

العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الاسهم

دراسة في عينة من الشركات الاردنية المساهمة

The Relationship Between The Leverage And Stock Earnings An Application In a Sample From AL-Jordan Stock Companies

م.م. فائز هليل سريح الصبيحي

أ.م.د. الياس خضير الحمدوني

قسم العلوم المالية والمصرفية/ كلية الادارة والاقتصاد / جامعة الموصل

المستخلص

يعد الاقتراض أحد أساليب التمويل المعتادة في معظم الشركات وفقاً لعدد من المتغيرات ومنها حجم الشركة وطبيعة النشاط الذي تمارسه ، فضلاً عن إمكانية وفائها بالتزاماتها في المواعيد المحددة . فضلاً عن ذلك فإن زيادة حالات الاقتراض في الشركات يؤدي إلى زيادة الرفع المالي وزيادة المخاطرة المصاحبة له . إلا أنه يؤثر تأثيراً مباشراً على حق الملكية عن طريق ارتفاع عائد السهم في الشركة . هدفت هذه الدراسة في جانبها النظري للتعرف على المفاهيم الأساسية للرفع المالي ، ومدى تأثيره على عائد السهم وهيكل رأس المال وصولاً إلى الهيكل الأمثل لرأس المال . واعتمدت الدراسة على عدد من الفرضيات لاختبار العلاقة بين الرفع المالي من جهة والمخاطرة النظامية والمخاطرة الكلية وربحية السهم الواحد من جهة أخرى . بالتطبيق على عينة من الشركات المساهمة الاردنية المسجلة في سوق عمان للفترة من 2005-2009 . ومن أجل التوصل الى نتائج الدراسة استخدم أسلوب الانحدار الخطي البسيط لأجراء اختبار فرضيات الدراسة عن طريق قياس العلاقة بين الرفع المالي من جهة وكل من المخاطرة النظامية مقاسة بمعامل بيتا والمخاطرة الكلية مقاسا بالانحراف المعياري وربحية السهم الواحد من جهة أخرى . وتوصلت الدراسة إلى عدد من الاستنتاجات والمقترحات .

Abstract

Borrowing is considered as one of the usual methods of funding in most companies, according to the number of variables including the size of the company and the nature of the activity it performs, as well as the possibility of fulfilling their obligations on time. Moreover, the increase in company borrowing leads to the increase in financial leverage as well as increase of risks accompanied. But it directly affects the right of ownership through higher earnings per share in the company.

The theoretical side of this study aimed at understanding the main concepts of financial leverage and average of its effect to the earning of share and the structure of capital to reach to the optimal structure of the capital.

The study relied on a number of hypotheses to test the relationship between financial leverage from one side and the systematic risk, the overall risk and the earning per share from the other side by applying it on a sample of AL-Jordan stock companies registered to Oman market of the period 2005 – 2009.

In order to reach to the results of the study, the method of simple linear regression analysis was used to make test to the hypotheses of the study by measuring the

relationship between the financial leverage from one side and each of the systematic risk measured by Beta coefficient, the overall risk measured by standard deviation and the earning per share from the other side.

المقدمة

تعد مهمة توفير الأموال اللازمة لشركة ما من المهام الصعبة، خاصة في ظل ندرة هذه الأموال من ناحية، وتفاوت درجة تكلفتها من ناحية أخرى، فضلاً عن تفاوت درجة المخاطرة المصحوبة لكل مصدر من مصادر الأموال، وفقاً لذلك هناك مصطلحان شائعان في هذا، الأول الهيكل المالي (Financial Structure) الذي يظهر كيفية قيام الشركة بتمويل موجوداتها المختلفة، وتتضمن كل مكونات الجانب الأيسر من الميزانية، والثاني هيكل رأس المال Capital Structure الذي يقصد به التمويل الدائم للشركة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل، وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال لشركة ما يعد جزءاً من هيكلها المالي.

ويعد القرار الاستراتيجي الأصعب الذي يواجه المديرين الماليين دائماً هو تحديد المزيج الأمثل للهيكل المالي للشركة في ظروف معينة وبالذات تحديد هيكل رأس المال الأنسب وهو تلك التوليفة من الخيارات المتاحة من مصادر التمويل، بعد القيام بتحديد كمية احتياجاتها من الأموال ونوعيتها، على إدارة الشركة أن تقرر كيفية المزج بين هذه المصادر من حيث الكم والنوع، مع الأخذ بعين الاعتبار جملة من العناصر أهمها، تأثير المديونية على ربحية الشركة وقيمتها، ومستوى الدين ومدى تناسبه مع وضع الشركة، والمزيج المقبول والمناسب للتمويل من المديونية وحقوق المالكين .

- مشكلة البحث :

نظراً لتفشي ظاهرة فشل العديد من الشركات ومالها من آثار سلبية تعود على الاقتصاد الوطني مباشرة، ويرجع جزء من هذه الظاهرة إلى طبيعة تركيبة الهيكل المالي للشركة إذ يعرف الهيكل المالي أحياناً بالخطئة المالية، وقد نتج عن بعض الشركات إلى عدم تخطيط هيكلها المالي، فقد تتجح في المدى القصير في تقادي بعض المشاكل التي تواجهها، ولكن سوف تواجه الشركات صعوبات كبيرة في المدى الطويل للحصول على الأموال لتمويل أنشطتها في ظل تركيبة هيكلها المالي غير المخطط، وسوف تفشل أيضاً في الاستخدام الأمثل لأموالها، يستخلص من ذلك أنه على الشركات أن تعمل على تخطيط هيكلها المالي وعلى ضوء هذا التخطيط تقدر حجم الاقتراض طبقاً لحاجتها في تمويل استثماراتها وأنشطتها، وقدرتها فيما بعد على الوفاء بالتزاماتها إذا كان هناك حاجة للاقتراض، ذلك فإن التخطيط سيعطي مرونة أكبر للشركة في استخدام الأموال بطريقة أفضل ويكون قادراً على التكيف بسهولة مع الظروف المتغيرة.

ومن هنا فإنه يمكن صياغة مشكله البحث عن طريق السؤالين الآتيين:

1:- هل للرفع المالي علاقة في زيادة المخاطرة النظامية والمخاطر الكلية في الشركات عينة الدراسة ؟

2:- هل العلاقة إيجابية للرفع المالي على عائد السهم ؟

- أهمية البحث :

تعد العلاقة بين الرفع المالي وعائد السهم من الظواهر المالية الهامة التي تتطلب اهتمام ودراسة المديرين الماليين في الشركات، وتتبع هذه الأهمية من الدور الذي تلعبه أموال الاقتراض في تنمية الشركات ولاسيما اذا

ما وظفت هذه الأموال في المجالات الاستثمارية بشكل رشيد، وتعد هذه الدراسة إحدى المحاولات العلمية في القطر العراقي في مجال إرساء نظرية التمويل الخاصة بقرارات التمويل والاستثمار إذ أنها تربط بين كلفة الرفع المالي والرفع المالي وأثرهما في قرارات التمويل والاستثمار عن طريق زيادة عائد السهم الذي يحققه الرفع المالي بما يتفق مع الاتجاهات الحديثة في الإدارة المالية، إذ أنه يساهم في بناء إطار علمي لاتخاذ القرارات المالية في مجالات تدبير واستخدام الأموال بشكل يعظم ربحية السهم الواحد للشركة . ويمثل هدفا أساسيا للإدارة المالية المعاصرة وبالتالي هدفا رئيسيا للمدراء الماليين للشركات، إذ أن الرفع المالي يمثل جانبا مهما في الهيكل المالي في كثير من الشركات التي تستخدم الرفع المالي، وأن البعض من هذه الشركات لا تعتمد الآلية المناسبة والأساليب العلمية للاستفادة من عملية الرفع، بل إن بعض هذه الشركات تقدم للاقتراض وليس لديها الامكانيات التي تدفعها للاستفادة منه، وهذا يؤدي إلى أن مثل هذه الشركات تعمل على تجميل بياناتها (التلاعب بالنسب) نتيجة لعدم استخدامها الأساليب العلمية في طريقه اختيار الرفع المالي واستخدامه، وعليه يجب دراسة كلفة الرفع المالي (الفائدة) بالشكل الذي يجنبها الفشل في تحقيق ربحية مناسبة جراء استخدام الرفع المالي، وعليه يجب التمييز بين الهياكل المالية، لاختيار الهيكل المالي الأمثل الذي يحقق ربحية السهم المطلوب .

أن القرارات المالية والإدارية السليمة تؤدي إلى سلامة الهيكل المالي، وبالتالي تحقيق ربحية متناسبة مع السيولة، يتبعها متانة المركز المالي وقدرة مالية على سداد الالتزامات دون الحاجة للاقتراض من الغير بفوائد تمويلية تفوق نمو الشركة، وبالتوافق مما سبق فإن هذه الدراسة تقدم إطارا للشركات على استخدام الأساليب العلمية والعملية وتتعرف على الرفع المالي بالمخاطرة النظامية والكلية وتؤدي إلى معرفة حجم العلاقة بين الرفع المالي وربحية السهم الواحد.

- هدف البحث :

يهدف البحث إلى ما يأتي:

1:- التعرف على المفاهيم الأساسية للرفع المالي وتعريفاته وأشكاله وعن قياس درجة الرفع المالي ومن ثم التعرف على سياسات هيكل رأس المال وعن علاقة كلفة رأس المال بهيكل رأس المال وصولا إلى الهيكل الأمثل لرأس المال وانتهاء بتأثير الرفع المالي على كل من هيكل رأس المال وعائد السهم، هذا في ما يتعلق بالجانب النظري.

2:- أما فيما يتعلق بالجانب التطبيقي فقد أوضح عملياً اختبار العلاقة بين الرفع المالي والمخاطرة النظامية باستخدام نموذج تسعير الموجود الرأسمالي وكذلك اختبار العلاقة بين الرفع المالي والمخاطرة الكلية وأخيراً اختبار العلاقة بين الرفع المالي وربحية السهم الواحد.

- فرضيات البحث :

الفرضية الأولى : لا يوجد أثر دال احصائياً للرفع المالي مقاس بدرجة الرفع المالي DFL على المخاطرة النظامية مقاسة بمعامل بيتا β

الفرضية الثانية : لا يوجد أثر دال احصائياً للرفع المالي مقاس بدرجة الرفع المالي DFL على المخاطرة الكلية مقاسة بالانحراف المعياري δ .

الفرضية الثالثة : لا يوجد أثر دال احصائياً للرفع المالي مقاس بدرجة الرفع المالي DFL على الربحية مقاسة بربحية السهم EPS .

- عينة البحث :

اشتملت عينة البحث على بعض الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية في قطاع الصناعة والخدمات، وكان عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان (262) شركة في نهاية سنة (2009).

المبحث الاول: ماهية الرفع المالي وأساسياته

أولاً: مفهوم الرفع المالي

هناك عدة معانٍ لكلمة رفع Leverage وفي العديد من المجالات ، فالرفع في اللغة هو عكس الخفض كقوله تعالى *چ گ گب* چ أي أنها تخفض أهل المعاصي وترفع أهل الطاعة (الجوهري، 1984: 1221) وفي ميدان السياسة يتمتع بعض الناس بقوة رفع إذ إن اصغر كلامهم أو أفعالهم تحقق الكثير ويوصف الشخص بأنه له فاعليه أو تأثير He has a leverage اما الرفع بمفهومه الفيزيائي فهو تحريك أجسام ثقيلة بمجهود أقل أو استخدام أداة صغيرة لرفع أشياء ثقيلة . ويعود استخدام هذا المصطلح إلى تشابه أثر الاقتراض وطريقة عمل الرافعة. (Brigham & Ehrhardt, 2010: 478)

وقد أشار العديد من الكتاب والباحثين في مجال الأدب المالي إلى مفهوم الرفع أو الرفع المالي (Financial Leverage) بأنه اعتماد الشركة على الاقتراض من المؤسسات المالية لسد احتياجاتها، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة المالية لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدينة أو المدفوعة، أما إذا كانت الشركة تطرح أسهماً ممتازة لسد احتياجاتها فالتكاليف الثابتة المالية هنا هي، أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم الشركة بدفعها إلى المساهمين الممتازين ، وذلك لان الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة ومحددة . (الشريف وآخرون، 2010: 286).

كما حدد مفهوم الرفع المالي بأنه استخدام أموال الغير بتكاليف ثابتة مالية وقد تكون أموال الغير (القروض أو الأسهم الممتازة) إذ أن كلاهما له تكلفة ثابتة مالية ويجب على الشركة الالتزام بدفعها، أي بمعنى آخر أن الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل الشركة فكلما زاد الاعتماد على المصادر الخارجية للتمويل تزداد درجة الرفع المالي، ويصبح الرفع المالي فعالاً إذا استطاعت الشركة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة أموال الاقتراض، وإذا لم تتجح الشركة في ذلك فإنها ستتعرض لخطر أكبر وتحقق خسارة أكبر مما يعني فقدان ميزة استخدام الرفع المالي بهيكل الشركة التمويلي . (كراجيه وآخرون، 2006: 251).

وقد أكد (Reich, 1989, 99) على أن الرفع المالي يؤثر سلباً على مرونة الشركة في دفع ما عليها من التزامات مالية للغير، وأن ارتفاع مستوى الرفع المالي يلزم إدارة الشركة بتخفيض مصروفاتها وخاصة في مجال البحث والتطوير من أجل توفير السيولة لخدمة الديون وهذا ينعكس بدوره سلباً على المركز التنافسي للشركة وعلى كفاءتها الإنتاجية مستقبلاً .

والرفع المالي أو المتاجرة بالملكية كما يطلق عليه أحياناً هو مدى قدرة المقترض على تحقيق زيادة في العائد على حقوق الملكية Return On Equity وإلى مدى ارتباطه بهيكل التمويل، وكلما زاد الاعتماد على المصادر الخارجية (المديونية) لتمويل استثمارات الشركة فإن الرفع المالي يزداد ويكون تأثيره على العائد على الاستثمار Return On Investment (Van Horn,1980:297).

ويكون الرفع المالي مرغوباً فيه للشركة إذا زاد فيها معدل العائد على الموجودات على كلفة القروض (الفائدة) وكلما ارتفعت درجة الرفع المالي زاد فيها معدل العائد على حق الملكية على افتراض تحسين الظروف الاقتصادية إذ أنها تعتمد على الظروف السائدة ، فعندما تكون الظروف الاقتصادية سيئة جداً فإن مبيعات الشركة وهامش الربح سوف تكون منخفضة والعكس صحيح. (الشمخي، 1985: 248-249)، Ross&David, (2002: 560) .

كما أشير إلى الرفع المالي بأنه التغير الذي يحدث في العائد Return المتاح للمالكين، أي صافي الربح بعد الضريبة أو ربحية السهم، من جراء تغير معين في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب، إذ ينشأ 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 تغيراً بمعدل معين في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب يترتب عليه تغير أكبر في صافي الربح بعد الضريبة أي صافي الربح المتاح للمالكين أو ربحية السهم الواحد EPS (Earnings Per Share)، (هندي ، 2005: 265).

ويساعد الرفع المالي في تشكيل الهيكل التمويلي في شركات الأعمال عن طريق القرارات المالية، فالهيكل التمويلي يتكون من أموال مقترضة وتأخذ أشكالاً مختلفة ذات تكلفة تمويلية ثابتة متفق عليها، وكذلك أموال مملوكة على شكل رأس مال اسمي مدفوع، وينشأ الرفع المالي بتأثير تكلفة التمويل المقترض على صافي الربح قبل الفوائد والضرائب EBIT وعندما ينخفض الربح قبل الفوائد والضرائب بمقدار الفوائد (تكلفة التمويل المقترض) يكون المتبقي من صافي الربح حقاً للمساهمين ومن هنا يمكن للرفع المالي تحسين ربحية الشركات عن طريق الاقتراض بافتراض قدرة الشركة على الاقتراض. (مطر ، 2003: 224) .

ثانياً: تعريف الرفع المالي

وردت عدة تعاريف للرفع المالي Financial Leverage يعبر كل منها عن وجهة نظر مستخدمي الرفع المالي وهدفهم من هذا الاستخدام.

فقد أشار (Horn & Wachowicz) إلى الرفع المالي بأنه استخدام التمويل ذات التكلفة الثابتة Van (Horn & Wachowicz, 2005:231) كما عرف الرفع المالي أيضاً بأنه مدى أو نسبة الزيادة في الأرباح نتيجة استخدام أموال الغير (الاقتراض) في عمليات الشركة من أجل تمويل الاحتياجات (الزعيبي، 2000: 279).

وعرف أيضاً بأنه توليفة من أموال المقرضين والدائنين ويعبر عن نسبة الدين إلى مجموع الموجودات، وأن درجة اعتماد الشركة في تمويل موجوداتها على أموال الغير (سندات أو قروض أو أسهم ممتازة) يؤثر على العائد الذي يحصل عليه الملاك كما يؤثر على درجة المخاطرة الذي يتعرض لها هذا العائد.

ويعرف الرفع المالي بأنه المتاجرة بالملكية Trading In The Equity لأنه بسبب وجود أموال المالكين يعد ذلك عنصر امان للدائنين (صافي وموسى ، 2009: 157 - 176) كما عرف الرفع المالي على أنه الاستخدام المحتمل للكلف المالية الثابتة، مثل الفوائد، من أجل تعظيم تأثير التغييرات التي تحصل في الأرباح التشغيلية قبل الفوائد والضرائب (EBIT) في حصة السهم من الربح (EPS)، إذ إن هناك نوعان من الكلف المالية الثابتة التي قد تتواجد على قائمة الدخل للشركة هي الفوائد المدفوعة على المديونية، ومقسوم الأرباح للأسهم الممتازة، والتي يتوجب على الشركة دفعها بصرف النظر عن الأرباح المنخفضة. ويظهر الرفع المالي مع ظهور الكلف الثابتة في قائمة الدخل أي عندما يترتب على الشركة دفع الفوائد جراء استخدامها للتمويل المقترض. (النعيمة والنعيمي ، 2009: 419).

في حين عرف Gallmeyer الرفع المالي بأنه القوة المحركة وراء تغيرات تذبذب السهم ويتأثر بالتدفقات النقدية للشركة وتولد تنوعاً قليلاً على مستوى السوق وتنوعاً أكبر على مستوى الشركة إذا يكون تذبذب التدفقات النقدية أعلى (Gallmeyer & et.al, 2006: 1-20).

وعرف أحمد الرفع المالي على أنه نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الموجودات أو إجمالي قيمة الشركة (أحمد، 2008: 90).

أما Ross فقد وصف الرفع المالي بأنه التزام أو مسؤولية دفع المال إلى شخص آخر يسمى المقرض وينشأ هذا الالتزام عادة لأن الدين أو القرض قد أخذ وأن المقرض يأمل في أن يسدد له في تاريخ الاستحقاق أو قبله . وعليه فائدة وهي سلسلة من الدفعات فوق المبلغ المقترض. (Ross & David, 2002: 560) ويشير العطار أيضاً إلى الرفع المالي بأنه اعتماد المنشأة على الاقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد احتياجاتها المالية، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة هي الفوائد التي تدفعها للدائنين .

ثالثاً: أشكال الرفع المالي

لا تعتمد الإدارة المالية للشركة على مصادر التمويل الممتلك فقط في تمويل احتياجاتها الاستثمارية والتشغيلية بل تعتمد أيضاً على القروض التي تمثل المديونية وينبغي على الشركة تسديد قيمتها في تاريخ محدد لاحق، وتتميز القروض بصفة عامة بانخفاض كلفتها قياساً بمصادر التمويل الممتلك وذلك بسبب الوفر الضريبي الناتج عن طرح الفائدة على الديون كنفقة الأمر الذي يؤدي بالنتيجة إلى تخفيض الدخل الخاضع للضريبة، إذ يؤثر ذلك في القيمة السوقية للشركة مما يؤدي إلى تعظيم العائد على حقوق الملكية (Bienat , 369 : 2001).

وهناك أنواع متعددة من مصادر التمويل المقترض ويمكن التمييز بين القروض على اساس موعد سداد القرض (العلي وكداوي، 1988، 325) وهي كما يلي :

أ- القروض طويلة الأجل :

تعد القروض طويلة الأجل من أهم مصادر التمويل للشركات ولاسيما الكبيرة منها، وذلك لإمكانية الحصول عليها بمبالغ كبيرة، وإمكانية ترتيب وفائها بشكل يتناسب والنقد المتوقع تحقيقه من الموجود الذي سيمول (عقل، 2000، 139) وتحصل الشركة على القروض طويلة الأجل من المؤسسات المالية كالمصارف وشركات التأمين، وقد يمتد تاريخ استحقاقها إلى فترة

طويلة قد تصل إلى ثلاثين عاماً، ويتفاوض المقرض والمقترض على شروط القرض الذي يتضمن معدل الفائدة، وتاريخ الاستحقاق، وطريقه السداد، والرهنات (الطراؤه، 2004: 61-82) ويلتزم المقترض في مواعيد محددة بموجب دفعات متفق على قيمتها ومواعيد دفعها، فضلاً عن الفوائد. وقد يكون تسديد القروض بموجب عدة دفعات متساوية، وقد يكون بموجب دفعة تستحق في نهاية فترة القرض، أو دفعات صغيرة أو كبيرة في الفترات الأخيرة، وفي كل الأحوال يجب أن يتزامن التسديد وأوقات تحقق النقد الكافي للتسديد (عقل، 2000: 140)

من ناحية أخرى قد لا تميل المصارف التجارية إلى هذا النوع من القروض ولكن حدث ذلك مؤخراً من أجل تنويع الأنشطة وافتتاح المصارف التجارية لتقديم مختلف الخدمات المصرفية فقد بدأت هذه المصارف بتقديم مثل هذا النوع من القروض. (الجميل، 2002: 349)، أما عن كيفية تحديد معدل الفائدة للتمويل المقترض طويل الأجل فهناك طريقتان (العامري، 1990: 30-31).

1- مراجعة إصدارات القروض طويلة الأجل للمؤسسات الحكومية ومصارف الاستثمار وتصنف فئات الإصدارات هذه ومواعيد استحقاقها ومعدلات الفائدة التي تحملها، ومنه يحدد معدل الفائدة على القروض طويلة الأجل.

2- في حال عدم استخدام البيانات التاريخية فيحدد معدل الفائدة عن طريق قسمة مجموع الفوائد السنوية التي يظهرها كشف الدخل للمنشآت المعنية على مجموع التمويل المقترض طويل الأجل في ميزانيتها.

والسبب الرئيس للاقتراض طويل الأجل هو تأمين الشركة للتمويل اللازم لها. والمصدر البديل للاقتراض طويل الأجل هو الزيادة في رأس المال وهناك أسباب تجعل الشركة تلجأ إلى الاقتراض منها. (عقل، 2000، 140-141)

- عدم القدرة على طرح أسهم جديدة أو التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة.
- عدم تأثير الاقتراض في السيطرة الحالية على إدارة الشركة.
- يعطي مرونة أكثر من القروض قصيرة الأجل.
- ضعف الطلب في السوق المالي واحتمالات عدم تغطية الإصدار.
- كونه أقل كلفة من إصدار الأسهم.
- يوفر للشركة الاقتراض قصيرة الأجل.

ب- القروض قصيرة الأجل:

يقصد بالقروض قصيرة الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها الشركة من الغير وتلتزم بإرجاعها في فترة لا تزيد عن عام، وهناك مسألتان مهمتان في هذا الشأن والتي تهتم بهما إدارة الشركة المسألة الأولى تتعلق بالمدى التي يمكن أن تذهب إليه الشركة في الاعتماد على هذا النوع من القروض وهذا الأمر يتوقف على هيكل الموجودات للشركة كما يتوقف على ميل الإدارة لتحمل المخاطر، أما المسألة الأخرى والخاصة بكيفية المفاضلة بين مصادر التمويل قصيرة الأجل وهناك اعتباران رئيسان في هذا الصدد هما التكلفة التي تتحملها الشركة ومدى إمكانية الاعتماد على المصدر في تزويد الشركة بالاحتياجات المطلوبة في الوقت التي تظهر فيها الاحتياجات. (هندي، 2004: 528)

وعادة ما يكون التمويل القصير الأجل على شكل ائتمان ويقسم الائتمان إلى نوعين، الائتمان التجاري والقروض المصرفية قصيرة الأجل (الائتمان المصرفي) (الشماح ، 1992 : 283).

رابعاً: نسب الرفع المالي :

يطلق الرفع المالي على أي اقتراض أو استخدام لأدوات مالية ينتج عنه تضخيم أثر الأرباح أو الخسائر على المستثمر، وفي الغالب يستخدم لوصف نسب المديونية (debt ratios) فكلما زادت نسبة المديونية زاد تأثير الرفع المالي على أرباح الشركة. ويمكن أيضاً زيادة نسبة الرفع المالي باستخدام أدوات مالية أخرى مثل الخيارات المالية (Options) والمستقبليات (Futures) ، وتعد هذه النسب من أكثر أدوات المراقبة أهمية وتساعد في تقييم الهيكل التمويلي للشركة في تاريخ معين، من حيث درجة اعتماده على مصادر التمويل، داخلية كانت أم خارجية .

ولأهمية الديون في حساب النسب المالية المتعلقة بالمخاطر والقدرة على السداد في الأجل الطويل فإن المحللين يستخدمون النسب التالية للحكم على مديونية الشركة (حداد، 2010: 75)

1:- نسبة الرفع المالي

$$\text{نسبة الرفع المالي} = \frac{\text{اجمالي الديون}}{\text{اجمالي الموجودات}}$$

2:- نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات :

$$\text{نسبة الديون طويلة الأجل إلى اجمالي الموجودات} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{اجمالي الموجودات}}$$

3:- نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية

$$\text{نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{اجمالي الديون}}{\text{حقوق الملكية}}$$

4:- نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية :

$$\text{نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{نسبة طويلة الأجل}}{\text{حقوق الملكية}}$$

5:- نسبة عدد مرات تغطية الفوائد

$$\text{معدل تغطية الفوائد} = \frac{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{مجموع الفوائد والاقساط}}$$

خامساً: قياس درجة الرفع المالي

استخدمت عدة مقاييس لقياس درجة الرفع المالي في البحوث والدراسات وكتب الإدارة المالية، واعتمدت نماذج القياس عموماً على متغيرات رئيسة هي العائد على حقوق الملكية (ROE)، حصة السهم العادي من الأرباح (EPS) وصافي الأرباح قبل الفوائد والضرائب (EBIT) وهي كالاتي.

1- حساب درجة الرفع المالي عند التغير في EPS

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

2- حساب درجة الرفع المالي عند مستوى معين من المبيعات وذلك باستخدام الصيغة التالية : (النعيمي وآخرون ، 2008 : 446).

$$DFL = \frac{Q(P-VC)-FC}{Q(P-VC)-FC-I}$$

إذ إن

Q = كمية المبيعات

VC = التكاليف المتغيرة للوحدة

FC = التكاليف الثابتة

I = الفوائد على القروض أو مقسوم أرباح الأسهم الممتازة.

3- حساب درجة الرفع المالي بمستوى معين من الأرباح التشغيلية (EBIT)

يبين الرفع المالي تأثير التغير في الربح التشغيلي على ربحية السهم أي ان الرفع المالي يبدأ من أذ ينتهي الرفع التشغيلي، ويوضح الرفع المالي تأثير التغير في الربح التشغيلي على الربحية المتحققة للسهم الواحد وأن الرفع المالي ينتج عن وجود التكاليف الثابتة المرتبطة بكيفية تمويل الشركة، فترتفع المديونية وبالتالي الفوائد المدفوعة عليها تؤدي إلى زيادة درجة الرفع المالي DFL وتقاس هذه الدرجة كالاتي (تيم ، 2009 : 317) (الشريف وآخرون ، 2007 : 286) (Block & Hirt, 2005; 125)

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

المبحث الثاني: سياسات هيكل رأس المال وتأثيرات الرفع المالي

أولاً: هيكل وكلفة رأس المال

ان اختيار هيكل رأس المال Capital structure للشركة يتم عن طريق تقليل كلفة رأس المال capital cost of و ان نسبة الدين إلى الملكية D/E عند مستوى معين تمثل الهيكل الأمثل لرأس المال إذا ما تسبب في أقل كلفة ممكنة لرأس المال، ويسمى الهيكل الأمثل لرأس المال أحياناً الهيكل المستهدف لرأس المال (Ross et al; 2002: 559). ويمكن حساب التكلفة المرجحة لرأس المال.

$$WACC = wd-rd(1-T) + wps-rps + wce-rs$$

أذ ان

Wce, wps, wd تمثل نسب الدين والأسهم الممتازة والأسهم العادية

إن معظم الشركات تستخدم عدة أنواع من رأس المال (مكونات رأس المال) Capital components التي تتكون من الأسهم العادية والممتازة إضافة إلى الدين وهذه الأنواع الثلاثة المفضلة لرأس المال إذ إن لكل من هذه المكونات سمة واحدة مشتركة وهي أن يحصل المشتركون على عائد متوقع مقابل هذه الأموال . فإذا كان مستثمرو الشركة من حملة الأسهم فقط تكون تكلفة رأس المال هو معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية ، إلا أن معظم الشركات تستخدم مكونات عديدة لرأس المال ، وبسبب الاختلافات في الخطر تكون معدلات العائد المطلوبة مختلفة ويسمى العائد المطلوب على كل مكون من رأس المال تكلفة هذا المكون ويحسب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (Weighted average cost of capital) (WACC) عن طريق هذه المكونات . (Brigham&Ehrhardt,2008:222)

تكلفة الاقتراض

في الشركات يكون الحد الأدنى للعائد المطلوب مساوياً لتكلفة الأموال ولكن في مسألة المديونية تختلف إذ لا يكون العائد المطلوب لحملة الدين مساوياً لتكلفته والسبب بسيط هو أن الحكومة تدفع جزءاً من هذه التكلفة بسبب المدفوعات التي تستقطع من الضرائب لذلك فهي تحمل جزء من إجمالي تكلفة الدين لذلك تكون تكلفة الدين أقل من العائد المطلوب لحملة الدين، وتستخدم هذه التكلفة بعد الضرائب في حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال وهي معدل الفائدة على الدين مطروحاً منه الوقورات الضريبية التي تنتج بسبب استقطاع العائد من الضرائب (Brigham&Ehrhardt,2008:224). ومعادله الاقتراض تكتب بالصيغة الآتية.

$$Kd(1-t) = Kd - KdT \quad \text{الاقتراض} = \text{الوفر الضريبي} - \text{معدل الفائدة}$$

وعن تأثير كلفة رأس المال على قرارات الشركة ورغم أن هناك معلومات شبه أكيدة عن مستقبل مزدهر للشركة لكنها لا تستطيع احاطة السوق بتلك المعلومات ولأسباب خاصة بالشركة نفسها أو بالمنافسين أو لأي سبب آخر، وفي ظل نقص المعلومات لدى المستثمرين الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع كلفة رأس المال مما يعني أن كلفة رأس المال للشركة هو الأساس في اتخاذ القرارات ، وبما أن العوائد الحالية تقلل من تكلفة نقص المعلومات الأمر الذي يشجع المستثمرين على شراء الأسهم بقيمتها الحقيقية أو قيمة قريبة منها ومن ثم انخفاض معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون مما يؤدي إلى انخفاض كلفة رأس المال، (Neil et.al , 2009 : 1- 2) إذ إن أي هيكل رأس مال لشركة ما ينتج عنه أعلى قيمة للشركة أو أقل كلفة لرأس المال يعد الأكثر نفعاً لمالكي الأسهم (Ross et al,2002:567) . وتحسب كلفة الأسهم بالمعادلة الآتية:

$$\frac{D1}{P0(1-\%cost)} Co =$$

ثانياً : الهيكل الأمثل لرأس المال

يعرف هيكل رأس المال الأمثل بأنه ذلك المزيج من التمويل الممّنك والمقترض الذي يجعل المعدل الموزون لتكلفة التمويل في أدنى حد ممكن، وإذا تمكنت الشركة من تحقيق ذلك، فإنها تمكنت من تعظيم ثروته المالكين (العامري، 2010، 161) والمزيج الأمثل لعناصر هيكل رأس المال، يرفع القيمة الإجمالية للشركة ويقلل تكلفة رأس المال، إذ إنه يتوجب على إدارة الشركة عند اختيار هيكل رأس المال المناسب، أخذ طبيعة

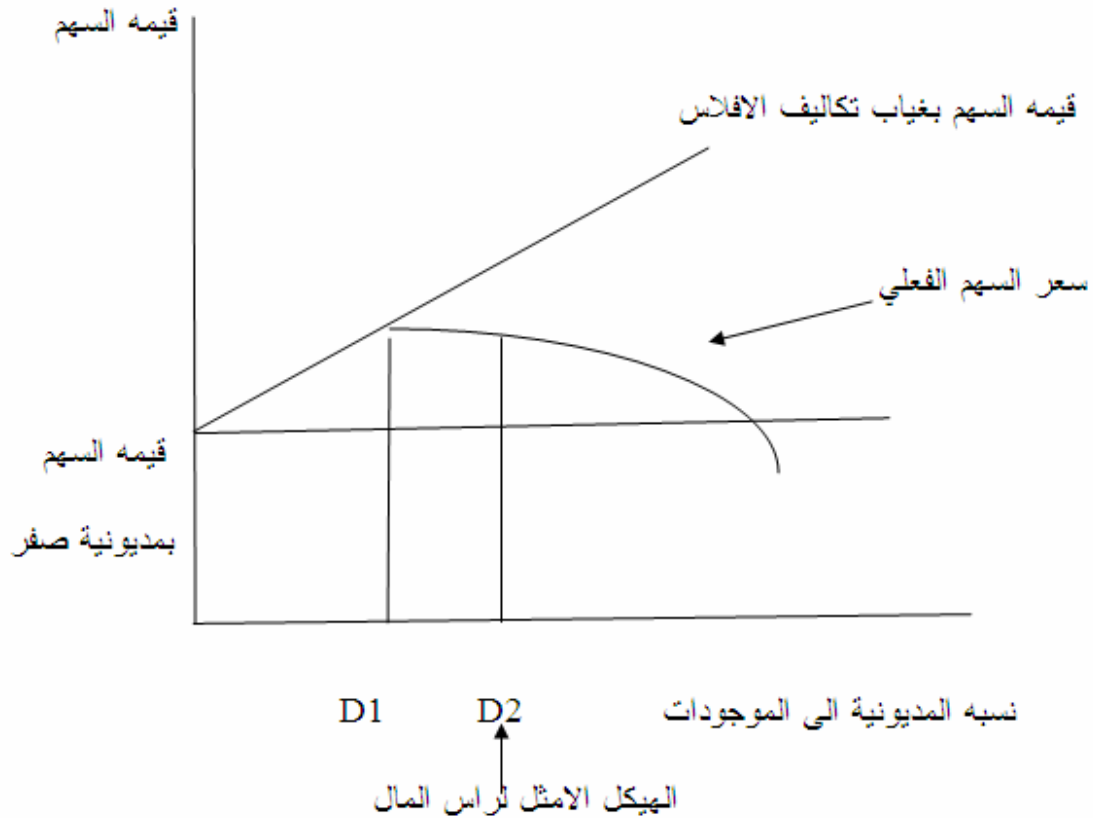
الاعمال والخطة الاستراتيجية لأعمال الشركة والنشاط الصناعي الذي تعمل فيه الشركة (بيئة الشركة) والهيكل المالي التاريخي لرأس المال وذلك لمواجهة الأخطار التي يمكن ان تتعرض لها الشركة في المستقبل الناجمة عن مصادر تمويلها لتمكينها من تحقيق اهدافها، اما إذا قامت الشركة باختيار عشوائي لمصادر هيكل رأس المال فإن ذلك يؤدي إلى فشلها وبالتالي تنعكس سلباً على قيمتها.(Ross et al, 1993:415).

ومن أولى مهام الإدارة المالية إدارة هيكل الأموال مستهدفه تعظيم العائد على حق الملكية . فقد يترتب على تحديد هيكل رأس المال الأمثل تخفيض معدل تكلفة الأموال الذي يؤدي إلى تعظيم ربحية الشركة (العائد على حق الملكية)، وعليه يتطلب تحديد النسبة الملائمة لكل من التمويل الممتهك والمقترض في الهيكل نظراً لاختلاف درجة الخطر التي تتعرض له الشركة باختلاف نسبة كل منهما في الهيكل المالي ويعد أفضل توفيق بينهما هو ذلك الذي يحقق التوازن بين العائد والخطر(العامري،2010: 160).

وفقاً لذلك فإن التخطيط لهيكل رأس المال يعطي القدرة والفاعلية للشركة في استخدام المصادر المختلفة مما يدعم نجاح الشركة، وبالمنطق نفسه فإن فشل الشركة يفسر ضعفها وعدم فاعليتها في استخدام مصادر الأموال بالأسلوب المناسب(عبدالهادي،2008: 34).

ويرتبط الهيكل الأمثل لرأس مال الشركة بمجموعة من الفرص الاستثمارية المتاحة امامها، فالشركات التي تتوفر امامها الكثير من الفرص الاستثمارية المربحة يجب أن تحافظ على قدرتها على الاستثمار باستخدام مستوى منخفض من الدين. وهذا ما يتطلب الاحتفاظ بقدرة احتياطية للاقتراض. أما الشركات ذات الفرص الاستثمارية القليلة فعليها استخدام مستويات مرتفعة من الدين ((Brigham & Ehrhardt,2010:490).

والشكل رقم(1) يوضح الهيكل الأمثل لرأس المال .



Source: Besley, Scott & Brigham, Eugene, 2000, Essential of Managerial Finance, 12th Edition, Dryden Press P., 480.

شكل رقم (1)

يشير الشكل رقم (1) الى أن قيمة السهم أو قيمة الشركة تبدأ بالتصاعد طرديا باستخدام الديون إلى أن تصل D1 إذ إن D1 تمثل الحد الفاصل التي عندها تبدأ تكاليف الافلاس بالظهور وبعد D1 فإن التكاليف المتعلقة بالافلاس تصبح أكثر أهمية وتقلل من المنافع الضريبية باستخدام الدين ضمن المدى ما بين D1 و D2 . بعد D2 فإن التكاليف المتعلقة بالافلاس تزيد من المنافع الضريبية لذلك بعد هذه النقطة وعند زيادة المديونية فإن قيمة الشركة تقل ونتيجة لذلك تكون D2 هي هيكل رأس المال الأمثل.

وهناك بعض المزايا التي يحققها هيكل رأس المال الأمثل ومنها، (العامري، 1990: 9-10)

- تخفيض المعدل الموزون لكلفة التمويل.
- تعظيم العائد على حق الملكية .
- تعظيم ثروه المالكين بزيادة الفرص الاستثمارية للشركة.

كما أن هناك بعض العوامل المؤثرة على الهيكل الأمثل لرأس المال وهي :

(Brigham&Ehrhardt,2010:499)

1- أخطار الأعمال . وهي تلك الأخطار الناجمة عن عمليات الشركة إذا لم تكن تستخدم الرفع المالي.

- 2- الوضع الضريبي.
- 3- الحاجة إلى المرونة المالية .
- 4- تحفظ الإدارة أو استعدادها للمغامرة .
- 5- فرص النمو المتاحة .

ثانياً: تأثير الرفع المالي على هيكل رأس المال

الشركة التي لا تستطيع سد التزاماتها المالية ستفشل. لهذا السبب يجب ان تراعي الشركة كميته الرفع المالي المستعملة في عملياتها فهذا السبب يعد أحد سياسات هيكل رأس المال الناجحة بمعنى أن أي شركة تستطيع أن تختار هيكل رأس المال الذي تريده إذا كانت الإدارة راغبة في ذلك وبهذه الطريقة سوف تزيد أو تخفض من نسبة الرفع المالي، ومثل هذه الفعاليات سوف تعدل هيكل رأس مال الشركة والتي تدعى أيضاً إعادة هيكلة رأس المال وأيضاً فإن هذه الإعادة تحدث عندما تستبدل الشركة رأس مال وأحد بآخر وتترك موجودات الشركة بدون تغيير (Ross et al;2002:567)

وتستطيع الرافعة المالية تغيير وبشكل ملحوظ التسديدات لمالكي الأسهم إذا كانت تستطيع تخفيض كلفة رأس المال، أما إذا لم يكن لديها الاستطاعة التأثير على غالبية كلفة رأس المال فهنا يعد هيكل رأس المال خارج الموضوع، بسبب ان التغيرات في هيكل رأس المال غير قادره على التأثير على قيمة الشركة (Ross et al;2002:567)

وكما زاد استخدام الشركة للمديونية في هيكل رأس المال زاد من استخدام الرافعة المالية وبالتالي سيحدث تغير كبير على عائدات المساهمين وإذا كانت الرافعة المالية لا تؤثر على الكلفة الكلية لرأس المال فإن التغيرات في هيكل رأس المال لن تؤثر على قيمة الشركة. (Ross et al;2002: 559)

وعن قياس تأثير الرافعة المالية على هيكل رأس المال فإنه كلما كان معدل النمو في مبيعات الشركة أكبر كلما كان الاعتماد على مصادر التمويل المقترضة مطلوباً إذ تكون كلفة الاقتراض أقل من كلف التمويل الممتلك، ويؤثر ذلك على ربحية السهم الواحد إذ تزداد عند التمويل المقترض قياساً بالتمويل الممتلك (الزبيدي، 2006 : 317)

ثالثاً : تأثير الرفع المالي على العائد

إن الارتباط ما بين العائدات المتوقعة والرفع المالي يزداد داخلياً نتيجة الاستثمار الأمثل والسياسات المالية المتبعة في الشركة (Gomes & Lukassch,2010 :1-47)

وأن العلاقة بين العوائد (العائد على المساهمين والعائد على حق الملكية) المرتبطتين بالرافعة المالية وفي ظل أي هيكل مالي نجد أن الأرباح لكل سهم والعائد على حقوق الملكية للمساهمين تزداد كلما زادت الرافعة، وهكذا فإن زياده الرافعة تؤدي إلى زياده درجة التذبذب في كل من الأرباح لكل سهم، والعوائد على حق الملكية عند كل درجة من تذبذب المبيعات (بريكهام و وستون، 1993 : 235) . وأيضاً تتأثر ربحية السهم في الشركة المساهمة إيجاباً أو سلباً بمحتوى هيكل التمويل للشركة فعندما تقوم الشركة بالاقتراض بمعدل ثابت التكلفة لتمويل عملياتها واستثماراتها فإنها تحقق من ذلك عائداً على الاستثمار يزيد على تكلفة الديون، فإن ذلك سيؤدي إلى الزيادة في العائد الموزع على المساهمين، فهذا من إيجابيات الرفع المالي أما إذا لم تستطيع الشركة

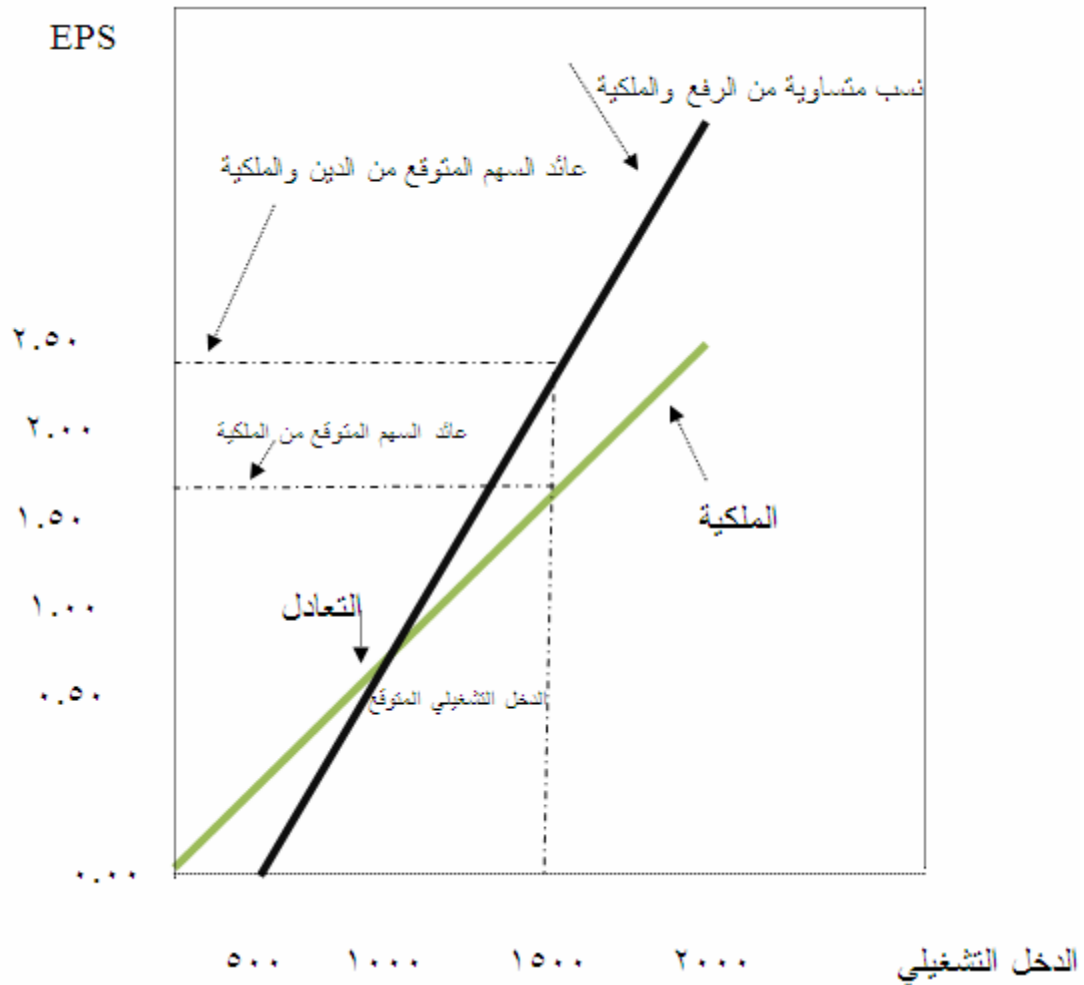
في تحقيق عائد يفوق كلفة التمويل للديون من استثماراتها فعندئذ يصبح الرفع المالي سالباً .(الطراونه،2004: 83-60)

ويرتبط الرفع المالي بهيكل التمويل، وكلما زاد اعتماد الشركة على الاقتراض لتمويل استثماراتها فإن درجة الرفع المالي تزداد فيها ويكون تأثير الرفع المالي على عائد الاستثمار (Return On Investment) إيجاباً إذا ما نجحت إدارة الشركة في استثمار الأموال المقترضة بحيث تحقق معدل عائد على الاستثمار يزيد على الفوائد (Interest) المدفوعة لقاء الحصول على هذه الأموال (مطر، 2003: 224)

ويمكن ان تزيد الرافعة من التدفقات المتوقعة للأرباح لكل سهم وليس لسعر السهم، والسبب في ذلك ان التغير في التدفق المتوقع هو بالضبط يتساوى مع التغير في معدل الأرباح إلى رأس المال، وهذا يعني ان العائد المتوقع على الموجودات يكون مساوياً للدخل التشغيلي مقسوماً على القيمة السوقية الكلية للأوراق المالية للشركة، إذ إن العائد المتوقع على أسهم الشركة المرفوعة تزيد بالتناسب مع زيادة نسبة الدين على حقوق الملكية وتعتمد هذه الزيادة على العائد المتوقع على المحفظة لكل الأوراق المالية للشركة وكذلك العائد المتوقع على المديونية فكلما زادت تلك التدفقات زادت العائدات المتوقعة للشركة (Brealey&Meres,2003: 472) وان زياده نسبة الرفع المالي في الهيكل التمويلي للشركة، يزيد من العائد في أوقات ازدهار نشاطات الشركة وتمكن الشركة من تحقيق أرباح كبيرة نسبياً، الا ان ذلك يؤدي إلى تحمل المساهمين (حملة الأسهم) مخاطر مالية بسبب ارتفاع درجة حساسية التغير في حصة السهم من الأرباح، وعادة ما تتعرض الشركة إلى مخاطر في اعمالها (Business Risk) نتيجة لعدم التأكد من تحقيق العوائد المخطط لها. (الطراونه، 2004: 83-60)

وتتحدد استخدامات العوائد من كونها أداة لقياس فعالية النشاط للاقتصاد ومعياراً لاتخاذ القرارات المهمة، فهي وسيلة في أيدي متخذي القرار، وتستخدم في قياس اثر المديونية والاقتراض على الربحية، وبما أن العوائد تنقسم إلى عوائد إيرادية وعوائد رأسمالية فالعوائد الأيرادية تقيس عوائد العمليات الأساسية في حساب نسبة الاستغلال بعد الضريبة إلى الموجودات، والعوائد الرأسمالية تحمل الصيغة الكلية إذ تقيس العوائد الإجمالية بنسبة صافي الأرباح إلى حصة المساهمين ولهذا فإن حساب اثر الرافعة المالية أو ما يسمى بأثر المديونية تتحدد بالفرق بين العوائد وتكلفة المديونية، (ساسي وقريشي، 2006: 267-278)

وان تأثير الرافعة المالية يعتمد على دخل الشركة كما في الشكل رقم(2) فإذا كان الدخل أكبر من نقطه التعادل ، سوف يزداد العائد لحامل السهم بزياده الرافعة المالية، اما إذا كان أقل من نقطه التعادل فيقل العائد على السهم بالرافعة . ولا يتأثر العائد عندما يكون الدخل التشغيلي مساوياً لنقطة التعادل. فعند هذه النقطة يكون العائد على السهم مساوياً لمعدل الفائدة على الدين، لذلك يتحدد القرار الخاص بهيكل رأس المال تبعاً للفرص الاستثمارية المتوقعة للدخل وبما أنه يتوقع أن يكون الدخل التشغيلي أعلى من مستوى نقطه التعادل فبالإمكان زياده الرفع المالي على أمل تحقيق عوائد أعلى لحملة الأسهم (Breealey & Meyers,2003: 470)



شكل رقم (2)

تأثير الرفع المالي على العائد المتوقع

Source: Brealey, Richard A. & Myers, Stewart C., 2003, Principles of Corporate Finance, Seventh Edition. , p. 471 .

من الشكل رقم (2) يبين الخط الفاتح الذي يبدأ من نقطة الاصل كيف يمكن تغير الأرباح لكل سهم مع الدخل التشغيلي تحت تمويل الشركة الحالي الذي يأتي بكامله من حقوق الملكية ، ويبين الخط الغامق كيف ستتغير الأرباح لكل سهم في ظل وجود نسبة متساوية من الرفع المالي وحقوق الملكية (Brealey & Myers, 2003: 472)

وتقاس اثر الرافعة المالية على مبدأ بسيط فهي نتاج مرونة المكافأة المخصصة لرأس المال الخارجي عن الشركة (المديونية) ومن خلال المقارنة بين العوائد والتكاليف فإذا زادت العوائد على التكاليف فإن الرافعة يكون لها أثر إيجابي وبالعكس إذا كانت التكاليف أكبر من العوائد فإن هذا سوف يؤدي إلى انخفاض عوائد المساهمين فيكون للرافعة أثر سلبي (ساسي وقريشي، 2006: 268)

المبحث الثالث: اختبار الفرضيات وتحليل النتائج

أولاً: مناقشة نتائج علاقة المخاطرة النظامية بدرجة الرفع المالي.

لدراسة طبيعته العلاقة وقوتها ودلالاتها بين المتغير β و DFL تم تحليل البيانات لتقدير النموذج التالي الذي يمثل العلاقات المفترضة .

$$\beta = \alpha + bDFL + \epsilon_i$$

إذ إن:

α : ثوابت المعادله Intercept

b : مقدرات العلاقة المفترضة بين المتغيرين.

جدول رقم (1)

نتائج علاقة المخاطرة النظامية بدرجة الرفع المالي للشركات عينة الدراسة في سوق عمان

المتغير التابع	Beta	
المتغير المستقل	DFL	

	2005	2006	2007	2008	2009	AV
Coefficients	0.008	0.013	0.005	0.003	0.01	0.0085
T	4.049	4.021	5.191	5.902	3.298	4.4922
Sig(P)	0.441	0.231	0.696	0.786	0.603	0.5514
R ²	0.22	0.14	0.11	0.15	0.16	0.1567
F	0.604	1.472	0.155	0.075	0.274	0.516
Sig(P)	0.441	0.231	0.696	0.786	0.603	0.5514

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد إلى مخرجات الحاسوب

من خلال النتائج أعلاه يتبين بأنه لا يوجد أثر دال احصائياً للرفع المالي مقاس "بدرجة الرفع المالي، لذا نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة ، وبعد اجرا الاختبارات لخمس سنوات لمعرفة تباين نتائج السنوات فإن العلاقة بين المخاطرة النظامية (بيتا) ودرجة الرفع المالي علاقة موجبة لكل السنوات من عينة الدراسة البالغه خمس سنوات، وايضا ليس هناك دلالة احصائية، وهذه العلاقة طردية بمعنى انه كلما زادت درجة الرافعه الماليه بمقدار واحد صحيح فأن المخاطرة النظاميه للسهم سوف تزداد بمقدار (0.0085) وهي نسبة منخفضة جدا كما ان قوة تفسير درجة الرفع المالي للمخاطره النظاميه قليله فهي اقل من (16 %) اي بمعنى يمكن ان تفسر درجة الرفع المالي مايقارب 16% من المتغيرات التي تطرأ على المخاطرة النظامية.

ثانياً: مناقشة نتائج علاقة المخاطرة الكلية بدرجة الرفع المالي.

تتكون المخاطر الكلية من المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية ولما كان من الممكن خفض المخاطر الكلية عن طريق التنويع إذ إن التنويع سيؤدي إلى خفض المخاطر غير النظامية وبالتالي تخفيض المخاطر الكلية إلا أن المخاطر النظامية لا يمكن تخفيضها بالتنويع. وتقاس المخاطر الكلية بأحد مقاييس التشتت ومنها

الانحراف المعياري التي اعتمدت هذه الدراسة في قياس المخاطر الكلية عن طريق حساب الانحراف المعياري والذي يقيس انحرافات العوائد "عائد السهم" عن وسطها الحسابي .
وأجري اختبار أثر الرفع المالي ممثلاً بدرجة الرافعة المالية DFL على المخاطرة الكلية ممثلة بالانحراف المعياري لعوائد أسهم الشركات محل الدراسة عن طريق نموذج الانحدار .

$$\delta = \alpha + bDFL + \epsilon_i$$

جدول رقم (2)

نتائج العلاقة بين المخاطرة الكلية ودرجة الرفع المالي للشركات في سوق عمان

المتغير التابع	St. Dev.	
المتغير المستقل	DFL	

	2005	2006	2007	2008	2009
Coefficients	0.222	0.033	0.023	0.088	-0.41
T	3.438	3.300	3.297	2.882	3.289
Sig(P)	0.049	0.001	0.001	0.008	0.002
R ²	0.32	0.31	0.301	0.297	0.333
F	2.489	0.051	0.025	0.379	0.080
Sig(P)	0.012	0.082	0.087	0.054	0.077

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسوب

لدى إجراء اختبار F لقياس مدى صلاحية النموذج لتمثيل العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل في سوق عمان للأوراق المالية تبين ان هذا النموذج كما في الجدول رقم(9) يصلح لتمثيل العلاقة عند مستوى معنوية 10% اي بدرجة ثقة 90% وهذا يدل على ان النموذج صالح لتمثيل هذه العلاقة ، وان قيمة معامل التحديد R² قد بلغت 0.3116 اي ان درجة الرفع المالي تفسر 31.2% من التغيرات الحاصلة في المخاطر الكلية وهي نسبة منخفضة نسبية وأنها دالة إحصائية اما النسبة المتبقية 68.8 فهي تعود لعوامل اخرى بخلاف درجة الرفع المالي، وعند إجراء اختبار T للمعاملات تبين ان معامل درجة الرفع المالي كان ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05 ،

بناء على ما تقدم من نتائج اختبار F فإننا نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة التي تقتضي بوجود أثر دال احصائي لدرجة الرفع المالي على المخاطر الكلية لعوائد أسهم الشركات عينة الدراسة في سوق عمان للأوراق المالية.

ونستنتج من ذلك ان الأنموذج يشير إلى أن العلاقة بين المتغير التابع (δ) والمتغير المستقل (DFL) ليست علاقة خطية بمعنى ان العلاقة تأخذ اتجاهاً هابطاً تارة واتجاهاً صاعداً تارة أخرى ، ويمكن تفسير ذلك بان درجة الرفع المالي تكون ذو أثر إيجابي على المخاطر الكلية (بتخفيض المخاطر الكلية) ضمن مدى معين من درجات الرفع المالي ثم تبدأ درجة الرفع المالي بإظهار أثر سلبي على المخاطر الكلية (بزيادة تلك المخاطر) بعد الخروج من ذلك المدى ويمكن ان يعزى ذلك إلى ان زيادة درجة الرفع المالي للشركة تصاحبها زيادة في تكلفة التمويل وبالتالي فإن الدائنين سوف يقومون برفع أسعار الفائدة على القروض الممنوحة للشركات التي تستخدم الاقتراض بنسبة مرتفعة لما في ذلك من مخاطر يمكن أن تتحملها الجهات الدائنة والمتمثلة بعدم قدرة هذه الشركات على خدمة ديونها وما يرافق ذلك من مخاطر النكول ويتضح الحد الفاصل بين منطقة الأثر الإيجابي للرفع المالي والأثر السلبي للرفع المالي هي في حدود (1.5- 3.5) درجة وعند زيادة درجة الرفع المالي إلى أكثر من (4) درجات فإن العلاقة تعود للهبوط مرة أخرى مما يعني إنه بزيادة درجات الرفع المالي إلى حد معين أقل من (3.5) درجات تنخفض المخاطر الكلية .

ثالثاً: مناقشة نتائج علاقة ربحية السهم بدرجة الرفع المالي.

تم إجراء اختبار أثر الرفع المالي ممثل بدرجة الرافعة المالية DFL على ربحية السهم الواحد EPS لعوائد أسهم الشركات محل الدراسة تبين ان هذا الأثر يمكن وصفه عن طريق نموذج الانحدار .

$$= \alpha + bDFL + \epsilon \text{EPS}$$

جدول رقم (3)

نتائج التحليل باستخدام المتغيرات في سوق عمان

المتغير التابع	EPS
المتغير المستقل	DFL

	2005	2006	2007	2008	2009
Coefficients	0.232	0.1	-0.032	0.455	0.182
T	5.100	4.462	6.597	3.390	2.481
Sig(P)	0.010	0.040	0.032	0.001	0.020
R ²	0.39	0.41	0.37	0.36	0.43
F	2.728	0.485	1.049	12.512	1.636
Sig(P)	0.015	0.0490	0.026	0.001	0.007

المصدر من اعداد الباحث بالاستناد إلى مخرجات الحاسوب

بعد إجراء اختبار F لقياس صلاحية النموذج لتمثيل العلاقة بين المتغير التابع (EPS) والمتغير المستقل (DFL) تبين أن هذا النموذج كما في الجدول رقم (3) يصلح لتمثيل العلاقة عند مستوى معنوية أقل من 5% أي بدرجة ثقة أكثر 95% وهذا يدل على أن النموذج صالح لتمثيل العلاقة المذكورة، وأن قيمة معامل التحديد R^2 قد بلغت 0.392 أي أن درجة الرفع المالي تفسر 39.2% من التغيرات الحاصلة في ربحية السهم الواحد وهي نسبة مقبولة وداله إحصائيا اما النسبة المتبقية 60.8% فتعود لعوامل أخرى .

نستنتج من ذلك أن النموذج يشير إلى أن العلاقة بين المتغير (EPS) والمتغير (DFL) ليست علاقته خطية بمعنى أن العلاقة تكون ذات اتجاهها هابط تارة واتجاهها صاعد تارة أخرى ويمكن تفسير ذلك بأن الشركات التي لا تعتمد على الديون في هيكلها المالي أو التي تعتمد على الديون بقدر قليل تكون ربحية السهم عالية مقارنة مع الشركات التي تعتمد بقدر أكبر على الديون في هيكلها المالي، وهذا وضع يعد طبيعيا إذ إن زيادة الدين تعني نقصان في مقام نسبة EPS وبالتالي زيادة في EPS .

الاستنتاجات والتوصيات

توصلت الدراسة إلى عدد من الاستنتاجات وفي ضوءها تم إيجاز مجموعة من التوصيات، لذا فالحصيلة النهائية يمكن إخراجها بالشكل الآتي :

أولاً : الاستنتاجات

- تميز الدراسة مفاهيم الرفع المالي الإيجابي والرفع المالي السلبي ويظهر أثر كل منهما على كل من العائد على الملكية وحصة السهم العادي من الأرباح
- يكون للرفع المالي أثر إيجابي على ربحية الشركات إذا استطاعت إدارة الشركة تحقيق معدل عائد على الاستثمارات التي يتم تمويلها بأموال الديون أعلى من معدل تكلفة الديون.
- تبين أن حملة الأسهم 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 من الشركات يتأثر بالزيادة والنقصان وبدرجة كبيرة إذا حدث تذبذب في صافي أرباحها.
- تتكون مصادر التمويل في الشركات المساهمة من مصدرين رئيسيين الملكية والمديونية.
- إن الرفع المالي مقاساً بدرجة الرفع المالي يؤثر في المخاطرة النظامية ، إذ ظهرت النتائج بأنه يوجد أثر دال إحصائيا للرفع المالي على المخاطرة النظامية، وذلك بناء على العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة النظامية والعلاقة موجبة إذ يفسر الرفع المالي 16% من مخاطرة السهم النظامية .
- إن الرفع المالي مقاساً بدرجة الرفع المالي يؤثر في المخاطرة الكلية ، أي بمعنى أنه يوجد علاقة قوية بين الرفع المالي والمخاطرة الكلية وبمستوى معنوية 10% إذ خلصت النتائج أن هناك علاقة ذو دلالة احصائية وأن نسبة ما يفسره الرفع المالي 31.2% من التغيرات الحاصلة في مخاطرة السهم الكلية.
- أن الرفع المالي مقاساً بدرجة الرفع المالي تؤثر في ربحية السهم العادي كما أن العلاقة قوية وموجبة ذو دلالة احصائية بين الرفع المالي وربحية السهم في وأن الرفع المالي يفسر نسبة 39% من التغيرات الحاصلة في ربحية السهم الواحد.

ثانياً: التوصيات :

- دراسة العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الاسهم مقاسة بنسب المديونية الأخرى مثل نسبة الدين الى حقوق الملكية أو نسبة الأخرى مثل $DFL = EBIT/EBIT-I$.
- بحث الباحثين والمهتمين من المستثمرين والشركات بدراسة اثر الرفع المالي على العائد والمخاطرة النظامية من خلال اساليب أخرى غير الانحدار الخطي البسيط، كأسلوب المتعدد بإدخال متغيرات أخرى كالرفع التشغيلي أو الحجم أو التذبذب في العوائد ، أو استخدام اسلوب السلاسل الزمنية الطويلة أكثر من عشر سنوات .
- دراسة اثر الرفع المالي والتشغيلي معا على عائد السهم والمخاطرة النظامية في اسواق عربية مماثلة لعينة الدراسة ويكون الاختبار على مستويات القطاعات لمعرفة اثر الرفع المالي في كل قطاع.
- ضرورة نشر معلومات اضافية كمعامل بيتا لاسهم الشركات المدرجة بالأسواق على موقعها الالكتروني .
- قيام الشركات باستخدام خيارات مختلفة للتمويل كالسندات والاسهم الممتازة والقروض المصرفية طويلة الاجل وذلك للاستفادة منها في تحسين ربحية السهم الواحد .
- تشجيع البنوك وشركات التأمين باستثمار فوائض أموالها في عمليات تمويل الشركات وخاصة التمويل طويل الاجل وذلك باستغلال فرص الاستثمار لزيادة ربحية الشركات.
- من الحالات التي لم تغطيها الدراسة هو اختبار عينة الشركات لكل قطاع لأجل معرفة أكثر القطاعات استخداماً للرفع المالي، لذا نوصي اجراء هذه الاختبار.

المراجع

المراجع باللغة العربية:

1. الجميل، سرمد كوكب ، 2002 ، التمويل الدولي مدخل في الهياكل والعمليات والأدوات ، دار الكتب الجامعية للطباعة والنشر ، الموصل
2. الجوهري، اسماعيل بن حماد، 1984، تاج اللغة وصحاح العربية ، الطبعة الثالثة
3. الزبيدي ، حمزة محمود ، ، 2006 ، أساسيات الإدارة المالية ، الطبعة الأولى ، الوراق للنشر ، بغداد
1. الزغبى ، هيثم محمد ، 2000 ، الإدارة والتحليل المالي ، الطبعة الأولى ، الفكر للنشر ، الأردن .
2. الشريف ، عليان، والعصار ، رشاد ، والجعبري ، احمد، والآخرس عاطف، والهنيني إيمان ، 2007، الإدارة والتحليل المالي ، البركة للنشر، عمان.
4. الشماع ، خليل محمد حسن ، 1992 ، ادارة المالية ، الطبعة الرابعة ، بغداد
5. الطراونة ،مدحت أبراهيم ، 2004، أثر الرفع المالي في ربحية الشركات المساهمة، مجلة البحوث الاقتصادية، المجلد 15، العدد1، 60-82.
6. العامري ،محمد علي، 1990، أثر الهيكل المالي في المخاطرة والعائد بإطار نظرية المحفظة ، أطروحة دكتوراه غير منشورة ، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد.
7. العامري ، محمد إبراهيم ، 2010، الإدارة المالية المتقدمة ، الطبعة الأولى ، أثراء للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن.
8. العلي ،عادل فليح، وكداوي، طلال محمود، 1988، اقتصاديات المالية العامة، دار الكتب للطباعة والنشر، الموصل.
9. النعيمي ، عدنان تايه ،و الساقى ، سعدون مهدي ، وسلام، اسامة عزمي ،و موسى ،شقيري نوري ، 2007 ، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق) ، المسيرة للنشر عمان .
10. النعيمي ، عدنان تايه ، والتميمي ، ارشد فؤاد ، 2009 ، أدارة المالية (المتقدمة) ، اليازوري العلمية للنشر ، الأردن .
11. بريكهام يوجين، ووستون فرد ، 1993 ، التمويل الإداري، (ترجمة: بيله عبد الرحمن، النعماني عبد الفتاح) ،دار المريخ للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية.
12. حداد ، فايز سليم ، 2010 ، الإدارة المالية ، الطبعة الثالثة ، الأردن .
13. عبد الهادي ، محمد سعيد ، 2008 ، الإدارة المالية ، الطبعة الأولى ، الحامد للنشر ، الأردن.

14. عقل ، مفلح محمد ، 2000 ، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي ، الطبعة الثانية ، المستقبل للنشر ، الأردن
15. كراجة ، عبد الحليم ، ربابعة علي ، والسكران ياسر ، ومطر موسى ، ويوسف توفيق عبد الرحيم ، 2006 ، الإدارة والتحليل المالي (اسس ، مفاهيم ، تطبيقات) ، الطبعة الثانية ، صفاء للنشر ، عمان .
16. مطر، محمد، 2003، التحليل المالي الائتماني ، الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، ط1، وائل للنشر، عمان الأردن .
17. هندي ، منير إبراهيم 2004 ، الفكر الحديث في الاستثمار ، الطبعة الثانية، منشأة المعارف للنشر ، الاسكندرية .مصر.
18. هندي ، منير إبراهيم 2005 ، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات ، منشأة المعارف للنشر ، الاسكندرية .مصر.

المراجع باللغة الاجنبية

- 1- Besley Scott & Brigham Eugene , 2000, Essential of Managerial Finance, 12th Edation, Dryden Press .
- 2- Biernat .J.(2001) Essentials of Corporate Finance, New york.
- 3- Block S. B& Hirt G.A (2005) Foundation of Financial Management, 10th Edition, McGraw-Hill, New york.
- 4- Brealey R. A, Myers ,S. C., &Allen F. ,2003, Principles of Corporate Finance, 7th Edition
- 5- Brigham, E.F. and Ehrhardt, M.C. (2008) . Financial Management Theory and Practice , Florida: Harcourt ,Inc., 11th Edition
- 6- Brigham, Eugene, & Ehrhardt, Michael ,2010 ,An Overview of Corporate finance & the Financial Environment
www.fortune.com.
- 7- Gallmeyer ,Michael, Brothers, Lehman, Aydemir, A.Cevdet,2006, Financial leverage does not cause the leverage effect,Texas A&M university Burton Hollifield.1-28.
- 8- Gomes Joao F . & Luakas schmid , 2010 , Levered Returns , The Journal of finance , vol. lxxv , no 2, p 467 – 494
- 9- Neil, B, Desai, H, Kumar, V. 2009, " Earnings Quality and Information Asymmetry", Working Paper, University of Southern Methodist
- 10- Reich, R.B. San, 1989,Leverage Buyouts, America ,Pays the Price ,New York Time Magazine P.99.
- 11- Ross, Stephen, Westerfield, Randolph and Jaffe, Jeffery, 1993, Corporate Finance,3rd Edition, Irwin, Bosten

- 12- Ross S.A &, David Whitehurst(2002) Fundamentals of Corporate Finance, Sixth Edition, Alternate Edition
- 13- Van Horne , J. C. , 1980, Financial Management and Police, 5th Edition, prentice-Hall International, London.
- 14- Van Horne , James C. & wachowicz J R . John M.2005 , "Fundamentals of Financial Management" 12th Edition England , [www . pearsoned .co.uk](http://www.pearsoned.co.uk).