

## أثر التدفقات النقدية في عناصر هيكل رأس المال ( دراسة تطبيقية بالاعتماد على بيانات عدد من الشركات العالمية )

أ.م.د. صبيحة قاسم

م.م. أحمد نزار جميل

### المستخلص:

لقد تناولت العديد من الدراسات المحلية والعالمية موضوع هيكل رأس المال، وصولاً إلى وضع العديد من النظريات التي تحاول تفسير هيكل رأس المال وتوضيح العوامل المؤثرة في تركيبته، ويسعى هذا البحث إلى دراسة العلاقة بين التدفقات النقدية كمتغير مستقل مع عناصر هيكل رأس المال كمتغيرات معتمدة. اعتمد البحث على عينة مكونة من ١٦ (ست عشرة) شركة من الشركات العالمية، العاملة في قطاعات مختلفة، وباستعمال برنامج التحليل الإحصائي SPSS جاءت النتائج لتوضح وجود علاقة بين متغيرات البحث، ولكن التأثير الوحيد للتدفقات النقدية كان في عنصر الملكية تحديداً، مما يشير إلى لجوء الشركات موضوع الدراسة إلى استعمال التدفقات النقدية في إعادة شراء الأسهم أو احتجازه كأرباح.

### Abstract:

Many local and international researches had been study the capital structure, and many theories had been developed to explain the capital structure and to identify, the factors that influence that capital. This research studies the relationship between cash flows as an independent variable, and equity, liability as dependent variables. The research sample contains (16) of the biggest companies in the world. This works in different sectors which vary from technology sector to food processing industry, and by using SPSS program, the results show that there is a relation ship between the research variables, but the only acceptable effect was the effect of cash flows on equity, which refer that the research sample may tend to use cash flows to Rebuy its stocks, or retained its earnings to finance its operations.

### المقدمة

يعد موضوع هيكل رأس المال واحداً من أهم المواضيع التي تناولتها النظريات والادبيات المالية، بحثاً عن تحديد المزيج الأفضل فضلاً عن تحديد العوامل المؤثرة في ذلك الهيكل، وكيفية قيام الشركات بإتخاذ قرار هيكل رأس المال.

ومنذ ظهور نظرية (Modigliani and Miller) الى يومنا هذا ما زالت النظريات المالية المقدمة لا تتفق على صيغة واحدة لهيكل رأس المال، وما اذا هناك رأس مال أمثل لجميع الشركات؟ وما هي مجمل العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال؟ مما ترك الباب مفتوحاً امام الباحثين للمشاركة في هذا الموضوع وتكرار البحث والدراسة فيه.

لقد تنوعت وتعددت العوامل التي اشار الباحثين الى انها تؤثر في هيكل رأس المال، وبتنوع تأثير هذه العوامل اختلفت قناعات الباحثين في شدة هذا التأثير ونوعه، وإختلافه من شركة الى أخرى ومن الجانب المحلي الى المدى الدولي.

ويتناول هذا البحث دراسة العلاقة بين التدفقات النقدية وعناصر هيكل رأس المال، والمتمثلة بالمدىونية والملكية بعد ان أهملت من قبل الدراسات السابقة في هذا الموضوع.

قسم هذا البحث الى خمسة محاور اساسية، هي: المحور الاول و يتناول منهجية البحث، في حين يستعرض المبحث الثاني مفهوم هيكل رأس المال ونظرياته ومكوناته الاساسية، اما المحور الثالث فيتناول مفهوم التدفقات النقدية فيما خصص المحور الرابع لاستعراض الجانب العملي ونتائج التحليل الكمي، واخيراً قدم المحور الخامس اهم الاستنتاجات والتوصيات.

### المحور الاول: الإطار المنهجي للبحث

**أولاً هدف البحث:** يعد موضوع هيكل رأس المال ومكوناته محل اهتمام الباحثين والمختصين لما له من دور اساسي في العمليات المالية، لاي شركة سواء كانت تلك الشركة محلية او دولية، وقد قدمت العديد من البحوث التي تتناول موضوع هيكل رأس المال ومكوناته ولكنها لم توضح أثر التدفق النقدي على هيكل رأس المال، وهذا البحث يندرج ضمن نفس فئة البحوث السابقة، ويهدف بشكل رئيسي الى تحديد تأثير التدفقات النقدية Cash flows في مكونات هيكل رأس المال المتمثلة بالمدىونية طويلة الامد Long Term Liabilities والملكية Equity او ما يصطلح عليها احياناً بحقوق اصحاب المشروع لتقديم صورة واضحة عن العلاقة بينهما ودرجة التأثير ونوعه.

**ثانياً: فرضيات البحث:** يسعى هذا البحث الى اختبار فرضيتين رئيسيتين هما:

الفرضية الأولى: عدم وجود علاقة بين التدفق النقدي للفترة  $t-1$  ومدىونية الشركات طويلة الامد للفترة  $t$

ف-١-٢: عدم وجود علاقة بين التدفق النقدي للفترة  $t-1$  وملكية الشركة في هيكل رأس المال للفترة  $t$

**ثالثاً: أهمية البحث:** يمتلك هذا البحث أهمية خاصة تتمثل في كونه من البحوث التطبيقية التي تسعى لدراسة تأثير التدفقات النقدية في هيكل رأس المال بعد ان تم اهمال هذا المتغير في النظريات المختلفة التي تناولت موضوع هيكل رأس المال في البحوث والدراسات السابقة.

**رابعاً أسلوب البحث:** اعتمد هذا البحث في طرح مشكلة البحث ودراستها على أسلوبين، هما:

الاسلوب النظري لتوضيح مفهوم هيكل رأس المال والتدفق النقدي بالاعتماد على ما هو متوفر من مراجع علمية متمثلة بالكتب والرسائل والاطاريح الجامعية والمقالات

الاسلوب التطبيقي من خلال جمع البيانات المتعلقة بهيكل رأس المال والتدفقات النقدية والخاصة بست عشرة شركة عالمية ولأربع فترات زمنية، تمثلت بالنتائج الفصلية لتلك

الشركات في عام ٢٠٠٧ ، وتحليل تلك البيانات كميأ باستخدام البرنامج الاحصائي SPSS (Statistical Package for Social Sciences).

### المحور الثاني: هيكل رأس المال (المفهوم، النظريات، المكونات، العوامل المؤثرة)

#### مفهوم الهيكل المالي وهيكل رأس المال

يُعرّف الهيكل المالي بأنه مجموع مصادر الأموال التي يتم بواسطتها تمويل موجودات المنشأة ، ويتضمن التمويل المقترض ، والتمويل الممتلك او مصادر الاموال الخارجية تتمثل بشتى انواع القروض (قصيرة، متوسطة، طويلة الاجل) التي تحصل عليها المنشأة من الجهات الخارجية، ومصادر الاموال الذاتية (الداخلية) والتي تتمثل بحقوق الملكية او ما يعرف ( برأس المال الممتلك) او حقوق المساهمين ( او حقوق اصحاب المشروع) ويشتمل الاخير على خمس فقرات اساسية، هي:

- رأس المال المدفوع
- فضلة رأس المال المدفوع
- الاحتياطات الراسمالية
- الأرباح المحتجزة غير الموزعة
- علاوات الاصدار

ويتمثل هيكل رأس المال بالتمويل المقترض طويل الأجل زائداً التمويل الممتلك بجزئيه رأس المال المدفوع والأرباح المحتجزة . ويتجلى دور الإدارة المالية من خلال مهمتها الأولى المتمثلة في تعظيم العائد على ( الإستثمار ) ، ويمكن أن يتم ذلك بتخفيض معدل كلفة التمويل . لذلك ينبغي على الإدارة المالية أن تتبنى عملية توازن بين المخاطرة والعائد بما يحقق أفضل موازنة بينهما في الهيكل المالي .

تحدد القرارات المالية، كيفية تقسيم او توزيع قيمة الشركة، بين حقوق الملكية و التمويل المقترض، والذي يتأتى من الاقتراض من شخص او من مؤسسة اخرى، في حين ان القسم الثاني من التمويل يتأتى من التمويل بحقوق الملكية

**نظريات هيكل رأس المال :** لقد تناول موضوع هيكل رأس المال عدد من النظريات المختلفة، في طرحها وفي تفسيرها، ومن اهم هذه النظريات:

**النظرية الكلاسيكية:** تعتبر النظرية الكلاسيكية في الادارة المالية من النظريات ذات التوجه الايجابي في توجهها اذ حاولت ان تفسر الاشياء كما هي او على طبيعتها، و كانت عبارة عن مجموعة من القواعد المستخدمة من قبل المدراء والمستثمرين في عملية اتخاذ القرار، اكثر من كونها، تفسير متكامل للأسباب التي تؤدي الى ظهور مختلف النتائج. وقد نظر المدخل التقليدي الى هيكل رأس المال من خلال الاعتقاد بأن كل شركة لها شكلاً من اشكال المديونية (الاعتيادية او الطبيعية) بالاعتماد على خصائص تلك الشركة وامكانياتها. وتمثل بطاقة المديونية الاعتيادية مبلغ او كمية الدين الذي يتوجب على الشركة ان تقوم بإقتراضه لتقليل كلفة رأس المال، بما ان كلفة الديون هي كلفة منخفضة ولا تتغير ( او تتغير بشكل قليل) ( وفقاً لإفتراضات هذه النظرية، التي تفترض ان كلفة الديون لا تتغير او تتغير بشكل قليل) ، في حين ان كلفة الملكية الاعتيادية في اغلب الاحيان لا تتغير ايضاً، وصولاً الى نقطة المبلغ الاعتيادي للمديونية بالنسبة للشركة. وبما انه لم يكن من الممكن تحديد المستوى الطبيعي للمديونية، فان اتخاذ القرار في المدخل التقليدي فيما يخص هيكل رأس المال كان يعتمد على الخبرة الموجودة لدى المدراء الماليين في الشركة (Mramor & Loncarski, 2005, 5).

**نظرية مود كيليانى وميلر:** تُعد الطروحات التي قدمها كلاً من Modigliani – Miller في عام (١٩٥٨) نقطة تحول في النظرية المالية الحديثة . إذ جددت أفكارهما الاهتمام بمفهوم الهيكل المالي الأمثل ، حيث قدم الباحثان تحليلاً ينفى علاقة الهيكل المالي بكلفته ، الأمر الذي يعني أن كلفة التمويل لا تتأثر بنسبة الاقتراض التي يتضمنها الهيكل المالي .

والجدول الآتي يبين أهم افتراضات Modigliani – Miller والانتقادات الموجهة لها

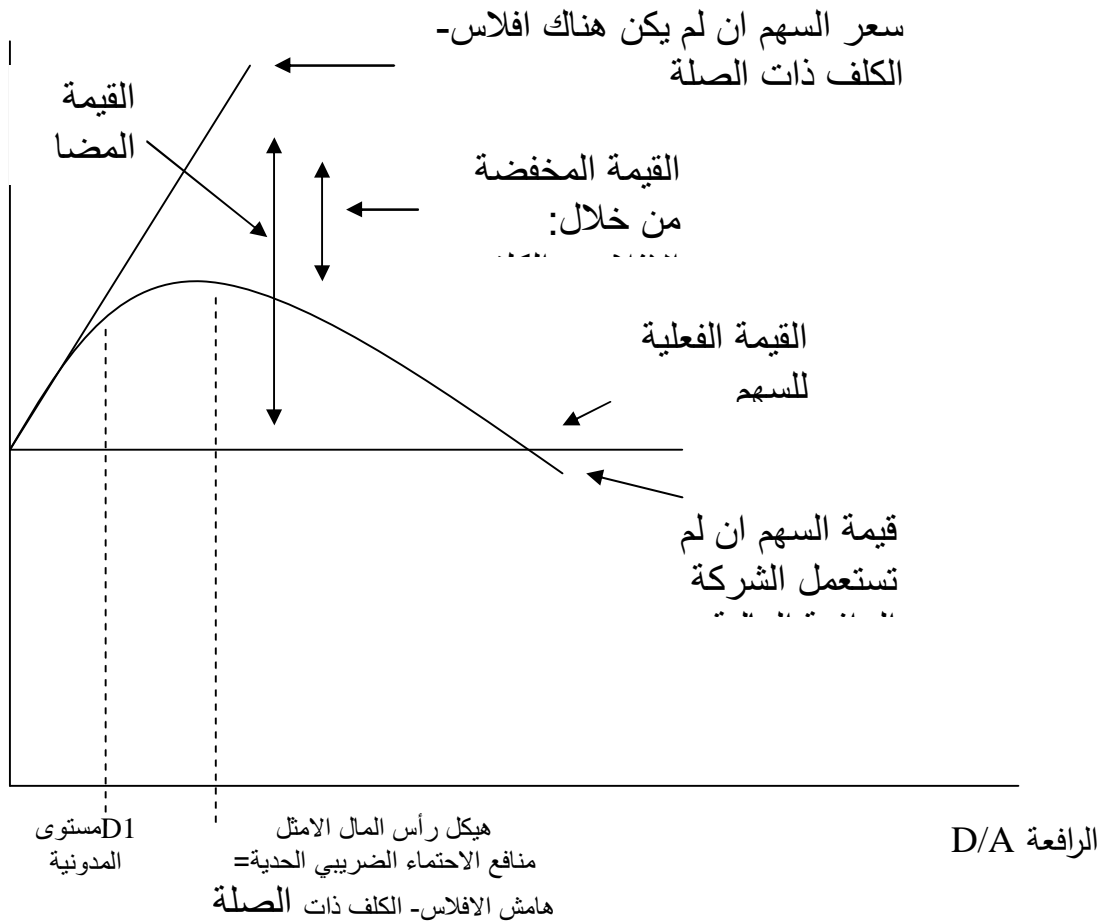
الافتراضات	الانتقادات
١. المنشأة تعمل في ظل سوق المنافسة الكاملة. ويترتب على ذلك ما يلي: <ul style="list-style-type: none"> <li>توافر وإتاحة المعلومات عن المنشآت العاملة في السوق المالية.</li> <li>إمكانية المشتري في شراء ما يحتاجه من استثمارات مالية مهما كانت قليلة.</li> <li>تصرف المستثمر بشكل رشيد.</li> </ul>	هذا الافتراض يؤدي إلى استنتاج مفاده أن معدل كلفة التمويل يكون مستقلاً عن الهيكل المالي . وهذا استنتاج غير موضوعي . فافتراض سوق منافسة كاملة صعب التحقيق للأسباب الآتية : <ul style="list-style-type: none"> <li>عرض الأموال غير مرن.</li> <li>عدم توافر المعلومات عن جميع المتعاملين في السوق.</li> <li>القواعد التي تحكم المعاملات في سوق المال تختلف عن تلك التي تحكم سوق السلع.</li> </ul>
٢. يمكن تبويب المنشآت في مجموعات على أساس درجة المخاطرة لنشاطها ، وبذلك تتعرض المنشآت ضمن مجاميعها لنفس الدرجة من المخاطرة.	هذا الافتراض غير عملي للأسباب الآتية : <ul style="list-style-type: none"> <li>صعوبة تصنيف المنشآت التي لها نفس درجة المخاطرة.</li> <li>تباين القيود المالي على المنشآت المالية.</li> <li>اختلاف أسعار الفائدة على القروض الممنوحة للمنشأة من وقت لآخر ، على وفق حجم القرض والضمانات المقدمة ، ومجالات الاستثمار ، فضلاً عن المركز المالي.</li> </ul>
٣. تساوي الفرد والمنشأة من ناحية المقدرة على الاقتراض.	ليس له سند أو دعم لأن معدل الفائدة يتوقف على عوامل عديدة كالظروف الاقتصادية ، والمركز المالي للمقترض ، ومدة القرض . فضلاً عن أن الفائدة على الاقتراض تخصم لأغراض ضريبة الدخل ، لذلك فإن استخدام التمويل المقترض يقلل من كلفة التمويل ، الأمر الذي يعني أن زيادة نسبة التمويل تزيد من قيمة المنشأة .
٤. كلفة التمويل يُعد دالة للرافعة المالية.	كلفة التمويل ليست دالة للرافعة المالية فحسب ، بل أنها تعتمد على حجم المنشأة وتركيبه الموجودات ، فضلاً عن معدل النمو في العوائد .

Source: Ross, S. A., Wethersfield, W. R. and Jaffe, F. J.,(2001), Corporate finance, 6<sup>th</sup> ed., McGraw-Hill Irwin.

**نظرية التبادل:** ان النقاش والانتقادات التي وجهت لنظرية مود وكيليانى، قد ادت الى تطوير ما يعرف بنظرية التبادل Trade – Off Theory ، والتي تقوم بموجبها الشركة بالمفاضلة او بالمبادلة بين منافع التمويل بالمدىونية ( المنافع المتحققة من ناحية الضرائب) في مقابل معدلات الفائدة المرتفعة وكلف الافلاس. (Brigham & Houston:1999:452). وتعرف نظرية التبادل على انها نظرية توازن بين الوفورات الضريبية للدين وكلف الافلاس، اما اهم الافتراضات الخاصة بهذه النظرية فهي: (فتاح:2005,18):

- توجه المنشأة الى وضع نسبة مدىونية الى القيمة مستهدفة وبشكل تدريجي، وبالطريقة نفسها تعدل المقسوم لغرض الوصول الى نسب الدفع المستهدفة من قبل المنشأة
- عدم وجود كلف لتعديل هيكل رأس مال المنشأة او انها قد تكون موجودة ولكن بنسب منخفضة.

- ان نسب المديونية المثلى للمنشأة يمكن تحديدها من خلال التبادل بين كلف ومنافع الاقتراض مع الاحتفاظ بموجوداتها وخططها الاستثمارية مستقرة.
- ان اسواق رأس المال هي اسواق ذات اداء جيد، وبهذا فهي تستجيب للضرائب المختلفة.
- قيام المنشأة بإستبدال الدين بالملكية او الملكية بالدين لحين تعظيم قيمة المنشأة.



(فتاح:19,2005)

الشكل اعلاه يوضح نظرية التبادل، وفي ادناه بعض الملاحظات الخاصة بالنظرية والشكل الموضح لها:

- تقلل الفوائد من الكلف، وهذا ما يجعل من القروض اقل كلفة من الاسهم الاعتيادية او الاسهم الممتازة. وذلك لأن فوائد القروض تعامل معاملة الكلف وتطرح من اجمالي الربح .
- في الواقع العملي، نادراً ما تستخدم الشركات المديونية ١٠٠% في هيكل رأس المال، واحد الاسباب لذلك هو ان الشركات تقلل من استعمالها للقروض لتقليل مخاطر الافلاس والكلف المرافقة للإفلاس.
- هناك حد او نسبة معينة لمستوى القروض الذي من الممكن ان تعتمد عليه الشركة، وكما مشار اليه بالرمز D1 والذي تكون فيه احتمالية تعرض الشركة للإفلاس أقل ما يمكن

#### نظرية الالتقاط Catch Theory:

على الرغم من ان نظرية التبادل قد سيطرت على اساليب تمويل الشركات لفترة طويلة، الا ان الانتباه قد بدأ يتحول ايضاً الى نظرية الالتقاط، (Ross, etal,2001,438) . ولفهم

هذه النظرية بشكل افضل، نقدم المثال الاتي، على افتراض ان المدير المالي لإحدى الشركات يواجه موقف زيادة رأس مال الشركة، وامام هذا المدير خيارين، وهما الاقتراض، او اصدار اسهم جديدة، وقد تم سابقاً مناقشة عدد من الامور المؤثرة في قرار الاختيار، والتي من بينها الضرائب، الكلف، الا انه لم يتم مناقشة احد العوامل المهمة، والذي هو التوقيت، والذي يعد من المتغيرات التي تهتم بها نظرية الالتقاط. ان نظرية الالتقاط هي نظرية للمفاضلة بين مصادر التمويل الداخلية ومصادر التمويل الخارجية، ان بدايات هذه النظرية كانت مع دراسة Donaldson 1961، وقد تم تطوير هذه النظرية من قبل Stewart Myers 1984 اذ اقترح مدخل الالتقاط لهيكل رأس المال، وتفترض هذه النظرية ان الشركة عندما تبحث عن تمويل استثماراتها تمويلياً طويلاً الاجل فهي لديها تفضيلات في استخدام مصادر التمويل المختلفة، التفضيل الاول هو استخدام مصدر التمويل الداخلي المتمثل بالارباح المحتجزة، وفي حالة عدم كفاية هذا المصدر تلجأ الشركة الى مصدر التمويل الخارجي المتمثل بالديون، وتقوم الشركة بإصدار الاسهم العادية الجديدة كملجأ أخير عندما تصبح غير قادرة على استيعاب ديون جديدة، (فتاح، ٢٠٠٥، ٤٧).

#### نظرية الإشارة:

تفترض نظرية مود وكيلياني ان المستثمرين يمتلكون نفس المعلومات التي يمتلكها المدراء بخصوص الشركة، وهذا ما يعرف بالمعلومات المتماثلة، ولكن في الحقيقة فإن المدراء يمتلكون معلومات افضل من المستثمرين الخارجيين، وهذا ما يعرف بالمعلومات غير المتماثلة، والتي يكون لها تأثيراً كبيراً على هيكل رأس المال الامثل، وغالباً ما يفسر او يعتبر اي قرار تتخذه الاداره ( على اعتبار انها تمتلك معلومات أفضل ) على انه مؤشر للمستثمرين والذي قد يؤثر في سعر اسهم الشركة في السوق. وتفترض هذه النظرية انه على المدراء في الاوقات الطبيعية ان تستخدم التمويل بالملكية أكثر من التمويل في المديونية. (Ross, etal, 2002, 438)

#### العوامل المؤثرة في طبيعة هيكل رأس المال الملائم للشركة

- ١- الضرائب: ان كان للشركة دخل خاضع للضريبة، او لضريبة تصاعدية، فان الشركة ستعتمد وبشكل اكبر على المديونية في هيكل رأس المال والذي سيقبل من الضرائب المدفوعة من قبل الشركة، وان كانت معدلات الضرائب الخاصة بالشركة اعلى من معدلات الضرائب المترتبة على حاملي سندات المديونية، فان الشركة من الممكن ان تحقق قيمة اعلى من الاعتماد على المديونية بشكل اكبر في هيكل رأس المال.
- ٢- طبيعة الموجودات: يعتبر العسر المالي من الامور المكلفة جداً، سواء تبع ذلك اجراءات افلاس رسمية او لا، وتعتمد كلف العسر المالي على انواع الموجودات التي تمتلكها الشركة، وعلى سبيل المثال، ان كان لشركة ما استثمارات كبيرة في الارض، والمباني وبقية الموجودات الملموسة الاخرى، فان احتمال تعرضها للعسر المالي وتكون تكاليف ذلك العسر اقل من شركة تمتلك استثمارات مرتفعة في مجال البحث والتطوير.
- ٣- عدم التأكد من الدخل التشغيلي: ان الشركات التي تكون لديها درجة عالية من عدم التأكد تحيط بدخلها التشغيلي، فهناك احتمال اكبر لتعرضها لضائقة مالية، حتى وان لم تعتمد على الديون في تمويلها او في هيكل رأس المال الخاص بها، وهكذا فان هذه الشركات يستحسن ان تعتمد على الملكية بشكل أكبر في هيكل رأس المال الخاص بها.
- ٤- مخاطرة الاعمال: وتتمثل بالمخاطرة التي تواجهها عمليات الشركة، إذ كلما ازدادت المخاطرة التي تواجهها الشركة، كلما توجب على الشركة تقليل اعتمادها على القروض، او تقليل نسبة المديونية في هيكل رأس المال، وعادة ما يعتبر هذا العامل من اهم العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال، وبالنسبة للشركات التي تكون مصادر أموالها في مجملها

ممتلكة ولا تحتوي على قروض، فإن المخاطرة من الممكن ان تقاس من خلال التباين في العوائد المستقبلية على الموجودات (Return on Assets ROA)، ومخاطرة الاعمال تتباين من قطاع لآخر، وكذلك تتباين بين الشركات ضمن نفس القطاع، ومخاطرة الاعمال تعتمد على عدد من العوامل، والتي تتضمن الآتي:

- التباين في الطلب (الوحدات المباعة): كلما كانت مبيعات الشركة (مقاسة بعدد الوحدات) مستقرة، كلما كانت مخاطرتها أقل مع تسكين العوامل المؤثرة الاخرى.
- التباين في اسعار المبيعات: ان الشركات التي تباع منتجاتها في أسواق ذات منافسة عالية، فإنها تواجه مخاطرة أعلى من الشركات التي تعمل في اسواق تكون المنافسة السعرية فيها أقل، وبالتالي فإن اسعار منتجاتها تكون أكثر استقراراً.
- التباين في اسعار المدخلات: ان الشركات التي تكون كلف مدخلاتها، والمتضمنة كلف تطوير المنتج، وكلف المواد ذات معدلات تباين عالية، او التي لا يمكن التأكد من مستويات اسعار تلك المدخلات، تواجه مخاطرة أكثر من الشركات التي تتسم كلف مدخلاتها بالاستقرار.
- القدرة على تغيير اسعار المخرجات استجابة للتغير في اسعار المدخلات: بعض الشركات لا تواجه صعوبة كبيرة في تعديل او في زيادة اسعار مخرجاتها عند ارتفاع اسعار المدخلات، وكلما زادت قدرة الشركة على تعديل او زيادة اسعار منتجاتها، كلما قلت مخاطرة الشركة.
- نسبة الكلف الثابتة (الرافعة التشغيلية): اذا كانت نسبة عالية من الكلف هي كلف ثابتة، وبالتالي فإن هذه الكلف لا تنخفض عند انخفاض الطلب، فإن ذلك يزيد من مخاطرة الشركة، وهذا العامل يعرف بالرافعة التشغيلية.

### العوامل المؤثرة في قرارات هيكل رأس المال

بالإضافة الى كل ما تقدم يتوجب على الشركات ان تأخذ بنظر الاعتبار العوامل التالية عند اتخاذها لقرار هيكل رأس المال: (Brigham & Houston:1999:477)

- ١- **استقرار المبيعات:** ان الشركة التي تكون مبيعاتها مستقرة نسبياً، بإمكانها ان تعتمد أكثر على المديونية، او على التمويل المقترض، وكذلك فان بإمكانها ان تحصل على القروض بنسب فائدة مستقرة بشكل اكثر من الشركات الاخرى التي قد تكون مبيعاتها غير مستقرة.
- ٢- **هيكل الموجودات:** ان الشركات التي تكون موجوداتها تحتوي على نسبة جيدة من الموجودات ذات البيعية العالية والمرونة في القدرة على تسيلها، تميل الى استخدام التمويل المقترض بشكل أكبر. ان الموجودات ذات الاغراض العامة والتي من الممكن ان تستعمل في العديد من الاعمال، ايضاً تمكن الشركة من الاعتماد على التمويل المقترض بشكل أكبر من الموجودات ذات الاستعمالات الخاصة، ولذلك فشركات العقارات على سبيل المثال تكون ذات رافعة اعلى، في حين على العكس من ذلك تكون الشركات العاملة في مجال البحوث التكنولوجية.
- ٣- **الرافعة التشغيلية:** ان الشركات التي تكون ذات رافعة تشغيلية منخفضة، تكون قادرة بشكل افضل على توظيف الرافعة المالية، لان مخاطرة العمليات لديها تكون منخفضة.
- ٤- **معدل النمو:** ان الشركات ذات النمو السريع يمكنها ان تعتمد بشكل اكبر على رأس المال الخارجي، حيث تكون تكاليف التعويم الخاصة ببيع الاسهم العادية اكبر من تلك المتعلقة ببيع القروض، والذي يشجعهم في الاعتماد اكثر على القروض. وفي نفس الوقت، فان الشركات ذات النمو السريع ستكون لديها القدرة على مواجهة احتمالات حالة عدم التأكد، والتي قد تقلل من توجهات تلك الشركات في استعمال المديونية الداخلية.

**٥- الربحية:** من الملاحظ ان الشركات التي تمتلك معدل عائد مرتفع على الاستثمار  $Return\ on\ Investment(ROI)$ ، تعتمد على المديونية في التمويل بشكل اقل، وعلى الرغم من عدم وجود تبرير نظري لهذه الحقيقة، الا ان هناك لها تبرير عملي، والذي يشير الى ان الشركات ذات الربحية المرتفعة مثل انتل ومايكروسوفت وكوكا كولا، ليست بحاجة الى ان تعتمد على القروض في التمويل، حيث ان معدلات العائد المرتفعة التي تحققها تلك الشركات تمكنها من القيام بتمويل عملياتها داخلياً

**٦- الضرائب:** تمثل الفوائد مصروفاً مطروحاً من العوائد، وهذا الموضوع مهم جداً بالنسبة للشركات التي يكون لها معدلات ضريبية مرتفعة لأن طرح المصروفات سيؤدي في النهاية الى تقليص مقدار صافي الارباح الخاضع للضريبة الذي يدفع الشركات الى تفضيل التمويل بالاقتراض.

**٧- السيطرة:** ان تأثير الديون في مقابل الاسهم في موقف الادارة وسيطرتها من الممكن ان يؤثر في هيكل رأس المال. فان كانت الادارة حالياً تمتلك السيطرة في التصويت ( اي انها تمتلك اكثر من ٥٠% من الاسهم) ولكنها ليست في موقف يسمح لها بشراء اسهم جديدة، فقد تقوم الادارة بإختيار الاقتراض كوسيلة للتمويل، ومن جهة اخرى، قد تقرر الادارة ان تستعمل الملكية ان كان الموقف المالي ضعيف جداً وقد يكون استخدام القروض في التمويل في هذه الحالة يشكل خطراً ملموساً على الشركة، والذي قد يؤدي حتى الى فقدان الادارة لسيطرتها، وفي هذه الحالة قد تلجأ الادارة الى استخدام التمويل بالملكية.

**٨- التوجهات الادارية:** بما انه ليس بإمكان اي شخص ان يثبت ان هناك هيكل رأس مال محدد من الممكن ان يقود الى زيادة سعر اسهم الشركة، أكثر من هيكل آخر، فانه بإمكان الادارة ان تستخدم حكمها الشخصي بخصوص هيكل رأس المال الانسب، وبعض الادارات تتوجه الى تكون محافظة أكثر من غيرها، وهكذا فأنها تعتمد على التمويل المقترض بشكل أقل، في حين ان ادارات اخرى قد تعتمد على التمويل المقترض بشكل أكبر.

**٩- توجهات المقرضين:** بغض النظر عن التحليل الخاص بالمدراء، فيما يخص عامل الرافعة المالية الافضل لشركاتهم. فان لتوجهات المقرضين ووكالات التصنيف الائتماني تأثير كبير في قرارات هيكل رأس المال، في العديد من الحالات، قد تقوم الشركة بمناقشة هيكل رأس المال مع مقرضيها ووكالات التصنيف الائتماني وتعطي وزناً أكبر لنصائحهم.

**١٠- ظروف السوق:** ان ظروف ( البورصات - الاسواق المالية)، وما تحمله من تغيرات قصيرة وطويلة الامد لها تأثير كبير في هيكل رأس المال الامثل للشركة.

**١١- ظروف الشركة الداخلية:** ان ظروف الشركة الداخلية من الممكن ان يكون لها تأثير أيضاً على هيكل رأس المال المستهدف، على سبيل المثال لو افترضنا ان احدى الشركات قد اكملت الان احد برامج البحث والتطوير بنجاح، والتي تتوقع ايرادات عالية في المستقبل القريب، الا ان هذه الايرادات لم يتم تحققها لحد الان لصالح المستثمرين، وهكذا فأنها ما زالت لم تنعكس على سعر السهم. وهكذا فان الشركة في هذه الحالة لن ترغب في اصدار اسهم جديدة، حيث انها سترغب في التمويل عن طريق القروض حتى تبدأ الايرادات بالتدفق ويبدأ سعر السهم بالارتفاع، وفي هذه الحالة ستمكن من بيع الاسهم بالسعر المناسب، وفي هذه الحالة ستتحول الى الاعتماد على الملكية بشكل اكبر في تمويل عملياتها.

**١٢- المرونة المالية:** كلما امتلكت الشركة مرونة مالية أكبر كلما تعددت خياراتها في المفاضلة في التمويل بين رأس المال الممتلك ورأس المال المقترض.

### المحور الثالث : التدفق النقدي

عند دراسة الكشوفات المالية غالباً ما يركز المحاسبون على دراسة صافي الدخل والتركيز عليه، في حين يركز المختصون في الادارة المالية على التدفق النقدي Cash Flow وصافي التدفق النقدي Net Cash Flow ، فقيمة اي موجود (او الشركة ككل ) تحدد من خلال التدفق النقدي الذي تولده.

ان صافي الدخل الخاص بالشركة مهم، ولكن التدفق النقدي أكثر أهمية، وذلك لأن مقسوم الارباح يجب ان يدفع نقداً، ولأن النقد ضروري لشراء الموجودات المطلوبة للاستمرار في العمليات.

من الواضح للمهتمين في مجال الادارة المالية ان هدف الشركة يجب ان يكون تعظيم قيمة السهم، وبما ان قيمة اي موجود بما فيها حصص الاسهم تعتمد على التدفق النقدي المتولد من تلك الموجودات، فإنه يتوجب على المدراء ان يسعوا وبكل الطرق الممكنة الى تعظيم التدفق النقدي المتوفر للاستثمار ضمن الامد البعيد، ويعرف التدفق النقدي على انه " مقدار ما تستلمه الشركة من نقد خلال فترة زمنية محددة ""، كما ويعرف على انه " تدفقات العوائد والنفقات والتي تؤدي الى تغيير حساب النقد خلال فترة زمنية معينة". في حين يعرف صافي التدفق النقدي Net Cash Flow على انه " اجمالي الايرادات النقدية خلال فترة زمنية محدد ناقصاً المدفوعات او المصاريف النقدية خلال نفس الفترة الزمنية".

كما ويعرف التدفق النقدي على انه " مبلغ النقد المستلم والذي تم انفاقه من قبل شركة ما خلال فترة زمنية محددة " ( Wikipedia the free encyclopedia ) وكذلك يعرف التدفق النقدي على انه " التدفقات المتمثلة بالنقد ومكافئ النقد الداخلة للشركة والخارجة منها" (Australian accounting standards board,2006:12) وتجدر الاشارة هنا الى ان صافي التدفق النقدي يختلف عن الربح المحاسبي، لأن بعض العوائد والنفقات المدرجة في كشف الدخل لم يتم دفعها بشكل نقدي خلال الفترة المالية، والعلاقة بين صافي التدفق النقدي وصافي الدخل من الممكن ان يعبر عنها من خلال المعادلة الآتية:

صافي التدفق النقدي = صافي الدخل - العوائد غير النقدية + المدفوعات غير النقدية  
والتمثال الاساسي على النفقات غير النقدية هو الاستهلاك، حيث ان هذه الفترة تقلل من صافي الدخل ولكنها لا تدفع بشكل نقدي، لذا يتم اعادة اضافتها الى صافي الدخل عند احتساب صافي التدفق النقدي.

ومن جانب آخر يجد المدراء والمستثمرون انه من المفيد ان يتم التمييز بين التدفق النقدي التشغيلي Operating Cash Flow وصافي التدفق النقدي، حيث ان التدفق النقدي التشغيلي يساوي:

(الدخل التشغيلي) (١ - معدل الضرائب) + الاستهلاك

Source: WWW.accountants.com

### التدفقات النقدية الداخلة Inflows

تتمثل التدفقات النقدية الداخلة بحركة النقد الى داخل الشركة، وغالبا ما تأتي التدفقات الداخلة من: (Cymru and Wales, 2004, 5)

- ١ - استلام النقد من بيع السلع او الخدمات الى الزبائن
- ٢ - استلام النقد من حسابات الزبائن القديمة (غير المسددة)
- ٣ - الحصول على نقد من بيع موجودات معينة
- ٤ - استلام الفوائد المترتبة على استثمار ما
- ٥ - استثمارات المالكين في الشركة

### التدفقات النقدية الخارجة Outflows

تتمثل التدفقات النقدية الخارجة بحركة النقد الى خارج الشركة، وغالبا ما تأتي التدفقات النقدية الخارجة من:

- ١- شراء المنتجات تامة الصنع من اجل اعادة البيع
- ٢- شراء المواد الاولية وبقية المكونات المستعملة في عمليات الشركة التصنيعية
- ٣- دفع الرواتب والاجور وبقية المصاريف التشغيلية
- ٤- شراء الموجودات الثابتة
- ٥- دفع الفوائد على القروض
- ٦- دفع الضرائب
- ٧- اعادة شراء الاسهم
- ٨- دفع مقسوم الارباح

### كشف التدفق النقدي:

يمثل صافي التدفق النقدي النقد الحقيقي المتولد بواسطة شركة ما خلال فترة محددة. وان حقيقة توليد الشركة لتدفق نقدي عالي لا تعني بالضرورة، بان مبلغ النقد الذي سيوضح في الميزانية العمومية سيكون مرتفع أيضاً، فالتدفق النقدي من الممكن ان يستعمل في اكثر من طريقة، فعلى سبيل المثال قد تقوم الشركة باستعمال التدفق النقدي في دفع مقسوم الارباح، او لزيادة المخزون او للاستثمار في الموجودات الثابتة، او لتقليل مديونية الشركة، او لاعادة شراء الاسهم العادية، وفي الواقع فان موقف النقد في الميزانية العمومية يتأثر بعدد كبير من العوامل، مثل:

- ١- التدفق النقدي: ببقاء بقية العوامل المؤثرة مستقرة أو ثابتة، فان التدفق النقدي سيقود الى توفر نقد أكثر وظهوره في الميزانية العمومية.
  - ٢- التغيرات في رأس المال العامل: يعرف صافي رأس المال العامل على انه الموجودات المتداولة مطروحاً منها المطلوبات المتداولة، وتجدر الاشارة هنا الى ان الزيادة في الموجودات المتداولة الاخرى غير النقد، مثل المخزون تقلل من النقد، في حين ان الانخفاض فيها يزيد من النقد، فعلى سبيل المثال ان كانت هناك لدى الشركة حاجة الى زيادة المخزون، فانه سيتوجب عليها استخدام جزء من النقد الموجود لديها لزيادة المخزون، اما في حالة انخفاض المخزون فان ذلك يعني ان الشركة تقوم ببيع المخزون مما يساهم في زيادة النقد، وفي المقابل فان الزيادة في المطلوبات المتداولة مثل اوراق الدفع يزيد من النقد، والعكس صحيح.
  - ٣- الموجودات الثابتة: ان قامت الشركة بالاستثمار في الموجودات الثابتة، فان ذلك سيقول من النقد المتواجد لديها، وفي المقابل فان بيع تلك الموجودات سيزيد من النقد لدى الشركة.
  - ٤- الاستثمارات: ان قامت الشركة باصدار اسهم او سندات فان ذلك سيزيد او سيعزز من موقف النقد لديها، في المقابل ان قامت الشركة باستعمال النقد لاعادة شراء القروض او الاسهم او لدفع مقسوم الارباح فان ذلك سيقول من النقد المتاح لها.
- ان كل من العوامل اعلاه ينعكس في كشف التدفقات النقدية، والذي يلخص التغيرات في موقف النقد الخاص بالشركة، وهذا الكشف يقسم الانشطة الى ثلاثة فئات اساسية، وهذه الفئات هي:

- ١- الانشطة التشغيلية: والتي تتضمن صافي الدخل، الاندثار، والتغير في الموجودات المتداولة والمطلوبات المتداولة.
- ٢- الانشطة الاستثمارية: والتي تتضمن الاستثمارات في او بيع الموجودات الثابتة
- ٣- الانشطة المالية: والتي تتضمن ارتفاع النقد خلال الفترة المالية من خلال اصدار قروض قصيرة الامد، او طويلة الامد، او أسهم، وبما ان مقسوم الارباح المدفوع، او النقد المستخدم لاعادة شراء الاسهم او السندات يقلل من النقد المتاح للشركة، فان مثل هذه العمليات قد ضمنت هنا.

، وهذا ما يقودنا الى تصنيف التدفق النقدي، الى الاتي: (Peter, 2002, 45)

- ١- التدفق النقدي التشغيلي: والمتمثل بالنقد المستلم او المنفق كنتيجة لانشطة الشركة الاساسية
- ٢- التدفق النقدي الاستثماري: وهو النقد المستلم او المنفق من خلال الانفاق الرأسمالي.
- ٣- التدفق النقدي التمويلي: وهو النقد المستلم او الذي يتم انفاقه كنتيجة للأنشطة المالية المختلفة، مثل الفوائد، ومقسوم الارباح.

وكل هذه الانواع الثلاثة معا عندما تجمع تمثل صافي التدفق النقدي ( وهو ما تم استخدامه في هذا البحث).

### فوائد استخدام كشف التدفق النقدي

يعتبر كشف التدفق النقدي واحدا من الكشوفات الاربعة الاساسية لمنظمات الاعمال، وكشف التدفق النقدي من الممكن ان يستخدم لتحديد ديمومة واستقرار الشركة في الامد القصير، فان زاد النقد وكان التدفق النقدي التشغيلي موجب، فهذا يعني ان وضع الشركة جيد في الامد القصير، فالزيادة او الاستقرار في التدفق النقدي يشير الى ان الشركة قادرة على مواجهة متطلباتها، وهذه المعلومات لا يمكن رؤيتها دائما في كشف الدخل او في ميزانية الشركة العمومية.

يقوم كشف التدفق النقدي بتقسيم مصدر النقد المتولد الى ثلاثة اقسام وهي التشغيلي والمالي والاستثماري، وهذا التقسيم يسمح لمستخدم الكشف المالي بتحديد مصدر تدفق النقد الى الشركة.

وفي بعض الحالات قد يسمح كشف التدفق النقدي للمحلل المتمعن بتحديد المشاكل التي تواجهها الشركة والتي لا يمكن ملاحظتها من الكشوفات الاخرى. (Kevin, 2006, 19)

### مجالات استخدام مقياس التدفق النقدي

من الممكن ان يتم استخدام مقياس التدفق النقدي في، الاتي:

- ١- لتقييم مستوى اداء الشركة او المشروع خلال فترة زمنية محددة.
- ٢- لتحديد المشاكل التي تواجهها الشركة مع السيولة، حيث ان تحقيق الربحية لا يعني بالضرورة ان تمتلك الشركة سيولة كافية، فقد تفشل الشركة بسبب العجز في النقد حتى وان كانت الشركة تحقق ارباح.
- ٣- لتحديد العائد على الاستثمار الخاص بالمشروع، حيث ان توقيت التدفق النقدي الداخل والخارج من المشروع يستعمل كمدخل للعديد من النماذج المالية، مثل معدل العائد الداخلي، وصافي القيمة الحالية.
- ٤- لاختبار الدخل، او النمو لشركة ما، وخصوصا عندما تعتقد الادارة ان المقاييس المحاسبية لا تمثل الحقيقة الاقتصادية، لذا يستخدم مقياس التدفق النقدي.

ان مصطلح التدفق النقدي مصطلح عام قد يستخدم بشكل مختلف، بالاعتماد على ما يقصده الباحث، او المحلل المالي، فقد يستخدم للإشارة الى اي نوع من الانواع التي تم ذكرها سابقا او قد يستعمل للإشارة الى صافي التدفق النقدي. (Wame, 2005, 6)

### المحور الرابع: الجانب العملي

## أولاً وصف عينة الدراسة

لقد أدت ثورة المعلومات والاتصالات والانترنت الى جعل العالم كقرية صغيرة يتأثر ويؤثر بعضها ببعض الآخر، بالإضافة الى ذلك فقد اتاح ذلك حرية الحصول على البيانات والمعلومات من اية مكان في العالم، ورغبة منا في التوصل الى نتائج حقيقية موثوقة في هذا البحث، ونظرا للمصداقية العالية التي تتسم بها الكشوفات المالية الخاصة بالشركات العالمية، فقد تم اختيار عينة مكونة من ١٦ شركة من هذه الشركات والمتضمنه:

اسم الشركة	القطاع	طبيعة النشاط
١- مايكروسوفت	تكنولوجيا المعلومات	شركة مايكروسوفت هي اكبر شركة في مجال تصميم وتصنيع برامجيات الحاسوب وانظمة التشغيل المختلفة
٢- انتل	الصناعات الالكترونية	انتاج اشباه الموصلات والمعالجات الدقيقة للحاسبات
٣- ديل	قطاع الكمبيوتر	صناعة وتوزيع معدات الحاسبات باختلاف انواعها
٤- بيبسي كولا	الصناعات الغذائية	انتاج المشروبات الغازية ومشروبات الطاقة
٥- كوكا كولا	الصناعات الغذائية	انتاج المشروبات الغازية
٦- كتربلر	صناعة المعدات الثقيلة	انتاج الرافعات بمختلف انواعها ومعدات النقل الصناعية الثقيلة
٧- هيونداي	صناعة السيارات	انتاج السيارات الشخصية والمعدات الانتاجية
٨- فورد	صناعة السيارات	انتاج السيارات الشخصية والسيارات الانتاجية
٩- موتورولا	صناعة الاتصالات	انتاج الهواتف النقالة وشبكات الاتصال
١٠- نوكيا	صناعة الاتصالات	انتاج الهواتف النقالة وشبكات الاتصالات
١١- نايك	اللقطاع الرياضي	انتاج الملابس الرياضية، ومختلف المعدات الرياضية
١٢- والت ديزني	قطاع الترفيه	مجموعة من المدن الترفيهية، وشركة لانتاج الافلام السينمائية
١٣- بروكتر اند كامبل	التجميل والتنظيف	انتاج مستحضرات التجميل ومستحضرات التنظيف المختلفة
١٤- وال مارت	تجارة المفرد	سلاسل محلات لتجارة المفرد تتعامل بمختلف التجهيزات الاستهلاكية
١٥- تارجت	تجارة المفرد	سلاسل محلات للمفرد تتعامل بمختلف التجهيزات الاستهلاكية
١٦- سيسكو	الانظمة الانتاجية	انتاج الانظمة الانتاجية المعتمدة على الاتمة العالية

www. Market watch.com/ [www.forbes.com](http://www.forbes.com) / [www.yahoo](http://www.yahoo) finance.com

والملاحظ من عينة البحث هو اختلاف نشاطات تلك الشركات وتباينه، وهذا الامر كان مقصودا عند اختيار العينة كي يمكن اعتماد النتائج لمختلف القطاعات وليس لقطاع محدد، والجدول الاتي، يوضح نشاط كل شركة من الشركات المتضمنه في عينة البحث. البيانات المعتمدة في الدراسة: تقوم فرضية البحث الاساسية على اختبار مدى وجود علاقة فيما بين التدفقات النقدية، ومكونات هيكل رأس المال، لذا ولاختبار صحة فرضية الدراسة، فقد تم اخذ البيانات المتعلقة بالتدفقات النقدية، وعناصر هيكل رأس المال من قوائم

المرك المالي الخاصة بالشركات عينة البحث، ولثلاث فترات زمنية، تمثلت بالميزانية العمومية للربع الثاني، والثالث والرابع لسنة ٢٠٠٧ .

**التحليل الكمي :** بالاعتماد على فرضية الدراسة والتي تنص على عدم وجود علاقة بين التدفقات النقدية للفترة  $t-1$  مع مكونات هيكل رأس المال للفترة  $t$  ، فقد تم اخذ البيانات للتحليل بإسقاط فترة زمنية واحدة للتدفق النقدي، حيث تم اعتبار التدفق النقدي للربع الاول من السنة مع عناصر هيكل رأس المال للربع الثاني من السنة وهكذا .  
وقد تم اعتماد تحليلي الارتباط والانحدار الخطي البسيط لقياس العلاقة والاثار باستخدام البرنامج الاحصائي SPSS Version 12 . وقد كانت نتائج التحليل كالآتي:

#### أولاً: الفرضية الاولى: العلاقة بين التدفق النقدي والملكية

١- عند قياس العلاقة بين التدفق النقدي و الملكية في هيكل رأس المال بلغ معامل الارتباط ٠,٨٨ ، وعند مستوى معنوية ٠,٠٠٠ وهذا ما يدل على وجود علاقة قوية بين المتغيرين، المتغير المستقل والذي هو التدفق النقدي، والمتغير المعتمد والذي هو الملكية  
٢- وعند قياس تأثير المتغير المستقل في المتغير المعتمد بواسطة معامل الانحدار بلغت بلغت  $F$  المحسوبة ١٦٨ وبمستوى معنوية ٠,٠٠٠ مما يدل على ان هناك تأثير معنوي مرتفع نسبياً للمتغير المستقل في المتغير المعتمد، وهذا يعني انه كلما زاد التدفق النقدي للفترة  $t-1$  زادت الملكية للفترة  $t$  وهذا ما يعني رفض فرضية العدم التي تشير الى عدم وجود علاقة بين التدفق النقدي والملكية، وقبول الفرضية البديلة اي ان للتدفق النقدي تأثير في جانب الملكية في هيكل رأس المال.

#### ثانياً: الفرضية الثانية: العلاقة بين التدفق النقدي والمديونية

١- عند قياس العلاقة بين التدفق النقدي و المديونية في هيكل رأس المال بلغ معامل الارتباط -٠,٥٠٥ ، وعند مستوى معنوية ٠,٠٠٠ وهذا ما يدل على وجود علاقة عكسية مقبولة بين المتغيرين، المتغير المستقل والذي يمثل التدفق النقدي، والمتغير المعتمد والذي هو المديونية.  
٢- وعند قياس تأثير المتغير المستقل في المتغير المعتمد بواسطة معامل الانحدار بلغت النتيجة -٠,١٦ ، وقد بلغت  $F$  المحسوبة ١٢ مما يدل على وجود تأثير ضعيف للمتغير المستقل في المتغير المعتمد، وهذا يعني ان التدفق النقدي للفترة  $t-1$  في لا يؤثر بشكل كبير في المديونية للفترة  $t$  وهذا ما يعني رفض فرضية العدم التي تشير الى عدم وجود علاقة بين التدفق النقدي والملكية، وقبول الفرضية البديلة اي ان للتدفق النقدي تأثير في جانب الملكية في هيكل رأس المال، ولكن هذا التأثير هو تأثير ضعيف.

#### الخلاصة

لم تاتي نتائج هذا البحث بنتائج قاطعة حيث اشارت الى وجود علاقة بين التدفق النقدي وكل من المديونية والملكية، ولكن كان هناك تأثير فقط للتدفق النقدي في جانب الملكية فقط مما يشير الى ان الشركات تلجأ في حالة توفر تدفق نقدي فائض لها الى الرسملة واعادة شراء الاسهم مما يزيد من جانب الملكية في هيكل رأس المال، في حين لم يكن هناك تأثير يذكر للتدفق النقدي في المديونية، مما يشير الى عدم توجه الشركات الى تقليص مديونيتها في حالة وجود تدفق نقدي فائض او صافي، ويمكن ان يفسر الى تقارب الفترات الزمنية للكشوفات المالية المأخوذة في عينة البحث في مقابل كون المديونية المكونة لرأس المال تتكون من القروض والسندات طويلة الامد.

بشكل عام تأتي نتائج هذا البحث لتشير الى ضرورة دراسة علاقة متغيرات جديدة وتأثيراتها في هيكل رأس المال، للخروج من الاطر التقليدية لتفسير هيكل رأس المال.

وكما يشير هذا البحث الى ضرورة اعادة دراسة العلاقة بين التدفق النقدي ومكونات هيكل رأس المال للوصول الى نتائج أكثر حسماً، وتأكيد نتائج هذا البحث وذلك من خلال زيادة عينة البحث والسلسلة الزمنية المأخوذة.

## المصادر:

### المصادر العربية

#### أولاً: الكتب

البياتي، محمود مهدي، ٢٠٠٥، تحليل البيانات الاحصائية باستخدام برنامج SPSS، دار اليازوري للنشر والطباعة، عمان، الاردن.

ثانياً: الرسائل والاطاريح الجامعية

١- العامري، محمد علي ١٩٩٢ " اثر قرارات هيكل رأس المال في قيمة المنشأة" اطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الادارة والاقتصاد جامعة بغداد.

٢- فتاح، أمال ٢٠٠٥ " استخدام نظريتي الالتقاط والتبادل في تحديد هيكل رأس المال، اطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الادارة والاقتصاد جامعة بغداد.

1- Madura, Jeef, (2000) International Financial Management, 6<sup>th</sup> ed South western college Publishing.

2- Ross, Stephen, et al, (2002) Corporate Finance 6<sup>th</sup> ed McGraw Hill Irwin.

3- Brigham, Eugene and Houston, Joel (1999) Fundamentals of Financial Management, 2<sup>nd</sup> edition Dryden Publishing

### Articles and Researches:

1- Mramor, Dusan & Loncarski Igor, Traditional, Modern and New Approach to Finance

2- Australian accounting standards board, 2006, cash flow statement

3- Cyrmu and wales, a Practical guide to cash flow management, sian loid jones. 2004

4- O'Brien, Kevin J.. "[Vodafone's £21.9 billion loss overshadows sales](#)", International Herald Tribune, 2006-05-30.

5- Elstrom, Peter. "[How to Hide \\$3.8 Billion in Expenses](#)", BusinessWeek, 2002-07-08.

6- Klas Mellander, 2005, a board-based learning tool to understand business finance experiencing a case in an engaging session using the model designed by Klas Mellander.

7- Wame, Ronald, "Cash Flow Real Concept" Auditors Journal 2005

مواقع الانترنت

- 1- Wikipedia the free encyclopedia, www. Wikipedia the free enciclopedia .com
- 2- www. Market watch.com
- 3- [www.forbes.com](http://www.forbes.com)
- 4- [www.yahoo](http://www.yahoo) finance.com
- 5- [www.AARP.org](http://www.AARP.org)
- 6- www.mcdonalds.org

This document was created with Win2PDF available at <http://www.win2pdf.com>.  
The unregistered version of Win2PDF is for evaluation or non-commercial use only.  
This page will not be added after purchasing Win2PDF.