

## 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 الاحصائي 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 احتيازه 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 relationship between the research variables, but the only acceptable effect was the effect of cash flows on equity, which refers that the research sample may tend to use cash flows to Repurchase its stocks, or retained its earnings to finance its operations.

### **المقدمة**

يعد موضوع هيكل رأس المال واحداً من أهم المواضيع التي تناولتها النظريات والآدبيات 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) إلى يومنا هذا ما زالت النظريات المالية المقدمة لا تتفق على صيغة واحدة لهيكل رأس المال ، وما إذا هناك رأس مال أمثل لجميع الشركات؟ وما هي مجمل العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال؟ مما ترك الباب مفتوحاً أمام الباحثين للمشاركة في هذا الموضوع وتكرار البحث والدراسة فيه . لقد تنوّعت وتعدّدت العوامل التي أشار الباحثين إلى أنها تؤثّر في هيكل رأس المال، ويتّسّع تأثير هذه العوامل اختلاف قناعات الباحثين في شدة هذا التأثير ونوعه، وإختلافه من شركة إلى أخرى ومن الجانب المحلي إلى المدى الدولي.

ويتناول هذا البحث دراسة العلاقة بين التدفقات النقدية وعناصر هيكل رأس المال ، والمتمثلة بالديونية والملكية بعد أن أهملت من قبل الدراسات السابقة في هذا الموضوع . قسم هذا البحث إلى خمسة محاور أساسية ، هي: المحور الأول ويتناول منهجية البحث، في حين يستعرض المبحث الثاني مفهوم هيكل رأس المال ونظرياته ومكوناته الأساسية، أما المحور الثالث فيتناول مفهوم التدفقات النقدية فيما خصص المحور الرابع لاستعراض الجانب العملي ونتائج التحليل الكمي، وأخيراً قدم المحور الخامس أهم الاستنتاجات والتوصيات.

### **المحور الأول: الإطار المنهجي للبحث**

**أولاً هدف البحث:** يعدّ 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 يدرج ضمن نفس فئة البحوث السابقة، ويهدّف بشكل رئيسي إلى تحديد تأثير التدفقات النقدية Cash flows في مكونات هيكل رأس المال المتمثلة بالديونية طويلة الامد Long Term Liabilities والملكية Equity او ما يصطلاح عليها احياناً بحقوق اصحاب المشروع لنقدم صورة واضحة عن العلاقة بينهما ودرجة التأثير ونوعه.

**ثانياً: فرضيات البحث :** يسعى هذا البحث إلى اختبار فرضيتين رئيسيتين هما: الفرضية الأولى : عدم وجود علاقة بين التدفق النقدي للفترة  $t-1$  وديونية الشركات طويلة الامد للفترة  $t$

فـ ٢-١: 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 تمثل 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 إسلوب البحث:** اعتمد هذا البحث في طرح مشكلة البحث ودراستها على إسلوبين، هما:

**الاسلوب النظري** لتوسيع مفهوم هيكل رأس المال والتدفق النقدي بالاعتماد على ما هو متوفّر من مراجع علمية ممثلة بالكتب والرسائل والاطاريين الجامعيّة والمقالات **الاسلوب التطبيقي** من خلال جمع البيانات المتعلقة بهيكل رأس المال والتدفقات النقدية والخاصة بست عشرة شركة عالمية والأربع فترات زمنية، تمثلت بالنتائج الفصلية لتلك

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

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

#### **مفهوم الهيكل المالي وهيكل رأس المال**

يُعرف الهيكل المالي بأنه مجموع مصادر الأموال التي يتم بواسطتها تمويل موجودات المنشأة ، ويتضمن التمويل المقترض ، والتمويل الممتلك او مصادر الاموال الخارجية فتتمثل بشتي 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
- الاحتياطيات الراسمالية
- الأرباح المحتجزة غير الموزعة
- علاوات الاصدار

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

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

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

**النظرية الكلاسيكية:** تعتبر النظرية الكلاسيكية في الادارة المالية من النظريات ذات التوجه الايجابي في توجهاها اذ حاولت ان تفسر الاشياء كما هي او على طبيعتها، وكانت عبارة عن مجموعة من القواعد المستخدمة من قبل المدراء والمستثمرين في عملية اتخاذ القرار، اكثر من كونها، تفسير متكامل للاسباب 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 (الاعتبادية او الطبيعية) بالاعتماد على خصائص تلك الشركة وامكانياتها. وتمثل وطاقة المديونية الاعتبادية مبلغ او كمية الدين الذي يتوجب على الشركة ان تقوم باقتراضه لتقليل كلفة رأس المال، بما ان كلفة الديون هي كلفة منخفضة ولا تتغير ( او تتغير بشكل قليل) ( وفقاً لإفتراءات هذه النظرية، التي تفترض ان كلفة الديون لا تتغير او تتغير بشكل قليل) ، في حين ان كلفة الملكية الاعتبادية في اغلب الاحيان لا تتغير ايضاً، وصولاً الى نقطة المبلغ الاعتبادي 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).

**نظريّة 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 تحليلًا ينفي علاقة الهيكل المالي بكلفة ، الأمر الذي يعني أن كلفة التمويل لا تتأثر بنسبة الاقتراض التي يتضمنها الهيكل المالي .

والجدول الآتي يبيّن أهم افتراضات Modigliani – Miller والانتقادات الموجهة لها

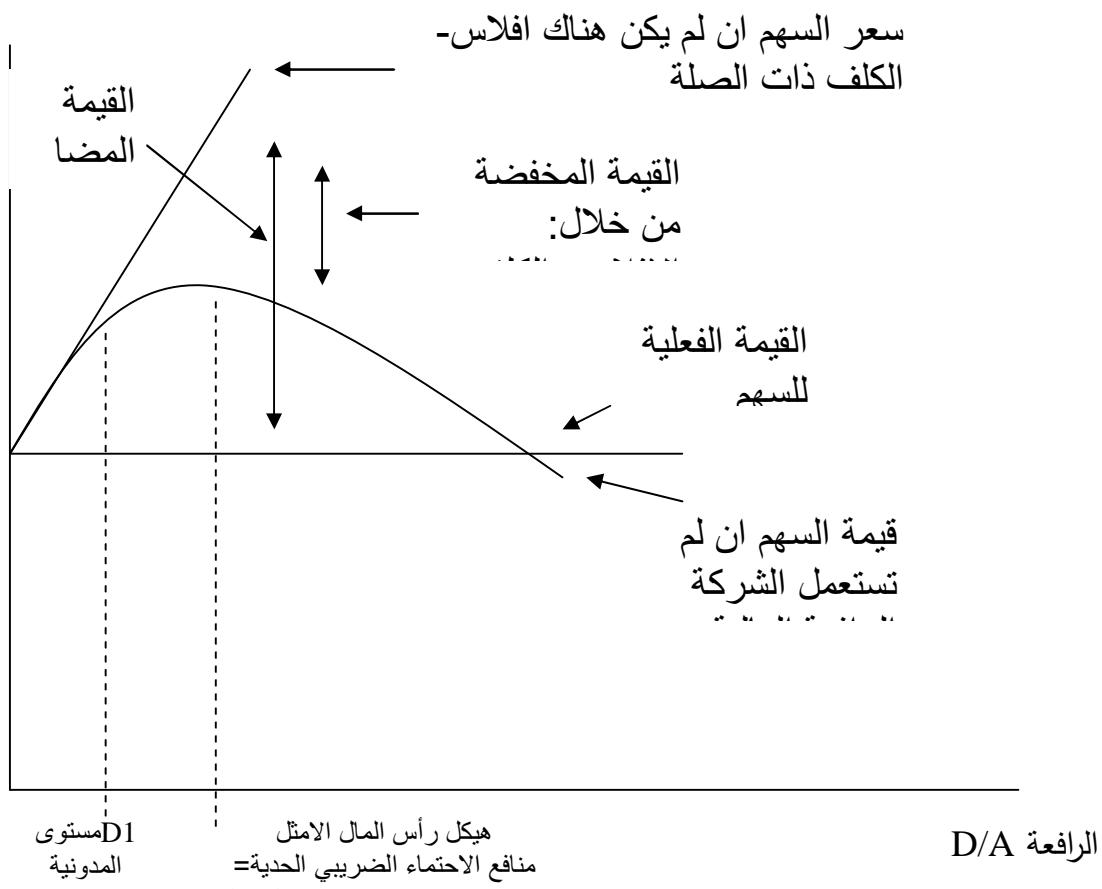
الانتقادات	الافتراضات
<p>هذا الافتراض يؤدي إلى استنتاج مفاده أن معدل كلفة التمويل يكون مستقلًا عن الهيكل المالي . وهذا استنتاج غير موضوعي . فافتراض سوق منافسة كاملة صعب التحقيق للأسباب الآتية :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• عرض الأموال غير من.</li> <li>• عدم توافر المعلومات عن جميع المتعاملين في السوق.</li> <li>• القواعد التي تحكم المعاملات في سوق المال تختلف عن تلك التي تحكم سوق السلع.</li> </ul>	<p>١. المنشأة تعمل في ظل سوق المنافسة الكاملة . ويتربّ على ذلك ما يلي :</p> <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>
<p>هذا الافتراض غير عملي للأسباب الآتية :</p> <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 ، فضلًا عن المركز المالي .</li> </ul>	<p>٢. يمكن تبويب المنشآت في مجموعات على أساس درجة المخاطرة لنشاطها ، وبذلك تتعرض المنشآت ضمن مجتمعها لنفس الدرجة من المخاطرة .</p>
<p>ليس له سند أو دعم لأن معدل الفائدة يتوقف على عوامل عديدة كالظروف الاقتصادية ، والمركز المالي للمقترض ، ومدة القرض . فضلًا عن أن الفائدة على الاقتراض تخص لأغراض ضريبة الدخل ، لذلك فإن استخدام التمويل المقترض يقلل من كلفة التمويل ، الأمر الذي يعني أن زيادة نسبة التمويل تزيد من قيمة المنشأة .</p>	<p>٣. تساوي الفرد والمنشأة من ناحية المقدرة على الاقتراض .</p>
<p>كلفة التمويل ليست دالة للرافعة المالية فحسب ، بل أنها تعتمد على حجم المنشأة وتركيبة الموجودات ، فضلًا عن معدل النمو في العوائد .</p>	<p>٤. كلفة التمويل يُعد دالة للرافعة المالية .</p>

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

**نظريّة التبادل:** إن النقاش والانتقادات التي وجهت لنظرية مود وكيليانى، قد أدت إلى تطوير ما يُعرف بنظرية التبادل Trade – Off Theory ، والتي تقوم بموجبها الشركة بالمقاييس او بالمبادلة بين منافع التمويل بالمديونية (المنافع المتحققة من ناحية الضرائب) في مقابل معدلات الفائدة المرتفعة وكلف الإفلاس. (Brigham & Houston:1999:452). وتعرف نظرية التبادل على أنها نظرية توازن بين الوفورات الضريبية للدين وكلف الإفلاس، أما أهم الافتراضات الخاصة بهذه النظرية فهي: (فتح:2005,18):

- توجه المنشأة إلى وضع نسبة مديونية إلى القيمة المستهدفة وبشكل تدريجي، وبالطريقة نفسها تعدل المقسم لغرض الوصول إلى نسب الدفع المستهدفة من قبل المنشأة
- عدم وجود كلف لتعديل هيكل رأس مال المنشأة او انها قد تكون موجودة ولكن بنساب منخفضة .

- ان نسب المديونية المثلى للمنشأة يمكن تحديدها من خلال التبادل بين كلف و منافع الاقتراض مع الاحتفاظ بموجوداتها و خططها 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: 2005, 19)

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 للفروض لتقليل مخاطر الافلاس والكلف المرافقه للإفلاس.
- هناك حد او نسبة معينة لمستوى القروض الذي من الممكن ان تعتمد عليه الشركة، وكما مشار اليه بالرم D1 والذي تكون فيه احتمالية تعرض الشركة للإفلاس أقل ما يمكن

#### نظرية الالتقاط: Catch Theory

على الرغم من ان نظرية التبادل قد سقطت على اساليب تمويل الشركات لفتره طويلاً، الا ان الانتباه قد بدأ يتحول ايضاً الى نظرية الالتقاط، (Ross, et al, 2001, 438) . ولفهم

هذه النظرية بشكل افضل، نقدم المثال الاتي، على افتراض ان المدير المالي لإحدى الشركات يواجهه 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 التوفيق، 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 تمويلاً 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 العادي الجديدة كملجاً أخير عندما تصبح غير قادرة على استيعاب ديون جديدة، (فتح، ٤٧، ٢٠٠٥).

#### نظريّة 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، غالباً ما يفسر او يعتبر اي قرار تتخذه الاداره ( على اعتبار انها تمتلك معلومات افضل ) 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 سيقلل 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، والمبني وباقي 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 تحبط بدخلها التشغيلي، فهناك احتمال اكبر ل تعرضها لضائقة مالية، حتى وان لم تعتمد على الديون في تمويلها او في هيكل رأس المال الخاص بها، وهذا فان هذه الشركات يستحسن ان تعتمد على الملكية بشكل اكبر في هيكل رأس المال الخاص بها.

٤- **مخاطر الاعمال:** وتمثل بالمخاطر 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 تقامس من خلال التباين في العوائد المستقبلية على الموجودات (Return on Assets ROA)، ومخاطرة الاعمال تتبادر من قطاع لأخر، وكذلك تتبادر 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 الأخرى.
- 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، والمتناسبة 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 عاليه 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 قرار هيكيل رأس المال**

بالإضافة إلى كل ما تقدم يتوجب على الشركات أن تأخذ بنظر الاعتبار العوامل التالية عند اتخاذها لقرار هيكيل 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 بنسوب فائدة مستقرة بشكل اكبر من الشركات الاخرى التي قد تكون مبيعاتها غير مستقرة.
- ٢- هيكيل الموجودات: ان الشركات التي تكون موجوداتها تحتوي على نسبة جيدة من الموجودات ذات البيعية العالية والمرنة في القدرة على تسليمها، تمثل 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 أعلى، 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، لأن 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 التمويل الخاصة ببيع الاسهم العادي اكبر من تلك المتعلقة ببيع القروض، والذي يشجعهم في الاعتماد اكبر على القروض. وفي نفس الوقت، فإن الشركات ذات النمو السريع ستكون لديها القدرة على مواجهة احتمالات حالة عدم التأكيد، 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 تمكناها من القيام بتمويل عملياتها داخلياً
- ٦- الضرائب:** تمثل الفوائد مصروفا مطروحا من العوائد، وهذا الموضوع مهم جدا بالنسبة للشركات التي يكون لها معدلات ضريبية مرتفعة لأن طرح المصاريف سببدي في النهاية الى تقليص مقدار صافي الارباح الخاضع للضريبة الذي يدفع الشركات الى تفضيل التمويل بالاقراض.
- 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 خطاً ملحوظاً على الشركة، والذي قد يؤدي حتى الى فقدان الادارة لسيطرتها، وفي هذه الحالة قد تتجه 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، فإنه بإمكان الادارة ان تستخدم حكمها الشخصي بخصوص هيكل رأس المال الانسب، وبعض الادارات تتوجه الى تكون محافظة اكثر من غيرها، وهذا فأنها تعتمد على التمويل المقترض بشكل اقل، في حين ان ادارات اخرى قد تعتمد على التمويل المقترض بشكل أكبر.
- ٩- توجهات المقرضين:** بعض 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 اكبر 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 ايضاً 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 الارادات لم يتم تحقيقها لحد الان لصالح المستثمرين، وهذا فأنها ما زالت لم تتعكس على سعر السهم. وهذا فان الشركة في هذه الحالة لن ترغب في اصدار اسهم جديدة، حيث انها سترغب في التمويل عن طريق القروض حتى تبدأ الارادات بالتدفق وبيداً سعر السهم بالارتفاع، وفي هذه الحالة ستتمكن 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 اكبر 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 مجموع الارباح يجب ان يدفع نقداً، وأن 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 المتتوفر 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 المصارييف 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 والخارجية منها " ( Australian accounting standards board, 2006:12 ) وتتجدر 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 والمثال الاساسي على النفقات غير النقدية هو الاستهلاك، حيث ان هذه الفكرة 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:

$$(الدخل التشغيلي) (1 - معدل الضرائب) + الاستهلاك$$

Source: [WWW.accountants.com](http://WWW.accountants.com)

### **التدفقات النقدية الداخلة Inflows**

تمثل التدفقات النقوية الداخلة بحركة النقد الى داخل الشركة، غالباً 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 النقوية الخارجة Outflows**

تمثل التدفقات النقوية الخارجة بحركة النقد الى خارج الشركة، غالباً ما تأتي التدفقات النقوية الخارجة من:

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

### **كشف التدفق النقدي:**

يمثل صافي التدفق النقدي النقد الحقيقي المتولد بواسطة شركة ما خلال فترة محددة. وانحقيقة توليد الشركة لتدفق نقدي عالي لا تعني بالضرورة، بان مبلغ النقد الذي سيوضح فيالميزانية العمومية سيكون مرتفع أيضاً، فالتدفق النقدي من الممكن ان يستعمل في اكثر منطريقة، فعلى سبيل المثال قد تقوم الشركة بإستعمال التدفق النقدي في دفع مقسم الارباح، او لزيادة المخزون او للإستثمار في الموجودات الثابتة، او لتقليل مديونية الشركة، او لاعادة شراء الاسهم العادي، وفي الواقع فإن موقف النقد في الميزانية العمومية يتاثر بعدد كبير من العوامل، مثل:

١- التدفق النقدي: ببقاء بقية العوامل المؤثرة مستقرة او 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، وتتجدر الاشارة هنا الى ان الزيادة فيالموجودات 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، فإنه 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 قان الزيادة في المطلوبات المتداولة مثل اوراق الدفع يزيد من النقد، والعكس صحيح.

٣- الموجودات الثابتة: ان قامت الشركة بالاستثمار في الموجودات الثابتة، فان ذلك سيقلل من النقد المتواجد لديها، وفي المقابل فإن 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 بإستعمال النقد لاعادة شراء القروض او الاسهم او لدفع مقسم الارباح فان ذلك سيقلل 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 فروض قصيرة الامد، او طويلة الامد، او أسهم، وبما ان مقسم الارباح المدفوع، او النقد المستخدم لإعادة شراء الاسهم او السندات يقلل من النقد المتاح للشركة، فان مثل هذه العمليات قد ضمنت هنا.

- ، وهذا ما يقودنا الى تصنیف التدفق النقدي، الى الاتي:(Peter,2002,45)
- ١- التدفق النقدي التشغيلي: والمتمثل بالنقد المستلم او المنفق كنتیجة لانشطة الشركة الأساسية
  - ٢- التدفق النقدي الاستثماري: وهو النقد المستلم او المنفق من خلال الانفاق الرأسمالي.
  - ٣- التدفق النقدي التمويلي: وهو النقد المستلم او الذي يتم انفاقه كنتیجة لانشطة المالية المختلفة، مثل الفوائد، ومقسوم الارباح.
- وكل هذه الانواع الثلاثة معاً عندما تجمع تمثل صافي التدفق النقدي ( وهو ما تم استخدامه في هذا البحث).

### **فوائد استخدام كشف التدفق النقدي**

يعتبر كشف التدفق النقدي واحداً من الكشوفات الاربعة الأساسية 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 دائمًا 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 تحديد 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، صافي القيمة الحالية.
  - ٤- لاختبار الدخل، او النمو لشركة ما، وخصوصاً عندما تعتقد الادارة ان المقايس 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 سابقاً او قد يستعمل للإشارة الى صافي التدفق النقدي. (Wame,2005,6)

### **المحور الرابع: الجانب العملي**

### أولاً وصف عينة الدراسة

لقد ادت ثورة المعلومات والاتصالات والانترنت الى جعل العالم كقرية صغيرة يتاثر وبؤثر بعضها البعض الاخر، بالإضافة الى ذلك فقد اتاح ذلك حرية الحصول على البيانات والمعلومات من اية مكان في العالم، ورغبة منا في التوصل الى نتائج حقيقة موثوقة في هذا البحث، ونظرًا 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	
مايكروسوفت	تكنولوجي المعلومات	شركة مايكروسوفت هي اكبر شركة في مجال تصميم وتصنيع برامجيات الحاسوب وانظمة التشغيل المختلفة	-١
انتل	الصناعات الالكترونية	انتاج اشباه الموصلات والمعالجات الدقيقة للحواسيب	-٢
ديل	قطاع الكمبيوتر	صناعة وتوزيع معدات الحاسوب باختلاف انواعها	-٣
ببسي كولا	الصناعات الغذائية	انتاج المشروبات الغازية ومشروبات الطاقة	-٤
كوكا كولا	الصناعات الغذائية	انتاج المشروبات الغازية	-٥
كتربلر	صناعة المعدات الثقيلة	انتاج الرافعات بمختلف انواعها ومعدات النقل الصناعية الثقيلة	-٦
هيونداي	صناعة السيارات	انتاج السيارات الشخصية والمعدات الانتاجية	-٧
فورد	صناعة السيارات	انتاج السيارات الشخصية والسيارات الانتاجية	-٨
موتورلا	صناعة الاتصالات	انتاج الهاتف النقالة وشبكات الاتصال	-٩
نوكيا	صناعة الاتصالات	انتاج الهاتف النقالة وشبكات الاتصال	-١٠
نايك	الاقطاع الرياضي	انتاج الملابس الرياضية، ومختلف المعدات الرياضية	-١١
والت ديزني	قطاع الترفيه	مجموعة من المدن الترفيهية، وشركة لانتاج الأفلام السينمائية	-١٢
بروكتر اند كامبل	التجفيل والتنظيف	انتاج مستحضرات التجميل ومستحضرات التنظيف المختلفة	-١٣
وال مارت	تجارة المفرد	سلسل محلات لتجارة المفرد تتعامل بمختلف التجهيزات الاستهلاكية	-١٤
تارجت	تجارة المفرد	سلسل محلات للمفرد تتعامل بمختلف التجهيزات الاستهلاكية	-١٥
سيسكو	الأنظمة الانتاجية	انتاج الانظمة الانتاجية المعتمدة على الاتمنة العالمية	-١٦

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

والملاحظ من عينة البحث هو اختلاف نشاطات تلك الشركات وتبينه، 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

المركز 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 ١-٢ مع مكونات هيكل رأس المال للفترة ٣ ، 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 والاثر باستخدام البرنامج الاحصائي SPSS Version 12. وقد كانت نتائج التحليل كالتالي:

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

- ١- عند قياس العلاقة بين التدفق النقدي و الملكية في هيكل رأس المال بلغ معامل الارتباط ،٨٨ ،٠ و عند مستوى معنوية ،٠٠٠ وهذا ما يدل على وجود علاقة قوية بين المتغيرين، المتغير المستقل والذي هو التدفق النقدي، والمتغير المعتمد والذي هو الملكية
- ٢- و عند قياس تأثير المتغير المستقل في المتغير المعتمد بواسطة معامل الانحدار بلغت F المحسوبة ١٦٨ وبمستوى معنوية ،٠٠٠ مما يدل على ان هناك تأثير معنوي مرتفع نسبياً للمتغير المستقل في المتغير المعتمد، وهذا يعني انه كلما زاد التدفق النقدي للفترة ١-٢ زادت الملكية للفترة ٣ 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 ،٥٠٥ ،٠ و عند مستوى معنوية ،٠٠٠ وهذا ما يدل على وجود علاقة عكسية مقبولة بين المتغيرين، المتغير المستقل والذي يمثل التدفق النقدي، والمتغير المعتمد والذي هو المديونية.
- ٢- و عند قياس تأثير المتغير المستقل في المتغير المعتمد بواسطة معامل الانحدار بلغت النتيجة ١٦ ،٠٠ ، وقد بلغت F المحسوبة ١٢ مما يدل على وجود تأثير ضعيف للمتغير المستقل في المتغير المعتمد، وهذا يعني ان التدفق النقدي للفترة ١-٢ في لا يؤثر بشكل كبير في المديونية للفترة ٣ 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 تأتي 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 والسنادات 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 البيازوري للنشر والطباعة، عمان، الاردن.

##### ثانياً: الرسائل والاطاريج 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 نظرية الاتقاط 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**", **Business Week**, **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**

موقع الانترنت

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