



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة القادسية

كلية الادارة والاقتصاد

قسم العلوم المالية والمصرفية

الرفع المالي وأثره في تعظيم أرباح الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

بحث تقدمت به الطالبة (مروه عبدالحسين موات)

الى مجلس كلية الادارة والاقتصاد - قسم العلوم المالية والمصرفية
جزء من متطلبات نيل شهادة البكالوريوس في العلوم المالية والمصرفية

اشراف: م. قسمة صابر عوض

٢٠١٨

١٤٣٩ هـ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
نَحْنُ عَلَيْهِ حَامِلُونَ حَامِلُونَ

وَقُلِ اعْمَلُوا فَسَيَرِي اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ
وَالْمُؤْمِنُونَ وَسَتَرْدُونَ إِلَى عَالَمِ الْغَيْبِ
وَالشَّهَادَةِ فَيُنَبِّئُكُمْ بِمَا كُنْتُمْ تَعْمَلُونَ

صدق الله العلي

العظيم

التوبه : اية (١٠٥)

أ

الاداء

اليك يا منبع الامل الصافي الحنون والامل المشرق الذي لا يغيب ضوءه
كالشمس والقمر

(والدي العزيز)

اليك يا من غمرتني بعطفها وحنانها وزرعت بنفسي حب الخير

(والدتي العزيزة)

الى شموع اضاءت دربي (اخوتي)

الى وطني العراق ارضا وشعبا.

ثم إلى كل من علمني حرفًا أصبح سنا برقه يضيء الطريق أمامي
اساتذتي الكرام

إلى زملائي وزميلاتي
.....

ب



بكل الاحترام والتقدير يسراً ان نرفع اخلاص كلمات

الشكر والعرفان الى (م . قسمة صابر عوض)

التي كانت عونا" لي بعد الله في انجاز كتابة بحث
اللخراج والحصول على شهادة البكالوريوس في العلوم
المالية والمصرفية سائلين المولى عز وجل ان يحفظها
ويسدد خططاها وان يتفضل عليها بالخير حيث كانت
كما اتوجه بالشكر والتقدير الى رئاسة القسم والاساتذة

الافاضل

ج

المقدمة

تعتبر مهمة القيام بتوفير الاموال التي تحتاجها الشركة من المهام
الصعبة و حصوصاً في الوقت الذي تكون فيه ندرة هذه الاموال من
ناحية و اختلاف درجة تكلفتها من ناحية اخرى. فضلاً عن درجة

المخاطرة التي تكون و مصحوبة لكل مصدر من مصادر الاموال على اساس ذلك مصطلحان شائعان في هذا: الاول الهيكل المالي الذي يظهر فيه العمليات التي تقوم بها الشركة بتمويل موجوداتها المختلفة و تضم كل مكونات الجانب اليسير من الميزانية و الثاني هيكل رأس المال: و الذي يعني به التمويل الذي يكون دائم للشركة و الذي يتكون من مجموعة من القروض التي تكون طويلة الاجل و الاسهم الممتازة و حقوق الملكية و يقومون بأبعاد جميع انواع الائتمان قصير الاجل و على هذا المنطق فأن رأس مال الشركة ما يعد جزءاً من هيكلها المالي و في هذه الحالة يعتبر القرار الاستراتيجي هو من اصعب القرارات التي سوف تواجهه المديرين الماليين دائماً هو تحديد المزيج الذي يكون مناسب للهيكل المالي للشركة في ظروف تكون معينة.

مشكلة البحث:-

عدم التخطيط للهيكل المالي بصورة جيدة لبعض المشاريع، قد ينجح في المدى القصير بتجنب بعض المشاكل التي تواجهه و لكن تظهر صعوبات كثيرة تواجهه المشروع في المدى الطويل للحصول على

الاموال لتمويل انشطتها في ظل تركيبة هيكلها المالي غير مخطط بشكل جيدة، مما يتوجب على المشاريع ان تصدر حجم الاقراض بما يناسب حاجتها في تمويل استثماراتها و انشطتها و قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، لذلك فأن التخطيط المسبق يعطي مرونة اكبر في استخدام الاموال بطريقة افضل و قدرة على التكيف مع الظروف المتغيرة.

و من هنا يمكن تحديد مشكلة البحث بالسؤال التالي
"هل للرفع المالي علاقة ايجابية في زيادة ارباح الشركات عينه الدراسة"

أهمية البحث:-

تظهر أهمية البحث من الدور التي تلعبه الاموال المقترضة في تنمية الشركات و لا سيما إذا وظفت هذه الاموال في مجالات استثمارية مربحة، و بما أن الرفع المالي يمثل جانباً مهماً الهيكل المالي في الكثير من الشركات التي تسخدم الرفع المالي، لذا فأن الكثير منها لا تسخدم الآلية المناسبة و الطرق العلمية للاستفادة من الرفع المالي، مما يتوجب دراسة كلفة الرفع المالي (الفائدة) بالشكل الجيد مما يجنب الشركة الفشل في تحقيق ربحية مناسبة جراء استخدام الرفع. و عليه جاء هذا البحث في محاولة لتقديم اطار الشركات على استخدام الاساليب العلمية و العملية التي تؤدي الى معرفة حجم العلاقة بين الرفع المالي و ربحية السهم الواحد التي تنعكس بدورها على ارباح الشركة.

هدف البحث:-

١- التعرف على المفاهيم الاساسية للرفع المالي و أشكاله و قياس
درجة الرفع المالي.

٢- اختيار العلاقة بين الرفع المالي و ربحية السهم الواحد.

فرضية البحث:-

لا يوجد أثر ذات دلالة احصائية موجبة للرفع المالي مقاسة بدرجة
الرفع المالي (DFL) على الارباح مقاسة بربحية السهم (EPS).

حدود البحث:-

حدود مكانية: الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق
للأوراق المالية

حدود زمانية: ٢٠١٨

اولاً:-

(١) مفهوم الرفع المالي

تختلف الشركات في مدى اعتمادها على الاقتراض (الدين) كأحد
مصادر التمويل و كلما زاد اعتماد المنشأة على المطلوبات أو

المديونية كلما كانت تستخدم درجة أعلى من الرفع المالي فأن استخدام الدين في منشأة معينة يعمل كأنه رافعة بحيث من الممكن أن يؤدي ذلك إلى تعظيم الارباح أو الخسائر وبالتالي فإن استخدام الرفع المالي يمكنه أن يؤثر إيجابياً على ثروة حملة الاسهم ولكنه يمكن أن يؤدي أيضاً إلى زيادة الضغوطات و المشاكل المالية مما يؤدي بالنهاية إلى الفشل و يمكن القول انه إذا كانت الرافعة التشغيلية تتعامل مع الجزء العلوي من كشف الدخل فإن الرفع المالي يتعامل مع الجزء السفلي منها و يقصد به ذلك الجزء الذي يربط التغير في الارباح التشغيلية أو الارباح قبل الفوائد بالضرائب مع صافي الربح (العلي، ٢٠١٠ : ١٨٧).

و كذلك يبين الرفع المالي تأثير التغير في الربح التشغيلي على ربحية السهم أي أن الرفع المالي يبدأ من حيث انتهى الرفع التشغيلي في حين أن الرفع التشغيلي يبين تأثير التغير في المبيعات على الربح التشغيلي يأتي الرفع المالي ليوضح تأثير التغير في الربح التشغيلي على الربحية المحققة للسهم الواحد و كما أن الرفع التشغيلي ينتج عنه وجود التكاليف الثابتة في هيكل التكاليف فان الرفع المالي عنده وجود التكاليف الثابتة المرتبطة بكيفية تمويل المنشأة فارتفاع المديونية و بالتالي ارتفاع الفوائد المدفوعة عليها يؤدي إلى زيادة درجة الرفع المالي و تقاس هذه الدرجة كالتالي:-

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{صافي الربح التشغيلي}}{\text{صافي الربح قبل الضرائب}}$$

و بصورة عامة تزداد درجة الرفع المالي بزيادة اعتماد المنشأة على المديونية في التمويل (تيم، ٢٠١١: ٣٢٩)

كذلك يقيس الرفع المالي مدى المخاطرة المالية الذي تواجهه الشركة كما انه يتناول الى اي مدى تعتمد في تمويل الشركات على المدى الطويل على الاموال المقترضة بدلاً من اعتمادها على اموالها الخاصة او اسهامها الاصلية و يتم حساب نسبة الرفع المالي على النحو التالي

$$\text{الرفع المالي} = \frac{\text{القروض طويلة الأجل}}{\text{إجمالي رأس المال العامل}}$$

حيث أن الفوائد مستحقة الدفع على القروض طويلة الأجل ينبغي دفعها مهما كانت نسبة الارباح التي حققتها فكلما زاد معدل الاقراض (أي كلما زادت نسبة التمويل طويلاً المدى للشركة الذي هو عبارة عن اموال مقترضة و بالتالي يؤدي ذلك الى زيادة المخاطرة المالية التي تتعرض لها الشركة (العلي، ٢٠١٠: ١٨٧).

و قد وردت تعاريف عده للرفع المالي يعبر كل منها من وجهة نظر مستخدمي الرفع المالي و هدفهم من استخدامهم للرفع المالي:-

الرفع المالي:- بأنه اقتراض أو قد يستخدم لأدوات مالية ينتج عنه تضخيم اثر الارباح أو الخسائر على المستثمر و في الغالب يستخدمونه لوصف نسبة الاستدانة الى حقوق الملكية في الشركات فكلما ازدادت نسبة المديونية الى حقوق الملكية زادت نسبة الرفع

المالي على ارباح الشركة وقد يزيد الرفع المالي باستخدامهم ادوات مالية اخرى مثل الخيارات المالية و العقود الآجلة.

و عرف ايضاً بأنه توليفة من اموال المقرضين و يعبر عن نسبة الدين الى مجموع الموجودات و ان درجة اعتماد الشركة في استخدامها للرفع المالي في تمويل موجوداتها و يؤثر هذا على العائد الذي يحصل عليه المالكين و كذلك يؤثر على المخاطرة التي يتعرض لها العائد (صافي و موسى، ٢٠٠٩: ١٥٧-١٧٦).

(٢) أشكال الرفع المالي و أنواعه

لا يكون اعتماد الادارة المالية للمنشأة فقط على مصادر التمويل الذي تملكه في تمويل كافة احتياجاتها الاستثمارية و التشغيلية و لكن تعتمد ايضاً على القروض الذي تكون مثالاً للمديونية و على الشركة تسديد قيمتها في التاريخ الذي يكون محدد لها في وقت لاحق و كذلك تتميز القروض بصورة عامة في انخفاض الكلفة لديها قياساً بمصادر التمويل الذي تمتلكه و ذلك للأسباب و منها الوفر الضريبي الذي يكون ناتج عن طرح الفائدة و تعتبر كنفقة الامر الذي يؤدي بالنتيجة الى القيام بتخفيض الدخل الخاضع للضريبة الذي يؤثر ذلك في القيمة السوقية للشركة مما يؤدي الحال الى تعظيم العائد على حقوق الملكية (Bienat, ٢٠٠١: ٣٦٩).

توجد أنواع كثيرة من مصادر التمويل المقترض نستطيع أن نميز بين القروض على اساس موعد استحقاقها (العلي و كداوي، ١٩٨٨: ٣٢٥) و هي كالتالي:

أ) القروض طويلة الأجل:- تعتبر القروض طويلة الأجل من أهم مصادر التمويل للمنشأة و لا سيما التي تكون كبيرة منها وأسباب تكون منها امكانية الحصول عليها بمبالغ هائلة و لإمكانية ترتيب سدادها بالشكل الذي يكون مناسب و النقد الذي يتوقع تحقيقه من الموجودات الذي سوف يمول و تقوم الشركة باستحصاله على شكل قروض طويلة الأجل من المؤسسات المالية كالمصارف و شركات التأمين و قد يكون تاريخ استحقاقها إلى فترة تكون طويلة و أحياناً تصل إلى ثلاثة عاماً و يقوم المقرض و المقترض بالتفاوض على شروط القرض الذي يتضمن معدل الفائدة و تاريخ الاستحقاق و طريقة السداد و كذلك الرهونات (الطراؤن، ٢٠٠٤: ٦١-٨٢).

و يلتزم المقترض بمواعيده المحددة و ذلك بموجب الدفعات التي تكون متفق عليها فضلاً عن الفوائد و أحياناً يكون تسديد القرض على دفعات متساوية يكون دفعه تستحق في نهاية الفترة المحددة أو دفعات تكون كبيرة أو صغيرة أحياناً في الفترات الأخيرة و في كل الاحوال ان يتزامن التسديد ايضاً او قات تحديد النقد الكافي (عقل، ٢٠٠٠: ١٤٠).

أما عن كيفية تحديد المعدل للفائدة و للتمويل المقترض طويل الأجل
هناك طريقتان:-

(١) مراجعة اصدارات القروض طويلة الأجل لكافية المؤسسات الحكومية و مصارف الاستثمار و أن هذه الاصدارات تصنف إلى فئات الاصدارات و مواعيد استحقاقها و كذلك معدلات الفائدة التي تتحملها و من هذا المنطق يحدد معدل الفائدة على القروض طويلة الأجل.

٢) في الحالة التي يكون عدم استخدام البيانات التاريخية فيقوم بتحديد معدل الفائدة وذلك عن طريق قسمة مجموع الفوائد السنوية التي يظهرها كشف الدخل للمنشآت التي تكون معنية في هذاخصوص على كافة مجموع التمويل المقترض الذي يكون طويلاً الأجل في ميزانيتها (العامري، ١٩٩٠: ٣٠-٣١).

و السبب الرئيسي للاقراض طويلاً الأجل هو قيام الشركة بتأمين الشركة للتمويل اللازم لها (عقل، ٢٠٠٠: ١٤٠-١٤١).

٢) القروض قصيرة الأجل:- يعني بالقروض قصيرة الأجل هي تلك الأموال التي تحاول الشركة الحصول عليها من الغير وفي هذه الحالة تلتزم الشركة بإرجاعها لفترة لا تزيد عن عام و هناك مسائلان مهمتان التي تهتمان بها اداره الشركة هي

١- المسألة الأولى تتعلق بالمدى والمدة التي يمكن ان تذهب اليها الشركة في الاعتماد على هذا النوع من القروض

٢- كيفية المقارنة بين التمويل قصير الأجل وهناك اعتبارات بخصوص هذا الصدد وهمـا

التكلفة التي تقوم الشركة بها ومدى الاعتماد على المصدر في تزويد الشركة بالاحتياجات المطلوبة (هندي، ٤: ٢٠٠، ٥٢٨)

و احياناً ما يكون التمويل قصیره الأجل على شكل ائتمان ويقسم الى نوعين

(١) الائتمان التجاري

٣) نسب الرفع المالي

هناك عدة جوانب أساسية لنسب الرفع المالي وهي التي تقيس مدى مساهمة المالك في الهيكل المالي بالمقارنة بالتمويل الذي مصدره القروض المختلفة منها :-

أ- ينظر الدائنوں الى حقوق الملكية باعتبارها (هامش أمان) حيث انه في حالة انخفاض نسبة حقوق الملكية فإن ذلك معناه ان (الخطر) داخل المشروع يتحمله المقترضون.

ب- في حالة استخدام الاقراض على نطاق كبير فان المالك يمكنهم الاحتفاظ بالسيطرة على المشروع باقل قدر ممكن من الاستثمار.

ج- يتضخم العائد الذي يحققه المالك في حالة تحقيق المشروع العائد على الاموال المقترضة يفوق الفائدة المدفوعة عنها.

د- ايضاً التمويل بالقروض يكون من مصلحة المالك على اعتبار ان الفوائد مغفاة من الضرائب فهي تخصم من الدخل لتحديد الدخل الخاضع للضريبة.

و تهتم هذه النسب بقياس مجموعة من العلاقات التي ترتبط بهيكل رأس المال و الاعباء المرتبطة بالفوائد واجبة الدفع عن رأس المال المقترض و المخاطر المرتبطة بها و هذه النسب هي:

١- نسبة الاقتراض الى مجموعة الاصول (المديونية)

و تقيس هذه النسبة، النسبة المئوية للأموال التي تم الحصول عليها من المقترضين و تتضمن القروض الخصوم المتداولة و جميع أنواع السندات و القروض طويلة الأجل و يفضل الدائتون نسبة اقراض متوسطة أو معقولة (50% و أقل) حيث انه كلما انخفضت هذه النسبة زاد هامش الامان بالنسبة لهم في حال اشهار افلاس الشركة و بيع اصولها، و على العكس من ذلك يفضل المالك نسبة اقراض مرتفعة لأحد سببين:-

أ- زيادة نصيبهم من الارباح

ب- إذا كانت نسبة الاقراض مرتفعة بصورة غير طبيعية فان ذلك يساعد على بعض التصرفات غير المسؤولة من جانب المالك بمعنى انهم قد يلجأون إلى اسلوب المضاربة على نطاق كبير في عملياتهم معتمدين على الارباح إذا تحققت فهي ضخمة و الاضرار محدودة في حالة تحقق خسائر (العام، ١٩٩٧ : ٧٥).

$$1 - \text{نسبة المديونية} = \frac{\text{إجمالي القروض}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

و من هنا يتضح أن المقترضين قد قاموا بالمساهمة بأكثر من نصف الهيكل المالي للشركة و هذا يشكل خطر على الدائنين و سوف تجد الشركة صعوبة كبيرة في الاقراض إذا لم تقم بزيادة حجم اموال الملكية فالمقرضون من ناحية سيحجبون عن اقراض الشركة كما ان الشركة إذا رغبت في زيادة النسبة أكبر عن طريق الاقتراض ستعرض حملة الاسهم لمخاطر لا داعي لها.

٢- **معدل تغطية الفوائد:** تحسب نسبة الفوائد على أساس العلاقة بين الارباح قبل الضرائب و الاباء المالية لفترة زمنية محدودة مقسومة على مجموع الفوائد و تقيس هذه النسبة المدى الذي يمكن

ان تخفضه الايرادات قبل ان يفقد المشروع قدرته على مقابلة الفائدة المستحقة عليه و ذلك على اعتبار ان فشل المشروع في سداد هذا الالتزام قد يتربّع عليه اتخاذ اجراءات قضائية ضده ينتج عنها في كثير من الاحيان اشهار افلاسه.

و يلاحظ اننا نستخدم رقم الايراد قبل الضرائب في حساب هذا المعدل و ذلك لأن الضريبة تفرض على الدخل بعد استقطاع تكالفة الفائدة و بالتالي قدرة المشروع على سداد الفوائد الجارية لا تتأثر بالضريبة و تحسب هذه النسب وفقاً للنموذج التالي:

$$\text{معد تغطية الفوائد} = \frac{\text{الارباح قبل الضرائب و الاعباء المالية}}{\text{الفوائد}}$$

و من النسب الاخرى التي تلقى اهتمامات خاصة تلك النسبة التي تقيس حجم الاصول مقارنة بحقوق الملكية و التي تحسب وفقاً للنموذج التالي:-

$$٣- \text{نسبة الاصول / حق الملكية} = \frac{\text{اجمالي الاصول}}{\text{حق الملكية}}$$

هذه النسبة تستحق عناية خاصة بالمقارنة بنسبة المديونية أو الوضع المادي فالأخير يركز على الالتزامات التي تحمل الشركة اعباء مالية بينما نسبة اجمالي الاصول / حقوق الملكية تبين عدد مرات تغطية الاصول لحق الملكية.

٤- نسبة الاصول / حق الملكية: فكلما كانت هذه النسبة كبيرة دل ذلك على زيادة معدل الرفع (التمويل بالمديونية) و صغر حقوق الملكية ما تزيد من المخاطر التي يتعرض لها الدائنون و تفيض هذه النسبة ايضاً في التعرف على درجة مشاركة الرفع المالي في الربحية.

٤- معدل تغطية الفوائد و اصل الدين

نلاحظ ان نسبة تغطية الفوائد قد اهملت موضوع سداد اصل الدين وفقاً للشروط المتفق فقد يتم السداد وفقاً لترتيب سنوي في شكل اقساط او يكون صندوق لتجمیع بحيث يتم سداد القرض بالكامل عندما يحين اجل الاستحقاق.

و نشير هنا الى نقطة هامة هي ان سداد القرض يتم من الاموال بعد دفع الضرائب لذلك يجب حساب هذه المبالغ قبل الضريبة بحيث يمكن حساب معدل تغطية إجمالي الالتزامات (الالتزامات الثابتة) أما الفوائد فهي تخصم من الوعاء الضريبي و لتحقيق التمايز بين هذين العنصرين يتم تعديل اقساط سداد القروض الى ما قبل الضريبة و يتم ذلك باستخدام النموذج التالي:-

$$\text{معدل تغطية اعباء المديونية} = \frac{\text{الارباح قبل الضرائب و الاعباء المالية}}{\text{الفوائد+اقساط سداد الدين}} \left(\frac{1}{1-\text{ض}} \right)$$

حيث أن:-

ض:- معدل الضريبة على الارباح

٥- معدل تغطية الاعباء الثابتة

و يتم حساب هذه النسبة بقيمة الارباح قبل استقطاع الاعباء الثابتة على مجموع هذه الاعباء و هي الفوائد و اقساط الايجار و اقساط سداد اصل القرض (الاحتياطات السنوية لاستهلاك السنادات) و

الضرائب المرتبطة بهذه المخصصات و يظهر هذا المعنى وفقاً
للنموذج التالي:-

$$\text{مع دل تغطية الاعباء الثابتة} = \frac{\text{الارباح قبل الضرائب والاعباء المالية+الإيجار}}{\left(\frac{1}{الفوائد+الإيجار+اقساط سداد اصل القرض} - ض \right)}$$

٦- الديون طويلة الأجل إلى رأس المال الدائم

بالإضافة إلى النسب السابقة يمكننا أن نستعين بالنسبة التي تقيس مدى مساهمة الديون طويلة الأجل (و التي تستعمل في تمويل الاستثمارات طويلة الأجل) إلى رأس المال الدائم و هذا الأخير يضم حق الملكية مضافاً إليه الديون طويلة الأجل و تحسب هذه النسبة وفق النموذج التالي

$$\text{نسبة الديون طويلة الأجل / رأس المال الدائم} = \frac{\text{ديون طويلة الأجل}}{\text{رأس المال الدائم}}$$

و هي تبين الأهمية النسبية للديون طويلة الأجل في تركيب رأس المال.

(٤) قياس درجة الرفع المالي

درجة الرفع المالي تقيس التغير النسبي في ربحية السهم الواحد نتيجة التغير في الارباح التشغيلية او الارباح قبل الفوائد وبما ان ربحية السهم الواحد التي تحسب بقسمة صافي الدخل على عدد الاسهم المصدرة ثابتة نسبياً خلال فترة التقييم فإن العلاقة التي تقيسها درجة الرفع المالي هي بين صافي الدخل من جهة والارباح قبل الفوائد والضرائب من جهة اخرى ولكن

شكل عام تحدد المعطيات الكيفية التي سيتم من خلال حساب (DFL) سواء من خلال (EPS) او صافي الدخل .

❖ حساب DFL عند التغير في EPS

$$DFL = \frac{\frac{\Delta ES}{EPS}}{\frac{\Delta EBIT}{EBIT}}$$

❖ حساب DFL عند مستوى معين من المبيعات

$$DFL = \frac{Q(P-Vc)-Fc}{Q(P-Vc)-Fc-I}$$

❖ حساب DFL بمستوى معين من الارباح التشغيلية (EBIT)

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

حيث أن

Q: كمية المبيعات

Vc: التكاليف المتغيرة للوحدة

I: هي الفوائد السنوية التي تدفعها المنشأة نتيجة الاقراض

Fc: التكاليف الثابتة (العلي، ٢٠١٠ : ١٨٨)

ثانياً:- تأثير الرفع المالي على هيكل رأس المال

الشركة التي لا يمكنها اسد التزاماتها المالية سوف تفشل و لهذا السبب يجب أن تقوم الشركة برعاية كمية الرفع المالي التي ستخدمه في عملياتها وأن هذا السبب يعد من احدى سياسات هيكل

رأس المال الناجحة و هذا يعني أن أي شركة بإمكانها أن تختار هيكل رأس المال الذي ترغب به إذا كانت الادارة لديها هذه الرغبة في ذلك و بهذه الطريقة سوف تزيد أو تنخفض من نسبة الرفع المالي و مثل هذه الانشطة سوف تعديل هيكل رأس مال الشركة واحد بآخر و ترك موجودات الشركة بدون تغيير، Rossetal (٢٠٠٢: ٥٦٧).

و في هذه الحالة كلما زاد استخدام الشركة للمديونية في هيكل رأس المال فأنه كلما زاد معدل النمو في المبيعات للشركة كثيراً كلما كان الاعتماد على مصادر التمويل التي تفترض يكون مطلوب اذ تكون كلفة الاقتراض أقل من كلفة التمويل التي تمتلكه الشركة و يؤثر ذلك على ربحية السهم الواحد اذ تزداد عند التمويل المقترض بالقياس بالتمويل الممتنع (الزبيدي، ٢٠٠٦: ٣١٧).

ثالثاً:- تأثير الرفع المالي على العائد (الأرباح)

أن الارتباط بين العائدات المتوقعة و الرفع المالي يزداد داخلياً و ذلك بسبب الاستثمار الامثل و السياسات المالية المتبعة في الشركة و أن العلاقة بين العوائد (العائد على المساهمين، و العائد على حق الملكية) الذين يرتبطون

بالرافعة المالية في ظل هيكل مالي و العوائد على حق الملكية عند كل درجة من التذبذبات التي تحصل في المبيعات (بريكهام و وستون: ١٩٩٣، ٢٣٥).

و ايضاً تأثير ربحية السهم في الشركة ايجاباً و سلباً فأن ذلك سيؤدي الى الكثير من النتائج و منها الزيادة في العائد سيؤدي الى زيادة العائد الموزع فهذا من ايجابيات الرفع المالي (الطراؤن: ٢٠٠٤، ٦٠-٨٣).

يمكن أن تزيد الرافعة من التدفقات المتوقعة للأرباح لكل سهم وليس لسعر السهم و يعود ذلك للأسباب التالية التغير في التدفق المتوقع هو في الضبط يتساوى مع معدل الارباح الى رأس المال فكلما زادت تلك التدفقات زادت العائدات المتوقعة للشركة.

تحدد استخدامات العوائد و ذلك لكونها اداة لقياس جميع الفعاليات لأنشطة الاقتصادية و تعتبر معياراً لاتخاذ القرارات المهمة و تستعمل في قياس أثر المديونية و الاقراض على الربحية و بما أن العوائد تقسم الى عوائد ايرادية و عوائد رأسمالية فالعوائد الإيرادية تقيس عوائد العمليات الاساسية و العوائد الرأسمالية تحمل الصيغة الكلية اذ تقيس العوائد الاجمالية بالنسبة الى صافي الارباح الى حصة المساهمين و وبالتالي فأن حساب أثر المديونية يتحدد من خلال الفرق بين تكالفة المديونية و العوائد (Brealey and Mores: ٢٠٠٣، ٤٧٢).

جدول رقم (١)

اسم الشركات	السنوات	مجموع الموجودات	مجموع المطلوبات
١- العراقي للسجاد و المفروشات	٢٠١٤	٣،١٦٩،٦٩٥،٢٧٧	١،١٠٩،٧١١،٨٤٠
	٢٠١٥	٢،٧٩٠،٣٧٥،٨٢٢	٧٩٩،٦٤٠،٧١٠

٨٧١،٦٧٥،٩١٠	٢،٧٦٨،٢٦٢،٢٣٥	٢٠١٦	
١٨،٢٩٠،٨٥٢	١،١٠٥،٥١٥،٦٧٩	٢٠١٤	٢- بغداد لصناعة مواد التغليف
٥،٣٠٧،٦٢٤	١،٠٠٨٢٠٩،٥٣٧	٢٠١٥	
٣٦،٩١٧،٨١٩	١،٠٤٣،٦٦٩،٨٠٧	٢٠١٦	
٨٨٩،١٤٠،٥٩٨	٨،١٦١،٥٨٣،٦١٤	٢٠١٤	٣- المنصور للصناعات الدوائية
٤٥٧،٢٥٠،٤٧٥	٨،٠٠٦،٢٠٦،٦٧١	٢٠١٥	
٦١٦،٧٦٢،٨٩٠	٨،١٤٣،٥٤٠،٥٨٩	٢٠١٦	
٢،٦١٧،٦٠٩،١٣٩	٧،٨٨٢،٤٥٣،٠٦٧	٢٠١٤	٤- الصناعات الكيميائية العصرية
٤،٦٢١،٧٤٢،٨٦٤	٩،٩١٤،٣٦٤،٨٤٠	٢٠١٥	
٨٧،٣٣٥،٧٣٢	٤،٩٢٠،٥٠٦،١٠٨	٢٠١٦	
٧،٨٦٥،٠٨٩،١١٤	١٩٧،١٩٢،٥٨٠،٥٢٨	٢٠١٤	٥- بغداد للمشروعات الغازية
١٠،٢٧٧،١٨٩،٦٩٦	٢٢٦،٩٠٧،٣١١،٦٨٧	٢٠١٥	
٢٦،١٦٩،٦٩٢،٨٠٥	٢٦٣،٥٧٦،٨٤٥،٩٧	٢٠١٦	

جدول رقم (٢)

العامد على الاستثمار	نسبة المديونية	السنوات	اسم الشركات
%٥٢	%٣٥	٢٠١٤	١- العراقية للسجاد و المفروشات
%٥٨	%٢٨٦	٢٠١٥	

%٥٩	%٣٤	٢٠١٦	
%٣٣,٥٥	%١٦,٥٤	٢٠١٤	٢- بغداد لصناعة مواد التغليف
%٨٣,٦٣	%٥,٢٦	٢٠١٥	
%٣٦٨	%٣٥,٣٧	٢٠١٦	
%٦٤	%١٠٨,٩٤	٢٠١٤	٣- المنصورة للصناعات الدوائية
%٥٦,٢٧	%٥٧,١١	٢٠١٥	
%٢,٧٣	%٧٥,٧٣	٢٠١٦	
%٤٣,٧٦	%٣٣	٢٠١٤	٤- الصناعات الكيميائية العصرية
%١٣,٤١	%٤٦,٦	٢٠١٥	
%٣٩,٨٨	%١٧٧٤	٢٠١٦	
%١٠	%٣,٩	٢٠١٤	٥- بغداد للمشروعات الغازية
%١١	%٤,٥	٢٠١٥	
%١٢	%٩,٩	٢٠١٦	

تحليل ربحية الشركات

هناك مؤشرات عدّة لقياس الربحية و هي (نسبة المديونية و معدل العائد على الاستثمار) بوصفها مؤشرات تستخدم في قياس الربحية حيث أن نسبة

المديونية يعبر عن مدى كفاءة الموجودات المتداولة و الثابتة و كذلك المطلوبات في تحقيق الارباح و لكل سنة من سنوات الدراسة و كما في الجدول رقم (٢).

نستنتج من الفقرة رقم (١) الموجودة في الجدول (٢) أن الشركة العراقية للسجاد و المفروشات كانت نسبة المديونية لها خلال سنوات الدراسة كبيرة جداً مما ادى ذلك الى زيادة في معدل العائد على الاستثمار و بالتالي كلما زادت نسبة المديونية كلما كان لها تأثير ايجابي على معدل العائد و بالتالي تحقيق اعلى العوائد و الارباح المتوقع الحصول عليها.

أما الفقرة رقم (٢) أن الشركة بغداد لصناعة مواد التغليف نرى أن نسبة المديونية مدعيتها خلال سنة (٢٠١٤، ٢٠١٥) منخفضة جداً و لكن تزايد هذه النسبة في سنة (٢٠١٦) غير أن هذه الزيادة ليس لها تأثيراً كبيراً في زيادة العوائد المتحققة و بالتالي فإن تأثيرها كان طفيفاً و أن هذه الشركة حققت عوائدها على التوالي (٣٣،٠٥ - ٨٣،٦٣ %) و هذه مؤشرات خطيرة تدل على عدم كفاءة ادارة الشركات في استغلال الموجودات لتحقيق الارباح و هذا مؤشر خطير لمستقبل الشركة إذ لم تحاول تعديل وضعها المالي أي أن هذه الشركة حققت خسارة أي أن العائد على الاستثمار ذو قيمة سالبة.

أما الفقرة رقم (٣) شركة المنصور للصناعات الدوائية على الرغم من أن الزيادة الكبيرة في نسبة المديونية إلا إن هذه الشركة هي أقل الشركات تذبذباً في نسبة الدين و نستنتج من ذلك أن الشركة غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية و بالتالي فإن ذلك يعرض الشركة الى اعلان افلاسها و التصفية.

أما الفقرة (٤) شركة الصناع العصرية على الرغم من أن نسبة المديونية زادت خلال هذه السنوات الثلاثة (٢٠١٤، ٢٠١٥، ٢٠١٦) إلا أن معدل العائد على الاستثمار انخفض في سنة (٢٠١٥) و كان (٤١،١٣ %) و بالتالي فإن نسبة المديونية لها تأثير سلبي على معدل العائد على الاستثمار أي أن هناك علاقة سالبة و عكسية بين المديونية و العائد على الاستثمار أي بمعنى انه كلما زادت المديونية انخفض العائد على الاستثمار.

أما الفقرة رقم (٥) نستنتج أن شركة بغداد للمشروبات الغازية ازدادت نسبة المديونية خلال سنوات الدراسة وبالتالي أدى ذلك إلى زيادة تحقيق العوائد أي أن لها تأثير إيجابي على العوائد والربح المتحقق.

و بالتالي نستنتج عن ما ذكر أعلاه

أنه يكون للرفع المالي أثر إيجابي على ربحية الشركات إذا استطاعت إدارة الشركة تحقيق معدل عائد على الاستثمارات التي يتم تمويلها بأموال الدين أعلى من معدل تكلفة الدين.

أي أن الشركات (العراقية للسجاد والمفروشات، و بغداد للمشروبات الغازية) تحقق أعلى نسبة ربحية خلال السنوات الثلاثة (٢٠١٤، ٢٠١٥، ٢٠١٦).

الاستنتاجات

- ١- تميز الدراسة مفاهيم الرفع المالي الايجابي و الرفع المالي السلبي و يظهر اثر كل منهما على كل من العائد على الاستثمار و حصة السهم العادي من الأرباح.
- ٢- يكون للرفع المالي اثر ايجابي على ربحية الشركات إذا استطاعت ادارة الشركة تحقيق معدل عائد على الاستثمارات التي يتم تمويلها بأموال الديون أعلى من معدل تكلفة الديون.
- ٣- تبين أن حملة الاسهم العادية في الشركات المساهمة يتعرضون إلى المخاطرة بدرجة أكبر إذا كانت الديون تشكل الجزء الأكبر في الهيكل التمويلي فالعائد على حقوق المساهمين في مثل هذا النوع يتآثر بالزيادة و النقصان و بدرجة كبيرة إذا حدث تذبذب في صافي أرباحها.
- ٤- تكون مصادر التمويل في الشركات المساهمة من مصدرين رئيسيين المديونية و الملكية.
- ٥- أن الرفع المالي مقاساً بدرجة الرفع المالي يؤثر في ربحية السهم العادي كما أن العلاقة قوية و موجبة ذو دلالة احصائية بين الرفع المالي و ربحية السهم.
- ٦- أن الرفع المالي مقاساً بدرجة الرفع المالي يؤثر في المخاطرة النظمانية.
- ٧- التمويل بالديون له تأثير في زيادة ربحية السهم حيث ان كلفة التمويل بالديون تقلل من الدخل الخاضع للضريبة و بالتالي تحقيق الوفورات الضريبية التي تزيد من العائد على السهم.
- ٨- اتضح ان هناك تبايناً و تذبذباً في نسبة الدين على مستوى الشركات اذا تباينت النسبة من شركة الى اخرى.

- ٩- استمرار بعض الشركات بنشاطها و على الرغم من تحقيق الخسائر و لكل سنة و بدون معالجة وضعها المالي مما يؤثر ذلك سلباً في مستقبل هذه الشركات
- ١٠- عدم وجود علاقة بين هيكل التمويل و ربحية الشركة.

الوصيات

- ١- من الحالات التي لم تغطيها الدراسة هو اختيار عينة الشركات في القطاع الصناعي لأجل معرفة أكثر القطاعات استخداماً للرفع المالي.
- ٢- تشجيع البنوك و شركات التأمين باستثمار فوائض اموالها في عمليات تمويل الشركات و خاصة التمويل طويلاً الأجل و ذلك باستغلال فرص الاستثمار لزيادة ربحية الشركات.
- ٣- دراسة أثر الرفع المالي و التشغيلي معاً على عائد السهم و المخاطرة النظامية على مستويات القطاعات لمعرفة أثر الرفع المالي في كل قطاع.
- ٤- حث الباحثين و المهتمين من المستثمرين و الشركات بدراسة أثر الرفع المالي على العائد و المخاطرة النظامية من خلال الاساليب الأخرى كأسلوب المتعدد بإدخال متغيرات أخرى كالرفع التشغيلي أو الحجم أو التذبذب في العوائد.
- ٥- دراسة العلاقة بين الرفع المالي و عوائد الاسهم مقاسة بنسب المديونية الأخرى مثل نسبة الدين أو نسبة أخرى مثل

$$DFL = EBIT / EBIT - I$$

المصادر و المراجع باللغة العربية:-

القرآن الكريم:
سورة التوبة (الآية ١٠٥)
أولاً:- الكتب

- (١) الزبيدي، حمزة محمود، اسasيات الادارة المالية، الوراق للنشر ، بغداد، الطبعة الاولى، ٢٠٠٦ م.
- (٢) الشمام، خليل محمد حسن، الادارة المالية، بغداد، الطبعة الرابعة، ١٩٩٢ م.
- (٣) العلي، أسعد حميد الادارة المالية الاسس العلمية و التطبيقية، دار وائل للنشر، جامعة مؤتة، الطبعة الاولى، ٢٠١٠ م.
- (٤) العلي، عادل فليح و كداوي، طلال محمود، اقتصاديات المالية العامة، دار الكتب للطباعة و النشر، الموصل، ١٩٨٨ م.
- (٥) العمار، رضوان وليد، اسasيات في الادارة المالية مدخل الى قرارات الاستثمار و سياسات التمويل، دار الميسرة للطباعة و النشر، عمان، الطبعة الاولى، ١٩٩٧ م.
- (٦) بريكمام يوجين، و وستون فرد، التمويل الاداري، (ترجمة: بيبله عبد الرحمن و النعماني، عبدالفتاح)، دار المريخ للنشر و التوزيع، الرياض. المملكة العربية السعودية، ١٩٩٣ م.
- (٧) تيم، فايز، مبادئ الادارة المالية، اثراء للنشر و التوزيع، جامعة الملك سعود- الرياض المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، ٢٠١١ م.
- (٨) عقل، مفتح محمد، مقدمة في الادارة المالية و التحليل المالي، المستقبل، الاردن، الطبعة الثانية، ٢٠٠٠ م.
- (٩) هندي، منير ابراهيم، الفكر الحديث في الاستثمار، منشأة المعارف للنشر، الاسكندرية- مصر، الطبعة الثانية، ٤٢٠٠٤ م.

ثانياً: الرسائل والأطاريح

- (١٠) العامري، محمد علي، أثر الهيكل المالي في المخاطرة و العائد بإطار نظرية المحفظة، اطروحة دكتوراه، كلية الادارة و الاقتصاد، جامعة بغداد، ١٩٩٠ م.

ثالثاً: المجلات والدوريات

(١١) الطرأونة، مدحت أبراهيم، أثر الرفع المالي في ربحية الشركات المساهمة، مجلة البحوث الاقتصادية، المجلد ١٥ ، العدد ١ ، ٢٠٠٤ م.

المصادر باللغة الانكليزية:

Bienat . J. (2001) Essentials of Corporate Finance, New york (١٢)

Ross S.A , David white hurst (2002) Fundamentals of corporate Finance, sixth (١٣)
Edition, Alternate Edition

Brealey R. A, Myers, S . C., and Allen F. 2033, principles of corporate (١٤)
Finance, 7th Edition.