركة مطاحن القمح الذهبي
0.79	0.85	0.88	0.73	0.75	0.76	شركة مصانع الزيوت النباتية
0.83	0.79	0.82	0.82	0.84	0.89	الشركة العربية لصناعة الدهانات
0.53	0.74	0.61	0.48	0.44	0.40	شركة المؤسسة العقارية العربية
0.23	0.00	0.09	0.17	0.35	0.51	شركة الرعاية العربية للخدمات الطبية
0.83	0.42	0.92	0.95	0.94	0.92	شركة دواجن فلسطين
0.53	0.59	0.54	0.48	0.51	0.52	شركة سجائر القدس
0.72	0.93	0.74	0.67	0.61	0.63	شركة بيت المال الفلسطيني العربي
0.68	0.68	0.70	0.68	0.68	0.67	المتوسط السنوي للتكلفة الكلية للتمويل

• المصدر: التقارير المالية السنوية للشركات

ويتضح أيضاً أن أعلى متوسط نسبة تمويل بحقوق الملكية كان لشركة فلسطين للاستثمار الصناعي حيث بلغ (90%)، أما أدنى متوسط نسبة فكان لشركة الرعاية العربية للخدمات الطبية حيث بلغ (23%) فقط.

كما يلاحظ أن نسبة التمويل بحقوق الملكية في شركة الرعاية العربية للخدمات الطبية - وخلال فترة الدراسة- اتجه نحو الانخفاض من (50%) عام (1999) حتى بلغ صفرًا عام (2003) .

أما جدول رقم (7) فيوضح نسبة التمويل بالديون، (وهي عبارة عن مجموع القروض سواء أكانت بفائدة أو بدون فائدة / مجموع المطلوبات وحقوق المساهمين) حيث بلغ أعلى متوسط للتمويل بالديون في شركة الرعاية العربية للخدمات الطبية(62%)، وأن أعلى معدل للديون بلغ (105%) ولنفس الشركة عام (2003)، وهذا لا يعني توجه الشركة إلى الاعتماد بشكل كبير على القروض في التمويل، إنما السبب في ذلك هو تآكل حقوق الملكية لهذه الشركة بسبب الخسائر التراكمية عليها، حيث تشير القوائم المالية للشركة -والتي أعدت حسب مبدأ الاستحقاق وبالتكلفة التاريخية- إلى أن الشركة تحقق خسائر متتالية ليس فقط خلال فترة الدراسة (1999 - 2003) بل ومنذ تأسيسها، والأهم من ذلك أن مجموع هذه الخسائر قد فاق رأس المال الشركة المدفوع مما جعل صافي حقوق المساهمين يظهر بالسالب، وبالتالي تلاشي حقوق المساهمين (التقارير السنوية للشركة من 1999-2003))

وتلت شركة الرعاية الطبية شركة مطاحن القمح الذهبي حيث بلغت نسبة الديون فيها

(28%)، ثم شركة الاتصالات الفلسطينية (19%)

ويبين كذلك من الجدول رقم (7) أيضا أن المتوسط السنوي العام لنسبة التمويل بالديون لشركات العينة بلغ (13%) وأن الغالبية العظمى لنسبة الديون لهذه الشركات كانت دون هذا المتوسط.

جدول رقم (7)
نسبة التمويل بالاقتراض

المتوسط	السنة					اسم الشركة
	2003	2002	2001	2000	1999	
0.19	0.16	0.20	0.22	0.11	0.28	شركة الاتصالات الفلسطينية
0.03	0.01	0.01	0.00	0.01	0.12	شركة الكترونيات وكهرباء فلسطين
0.09	0.7	0.06	0.07	0.16	0.09	شركة فلسطين للتنمية والاستثمار
0.05	0.01	0.02	0.05	0.05	0.12	شركة فلسطين للاستثمار الصناعي
0.08	0.01	0.01	0.09	0.13	0.14	شركة القدس للمستحضرات الطبية
0.16	0.06	0.09	0.06	0.04	0.02	شركة بيرزيت لصناعة الأدوية
0.14	0.16	0.15	0.10	0.16	0.15	شركة دار الشفاء للأدوية
0.28	0.09	0.34	0.34	0.30	0.44	شركة مطاحن القمح الذهبي
0.05	0.03	0.05	0.01	0.05	0.14	شركة مصانع الزيوت النباتية
0.06	0.10	0.07	0.04	0.04	0.04	الشركة العربية لصناعة الدهانات
0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	شركة المؤسسة العقارية العربية
0.62	1.05	0.73	0.52	0.46	0.33	شركة الرعاية العربية للخدمات الطبية
0.03	0.01	0.04	0.00	0.04	0.04	شركة دواجن فلسطين
0.10	0.04	0.06	0.10	0.09	0.19	شركة سجائر القدس
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	شركة بيت المال الفلسطيني العربي
0.13	0.12	0.13	0.14	0.11	0.13	المتوسط السنوي للتكلفة الكلية للتمويل

• المصدر: التقارير المالية السنوية للشركات

كما يلاحظ أن متوسط نسبة الديون بلغ صفراً لكل من شركة المؤسسة العربية العقارية، وشركة بيت المال الفلسطيني، حيث أن هاتين الشركتين لا تعتمدان على الديون خاصة الديون المصحوبة بالفوائد، وبالرغم من ذلك فقد ظهرت نسبة الديون (0.01%) في القوائم المالية لشركة المؤسسة العقارية العربية، إلا أنها كانت قروض حسنة من بنوك أو من

جهات حليفة لم تتقاض عليها فوائد، وهذا ما يؤكد جدول رقم (4) حيث أن تكلفة هذه السديون كانت صفرا.

ومن خلال ملاحظة بسيطة من خلال الجدولين (6) و (7) يتبين لنا أن شركات العينة تعتمد بشكل ليس بسيط على الائتمان المصرفي فعلى سبيل المثال فقد بلغ المتوسط العام للتمويل بحقوق الملكية (68%) والمتوسط العام للتمويل بالقروض (13%) فيكون التمويل المتبقي (19%) عبارة عن ائتمان تجاري.

رابعاً: معدل العائد على الاستثمار:

يوضح جدول رقم (8) معدل العائد على الاستثمار ، ويظهر من خلال الجدول أن أعلى متوسط لمعدل العائد على الاستثمار كان لدى شركة القدس للمستحضرات الطبية إذ بلغ (9.18%) وأن أقل متوسط لمعدل العائد كان لدى الشركة العربية للخدمات الطبية إذ بلغ (13.58%-) ما يعني أن هناك شركات تحقق خسائر فادحة تفوق تكلفة التمويل لديها وهذا مؤشر خطير لمستقبل هذه الشركات إذا لم تحاول تعديل وضعها المالي.

وكذلك يوضح الجدول رقم (8) أن هناك تبايناً كبيراً بين أعلى معدل وأقل معدل للشركة نفسها أو للشركات ككل إذ بلغ أعلى معدل عائد على الاستثمار لشركة القدس للمستحضرات الطبية (15%) سنة 2003 بينما بلغ أقل معدل لنفس الشركة (1.2%) سنة 2000 أما في الشركة العقارية العربية فكان أعلى معدل هو (9.4%) عام 2000 وأدنى معدل هو (1.3%) عام 2002.

وكذلك فإن جدول رقم (8) يظهر أن معدلات العائد على الاستثمار السنوية في شركات المساهمة العامة بفلسطين تدنت إلى مستويات ضعيفة جداً، إذ تدنى متوسط معدل

العائد على الاستثمار السنوي إلى (0.09%-) وذلك سنة 2002 بينما بلغ المتوسط السنوي لشركات العينة في أعلى قيمة له (2.92%) سنة 2003 .

جدول رقم (8)
معدل العائد على الاستثمار %

المتوسط	السنة					اسم الشركة
	2003	2002	2001	2000	1999	
3.42	5	3.2	2	3.6	3.3	شركة الاتصالات الفلسطينية
-6.92	-6.5	-9	-7.9	-4.2	-7	شركة الكترونيات وكهرباء فلسطين
3.32	4.5	0.1	7	3.5	1.5	شركة فلسطين للتنمية والاستثمار
0.16	3	-2.3	4.7	-2	-2.6	شركة فلسطين للاستثمار الصناعي
9.18	15	7.5	11.3	1.2	10.9	شركة القدس للمستحضرات الطبية
9.04	14.6	8.5	5.3	8	8.8	شركة بيرزيت لصناعة الأبوية
3.8	6	3.5	1.6	4.3	3.6	شركة دار الشفاء للأبوية
-3.9	-3	-4	-5.7	-4.8	-2	شركة مطاحن القمح الذهبي
4.66	6.9	3.3	3.3	5.9	3.9	شركة مصانع الزيوت النباتية
0.1	2.3	-1	-2	2.4	-1.2	الشركة العربية لصناعة الدهانات
5.14	2.7	1.3	6	9.4	6.3	شركة المؤسسة العقارية العربية
-13.58	-11	-15.1	-14.8	-12	-15	شركة الرعاية العربية للخدمات الطبية
0.1	2	-4	6	-1.5	-2	شركة دواجن فلسطين
8.62	4.3	8.2	8	11	11.6	شركة سجانر القدس
-0.32	-2	-1.6	-0.9	1.4	1.5	شركة بيت المال الفلسطيني العربي
1.52	2.92	-0.09	1.59	1.75	1.44	المتوسط السنوي للتكلفة الكلية للتمويل

* المصدر: التقارير المالية السنوية للشركات

وهذا التدني في النتائج يتوافق إلى حد كبير مع المعدل التقديري للعائد على الاستثمار في فلسطين عن نفس الفترة، وذلك ما يوضحه جدول رقم (9) حيث قام الباحث بحساب متوسط معدل العائد على الاستثمار في فلسطين خلال السنوات من 1999-2003 من خلال المصادر الأولية (كما تم الإشارة إليه في هذا المبحث عند الحديث عن تكلفة حقوق الملكية)

وكانت النتائج كما هو موضح بالجدول رقم (9) الذي يظهر أن أعلى متوسط للعائد

كان سنة 2000 بلغ (2.83%)

لكن تجدر الإشارة هنا أن هذا المعدل هو معدل تقديري تم حسابه لغرض الدراسة

ولعدم توفر المعدل الحقيقي للعائد على الاستثمار بفلسطين.

جدول رقم (9)

المتوسط التقديري لمعدل العائد على الاستثمار في فلسطين

السنة	1999	2000	2001	2002	2003
متوسط معدل العائد	2.39	2.83	0.43	0.74	2.19

• المصدر: التقارير المالية السنوية ل (42) شركة فلسطينية متنوعة

وهو معدل متواضع جدا إذا ما قورن بمعدلات الفائدة على الودائع في البنوك المحلية

كما يوضحه جدول رقم (10)

جدول رقم (10)

معدل الفائدة على الدينار للودائع في البنوك المحلية

السنة	1999	2000	2001	2002	2003
معدل الفائدة على الودائع	5.74	5.37	3.62	3.09	2.51

* المصدر: سلطة النقد الفلسطينية

أو بمعدل العائد الخالي من المخاطرة ببلد مجاور مثل الأردن حيث بلغ حوالي

(4.5%) بينما بلغ أعلى متوسط لمعدل العائد لشركات العينة (2.83%)

جدول رقم (11)¹³

معدل العائد الخالي من المخاطرة

السنة	1999	2000	2001	2002	2003
معدل العائد الخالي من المخاطرة	4.25	4.58	4.25	4.47	4.5

* المصدر: الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني يناير 2005

¹³ تم استخدام معدل العائد الخالي من المخاطرة بالأردن وذلك لعدم توفر هذا المعدل بفلسطين، على اعتبار أن النظام الاقتصادي الأردني هو الأقرب للنظام الاقتصادي الفلسطيني. (مقابلة هاتفية مع د. هشام جبر 2005/2/11)

ويمكن تعليل هذا التدني العام لمعدلات العائد على الاستثمار لمعظم الشركات الذي ربما يكون نتيجة التأثير الواضح للسياسات والممارسات الإسرائيلية اليومية ضد الشعب الفلسطيني - خاصة خلال انتفاضة الأقصى التي انطلقت في نهاية سبتمبر 2000 وامتدت إلى بداية عام 2005 - إذ لا يخفى على أحد طبيعة هذه الممارسات ودورها في الإرباك، بل الخنق المتعمد للاقتصاد الفلسطيني، وما ينتج عنها من عدم انتظام العمل بسبب الإغلاقات، وكذلك زيادة تكلفة المواد والقيود المفروضة على إدخالها.... إلخ

المبحث الثاني: تحليل الفرضيات

يقوم البحث على ثلاث فرضيات رئيسية ينبثق عنها بعض الفرضيات الفرعية

الفرضية الرئيسية الأولى:

§ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الاستثمار والتكلفة الكلية للتمويل

(الممتمك والمقترض) لشركات المساهمة العامة.

ولفحص هذه الفرضية فقد تم استخدام معامل بيرسون للارتباط الخطي Pearson

Correlation بين التكلفة الكلية للتمويل ومعدل العائد وقد تبين من خلال النتائج المبينة

بجدول رقم (12) أن معامل الارتباط يساوي (-0.076) وهي علاقة سالبة وضعيفة لأنها

أقل من (0.5)، إلا أن مستوى الدلالة (P-Value=0.231) وهي أكبر من مستوى الدلالة

($\alpha = 0.05$) مما يدل على أنه لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على

الاستثمار والتكلفة الكلية للتمويل.

جدول رقم (12)

العلاقة بين معدل العائد على الاستثمار والتكلفة الكلية للتمويل باستخدام
معامل بيرسون للارتباط الخطي

	التكلفة الكلية المرجحة	معدل العائد
Pearson Correlation	1	-.076
Sig.(2-tailed)		.231
N	75	75
Pearson Correlation	-.076	1
Sig.(2-tailed)	.231	
N	75	75

كما تم استخدام مربع كاي Chi- Square Linear- by- linear Association (وهو اختبار يستخدم في حالة البيانات الكمية) لفحص العلاقة بين التكلفة الكلية للتمويل ومعدل العائد على الاستثمار لشركات المساهمة العامة ، حيث تبين من خلال النتائج بجدول رقم (13) أن قيمة مربع كاي = (1.537) ، ودرجة الحرية = 1 و مستوى الدلالة (P- Value =0.215) وهي اكبر من مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$) مما يدل على عدم وجود علاقة بين التكلفة الكلية للتمويل و معدل العائد على الاستثمار لشركات المساهمة العامة.

جدول رقم (13)
العلاقة بين معدل العائد على الاستثمار والتكلفة الكلية للتمويل باستخدام مربع كاي

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	4425.000 ^a	4366	.262
Likelihood Ratio	598.937	4366	1.000
Linear-by-Linear Association	1.537	1	.215
N of Valid Cases	75		

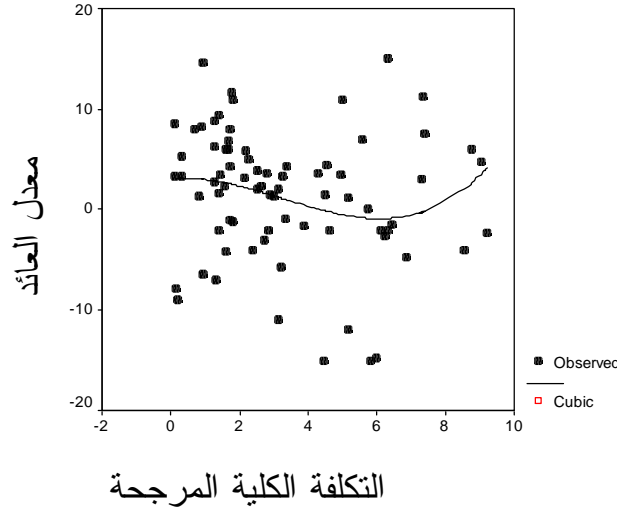
a. 4500 cells (100.0%) have expected count less than 5.
The minimum expected count is .01.

وبرسم لوحة الانتشار بين معدل العائد على الاستثمار والتكلفة الكلية المرجحة يتأكد أنه

لا توجد بين هذين المتغيرين علاقة معينة، كما يبدو ذلك واضحا من الشكل رقم (5)

شكل رقم (5)

لوحة الانتشار لمعدل العائد على الاستثمار على التكلفة الكلية للتمويل .



الفرضية الأولى الفرعية (أ)

χ^2 لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الاستثمار وتكلفة التمويل الممتمك لشركات المساهمة العامة.

ولفحص هذه الفرضية فقد تم حساب معامل بيرسون للارتباط الخطي بين معدل العائد وتكلفة التمويل الممتمك وقد تبين من خلال الجدول رقم (14) وجود ارتباط بين المتغيرين السابقين، لكن هذا الارتباط ضعيف لأن معامل الارتباط يساوي (0.168) وهو أقل من (0.5)، ومستوى الدلالة (P-Value = 0.149) وهي أكبر من مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$) مما يدل على أنه لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الاستثمار وتكلفة التمويل الممتمك.

جدول رقم (14)

العلاقة بين معدل العائد على الاستثمار وتكلفة حقوق الملكية باستخدام معامل بيرسون للارتباط الخطي

	تكلفة حقوق الملكية	معدل العائد
Pearson Correlation	1	.168
Sig.(2-tailed)		.149
N	75	75
Pearson Correlation	.168	1
Sig.(2-tailed)	.149	
N	75	75

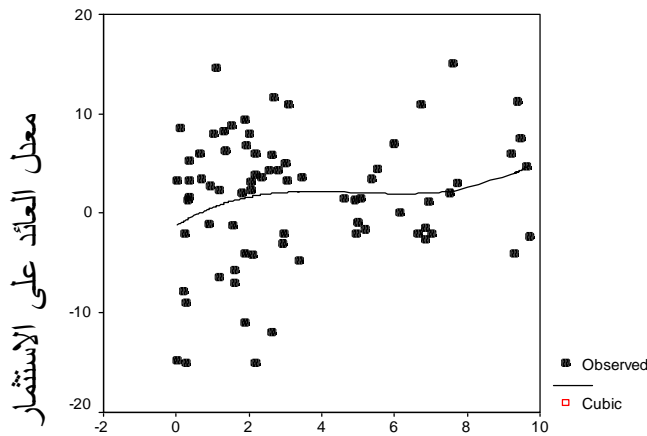
كما تم استخدام اختبار مربع كاي Chi- Square Linear- by- linear Association لإيجاد العلاقة بين تكلفة التمويل الممتلك ومعدل العائد على الاستثمار، حيث تبين من البيانات بجدول رقم (15) أن مربع كاي = (2.093) ، ودرجة الحرية = 1 ومستوى الدلالة (0.148) (P-Value = وهي اكبر من مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$) مما يدل على عدم وجود علاقة بين تكلفة التمويل الممتلك ومعدل العائد على الاستثمار لشركات المساهمة العامة.

جدول رقم (15)
العلاقة بين معدل العائد على الاستثمار لتكلفة التمويل الممتلك باستخدام مربع كاي

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	4425.000 ^a	4366	.262
Likelihood Ratio	598.937	4366	1.000
Linear-by-Linear Association	2.093	1	.148
N of Valid Cases	75		

a. 4500 cells (100.0%) have expected count less than 5.
The minimum expected count is .01.

شكل رقم (6)
لوحة الانتشار لمتغير معدل العائد على الاستثمار على تكلفة التمويل الممتلك



تكلفة التمويل الممتلك

لوحة الانتشار في شكل رقم (6) تؤكد كذلك أنه لا توجد علاقة بين معدل العائد على الاستثمار وتكلفة التمويل الممتلك .

الفرضية الأولى الفرعية (ب)

∇ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الاستثمار وتكلفة التمويل

المقترض لشركات المساهمة العامة.

ولفحص هذه الفرضية فقد تم حساب معامل ارتباط بيرسون للارتباط الخطي بين معدل العائد وتكلفة التمويل المقترض عند مستوى دلالة (sig.= 0.01) وقد تبين -وكما هو موضح بجدول رقم (16)- أن معامل الارتباط يساوي (-0.368) وهذا يعني وجود علاقة عكسية بين المتغيرين، كما أن مستوى الدلالة (P-Value=0.034) وهي أصغر من مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$) مما يدل على أنه توجد علاقة عكسية معنوية وذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الاستثمار وتكلفة التمويل المقترض.

جدول رقم (16)
العلاقة بين معدل العائد على الاستثمار وتكلفة القروض باستخدام
معامل بيرسون للارتباط الخطي

	تكلفة الديون	معدل العائد
Pearson Correlation	1	-.368
Sig.(2-tailed)		.034
N	75	75
Pearson Correlation	-.368	1
Sig.(2-tailed)	.034	
N	75	75

كما تم استخدام اختبار مربع كاي Chi- Square Linear- by- linear Association

لإيجاد العلاقة بين تكلفة التمويل المقترض ومعدل العائد على الاستثمار، حيث تبين من

البيانات بجدول رقم (17) أن مربع كاي = (14.78) ، ودرجة الحرية = 1 ومستوى الدلالة

(P-Value = 0.036) وهي اصغر من مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$) مما يدل على

وجود علاقة بين تكلفة التمويل المقترض ومعدل العائد على الاستثمار لشركات المساهمة العامة.

جدول رقم (17)

العلاقة بين معدل العائد على الاستثمار لتكلفة التمويل المقترض باستخدام مربع كاي

	Value	درجة الحرية df	Asymp.Sig (2-sided)
Pearson Chi-Square	3008.000 ^a	2950	.253
Likelihood Ratio	466.971	2950	1.000
Linear-by-Linear Association	14.780	1	0.036
N of Valid Cases	75		

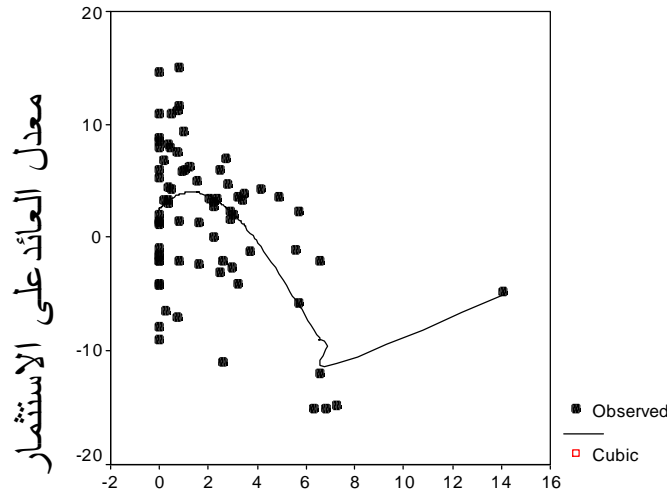
a. 3060 cells (100.0%) have expected count less than 5.
The minimum expected count is .01.

ويرسم لوحة الانتشار بين معدل العائد على الاستثمار وتكلفة التمويل المقترض نجد أن

هناك علاقة بين المتغيرين لكنها ضعيفة، كما هو موضح بشكل رقم (7)

شكل رقم (7)

لوحة الانتشار لمتغير معدل العائد على الاستثمار على تكلفة التمويل المقترض



تكلفة التمويل المقترض

وقد تم استخدام نموذج الانحدار البسيط بين معدل العائد على الاستثمار (كمتغير تابع)

على تكلفة التمويل المقترض لشركات المساهمة العامة (كمتغير مستقل).

وقد تبين من النتائج والتي يوضحها جدول رقم (15) أن :

1- معادلة الانحدار التكميلية هي أفضل نموذج انحدار حيث كانت قيمة معامل التحديد

لهذا النموذج اكبر من بقية النماذج الأخرى حيث بلغ معامل التحديد $R^2 = 0.316$

ومعامل التحديد المعدل = (0.287) والخطأ المعياري للتقدير = (5.507) قيمة

الاختبار $F = 10.94$ وهي الأكبر من (F الجدولية = 2.67) ، وقيمة مستوى الدلالة

$Sig = 0.000$ وهي أصغر من (0.05)

وهذا يعني أن قدرة معادلة الانحدار التكميلية في تقدير قيمة معدل العائد على الاستثمار

(كمتغير تابع) بدلالة تكلفة التمويل المقترض (كمتغير مستقل) هي (31.6%) فقط، وأن

الباقي (68.4%) يرجع لعوامل أخرى.

2- كما أن قيم (t) لمعاملات معادلة الانحدار كبيرة ومستوى المعنوية لكل قيمة اصغر

من 0.05 باستثناء قيمة (t) لمعامل تكلفة التمويل المقترض من الدرجة الأولى فقط

حيث كان مستوى الدلالة لها (0.067) وهذا يعني أننا نستطيع تجاهل المقدار الثابت

المضروب في معامل (تكلفة التمويل) المقترض من الدرجة الأولى.

لتصبح معادلة الانحدار كالتالي:

معدل العائد على الاستثمار = $-2.56 - 0.982$ (التكلفة التمويل المقترض)² -

0.553 (تكلفة التمويل المقترض)³

جدول رقم (18)

نتائج تحليل معادلة انحدار معدل العائد على الاستثمار (م. تابع) على تكلفة التمويل المقترض (م. تابع)

MODEL: MOD_3.

الطريقة ..التكعيبية

معدل العائد على الاستثمار ..المتغير التابع

Listwise Deletion of Missing Data

R معامل المتعدد لـ	.56236
R مربع	.31625
مربع R المعدل	.28736
الخطأ المعياري	5.50753

تحليل التباين

	درجة الحرية	مجموع المربعات	مربع المتوسطات
الاخذار	3	996.0912	332.03041
البواقي	71	2153.6346	30.33288

F = 10.94622 مستوى المعنوية = .0000

----- المتغيرات الواردة في المعادلة -----

المتغيرات المستقلة	B	SE B	Beta	T	Sig T
ت. التمويل المقترض	2.306522	1.238029	.871085	1.863	.0666
**2 ت. التمويل المقترض	-.981598	.301286	-3.827097	-3.258	.0017
**3 ت. التمويل المقترض	.055308	.016160	2.795960	3.423	.0010
(الثابت)	2.564532	1.023218		2.506	.0145

يلاحظ من استخدام أساليب التحليل المتنوعة السابقة أن النتائج أثبتت صحة الفرضية

الرئيسية الأولى والتي تنص على أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على

الاستثمار والتكلفة الكلية للتمويل (الممتهلك والمقترض) لشركات المساهمة العامة، وكذلك صحة

الفرضية الأولى الفرعية (أ) والتي تنص على أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين

معدل العائد على الاستثمار تكلفة للتمويل الممتهلك لشركات المساهمة العامة.

وهذه النتائج تتفق مع الفكر التقليدي لكل من (Modigliani & Miller, 1958) ، لكن

هذه النتائج تختلف عن نتائج دراسة (الحسني، 1994) و (Barvin & Samuel, 1988) حيث

أثبتت دراستهم وجود علاقة معنوية موجبة بين تكلفة التمويل ومعدل العائد على الاستثمار.

وربما يؤكد هذا التباين في نتائج الدراسات على استمرار العلاقة الجدلية القديمة بين تكلفة التمويل ومعدل العائد على الاستثمار، ولعل ما يفسره هو اختلاف بيئة كل دراسة عن الأخرى أو بمعنى آخر هناك عوامل أخرى في بعض البيئات تؤثر في معدل العائد على الاستثمار بشكل أكبر من تأثير تكلفة التمويل، ولعل عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي الذي تعيشه البيئة الفلسطينية كان له الأثر الواضح في تدخل عوامل أخرى في التأثير على معدل العائد على الاستثمار، والتي بدورها كانت أقوى تأثيراً من تكلفة التمويل.

أما بالنسبة للفرضية الأولى الفرعية (ب) فقد كان الوضع مختلفاً إذ ثبت وجود علاقة عكسية بين معدل العائد على الاستثمار وتكلفة التمويل المقترض، وهذا يعني أن زيادة الاعتماد على القروض تؤدي إلى انخفاض معدل العائد على الاستثمار. ويؤيد هذه النتائج دراسة (Miles & Ezzell 1986) التي أكدت على العلاقة العكسية بين معدل العائد على الاستثمار وتكلفة التمويل المقترض.

ولعل ما يفسر ذلك هو اعتبار تكلفة التمويل المقترض تكلفة ثابتة تتحملها المنشأة بغض النظر عن معدل العائد على الاستثمار الذي تحققه، وإن ارتفاع هذه التكلفة يكون بمثابة المصاريف التي تطرح من الإيرادات، وبالتالي تؤثر سلباً على معدل العائد، لذا فعلى المنشأة أن تسعى جاهدة لكي تحقق عائداً على هذه الأموال يفوق تكلفتها، وعلى عكس تكلفة حقوق الملكية التي هي في الغالب مرتبطة بمعدل العائد الذي تحققه.

الفرضية الرئيسية الثانية:

§ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الاستثمار والرافعة المالية لشركات المساهمة العامة.

ولفحص هذه الفرضية تم حساب معامل ارتباط بيرسون بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار لشركات المساهمة العامة عند مستوى دلالة إحصائية (sig.= 0.05) و جدول رقم (19) يبين أن معامل الارتباط يساوي (-0.160) ومستوى الدلالة تساوي (P-Value =0.169) وهي اكبر من ($\alpha = 0.05$) مما يدل على انه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار لشركات المساهمة العامة عند مستوى معنوية 0.05.

جدول رقم (19)
العلاقة بين معدل العائد على الاستثمار والرافعة المالية باستخدام
معامل الارتباط بيرسون

		معدل العائد	الرافعة المالية
معدل العائد	Pearson Correlation	1	-.160
	Sig. (2-tailed)	.	.169
	N	75	75
الرافعة المالية	Pearson Correlation	-.160	1
	Sig. (2-tailed)	.169	.
	N	75	75

كما تم استخدام اختبار مربع كاي Chi- Square Linear- by- linear Association لإيجاد العلاقة بين تكلفة التمويل المقترض ومعدل العائد على الاستثمار، حيث تبين من البيانات بجدول رقم (20) أن مربع كاي = (1.9) ، ودرجة الحرية = 1 ومستوى الدلالة (P-Value = 0.168) وهي اكبر من مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$) مما يدل على عدم وجود علاقة بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار لشركات المساهمة.

جدول رقم (20)
العلاقة بين معدل العائد على الاستثمار والرافعة المالية باستخدام مربع كاي

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	4125.000 ^a	4130	.519
Likelihood Ratio	587.847	4130	1.000
Linear-by-Linear Association	1.904	1	.168
N of Valid Cases	75		

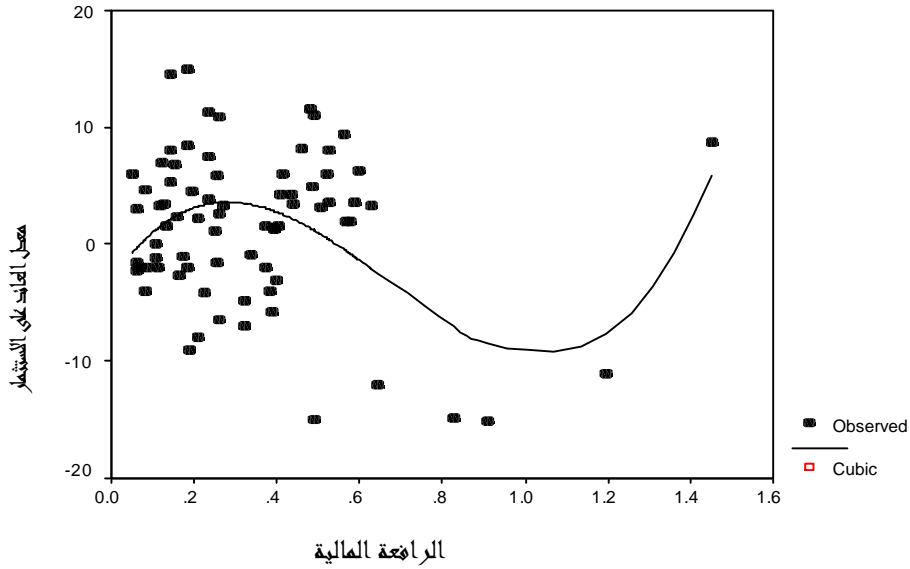
a. 4260 cells (100.0%) have expected count less than 5.
The minimum expected count is .01.

وتم رسم لوحة انتشار لتوضيح العلاقة بين معدل العائد على الاستثمار والرافعة

المالية، حيث تبين - كما هو في شكل (8) - أنه لا توجد علاقة محددة بين المتغيرين السابقين.

شكل رقم (8)

لوحة الانتشار لمتغير معدل العائد على الاستثمار على الرافعة المالية



يتضح من التحليل السابق صحة الفرضية الثانية، القائلة: بأنه لا توجد علاقة ذات

دلالة إحصائية بين معدل العائد على الاستثمار والرافعة المالية لشركات المساهمة العامة. أي

أن اللجوء للتمويل بالاقتراض لا يؤثر بشكل ملحوظ في معدل العائد على الاستثمار، وربما يرجع السبب في ذلك إلى عدم استفادة شركات العينة من خاصية الوفر الضريبي إذ إن العديد منها يستفيد من قانون الإعفاء الضريبي -الذي تهدف السلطة الفلسطينية من خلاله لتشجيع الاستثمار في فلسطين- وهذا القانون يعفى بعض الشركات من دفع كل أو جزء من الضرائب في السنوات الأولى من إنشائها ولفترة محدودة (من 5-10 سنوات) وفقاً لبعض المعايير أو الشروط التي تتم بين الطرفين، وقد استفادت من هذا القانون كل من الشركات التالية: شركة الاتصالات الفلسطينية، شركة فلسطين للتنمية والاستثمار، فلسطين للاستثمار الصناعي، دواجن فلسطين، كهرباء والكترونيات فلسطين، وهذا الإعفاء امتد خلال سنوات الدراسة - من بداية عام 1999 وحتى نهاية عام 2003 باستثناء شركة الاتصالات التي انتهى مع نهاية عام 2001، أما في حالة عدم الإعفاء فإن الشركات تستفيد من اعتبار قيمة الفوائد كمصروف يخصم من الأرباح الخاضعة للضريبة.

وهذه النتائج تتسجم مع الفكر القديم لمودكلياني وميلر (Modigliani & Miller, 1958) اللذين أشارا إلى أن قيمة المنشأة السوقية تتوقف على قرارات الاستثمار وليس على قرارات لا التمويل، لكنها تختلف مع دراسات أخرى مثل دراسة (الأغبيري، 2000; صبح، 1988; عبد الرحمن، 1987; Aivazian & Ying Ge 2003) أو أثبتت هذه الدراسات وجود تأثير جوهري للرافعة المالية على معدل العائد على الاستثمار، لكنه تأثير سلبي. أما دراسة كل من: (Barniv & Samuel, 1988; kane, 1989) فقد أظهرت أن تأثير الرافعة يكون إيجابياً على معدل العائد على الاستثمار.

وكذلك نجد هنا أن هناك تبايناً بين نتائج الدراسات للعلاقة بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار، وربما كان سبب هذا التباين أيضاً اختلاف الظروف الخاصة بكل دراسة التي تنسم بها كل بلد وتختلف بها عن الأخرى. لكن الملاحظ هنا أن معظم الدراسات أثبتت وجود علاقة بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار، إلا أن نتائج هذه الدراسة كانت على العكس، ولعل ذلك يعود لاستفادة العديد من شركات العينة من قانون تشجيع الاستثمار الفلسطيني الذي يعفي هذه الشركات من دفع الضرائب، مما يقلل من فعالية وكفاءة الرافعة المالية، لعدم الاستفادة من خصم الفوائد كمصروفات قبل الضريبة.

وربما السبب الآخر هو خصوصية الوضع الاقتصادي الفلسطيني، الذي يعتبر استثنائياً إلى حد كبير بسبب ظروف الاحتلال الحالي.

الفرضية الرئيسية الثالثة:

v لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين اعتماد شركات المساهمة العامة على

مصادر التمويل وتكلفة التمويل.

وينبثق عنها الفرضيتين الفرعيتين التاليتين:

الفرضية الثالثة الفرعية (أ)

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين اعتماد شركات المساهمة العامة على مصادر التمويل المملوكة وتكلفة التمويل المملوكة.

ولفحص هذه الفرضية تم استخدام معامل ارتباط بيرسون لإيجاد لعلاقة بين اعتماد

شركات المساهمة العامة على مصادر التمويل المملوكة وتكلفة التمويل ، ويتبين من جدول رقم

(21) وجود علاقة عكسية بين اعتماد شركات المساهمة العامة على مصادر التمويل المملوكة

وتكلفة التمويل الممتلك حيث أن معامل الارتباط يساوي (-0.428)، و مستوى الدلالة يساوي (P-Value = 0.019) وهو اقل من ($\alpha = 0.05$) عند مستوى دلالة (0.01) (sig.=).

مما يعني أن الشركات تسعى ولحد ما للاعتماد على التمويل الممتلك في حال انخفاض تكلفته.

ويمكن القول بأنه توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.01. بين اعتماد شركات المساهمة العامة على مصادر التمويل الممتلكة (نسبة حقوق الملكية) و تكلفة التمويل (تكلفة حقوق الملكية).

جدول رقم (21)
العلاقة بين نسبة التمويل بحقوق الملكية وتكلفة التمويل بحقوق الملكية
باستخدام معامل الارتباط بيرسون

	نسبة حقوق الملكية	تكلفة حقوق الملكية
Pearson Correlation	1	-.428**
Sig.(2-tailed)		.019
N	75	75
Pearson Correlation	-.428	1
Sig.(2-tailed)	.019	
N	75	75

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

كما تم استخدام اختبار مربع كاي Chi- Square Linear- by- linear Association لإيجاد العلاقة بين اعتماد شركات المساهمة العامة على مصادر التمويل الممتلكة وتكلفة التمويل الممتلك ، حيث تبين من البيانات بجدول رقم (22) أن مربع كاي = (11.96) ، ودرجة الحرية = 1 ومستوى الدلالة

(P-Value = 0.001) وهي اصغر من مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$) مما يدل على وجود

علاقة بين اعتماد شركات المساهمة العامة على مصادر التمويل المملوكة (نسبة حقوق الملكية)

وتكلفة التمويل (تكلفة حقوق الملكية).

جدول رقم (22)

العلاقة بين نسبة التمويل بحقوق الملكية وتكلفة التمويل بحقوق الملكية باستخدام مربع كاي

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	5250.000 ^a	5180	.245
Likelihood Ratio	636.533	5180	1.000
Linear-by-Linear Association	11.958	1	.001
N of Valid Cases	75		

a. 5325 cells (100.0%) have expected count less than 5.
The minimum expected count is .01.

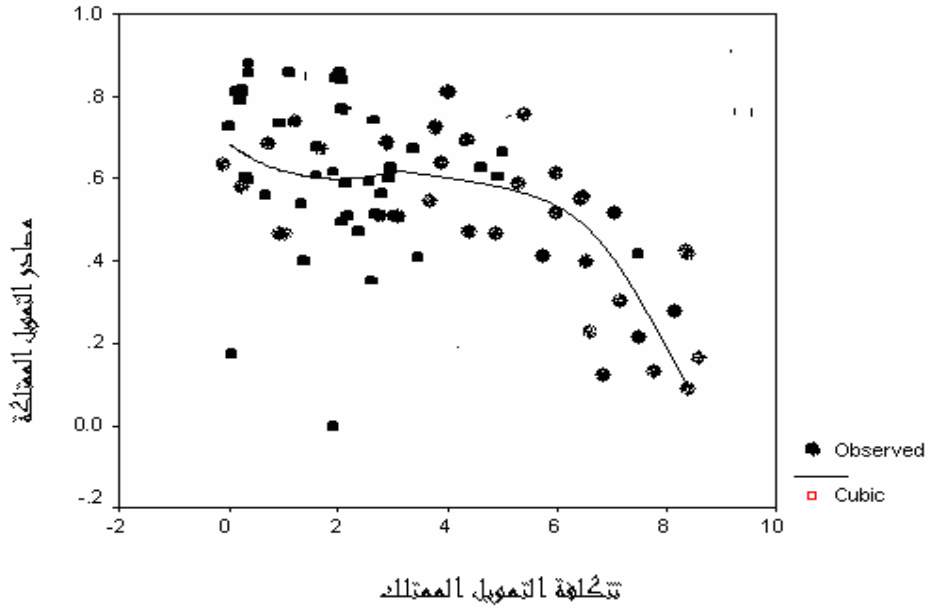
ومن خلال رسم لوحة الانتشار الموضحة بشكل (9) لبيان العلاقة بين اعتماد شركات

المساهمة العامة على مصادر التمويل المملوكة (نسبة حقوق الملكية) و تكلفة التمويل (تكلفة حقوق

الملكية)، نلاحظ وجود علاقة ضعيفة بين مصادر التمويل المملوكة وتكلفة هذا التمويل، وهذا ما يؤكد

نتائج تحليل ارتباط بيرسون السابقة.

شكل رقم (9)
لوحة الانتشار لمتغير مصادر التمويل الممتلئة وتكلفة التمويل الممتلئ



الفرضية الثالثة الفرعية (ب)

∇ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين اعتماد شركات المساهمة العامة على مصادر التمويل المقترضة وتكلفة التمويل المقترض.

ولفحص هذه الفرضية تم استخدام معامل ارتباط بيرسون بين اعتماد شركات المساهمة العامة على مصادر التمويل المقترضة وتكلفة التمويل، ويتبين من جدول رقم (23) وجود علاقة عكسية بين اعتماد شركات المساهمة العامة على مصادر التمويل المقترضة وتكلفة التمويل المقترض حيث أن معامل الارتباط يساوي (-0.496)، و مستوى الدلالة يساوي (P-Value = 0.007) وهو اقل من ($\alpha = 0.05$) عند مستوى دلالة (0.01) (sig.=).

مما يعني أن الشركات تلجأ للاعتماد على التمويل المقترض في حال انخفاض تكلفته.

جدول رقم (23)
العلاقة بين نسبة التمويل بالقروض وتكلفة القروض باستخدام معامل بيرسون للارتباط

	نسبة الديون	تكلفة الديون
Pearson Correlation	1	-.496**
Sig.(2-tailed)		.007
N	75	75
Pearson Correlation	-.496	1
Sig.(2-tailed)	.007	
N	75	75

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

إذن يمكن القول بأنه توجد علاقة عكسية ضعيفة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.01. بين اعتماد شركات المساهمة العامة على مصادر التمويل المقترضة (نسبة الديون) و تكلفة التمويل من هذه المصادر (تكلفة الديون).

كما تم استخدام اختبار مربع كاي Chi- Square Linear- by- linear Association لإيجاد العلاقة بين تكلفة التمويل المقترض ومعدل العائد على الاستثمار، حيث تبين من البيانات بجدول رقم (24) أن مربع كاي = (8.064) ، ودرجة الحرية = 1 ومستوى الدلالة (P-Value = 0.005) وهي اصغر من مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$) مما يدل على وجود علاقة بين اعتماد شركات المساهمة العامة على مصادر التمويل المقترضة (نسبة الديون) و تكلفة التمويل من هذه المصادر (تكلفة الديون).

جدول رقم (24)

العلاقة بين نسبة التمويل بالقروض وتكلفة التمويل بالقروض باستخدام مربع كاي

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	3619.375 ^a	3500	.078
Likelihood Ratio	501.794	3500	1.000
Linear-by-Linear Association	8.064	1	.005
N of Valid Cases	75		

a. 3621 cells (100.0%) have expected count less than 5.
The minimum expected count is .01.

ومما سبق يتضح أن هناك علاقة بين مصادر التمويل وبين تكلفة هذا التمويل، لكن هذه العلاقة ضعيفة إلى حد ما، مما قد يعني أن هذه الشركات كانت تهتم بالتكلفة كعامل في تحديد واختيار مصادر التمويل سواء أكانت هذه المصادر حقوق ملكية، أو أموالاً مقترضة، لكن هذا العامل لم يكن الأهم وإنما هناك عوامل أخرى ربما كانت أكثر أهمية في تحديد مصدر التمويل، وهذا يتفق مع نتائج المقابلات الهاتفية الاستطلاعية التي أجراها الباحث مع بعض من المدراء الماليين لشركات العينة¹⁴

كما تتفق هذه النتائج مع العديد من الدراسات مثل (Toy, et .al,1974)
(Wedig, 1989;Bitro 2001; Loof,2003 ;Douglas,19631963) حيث أشارت جميع هذه الدراسات إلى أن معدل العائد على الاستثمار يعتمد بصفه أساسية على مجموعة من المحددات المالية من أهمها تكلفة التمويل ونسبة الاموال المقترضة.

¹⁴ مجموعة من المقابلات التليفونية أجراها الباحث مع (10) مدراء ماليين لشركات مساهمة عامة في غزة والضفة الغربية - مارس 2004

يلاحظ من خلال التحليلات السابقة للبيانات باستخدام الأساليب المختلفة أن العلاقة التي وجدت بين بعض المتغيرات لم تكن علاقة قوية بدرجة كافية إذ أن معظم قيم معامل بيرسون للارتباط كانت أقل من (0.5) وأن معادلات الانحدار لم تستطع تفسير إلا (32%) من أثر المتغير المستقل في المتغير التابع في الفرضية الأولى، وباقي معادلات الانحدار كانت أقل من ذلك لذا تم تجاهلها؛ ولعل السبب في ذلك كله ما تمت الإشارة إليه سابقاً في نهاية المبحث الأول من هذا الفصل ألا وهو تذبذب البيانات لشركات العينة وكذلك تذبذب البيانات للشركة الواحدة مما عكس أثره بوضوح على نتائج التحليل.

الفصل الخامس:

النتائج والتوصيات

الفصل الخامس: النتائج والتوصيات

- المبحث الأول: النتائج
- المبحث الثاني: التوصيات

المبحث الأول: النتائج

بعد التحليل المالي والإحصائي للبيانات والفرضيات تم التوصل إلى مجموعة من

النتائج تتلخص بما يلي:

1-محدودية اعتماد معظم شركات المساهمة العامة على القروض ذات التكلفة الثابتة في التمويل، خاصة القروض طويلة الأجل إذ بلغت نسبة القروض طويلة الأجل في بعض الشركات (صفرًا) خلال فترة الدراسة ، مما أثر بشكل جوهري على اختبار فرضيات البحث.
2- اتضح أن هناك تبايناً في معدل الرافعة المالية على نطاق شركات المساهمة العامة، وكذلك تذبذباً على نطاق الشركة الواحدة لبعض الشركات.

3- كان المتوسط العام لمعدل الرافعة المالية لشركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين خلال فترة الدراسة (32%) وهي نسبة أقل بكثير مما هي في العديد من الدول مثل: جمهورية مصر العربية، والولايات المتحدة الأمريكية، لكنها قريبة من دول ذات ظروف مشابهة مثل العراق.

4- كانت تكلفة التمويل بحقوق الملكية منخفضة إلى حد ما في معظم الشركات (حيث تراوحت من 1% إلى 2.7% إلا أنها كانت مرتفعة جداً في بعض الشركات حيث بلغت 8.2%، أما المتوسط العام لتكلفة التمويل بحقوق الملكية فقد كان (3.39%)

5- كانت تكلفة التمويل بالقروض منخفضة جداً في معظم الشركات (حيث تراوحت من صفر إلى 3%) إلا أنها بلغت (12.5%) في بعض الشركات ، لكن المتوسط العام للتمويل بالقروض بلغ (6.44%)

6- كانت التكلفة الكلية الموزونة للتمويل متباينة للشركات نتيجة اعتماد بعض الشركات على حقوق الملكية فقط، والبعض الآخر مزج بين الملكية والقروض لكن بنسب متفاوتة، وبلغ متوسط التكلفة الكلية الموزونة للتمويل لشركات العينة (3.36%)

- 7- فاقت التكلفة الكلية الموزونة للعديد من الشركات متوسطة العائد على الاستثمار لهذه الشركات حيث أسهم ذلك في تحقيق هذه الشركات لخسائر مالية.
- 8- ظهر بوضوح اعتماد شركات المساهمة العامة على التمويل بحقوق الملكية أكثر من اعتمادها على التمويل بالقروض والمصادر الأخرى، حيث وصلت النسبة لبعض الشركات (90%) ، بينما كانت نسبة المتوسط العام للتمويل بحقوق الملكية (68%)
- 9- لم تتجاوز نسبة متوسط التمويل بالقروض (20%) وكانت نسبة التمويل بالقروض لغالبية الشركات دون المتوسط العام الذي بلغ (13%) فقط.
- 10- تدني معدل العائد على الاستثمار في معظم شركات العينة وبعض الشركات كانت تحقق خسائر متتابة خلال فترة الدراسة (1999 - 2003)
- 11- متوسط العائد على الاستثمار بفلسطين انخفض خلال فترة الدراسة إلى حد أقل من معدل سعر الفائدة على الدينار للودائع الجارية ، كذلك أقل من معدل العائد الخالي من المخاطرة الموجود بالأردن.
- 12- ومن النتائج التي توصل إليها البحث عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الاستثمار والتكلفة الكلية للتمويل.
- 13- عدم وجود علاقة بين تكلفة التمويل الممتمك ومعدل العائد على الاستثمار.
- 14- وجود علاقة عكسية بين تكلفة التمويل المقترض ومعدل العائد على الاستثمار.
- 15- عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الاستثمار والرافعة المالية.
- 16- وجود علاقة عكسية بين الاعتماد على مصادر التمويل وتكلفة هذه المصادر.
- 17- كما أثبتت الدراسة غياب الرؤية الواضحة لدى متخذي القرار التمويلي في تحديد معايير اختيار مصادر التمويل.

المبحث الثاني: التوصيات

من خلال النتائج التي تم التوصل إليها يمكن اقتراح مجموعة من التوصيات التي تتعلق بتحديد الإطار العملي اتخاذ القرارات المالية بصدد تحديد المزيج الأمثل للهيكل التمويلي والذي تحقق أفضل عائد متوقع على مجموعة الاستثمارات.

1- الاعتماد على مصادر التمويل من خلال حقوق الملكية حيث أثبتت الدراسة انخفاض تكلفتها وبالتالي انخفاض نسبة المخاطرة لأن تكلفة هذا النوع من التمويل مرهون بشكل كبير بمدى تحقيق الأرباح.

2- الابتعاد قدر الإمكان عن التمويل من خلال القروض حيث أثبتت الدراسة أن العلاقة عكسية بين تكلفة التمويل بالقروض ومعدل العائد على الاستثمار .

3- تقليل نسبة الرافعة المالية إلى أدنى درجة ممكنة، حيث أثبتت الدراسة عدم وجود علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار .

4- بالرغم من ضعف العلاقة بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار إلا أن الشركات لا تستغني عن القروض في التمويل في بعض الأحيان، لذلك بإمكان الشركات الاستعاضة عن التمويل بالقروض من خلال التمويل بنظام المرابحة حيث تستطيع بذلك شراء الآلات والمعدات ، ومعظم مفردات الصول الثابتة، وحتى بعضاً من الأصول المتداولة كاللبضاعة والمواد الخام، وبذلك تتجو هذه الشركات من دائرة مخالفة الشرع.

5- على الشركات أن تعمل قدر الإمكان على تخفيض تكلفة مصادر التمويل مع مراعاة درجة المخاطرة. خاصة في ظل الانخفاض الملحوظ لمعدل العائد على الاستثمار.

دراسات مقترحة:

- من الضروري تكرار هذه الدراسة بنفس متغيراتها الحالية في سنوات لاحقة وذلك للتأكد من ثبات النتائج التي قدمتها الدراسة.
- من الضروري عمل دراسات مشابهة مع إضافة متغيرات أخرى ذات صلة مثل المخاطرة النظامية وغير النظامية لبيان أثرها على معدل العائد على الاستثمار.
- يتضح من الإطار النظري للدراسة الحالية أن هناك متغيرات أخرى تم استبعادها في هذا البحث وفي أبحاث سابقة مثل (نوع الصناعة) حجم المنشأة، معدل النمو، الرافعة التشغيلية ، لذا من الضروري أخذ هذه المتغيرات بنظر الاعتبار عند إجراء دراسات مشابهة لهذه الدراسة.

الملاحق

ملحق رقم (1)

خطاب للشركات بغرض الحصول على التقارير المالية

بسم الله الرحمن الرحيم

14 Dec. 2004

السادة الكرام/ ----- حفظهم الله

تحية طيبة وبعد،،

الموضوع: الحصول على بيانات بغرض البحث العلمي

أنا الباحث/ بسام محمد عودة الأغا، بصدد تقديم أطروحة ماجستير بعنوان **أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار - دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين**

وتهدف هذه الدراسة إلى قياس هيكل التمويل الأمثل (نسبة التمويل بحقوق الملكية و نسبة التمويل بالقروض) لتكون هذه النسبة أداة يمكن الاستعانة بها في اتخاذ القرارات الخاصة بالتمويل والاستثمار داخل فلسطين.

لذا أرجو منكم التكرم بالموافقة بتزويدي بالبيانات المالية (الميزانية العمومية وقائمة الدخل) للسنوات الخمس ما بين 1999 إلى 2003

مرفق لكم إفادة من الجامعة الاسلامية بغزة بهذا الخصوص

شاكرا لكم حسن تعاونكم من أجل خدمة العلم والوطن،،،

الباحث

بسام محمد الأغا

أكون سعيدا لتلقي ردكم على العنوان التالي:

الجامعة الاسلامية - غزة

ص.ب: 108

كلية مجتمع العلوم المهنية والتطبيقية

أو

تليفاكس: 08-2840850

جوال: 059-859000

بريد إلكتروني: belagha@mail.iugaza.edu

أو bassam9000@hotmail.com

ملحق رقم (2)

خطاب للشركات لجمع البيانات حول معدل العائد على الاستثمار

بسم الله الرحمن الرحيم

17/3/2005

السادة الكرام/ ----- المحترمون

تحية طيبة وبعد،،

الموضوع: الحصول على بيانات بغرض البحث العلمي

أنا الباحث/ بسام محمد عودة الأغا، بصدد تقديم أطروحة ماجستير بعنوان "أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار". وتهدف هذه الدراسة إلى قياس هيكل التمويل الأمثل (نسبة التمويل بحقوق الملكية و نسبة التمويل بالقروض) لتكون هذه النسبة أداة يمكن الاستعانة بها في اتخاذ القرارات الخاصة بالتمويل والاستثمار داخل فلسطين. لذا أرجو منكم التكرم بالموافقة بتزويدي بالبيانات التالية: (مجموع الاصول، الأرباح أو الخسائر)، للسنوات الخمس ما بين 1999 إلى 2003، وذلك من أجل احتساب متوسط معدل العائد على الاستثمار في فلسطين.

2003	2002	2001	2000	1999	البيان
					مجموع صافي الأصول
					صافي الربح (الخسارة)

** مرفق لكم إفادة من الجامعة الاسلامية بغزة بهذا بهذا الخصوص

شاكرًا لكم حسن تعاونكم من أجل خدمة العلم والوطن،،،

الباحث

بسام محمد الأغا

أكون سعيدًا لتلقي ردكم على العنوان التالي:

فاكس: 08-2843955 أو 08-2847404

بريد إلكتروني: belagha@iugaza.edu

أو bassam9000@hotmail.com

للاستفسار جوال: 059-859000

ملحق رقم (3)
كتاب من الجامعة الإسلامية موجه للشركات للمساعدة في جمع البيانات



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الجامعة الإسلامية - غزة
THE ISLAMIC UNIVERSITY OF GAZA

Ref: 2004/05/24
Date: 2004/05/24

لن يهجمه الأمر

عند عيادة شركات العلياء بالجامعة الإسلامية بغزة بأن أبحث/ باسم محمد الأغا مباحث
في برنامج الماجستير في الجامعة الإسلامية بغزة بكتابة التجارة قسم إدارة الأعمال و هو سجل
لتفصل الدراسي الثاني 2003/2004م واعتمدت خطة بحثه بعنوان:
أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار - دراسة تطبيقية
على شركات المساهمة العامة العاملة بقطاع غزة

إلى أن أتكلم تشجيعاً منته في الحصول على المساعدات التي ساعدتني في عمل بحثي.

وشكراً جزئياً على حسن تعاونكم . . .

عصيدة الهريسات العلياء
29
د.د. أحمد يوسف أبو حلية



شكراً

ملحق رقم (4)

متوسط معدل العائد على الاستثمار في فلسطين

السنة	1999	2000	2001	2002	2003
متوسط معدل العائد	2.39	2.83	0.43	0.74	2.19

• المصدر: التقارير المالية السنوية ل (42) شركة تعمل فلسطينية

ملحق رقم (5)

معدل الفائدة على الدينار للودائع في البنوك المحلية

السنة	1999	2000	2001	2002	2003
معدل الفائدة على الودائع	5.74	5.37	3.62	3.09	2.51

* المصدر: سلطة النقد الفلسطينية

ملحق رقم (6)

يوضح معدل العائد الخالي من المخاطرة

السنة	1999	2000	2001	2002	2003
معدل العائد الخالي من المخاطرة	4.25	4.58	4.25	4.47	4.5

* المصدر: الموقع الالكتروني للبنك المركزي الأردني يناير 2005

قائمة المراجع والمصادر

أولاً: المراجع العربية

أ. الكتب العربية

1. أبو معمر، فارس محمود "الإدارة المالية واتخاذ القرار" ط4، مكتبة آفاق، غزة: 2000
2. برجهام، ويستون، "التمويل الاداري" (ترجمة: بيله عبد الرحمن، النعماني عبد الفتاح) دار المريخ، الرياض: 1993
3. توفيق، حسن أحمد " التمويل والإدارة المالية في المشروعات التجارية" دار النهضة العربية، القاهرة: 1969
4. الحناوي، محمد صالح، والعبد، جلال إبراهيم "الإدارة المالية : مدخل القيمة واتخاذ القرار" الدار الجامعية، الاسكندرية: 2001
5. الحناوي، محمد صالح، وسلطان، إبراهيم إسماعيل " الإدارة المالية والتمويل" ط1، الدار الجامعية، الاسكندرية: 1999
6. حنفي، عبد الغفار "الإدارة المالية المعاصرة : مدخل اتخاذ القرارات" دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية: 1993
7. حنفي، عبد الغفار " أساسيات التمويل والإدارة المالية" ط1، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية: 2002
8. خان، محمد يونس ، وغرايبة، هشام صالح " الإدارة المالية" دار المسيرة، عمان: 1995
9. رمضان، زياد " الإدارة المالية في الشركات المساهمة" دار الصفاء، عمان: 1996
10. الزعبي، محمد بلال، والطلافة، عباس " النظام الاحصائي SPSS" ط2، دار وائل للنشر، عمان: 2003
11. الزبيدي، حمزة محمود "أساسيات الإدارة المالية" ط1، مؤسسة الوراق، عمان: 2001
12. السامرائي، عدنان هاشم "الإدارة المالية : منهج تحليلي شامل" ط1، الجامعة المفتوحة، طرابلس: 1993
13. سويلم، محمد " الإدارة المالية في ظل الكوكبية، جامعة المنصورة، المنصورة: 1997

14. الشديقات، خلدون "إدارة وتحليل مالي" ط1، الجامعة المفتوحة، طرابلس: 2000
15. الشماع، خليل محمد حسن "الإدارة المالية" ط4، 1992
16. الشمخي، حمزة ، والجزراوي، إبراهيم محمد علي "الإدارة المالية الحديثة- منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات" ط1، دار صفاء، عمان: 1998
17. صبح، محمود "القرارات المالية الاستراتيجية" جامعة عين شمس، القاهرة: 2000
18. الصباح، عبد الستار، والعامرين، سعود "الإدارة المالية" ط2، دار المسيرة، عمان: 1998
19. عبد الله، شوقي حسين " التمويل والإدارة المالية" ط1، دار النهضة العربية، القاهرة: 1976
20. عبيدات، ذوقان وآخرون "البحث العلمي - مفهومه وأدواته وأساليبه" ط6، دار الفكر ، عمان: 2000
21. العطار، رشاد "الإدارة المالية والتحليل المالي" ط1، دار البركة، عمان: 2001
22. عقل، مفلح محمد "مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي" ط2، المستقبل للنشر والتوزيع، عمان: 2000
23. العمار، رضوان وليد " أساسيات في الإدارة المالية : مدخل إلى قرارات لاستثمار وسياسات التمويل" ط1، دار المسيرة، عمان: 1997
24. كراجه، عبد الحليم، وآخرون "الإدارة المالية والتحليل المالي" ط1، دار الصفاء، عمان: 2000
25. كنجو، عبود كنجو ، وفهد، إبراهيم وهي " الإدارة المالية" ط1، دار المسير، عمان: 1997
26. لطفي، أمين السيد " التحليل المالي الأساسي" ط4، الدار الجامعية، الإسكندرية: 2000
27. متولي، متولي السيد " الإدارة المالية : مدخل اتخاذ القرارات" ط3 ، دار النهضة، القاهرة: 1983

28. هندي، منير إبراهيم "الإدارة المالية : مدخل تحليلي معاصر" ط3، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية: 1997
29. _____، "الفكر الحديث في التمويل" ط4، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية: 2003
30. الهواري، سيد " الإدارة المالية : الاستثمار والتمويل طويل الأجل" ط1، مكتبة عين شمس، القاهرة: 1976
31. الهيبي، صلاح الدين حسين " الأساليب الاحصائية في العلوم الادارية - تطبيقات باستخدام SPSS" ط1، دار وائل للنشر، عمان: 2004

ب. أبحاث علمية

1. الأغبري، ثروة محمد " أثر الرافعة المالية على الأداء لشركات الصناعات الغذائية اليمينية"، رسالة ماجستير، جامعة صنعاء، صنعاء: 2002
2. الحسني، بشري أحمد " أثر الرافعة المالية كلفة التمويل على قرارات الاستثمار، رسالة ماجستير، الجامعة المستنصرية، بغداد: 1994
3. صبح، محمود محمد "تقييم الآثار الاستثمارية والتمويلية والاقتصادية لاستخدام أسلوب المتاجرة على الملكية" رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، القاهرة: 1988
4. العامري، محمد علي " أثر الهيكل المالي في المخاطرة والعائد بإطار نظرية المحفظة" رسالة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد 1990.
5. عبد الرحمن، طلعت أحمد " أثر التغير في الهيكل التمويلي على ربحية المنشأة" رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة: 1987
6. النعمي، عدنان " النمو والهيكل المالي" رسالة دكتوراه كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد: 1992.

ج. الوثائق والنشرات الرسمية

1. التقارير السنوية لشركة الاتصالات الفلسطينية للسنوات (1999-2003)
2. التقارير السنوية لشركة الرعاية العربية للخدمات الطبية للسنوات (1999-2003)
3. التقارير السنوية لشركة العربية لصناعة الدهانات للسنوات (1999-2003)
4. التقارير السنوية لشركة القدس للمستحضرات الطبية للسنوات (1999-2003)
5. التقارير السنوية لشركة الكترونيات وكهرباء فلسطين للسنوات (1999-2003)
6. التقارير السنوية لشركة المؤسسة العقارية العربية للسنوات (1999-2003)
7. التقارير السنوية لشركة بيت المال الفلسطيني العربي للسنوات (1999-2003)
8. التقارير السنوية لشركة بيرزيت لصناعة الأدوية للسنوات (1999-2003)
9. التقارير السنوية لشركة دار الشفاء للأدوية للسنوات (1999-2003)
10. التقارير السنوية لشركة دواجن فلسطين للسنوات (1999-2003)
11. التقارير السنوية لشركة سجائر القدس للسنوات (1999-2003)
12. التقارير السنوية لشركة فلسطين للاستثمار الصناعي للسنوات (1999-2003)
13. التقارير السنوية لشركة للتنمية والاستثمار للسنوات (1999-2003)
14. التقارير السنوية لشركة مصانع الزيوت النباتية للسنوات (1999-2003)
15. التقارير السنوية لشركة مطاحن القمح الذهبي للسنوات (1999-2003)

1. Aragon , George A., "Financial Management". N.Y. ;Al Lyn Bacon Adivison of Simon and Schuster, (1989)
2. Arthur J. Kewon, "Foundations of finance", N Y . : Mc Graw – Hill Book Company: 1994
3. Brealey Richard & Myers Stewart, Principles Of Corporate Finance. 4th ed, 2001
4. Brigham , Eugene; and Ehrhardt Michael, "Financial Management Theory & Practice" 12nd ed, Mike Roche publisher, 2005
5. Brigham , Eugene; and Gapenski, Louis, "Financial Management Theory & Practice" 2002
6. -----"Financial Management Theory & Practice" 2nd ed. 1993
7. Cambell , Tims . , " Financial Institutions , Markets . And Economic Activity" . N Y . : Mc Graw – Hill Book Company , (1982)
8. Gop , Benton E . , " Principles of financial Management" . N . Y : John Wiley and sons, Inc . , (1983)
9. Hirt Geoffrey, Stanley B. Block , Foundations Of Financial Management 8th ed 1997
10. Higgins, Robert, Analysis for financial management ,8th ed, 1995
11. Kolb , Burton A . , " Principles of financial Management" . Texas : Business Puplication , Inc . , (1983)
12. Steverson ricard, " , Foundations Of Financial Management 4th ed 1996
13. Schall G. & Hally K.; "Principles of finance" 1st ed. Chicago: 1979
14. Stephen Ross, "Principles of financial Management" 3rd ed. Canada: John Wiley Published: 1986
15. Titman & Wessels, " financial management" N.Y.1988

16. Westerfield Ross, Essentials Of Corporate Finance, 2nd ed, 1999
17. William E, William J. Palmer, Construction Accounting and Financial Management 6th ed, 1995

ب. المجلات العلمية

1. Aivazian A. Varouj, Ge Ying, Qiu Jiaping, " The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence, **Journal Corporate Finance** , June 2003 P:114-132 (*Electronic Copy*)
2. Bardsley Peter, "Optimal leverage for the utility maximizing firm", **Journal of Economic Behavior and Organization**, Vol. 26 ,1995,P:237-252 (*Electronic Copy*)
3. Barniv, Ran; Samuel B. " The Optimal Capital Structure" **Managerial & Decision Economics**, U.K. Vol: 9, No:7 , March 1988
4. Bitro And John "The Leverage And Growth Opportunity", **Journal of Accounting Education**, No.17 ,2001, P:111-122 (*Electronic Copy*)
5. Chin – Cheng Chen, "The Relationship Between The Financial Leverage & The Operating Leverage " **Journal of finance**, vol : 79 , No : 4, Dec, 2004, P: 124-137
6. Darrat F. Ali & Mukherjee K. Tarun, "Inter- Industry Differences and the Impact of operating and financial leverage on Equity Risk" , **Review of Financial Economics**, 1995, Vol.4, No.2 P: 141-155(*Electronic Copy*)
7. Desomsak & Rataporn, "The Determinants Of Capital Structure" **Journal of Development Economics**, 2005 No. 76 P: 499-524 (*Electronic Copy*)
8. Dhaliwal , Dan , " The effect of firms" , Capital Structure on the choice of Accounting Methods" **The Accounting Review** , Vol : 14 , N: 1, January , 1980, P:125-153
9. Dun N., Bradstreet M., " The Firm Optimal Debt – Equity Combination And The Cost Of Capital"" **Journal of finance**, Vol : 17 , No : 4, Dec, 1987, P: 104-111
10. Faff R.W., Brooks R.D., Kee Ho Yew, " New evidence on the impact of financial leverage on beta risk: A time-series approach", **Journal of Economics and Finance**, No.13 ,2002, P:21-42 (*Electronic Copy*)
11. Fattoh Bassam, "Capital structure in South Korea: a quantile regression approach" **Journal of Development Economics**, No. 76 , 2005, P:231-250 (*Electronic Copy*)

12. Frank lin, J. Chu "Toward a Flexible Capital Structure", **Bankers Magazine**. Vol:169,no:3, May 1986
13. Kane, Alex; Markus, Alan J.; Robert L. "The Impact of Financial Leverage & The Cost Of capital On Return Of Investment" **Journal of Financial and Quantitive Analysis**, Vol:20 No:4 Dec.1989
14. Loof Hans, "Dynamic optimal capital structure and technical change" **Journal of Structural Change and Economic Dynamics**, No.15 ,2004, (*Electronic Copy*)
15. Douglas A Love., " The use and Abuse of Leverage " , **Financial analyst Journal** , Vo l : 31 , No :2,(March / April , 1975, P: 57-93
16. Luoma Gary , Spiller Earl A," Financial accounting return on investment and financial leverage", **Journal of Accounting Education**, No.20 ,2002, P:131-138 (*Electronic Copy*)
17. Mauer C. David, Sudipto Sarkar, "Real options, agency conflicts and optimal capital structure", **Journal banking & Finance**, Marsh 2004 (*Electronic Copy*)
18. Miles , Jam A . ; and Ezzel l , john R . , " Reformulating tax shield valuation : Aote " , **Journal of finance**, vol : 40 , No : 5, Dec, 1986, P: 157-189
19. Modigliinni , franco; and Miller, Corporate Taxes & The Cost of Capital. **American Economic Review**, No: 53,June 1983, P: 152-178
20. Neveu, D. ""The Impact of Financial Leverage & The Cost Of capital On Return Of Investment", **Financial analyst Journal**, Vo l : 65 , No :2,(March / April , 1981, P: 45-68
21. Scott,David F.; Gray, otha L.,and Bird , Bird , Monroe, " investing and financeing Behavior of small Manufacturing firm", **Business Topics** , Vol : 20 , No : 3 Summer , 1972
22. Sihler Bary, " Framework For Financial Decisions" **Financial analyst Journal** , Vol:25 , No :2,(March / April , 1971, P: 78-96
23. Smith, l.; John J." Inflation Accounting And Comparisons of Corporations Of Corporaate Returns on Equity" **Accounting & Business Research** , , Vol:27 No:4 Dec.1990
24. Stewart , G. Bennett ; and Gassman , David M. "David M . " Why Restructuring Adds value : Leveraning to Bigger carton ",part 3 **Cash Flow Journal** , Vol : 9 , No:1 , Jan / 1988

25. Toy, Norman; Arther S.; Lee, Remmers " Acomparative International Study of Growth, Profitability and risk As determinants of Debt Ratio " **journal of finance** Vol:9; no:5 nov.1974
26. Wedige Betro, "The Impact of Financial Leverage On The Cost Of capital & Return Of Investment" **Bankers Magazine**. Vol:186,no:1, May 1989

ثالثاً: المقابلات الهاتفية

1. إبراهيم عديلة، المدير المالي لشركة سجائر القدس، 28 مارس 2004
2. أمجد أبو نبعة، المدير المالي لشركة القدس للمستحضرات الطبية، 28 مارس 2004
3. جنان التميمي، رئيس قسم المحاسبين لشركة المؤسسة العربية العقارية، 25 مارس 2004
4. سامح حمدان، المدير المالي لشركة دواجن فلسطين، 25 مارس 2004
5. عبد الله ناصر الدين، المدير المالي لشركة بيرزيت للأدوية، 27 مارس 2004
6. عصام الكخن، المدير المالي لشركة مطاحن القمح الذهبي، 28 مارس 2004
7. عمار العكر، المدير المالي لشركة جوال، 28 مارس 2004
8. فرحان هليل، رئيس قسم المحاسبين لشركة مصانع الزيوت النباتية، 25 مارس 2004
9. ماهر جوايرة، المدير المالي للشركة العربية لصناعة الدهانات، 25 مارس 2004
10. معن حمودة، المدير المالي لشركة دار الشفاء للأدوية، 25 مارس 2004
11. هشام جبر، استاذ مشارك، كلية التجارة، جامعة النجاح الوطنية 2005/2/11

رابعاً: مواقع الكترونية

www.finance21.org

www.cbj.gov.jo

www.baj.com.sa

www.api.org.kw

www.bankofjaera.com