



**Tikrit Journal of Administrative
and Economics Sciences**
مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية

ISSN: 1813-1719 (Print)



Capital structure and its impact on profitability and risk

Dalia Abdel Hussein Ahmed *^A, Alaa Abdel-Jabbar Hussein^B, Mustafa Ali Ibrahim^A

^A Department of Production and Minerals Engineering, University of Technology

^B College of Administration and Economics, Tikrit University

Keywords:

capital structure, profitability, risk, financing, financial leverage, financial structure.

ARTICLE INFO

Article history:

Received 12 Apr. 2023

Accepted 27 Apr. 2023

Available online 30 Aug. 2023

©2023 College of Administration and Economy, Tikrit University. THIS IS AN OPEN ACCESS ARTICLE UNDER THE CC BY LICENSE

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



*Corresponding author:

Dalia Abdel Hussein Ahmed

Department of Production and Minerals Engineering, University of Technology



Abstract: The study aims to clarify and analyze the capital structure of the two companies, the research sample, in order to reveal the financing sources used in these companies, as well as trying to detect the impact caused by the new issuance of ordinary shares on the capital structure, this is done by studying its financial statements and comparing the financial ratios of shares and loans during a specific period and the impact of that on the profitability achieved from the company's practice of its investment activities, because it has an important impact on the profitability of the company, because the mistake in choosing the appropriate financing certainly leads to damage to the enterprise, and consequently it bears large losses that may end it. Therefore, it needs to determine the percentage of use of each part of the capital structure, and researchers have reached the result of inefficient management, failure to provide financing in a timely manner, and the error in making the right decisions based on appropriate information, which affects the efficiency of working capital, They also recommend studying and planning the financing structure of working capital, choosing appropriate financing channels, improving the efficiency of using working capital and striving to increase investment in working capital components through Making decisions that lead to maximizing the profitability of working capital.

هيكل رأس المال وأثره على الربحية والمخاطرة

مصطفى علي ابراهيم	علاء عبد الجبار حسين	داليا عبد الحسين احمد
قسم هندسة الانتاج والمعادن	كلية الادارة والاقتصاد	قسم هندسة الانتاج والمعادن
الجامعة التكنولوجية	جامعة تكريت	الجامعة التكنولوجية

المستخلص

تهدف الدراسة إلى توضيح وتحليل هيكل رأس المال للشركتين عينة البحث وذلك للكشف عن مصادر التمويل المستخدمة في هذه الشركات فضلاً عن محاولة الكشف عن الأثر الذي يسببه الاصدار الجديد للاسهم العادية في هيكل رأس المال، وذلك من خلال دراسة البيانات المالية لها والمقارنة بين النسب المالية للاسهم والقروض خلال فترة محددة وأثر ذلك على الربحية المتحققة من ممارسة الشركة لأنشطتها الاستثمارية، لما له من تأثير مهم على ربحية الشركة لأن الخطأ في الاختيار للتمويل المناسب يؤدي بالتأكيد إلى الاضرار بالشركة وبالتالي تحملها لخسائر كبيرة قد تنتهيها، لذلك فهي تحتاج إلى تحديد نسبة استخدام كل جزء من هيكل رأس المال، وقد توصل الباحثون إلى نتيجة عدم كفاءة الإدارة، وعدم توفير التمويل في الوقت المناسب، والخطأ في اتخاذ القرارات الصحيحة بناءً على المعلومات المناسبة، مما يؤثر على كفاءة رأس المال العامل، كما ويوصون دراسة وتخطيط الهيكل التمويلي لرأس المال العامل، واختيار قنوات التمويل المناسبة، وتحسين كفاءة استخدام رأس المال العامل والسعي لزيادة الاستثمار في مكوناته من خلال اتخاذ قرارات تؤدي إلى تعظيم ربحية رأس المال العامل.

الكلمات المفتاحية: هيكل رأس المال، الربحية، المخاطرة، التمويل، الرافعة المالية، الهيكل المالي.

المقدمة

تعد القرارات الاستثمارية من أهم القرارات الاستراتيجية التي تتخذها الادارة المالية والتي باتت من المعروف عن هذه القرارات أن أي نسبة خطأ في اتخاذها يكون مكلف جداً للشركة بشكل باهض، وبالتالي سوف يؤدي بها إلى زوالها بسبب ظروف المستقبل واللاتأكد. إن مسألة الحصول على الاموال وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية يحتم على الشركة تقرير كيفية الحصول على الاموال اللازمة وتوقيت الحصول عليها، وذلك من خلال تحديد هيكل رأس المال الأمثل لاستثمارات الشركة الذي يخفض كلفة رأس المال إلى الحد الأدنى حيث إنه كلما انخفضت كلفة رأس المال كلما انعكس ايجاباً على قيمة الشركة.

يركز الجانب النظري ايضاح المفاهيم الاساسية لهيكل رأس المال ومكوناته وكلف هذه المكونات والمداخل الأربعة التي عالجت الهيكل المالي والعوامل المؤثرة عليها فضلاً عن الرافعة المالية وايضاح مفهومي الربحية والمخاطرة، أما الجانب التطبيقي يتضمن تحليلاً لمكونات هيكل رأس المال لعينة معينة اخذت من شركتين (شركة انتاج الالبسة الجاهزة وشركة صناعة الاصباغ الحديثة) ولمدة خمس سنوات من عام 1994-1998 من خلال تحليل لمقسوم الارباح للسهم الواحد ومعدل نموه خلال الفترة نفسها ومن ثم تحليل نتائج العائد الرأسمالي للسهم والمخاطرة الناجمة عنه.

المبحث الاول: المنهجية العلمية للدراسة

❖ **مشكلة البحث:** تكمن مشكلة الدراسة في الحاجة إلى تحديد نسبة استخدام كل جزء من هيكل رأس المال، أي كم يكون عدد الاسهم المناسب؟ وكم تكون الأرباح المحتجزة؟ وإلى أي مدى أو مقدار

تستطيع أن تعتمد على القروض الطويلة الأجل في تمويلها للشركة؟ بحيث إن استخدام هذه المصادر يغطي الكلفة النهائية بالنتيجة.

- ❖ **أهمية البحث:** تنبع أهمية الدراسة من خلال التعريف بشريحة واسعة من المستفيدين في الإدارة المالية بموضوع هيكل رأس المال وكلف مكوناته وأثر ذلك على الربحية المتحققة من ممارسة الشركة لأنشطتها الاستثمارية والاعتيادية في ظل حجم المخاطرة الموجودة في سوق التنافس.
- ❖ **أهداف البحث:** تسعى الدراسة إلى النظر في تحقيق الأهداف الآتية:

1. تحليل هيكل رأس المال للشركتين عينة البحث للكشف عن مصادر التمويل المستخدمة في هذه الشركات.
2. محاولة الكشف عن الأثر الذي يسببه الإصدار الجديد للأسهم العادية في هيكل رأس المال.
3. حساب مدى الارتباط بين نسبة التمويل بالأسهم مقسوم على مجموع التمويل وعوائد الأسهم، وكذلك الحال بالنسبة لنسبة التمويل بالأرباح المحتجزة والتمويل بالقروض الطويلة الأجل.
- ❖ **فرضية البحث:** تتناول الدراسة الفرضيات الآتية:

1. تباين تأثير استخدام الشركة للتمويل الممتلك عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة في القيمة الحقيقية للمنشأة نظراً للتباين في عوائد تلك الأسهم (القيمة السوقية لها ومقسوم أرباحها الدوري) الذي يؤدي إلى تباين مخاطرتها النظامية ومعدل العائد المطلوب عليها.
2. تؤدي زيادة اعتماد الشركة على التمويل الممتلك عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة إلى انخفاض عوائد تلك الأسهم.
3. يؤدي انخفاض المخاطرة النظامية للأسهم إلى انخفاض معدل العائد المطلوب عليها.
4. يؤدي انخفاض العوائد المستقبلية (سعر السهم المتوقع ومقسوم الأرباح المتوقع) للأسهم إلى انخفاض قيمتها الحقيقية.

- ❖ **أسلوب البحث:** ركزت الدراسة في الجانب التطبيقي على استخدام العديد من المفاهيم الإحصائية، حيث تم استخدام البيانات للفترة (1994-1998) بالاعتماد على النشرة السنوية التي يصدرها سوق بغداد للأوراق المالية.

- ❖ **عينة البحث:** إن مجتمع عينة البحث يتألف من شركتين ذات باع طويل في مجال القطاع الصناعي في العراق وتتمتع بإنتاجية وسمعة عالية في السوق المحلي وهما كل من الشركة العامة لصناعة الملابس الجاهزة وشركة الأصباغ الحديثة للفترة الزمنية الممتدة من 1994 ولغاية 1998 حيث تعد هذه الفترة أكثر استقراراً لهما مما يتيح الوصول إلى نتائج أكثر واقعية.

المبحث الثاني: الإطار النظري للدراسة

أولاً. مفهوم هيكل رأس المال ومكوناته:

1. **هيكل رأس المال.** من الضروري أن يتم التمييز بين هيكل رأس المال (Capital Structure) والهيكل المال (Financial Structure)، فالهيكل المالي يمثل مجموعة من الأموال التي تتم بواسطتها تمويل موجودات الشركة. وهو يتضمن التمويل المقترض والتمويل الممتلك. وهما يشكلان الجانب الأيسر من الميزانية العمومية، أي إن الهيكل المالي يتكون من نوعين هما أولاً التمويل المقترض والذي يتضمن التمويل المقترض قصير الأجل والتمويل المقترض طويل الأجل، وثانياً التمويل الممتلك الذي يتضمن رأس المال المدفوع والأرباح المحتجزة (كنجو، 1997:17).

لقد عرف هيكل رأس المال بأنه التمويل طويل الأجل الدائم والمتمثل بالقروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة والأسهم العادية فضلا عن الأرباح المحتجزة والتي تعد من المصادر الرئيسية المستخدم في تمويل الموجودات الدائمة (العتيبي، 2007: 4).

ويمكن أن يعرف هيكل رأس المال بأنه مزيج من الأوراق المالية التي تصدرها الشركة والمكونة من السندات (القروض طويلة الأجل) والأسهم الممتازة والأسهم العادية والتي من شأنها التأثير في قيمة ثروة مالكي الشركة (Anthony, 2006: 65).

ومن ذلك نستنتج أن الهيكل المالي = هيكل رأس المال + التمويل المقرض قصير الأجل

2. مكونات هيكل رأس المال. أما مكونات هيكل رأس المال فهي تتكون من:

❖ **التمويل المقرض طويل الأجل:** وهو يمثل المديونية التي يجب على الشركة الوفاء بها في تاريخ لاحق ربما يزيد عن سنة أو أكثر، ويأخذ التمويل المقرض طويل الأجل شكلين أساسيين هما (القروض المصرفية طويلة الأجل والسندات). (المؤمن، 2003: 50) وتتميز السندات بقابليتها على التداول وبما يتاح للمستثمرين الذين قد يحتاجون إلى أموالهم قبل مواعيد استحقاقها التصرف بهذه السندات وتحصيل اقيامها فوراً. ويمثل حاملي القروض المصرفية طويلة الأجل دائنين للمنشأة منهم من لا يمتلكون حق التحكم في ادارتها كما إن ليس لهم الحق في التصويت فيها، إلا أنه بالرغم من ذلك فإن الشركة في حال مخالفتها للشروط المنصوص عليها في العقد المبرم بينها وبين المقرضين فيمكن لهم عندئذ أن يؤثروا في ادارة الشركة. وذلك من خلال إلزامهم على بيع بعض أو كل موجوداتها مما قد يؤدي إلى خروجها من قطاع الأعمال فضلا عن أن المقرضين ليس لهم الحق في المشاركة في الأرباح المتبقية وذلك بسبب ثبات دخلهم من الفوائد المستلمة من قبلهم. (عمار وموسى، 2005: 5) كما وإن للمديونية تاريخ استحقاق محدد وللدائنين الأولوية في تسديد مستحقاتهم في حالة تصفية الشركة قبل حملة الأسهم الممتازة والعادية.

❖ **الاسهم الممتازة.** وهي المكون الثاني لهيكل رأس المال وتمثل مستند ملكية لها قيمة اسمية ودفترية وسوقية ويجمع هذا النوع من الأسهم سمات التمويل المقرض وسمات التمويل الممتلك. فالسهم الممتاز يماثل ادوات المديونية لأن نصيبه من الأرباح محدد بنسبة من قيمته الاسمية فضلا عن أنه في حالة التصفية يحق لحامله المطالبة بنصيبه من الأرباح مثل حملة الأسهم العادية. (جندي، 2006: 159) من ناحية أخرى هي تشبه الأسهم العادية من حيث كونها تمثل ملكية ليس لها استحقاق معين وإن مسؤولية حامله محدودة بمقدار مساهمته في الشركة، كما لا يحق لحملة الأسهم الممتازة المطالبة بنصيبهم من الأرباح إلا إذا قررت الادارة توزيع الأرباح (مهدي وجاهل، 2021: 85).

❖ **الاسهم العادي.** وهي التي تشترك في الأرباح بعد أن يأخذ السهم الممتاز نصيبه، كما وتشترك في الموجودات بعد استيفاء جميع المتطلبات الأخرى، فحملة الأسهم العادية هم مالكي الشركة ولهم السيطرة النهائية عليها والمحددة بحق التصويت (Arthur & et all, 2003: 17)

❖ **الأرباح المحتجزة.** وهي الأرباح المتبقية في الشركة بعد دفع مقسوم الأرباح الدوري، أي أنها ذلك الجزء من الأرباح الحالية التي لم تدفع كمقسوم أرباح والمأخوذة للاستثمار من قبل الشركة. (Barbara Casu & Others: 2006: 110) أن الأرباح المحتجزة هي مصدر تمويل داخلي محدد بمقدار الأموال المتاحة في الشركة حيث إن زيادة التمويل بها يخفض من مقسوم الأرباح الدوري الذي يوزع على مالكي الشركة.

ثانياً. كلف مكونات هيكل رأس المال

تتعلق كلفة رأس المال بتكلفة الأموال التي تحصل عليها الشركة عن طريق الاقتراض أو إصدار الأسهم أو احتجاز الأرباح والتي يتم استخدامها لغرض تمويل استثماراتها، فهي مهمة في تحديد الجدوى الاقتصادية لمشاريع الاستثمار (James, 2001: 429). وتعرف تكلفة رأس المال بأنها الكلفة المرجحة لكل مصدر من مصادر التمويل، أي إن تمويل المنشآت يكون من مصادر متعددة ولكل مصدر من هذه المصادر تكلفة معينة قد تختلف من مصدر إلى آخر حسب مصدر التمويل (خان وغراييه، 1995: 163).

أما إن حساب كلف التمويل سواء لكل عنصر على حدة أو ككل له فوائد عديدة منها

(Euegene & Joel, 2002: 3)

1. يساعد الادارة على اتخاذ القرار المناسب.
 2. يستخدم كمعيار للمفاضلة بين المشروعات الاستثمارية.
 3. تقييم المشروعات التي ستستخدم فيها الأموال.
 4. المفاضلة بين المشروعات الصناعية.
 5. تعظيم قيمة الشركة من خلال تخفيض الكلف الانتاجية وزيادة الارباح.
- وهنا من الجدير بالإشارة إلى أنه هنالك تكلفة محددة لكل مصدر من مصادر التمويل المذكورة سابقاً، وهي عبارة عن العائد الذي يجب أن تحققه الأوراق المالية التي تصدرها الشركة. أو إن كلفة الأموال تمثل الحد الأدنى للعائد المقبول في الاستثمار، فالاستثمار الذي لا يتولد عنه عائد يعادل على الأقل كلفة الأموال ينبغي رفضه لأنه في حالة القبول سوف يترك أثر سلبي في ثروة المالكين مما يؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة والتي غالباً ما يتم التعبير عنها بقيمة الأسهم العادية. (محمد، 2016: 159) ويمكن التعرف على كلفة كل مصدر من المصادر المكونة لهيكل رأس المال على النحو الآتي:
- ❖ **كلفة التمويل المقترض طويل الأجل.** ويتمثل في معدل الفائدة على القروض وغالباً ما يتم الاعتماد في تحديد كلفة هذا النوع من التمويل على استبعاد الوفورات الضريبية الناجمة عن السماح الضريبي لمعدل الفائدة. (جندي، 2006: 159) ويتميز حساب هذا النوع من الكلفة بالسهولة النسبية وأنه لا يسدد خلال الحياة الانتاجية للمنشأة. أن الفائدة تمثل مصروف قابل للخصم الضريبي وبالتالي فهي وفورات ضريبية تقلل من صافي كلفة تمويل المقترض وتجعل كلفة تمويل المقترض بعد الضريبة أقل من كلفة تمويل المقترض قبل الضريبة (خان وغراييه، 1995: 164).

❖ **كلفة الاسهم الممتازة.** تشترك الأسهم الممتازة مع الديون في كونها تشكل التزاماً مالياً ثابتاً على الشركة حيث تلتزم عادة المنشآت المصدرة للأسهم الممتازة بتوزيع نسبة معينة من الأرباح ل عام وإن كلفتها تساوي معدل الفائدة المطلوب من قبل المستثمرين في الأسواق المالية للاستثمار في هذه الأسهم أي إنها تساوي الربح الموزع بالسهم مقسوم على صافي حصة بيع السهم الواحد الجديد في الأسواق بعد الأخذ بعين الاعتبار نفقات الإصدار (Mark & John: 2008: 10) ما إن حملة الأسهم الممتازة الأولية في استرجاع حقوقهم قبل حملة الأسهم العادية في حالة القيام بتصفية الشركة، وهم يستلمون دخل سنوي ثابت كما هو الحال بالنسبة لحملة السندات يسمى بمقسوم الأرباح الدوري.

❖ **كلفة التمويل الممتلك.** أي حق الملكية الذي يتضمن كل من الأسهم العادية والأرباح المحتجزة وتمثل كلفة التمويل الممتلك معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون في الأسواق المالية لقبول الاستثمار في أسهم الشركة، كما وتتضمن كل من كلفة الأسهم العادية التي تساوي معدل العائد المطلوب من قبل

المستثمرين للاستثمار في هذه الأسهم وكلفة الأرباح المحتجزة التي تمثل معدل العائد الذي يطلبه حملة الأسهم العادية من الشركة عن احتجاز الأرباح التي لو لم تحتجز لوزعت عليهم كمقسوم أرباح نقدية وقد تكون كلفة الأرباح المحتجزة أقل من كلفة الأسهم العادية بسبب عدم وجود نفقات الإصدار. (Eugene & Joel:2002: 3).

كما إن هناك عدة طرق لتحديد كلفة التمويل المملاك من أهمها هي: (طريقة نمو المقسوم نموذج Gordon – طريقة العائد الخالي من المخاطرة – طريقة تسعير الموجودات الرأسمالية). (الزبيدي وسلامة، 2007: 58)

ثالثاً: الربحية والمخاطرة.

❖ **الربحية:** هو المردود الذي تحصل عليه الشركة كمحصلة نهائية للكثير من السياسات والقرارات التي تتخذها إدارة الشركة، حيث تقاس الربحية بالنسب التي تكون على نوعين مهمين ورئيسيين هما ربحية المبيعات وربحية الاستثمارات وهي تعطي الاجابات النهائية عن كفاءة وفاعلية الادارة. يتم قياس الربحية من خلال عدد من المؤشرات اهمها (هامش الربح من المبيعات – القدرة الايرادية الاساسية – المردود من مجموع الموجودات – المردود من حق الملكية – مقسوم الارباح للسهم العادي). (الشماع، 1992: 104).

❖ **المخاطرة:** وهي احتمال استلام عائد فعلي هو غير العائد المتوقع، وعرفها قاموس وبستر بانها الخطر أو المجازفة أو التعرض إلى خسارة أو ضرر أو هي فرصة وقوع حدث غير مريح. وتحدث المخاطرة عندما لا نكون واثقين من نتائج نشاط معين أو حدث معين أي أننا لا نكون على يقين مما سيحصل في المستقبل، أي أنها تنشأ من نشاط معين مثل القيام بالاستثمار والذي من المحتمل أن تترتب عليه أكثر من نتيجة واحدة في المستقبل. (الشماع، 1992: 104)

وتكون المخاطرة على نوعين هما المخاطرة النظامية وتسمى بمخاطرة السوق أو المخاطرة التي لا يمكن تجنبها أو استبعادها، والمخاطرة اللانظامية وتتعلق بخصوصية الشركة ويمكن استبعادها لأنها تنجم عن اوضاع خاصة بالشركة (المامي، 2022: 2673).

وهناك أيضاً مخاطرة الأعمال والتي تسمى بالمخاطرة التشغيلية والمخاطرة المالية، حيث تتعلق الأولى بمخاطر طبيعية أو بشرية أو اقتصادية أما الثانية فغالبا ما تكون مخاطر تتعلق بالجوانب التمويلية فهي دائماً ما تنتج بسبب استخدام القروض في التمويل، حيث إن زيادة نسبة المديونية يحمل الشركة أعباء اضافية كدفع العوائد وأقساط الديون مع أرباح الشركة غير المؤكدة مما يحملها مخاطر كبيرة تتعلق بعدم مقدرتها على مواجهة تلك الأعباء (جنيدي، 2006: 159).

يتضح مما سبق أن المخاطرة هي التقلب في المردود وكلما كان هذا التقلب عالي كلما كانت المخاطرة عالية، وتوجد عدة مقاييس للمخاطرة تعد من أهمها (المدى – الانحراف الربيعي – متوسط القيمة المطلقة للانحرافات – الانحراف المعياري – الحد الأدنى للثقة – الالتواء – بيتا – معامل الاختلاف – معامل الاختلاف الربيعي) وفي نطاق دراستنا سوف يتم استخدام كل من الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف والتباين في المبحث القادم بصورة خاصة.

رابعاً. الهيكل المالي الامثل والعوامل المؤثرة فيه والرافعة المالية:

❖ **الهيكل المالي الأمثل:** بما إن هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي، فأن سياسة التمويل المتبعة لها أثر كبير في تحديد الهيكل المالي وكلفته أي على نسبة كل مصدر من مصادر التمويل منه، فكلما كانت كلفة التمويل متدنية كلما أدى ذلك الى خلق اثر ايجابي على العائد الذي تحققه الشركة وبالتالي

تعظيم ثروة المالكين، مما يستلزم حساب المعدل الموزون للكلفة والمتمثل بكلفة مزيج الهيكل المالي والعمل على تخفيضها من خلال الهيكل المالي الأمثل والذي يعد مزيج من التمويل المملاك والتمويل المقترض اذ يجعل المعدل الموزون لكلفة التمويل في أدنى حد ممكن وبالتالي تعظيم ثروة المالكين، ويحقق الهيكل المالي الأمثل المزايا الآتية: (جندي: 2006: 159)

1. تدني المعدل الموزون لكلفة التمويل.
 2. تعظيم العائد على حق الملكية.
 3. تعظيم ثروة المالكين من خلال زيادة قابلية الشركة على ايجاد فرص استثمارية جديدة.
 4. استغلال الفرص الاستثمارية للمنشآت وبالتالي زيادة معدل الاستثمار والنمو الاقتصادي.
- أما المداخل التي عالجت الهيكل المالي الأمثل فهي أربعة مع ملاحظة أن ما ينطبق على الهيكل المالي الأمثل ينطبق على هيكل رأس المال الأمثل مع الأخذ بالاعتبار أن الهيكل المالي هو مجموع التمويل في حين هيكل رأس المال يخص التمويل طويل الأجل.
1. **المدخل التقليدي:** الفكرة الأساسية التي تقوم عليها وجهة النظر التقليدية هي إن كلفة التمويل تنخفض تدريجياً مع زيادة التمويل المقترض في الهيكل المالي إلى أن تصل نسبة التمويل المقترض إلى حد معين يأخذ بعده المعدل بالارتفاع ويطلق على نسبة الاقتراض التي يتحول عندها اتجاه معدل كلفة التمويل نحو الارتفاع بنسبة الاقتراض المثالية أو الرافعة المثالية (James, 2001: 429).
 2. **مدخل مودغلياني-ميلر Modigliani-Miller Approach:** من خلال الدراسة التي قام فيها العالمين وصلاً إلى استنتاج مفاده أن هيكل التمويل لا يؤثر على تكلفة رأس المال أو قيمة الشركة وتوجد هنالك العديد من الافتراضات لهذه النظرية منها (أن الشركة تعمل في ظل المنافسة الكاملة في السوق – وكل منشأة داخل مجموعة تتعرض لنفس الدرجة من المخاطرة – تساوي الفرد والشركة من حيث المقدرة على الاقتراض)
 3. **مدخل صافي الدخل التشغيلي:** ويؤكد هذا المدخل على أن معدل كلفة التمويل يبقى ثابتاً بغض النظر عن نسبة التمويل المقترض في الهيكل المالي.
 4. **مدخل صافي الدخل:** ويفترض أن الانخفاض في كلفة التمويل الناتج عن زيادة التمويل المقترض في الهيكل المالي هو أكبر من الارتفاع في كلفة التمويل المملاك.
- ❖ **العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال:** من أهم هذه العوامل هي (Sudarshan, 2006: 12):
1. **تركيبية موجودات الشركة:** حيث تتميز بكثافة موجوداتها طويلة الأجل ووفقاً لهذا العامل فالشركة تفضل التمويل المقترض طويل الأجل.
 2. **الرقابة:** فالإدارة التي تتصف بالحيطه تحتفظ في استخدام التمويل المقترض على العكس من الإدارة المجازفة التي تتوسع في استخدامها.
 3. **معدلات النمو:** هنالك علاقة عكسية بين معدل النمو ونسبة القروض الطويلة الأجل في هيكل رأس المال.
 4. **المخاطرة:** إن ارتفاع درجة المخاطرة لا بد وإن ينعكس على رغبة المستثمر في الحصول على أكبر عائد، الأمر الذي يؤثر بالزيادة على تكلفة التمويل.
 5. **ثبات المبيعات:** فالشركة التي تتصف بنمو مبيعاتها يمكن أن تعتمد على التمويل المقترض لدرجة أكبر لأن زيادة عوائدها تمكنها من التزامتها المالية (الفوائد).

6. **حجم الشركة:** فالمنشآت الكبيرة التي تتسم بالتنوع في انشطتها تتعرض لمخاطر أقل، ومن ثم يكون لديها الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة

7. **المرحلة المعنية من دورة حياة الشركة:** ففي مرحلة الدخول يكون الاعتماد على التمويل المقترض قليل ويرتفع جدا في مرحلة التوسع وتتناقص في مرحلة النضوج وذلك نظراً لتوفر الأموال الذاتية وينخفض جدا في المرحلة الأخيرة.

❖ **الرافعة المالية:** يقصد بالرافعة استخدام الشركة للقروض (قصيرة الاجل وطويلة) بهدف زيادة العائد على حقوق المساهمين، لكن بالمقابل ستؤدي إلى زيادة المخاطر على الشركة بمقدار المخاطرة الناجمة عن التمويل المقترض وهي المخاطرة المالية الأمر الذي يتطلب تحقيق التوازن بين المخاطرة والعائد والناشئين عن تمويل الشركة لجزء من موجوداتها بالتمويل المقترض.

أما بالنسبة لقياس الرافعة المالية توجد هناك مجموعة من النسب لكن سيتم توضيح نسبتيين تم استخدامهما في هذه الدراسة وهي: (عمار وموسى، 2005: 5)

1. نسبة التمويل المقترض مقسوم على مجموع التمويل.

(وهنا تبين مدى اسهام الدائنون في مجموع اموال الشركة)

2. نسبة القروض مقسوم على التمويل الممتلك.

(وهي تحدد المخاطرة المالية للمنشأة وارتفاعها يؤدي إلى ارتفاع المخاطرة المالية).

المبحث الثالث: الجانب التطبيقي

في الجانب التطبيقي تم العمل وفق المفاهيم الاحصائية حيث تم احتساب متوسط عائد السهم G.

Rc بالنسبة لشركة الالبسة الجاهزة

$$G = \frac{\sum R_i}{N}$$

Rp بالنسبة لشركة الاصباغ الحديثة

أما بالنسبة للتباين وباستخدام نفس الرموز للشركتين

$$Var Ri = \frac{\sum (R_i - G_i)^2}{n-1}$$

$$\delta Ri \sqrt{var Ri}$$

والانحراف المعياري

$$C. V = \frac{\delta Ri}{G_i}$$

أما معامل الاختلاف

كما وتم استخدام معامل الارتباط لقياس مدى الارتباط بين نسبة التمويل بالأسهم (RI) وعوائد الأسهم والارتباط بين التمويل والارباح المحتجزة حيث رمز لها Re وعوائد الأسهم وأخيرا معامل الارتباط بين نسبة التمويل باستخدام القروض طويلة الأجل والعوائد وباستخدام المعادلة الآتية:

$$rab = \frac{\frac{\sum (Ra - Ga)(Rb - Gb)}{n-1}}{\sqrt{\frac{\sum (Ra - Ga)^2}{n-1}} \sqrt{\frac{\sum (Rb - Gb)^2}{n-1}}}$$

الجدول (1): تحليل مكونات رأس المال (الأرقام بالآلاف الدنانير)

اسم الشركة	التفاصيل	السنوات				
		1998	1997	1996	1995	1994
الشركة العامة لإنتاج الألبسة الجاهزة	عدد الأسهم المصدرة	84240	42120	42120	21060	10530
	الأرباح المحتجزة	91447	63427	91744	61837	12992
	إجمالي التمويل الممتلك	175687	105547	133864	82897	23522
	نسبة التمويل بالأسهم / مجموع التمويل	0.479	0.399	0.315	0.254	0.448
	نسبة الأرباح المحتجزة / مجموع التمويل	0.521	0.601	0.685	0.746	0.552
	تمويل مقترض طويل الأجل	423499	286841	---	---	---
	إجمالي التمويل	599186	392388	133864	82897	23522
	نسبة التمويل المقترض / مجموع التمويل	0.707	0.731	---	---	---

الجدول (2): تحليل مكونات رأس المال (الأرقام بالآلاف الدنانير)

اسم الشركة	التفاصيل	السنوات				
		1998	1997	1996	1995	1994
الشركة العامة لصناعة الأصباغ الحديثة	عدد الأسهم المصدرة	390000	195000	97500	48750	25000
	الأرباح المحتجزة	1321520	466055	265791	139035	18312
	إجمالي التمويل الممتلك	1711520	661055	363291	187785	43312
	نسبة التمويل بالأسهم / مجموع التمويل	0.228	0.295	0.268	0.260	0.577
	نسبة الأرباح المحتجزة / مجموع التمويل	0.772	0.705	0.732	0.740	0.423
	تمويل مقترض طويل الأجل	2654199	775362	---	---	---
	إجمالي التمويل	4365719	1436417	363291	187785	43312
	نسبة التمويل المقترض / مجموع التمويل	0.608	0.540	---	---	---

نلاحظ من الجدولين رقم (1 و 2) أن نسبة التمويل بالأسهم / مجموع التمويل تكون متقاربة نوعاً ما للشركتين، حيث بلغت النسبة لشركة إنتاج الألبسة الجاهزة هي 38% تقريباً وبالنسبة لشركة الأصباغ الحديثة هي 33%، وكذلك حصل مع نسبة الأرباح المحتجزة / مجموع التمويل حيث كانت 62% للأولى ونسبة 67% للثانية تقريباً. في حين أن نسبة التمويل المقترض / مجموع التمويل للشركة الأولى 29% تقريباً وللثانية 23% وهو ما يشير إلى زيادة في نسبة مساهمة الدائنون بالنسبة للشركة الأولى في مجموع أموال الشركة.

الجدول (3): تحليل مقسوم الارباح الدوري للسهم الواحد

المتوسط	السنوات					الشركة
	1998	1997	1996	1995	1994	
1.59	1.800	3.000	1.250	1.500	0.400	أنتاج الالبسة الجاهزة
2.25	5.900	3.400	-	1.550	0.400	صناعة الاصباغ الحديثة

الجدول (4): تحليل معدل النمو في مقسوم الارباح للسهم الواحد

المتوسط	السنوات					الشركة
	1998	1997	1996	1995	1994	
1.59	(0.4)	1.4	(0.167)	2.75	-	أنتاج الالبسة الجاهزة
2.25	0.735	1	-	2.875	-	صناعة الاصباغ الحديثة

نلاحظ في الجدولين رقم (3 و 4) انخفاض معدل النمو في مقسوم الارباح للسهم الواحد لشركة أنتاج الالبسة الجاهزة خاصة للسنوات 1996 و 1998 مما أدى إلى أن يكون معدل النمو أعلى لشركة الأصباغ الحديثة حيث كانت النسبة 92% مقابل 71% للشركة الأولى.

الجدول (5): نتائج تحليل العائد الرأسمالي للسهم الواحد

المتوسط	السنوات					الشركة
	1998	1997	1996	1995	1994	
4.473	0.176	0.335	(24.598)	(19.186)	65.637	أنتاج الالبسة الجاهزة
2.224	1.282	65.637	(24.946)	(19.206)	48.177	صناعة الاصباغ الحديثة

يبين لنا الجدول رقم (5) ان العائد الرأسمالي لشركة انتاج الالبسة الجاهزة أعلى من شركة الاصباغ الحديثة حيث بلغ المتوسط للسنوات موضوع البحث 4.5 مقابل 2.2.

الجدول (6): تحليل التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف

السنوات	صناعة الاصباغ الحديثة			أنتاج الالبسة الجاهزة		
	Rc	(Rc - $\bar{R}_c$)	(Rc - $\bar{R}_c$) ²	Rp	(Rp - $\bar{R}_p$)	(Rp - $\bar{R}_p$) ²
1994	65.637	61.164	3741.035	48.177	45.953	2111.678
1995	- 19.186	-23.659	559.7	-13.206	-15.43	238.085
1996	-24.598	-29.071	845.123	-24.946	-27.17	738.209
1997	0.335	-4.183	17.123	-0.185	-2.409	5.803
1998	0.176	-4.297	18.464	1.282	-0.942	0.887
	22.364		5181.493	11.122		3094.662
	$\bar{R}_c = \frac{\sum Rc}{n} = \frac{22.364}{5} = 4.473$			$\bar{R}_p = \frac{\sum Rp}{n} = \frac{11.122}{5} = 2.224$		

$\text{VarRc} = \frac{\sum(Rc - \bar{Rc})^2}{n - 1}$ $= \frac{5181.493}{4}$ $= 1295.373$	$\text{VarRp} = \frac{\sum(Rp - \bar{Rp})^2}{n - 1}$ $= \frac{3094.662}{4}$ $= 773.666$
$\delta Rc = \sqrt{\text{VarRc}} = \sqrt{1295.373}$ $= 35.991$	$\delta Rp = \sqrt{\text{VarRp}} = \sqrt{773.666}$ $= 27.815$
$C.V = \frac{\delta Rc}{\bar{Rc}} = \frac{35.991}{4.473} = 8.046$	$C.V = \frac{\delta Rp}{\bar{Rp}} = \frac{27.815}{2.224}$ $= 12.507$

ويتضح لنا من خلال الجدول رقم (6) أن التباين والانحراف المعياري لشركة انتاج الالبسة الجاهزة أكبر مما هو عليه في شركة الاصباغ الحديثة حيث بلغ معامل الاختلاف 8.04 لاولى مقابل 12.5 للشركة الثانية.

الجدول (7): نسبة تمويل الأسهم / مجموع التمويل (شركة الالبسة الجاهزة)

Years	Rc	(Rc - $\bar{Rc}$)	(Rc - $\bar{Rc}$) ²	Rp	(Rp - $\bar{Rp}$)	(Rp - $\bar{Rp}$) ²	(Rc - $\bar{Rc}$) (Rp - $\bar{Rp}$)
1994	65.637	61.164	3741.035	0.445	0.069	0.005	4.220
1995	-19.186	23.659-	559.7	0.254	-0.125	0.016	2.957
1996	-24.598	29.071-	845.123	0.315	-0.064	0.004	1.861
1997	0.335	4.183-	17.123	0.399	0.020	0.0004	-0.083
1998	0.176	4.297-	18.464	0.479	0.100	0.01	-0.430
	22.364		5181.493	1.895		0.0354	8.525

الجدول (8): نسبة تمويل الأسهم / مجموع التمويل (شركة الاصباغ الحديثة)

Years	Rp	(Rp - $\bar{Rp}$)	(Rp - $\bar{Rp}$) ²	Rc	(Rc - $\bar{Rc}$)	(Rc - $\bar{Rc}$) ²	(Rc - $\bar{Rc}$) (Rp - $\bar{Rp}$)
1994	48.177	45.953	2111.678	0.577	0.251	0.063	11.534
1995	-13.206	-15.43	238.085	0.260	-0.066	0.004	1.018
1996	-24.946	-27.17	738.209	0.268	-0.058	0.003	1.576
1997	-0.185	-2.409	5.803	0.295	-0.031	0.001	0.075
1998	1.282	-0.942	0.887	0.228	-0.098	0.010	0.092
	11.122		3094.662	1.628		0.081	14.295

نلاحظ من الجدولين رقم (7) و(8) ظهرت نسبة التمويل بالأسهم إلى مجموع التمويل متدنية لشركة الالبسة الجاهزة عن شركة الاصباغ الحديثة في اعتمادها على هذا التمويل.
الجدول (9): نسبة التمويل بالارباح المحتجزة / مجموع التمويل (شركة الالبسة الجاهزة)

Years	Rc	(Rc- $\acute{R}c$)	$(Rc - \acute{R}c)^2$	RE	(RE- $\acute{R}E$)	$(RE - \acute{R}E)^2$	$\frac{(Rc- \acute{R}c)}{(RE- \acute{R}E)}$
1994	65.637	61.164	3741.035	0.552	- 0.069	0.005	4.220
1995	-19.186	23.659-	559.7	0.746	0.125	0.016	2.957
1996	-24.598	29.071-	845.123	0.685	0.064	0.004	1.861
1997	0.335	4.183-	17.123	0.601	- 0.020	0.0004	-0.083
1998	0.176	4.297-	18.464	0.521	- 0.100	0.01	-0.430
	22.364		5181.493	3.105		0.0354	8.525

الجدول (10): نسبة التمويل بالارباح المحتجزة / مجموع التمويل (شركة الاصباغ الحديثة)

Years	Rp	(Rp- $\acute{R}p$)	$(Rp - \acute{R}p)^2$	RE	(RE- $\acute{R}E$)	$(RE - \acute{R}E)^2$	$\frac{(Rp- \acute{R}p)}{(RE- \acute{R}E)}$
1994	48.1777	45.953	2111.678	0.423	- 0.251	0.063	11.534
1995	-13.206	-15.43	238.085	0.740	0.066	0.004	1.018
1996	-24.946	-27.17	738.209	0.732	0.058	0.003	1.576
1997	-0.185	-2.409	5.803	0.705	0.031	0.001	0.075
1998	1.282	-0.942	0.887	0.772	0.098	0.010	0.092
	11.122		3094.662	3.372		0.081	14.295

كذلك الحال في الجدولين (9) و(10) الخاص بنسبة التمويل بالأرباح المحتجزة إلى مجموع التمويل حيث كانت متدنية لشركة الالبسة الجاهزة عن شركة الاصباغ الحديثة في اعتمادها على هذا التمويل.

الجدول (11): نسبة التمويل للقروض طويلة الأجل / مجموع التمويل (شركة الالبسة الجاهزة)

Years	Rc	(Rc- $\bar{R}c$)	(Rc- $\bar{R}c$) ²	RO	(RO- $\bar{R}O$)	(RO- $\bar{R}O$) ²	(Rc- $\bar{R}c$) (RO- $\bar{R}O$)
1994	65.637	61.164	3741.035	-	-0.288	0.083	-17.615
1995	-19.186	23.659-	559.7	-	-0.288	0.083	6.814
1996	-24.598	29.071-	845.123	-	-0.288	0.083	8.372
1997	0.335	4.183-	17.123	0.731	0.443	0.196	-1.833
1998	0.176	4.297-	18.464	0.707	0.419	0.176	-1.800
	22.364		5181.493	1.438		0.621	-6.062

$$RCD = \frac{\frac{\sum(Rc - \bar{R}c)(RO - \bar{R}O)}{N-1}}{\sqrt{\frac{\sum(Rc - \bar{R}c)^2}{N-1}} * \sqrt{\frac{\sum(RO - \bar{R}O)^2}{N-1}}} \quad RCD = \frac{\frac{-6.062}{4}}{\sqrt{\frac{5181.493}{4}} * \sqrt{\frac{0.621}{4}}} = -0.106$$

الجدول (12): نسبة التمويل للقروض طويلة الأجل / مجموع التمويل (شركة الاصباغ الحديثة)

Years	Rp	(Rp- $\bar{R}p$)	(Rp- $\bar{R}p$) ²	RO	(RO- $\bar{R}O$)	(RO- $\bar{R}O$) ²	(Rp- $\bar{R}p$) (RO- $\bar{R}O$)
1994	48.1777	45.953	2111.678	-	-0.230	0.053	-10.569
1995	-13.206	-15.43	238.085	-	-0.230	0.053	3.549
1996	-24.946	-27.17	738.209	-	-0.230	0.053	6.249
1997	-0.185	-2.409	5.803	0.540	0.310	0.096	-0.747
1998	1.282	-0.942	0.887	0.608	0.378	0.143	-0.356
	11.122		3094.662	1.148		0.398	-1.874

$$RCD = \frac{\frac{\sum(Rp - \bar{R}p)(RO - \bar{R}O)}{N-1}}{\sqrt{\frac{\sum(Rp - \bar{R}p)^2}{N-1}} * \sqrt{\frac{\sum(RO - \bar{R}O)^2}{N-1}}}$$

$$RCD = \frac{\frac{-1.874}{4}}{\sqrt{\frac{3094.662}{4}} * \sqrt{\frac{0.398}{4}}} = -0.0534$$

وأخيراً تم قياس معامل الارتباط بين التمويل باستخدام القروض الطويلة الأجل والعوائد حيث يبين لنا جدول رقم (11) و(12) ان علاقة الارتباط عكسية للشركتين وضعيفة حيث بلغت لشركة الالبسة الجاهزة (-0.10) وأضعف لشركة الاصباغ الحديثة (-0.05).

المبحث الرابع: الاستنتاجات والتوصيات

- أولاً. الاستنتاجات:** وقد توصل الباحثون إلى عدة نتائج تثبت صحة الفرضية، وهي كالآتي:
1. يعكس تقلب معدل نمو تكوين رأس المال تأثير الوضع الاقتصادي وعدم التأكد من سياسة التمويل.
 2. عدم كفاية تخطيط الهيكل المالي وانخفاض العائد وزيادة مخاطر التمويل.
 3. مخاطر التمويل والاستثمار تؤثر على كفاءة رأس المال العامل.
 4. عدم كفاءة الإدارة، وعدم توفير التمويل في الوقت المناسب، والاختلاف في اتخاذ القرارات الصحيحة بناءً على المعلومات المناسبة، مما يؤثر على كفاءة رأس المال العامل.
 5. تؤثر أساليب التخطيط المالي غير السليمة على كفاءة رأس المال العامل، وهناك نقص في البحث حول توقعات التدفقات النقدية الداخلة والخارجة.
 6. عدم وجود التخطيط السليم واختيار أفضل هيكل مالي عند تنفيذ مشاريع استثمارية جديدة لتحقيق ربحية عالية يؤثر على كفاءة رأس المال العامل.
 7. أثرت المنافسة الشديدة والسياسات الضريبية غير الملائمة على كفاءة رأس المال العامل.
 8. ترتبط المخاطر السياسية بطبيعة الأسلوب الإداري للدولة، والتي تنعكس في قانون الاستثمار، فضلاً عن الحروب والمقاطعات الاقتصادية التي تؤثر على كفاءة رأس المال العامل.
 9. يؤثر معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الضعيف على كفاءة رأس المال العامل.
 10. يؤثر الانخفاض في احتياطات النقد الأجنبي على كفاءة رأس المال العامل.
- ثانياً. التوصيات:** بناءً على النتائج، قدم الباحثون التوصيات الآتية:
1. دراسة وتخطيط الهيكل التمويلي لرأس المال العامل، واختيار قنوات التمويل المناسبة، وتحسين كفاءة استخدام رأس المال العامل.
 2. السعي لزيادة الاستثمار في مكونات رأس المال العامل من خلال اتخاذ قرارات تؤدي إلى تعظيم ربحية رأس المال العامل.
 3. الاستفادة من السيولة من خلال استثمار السيولة في فرص الاستثمار المربحة التي تزيد من عائد الاستثمار.
 4. دراسة مخاطر التمويل وإدارتها بشكل فعال بمشاركة إدارة الخسائر الاستثمارية واتخاذ الإجراءات لحلها.
 5. تدريب المدبرين على أساليب تقييم المشاريع الاستثمارية وقرارات التمويل للاستفادة منها في اتخاذ قراراتهم.
 6. تطبيق أساليب التخطيط المالي المناسبة من خلال دراسة حركة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة والتنبؤ بحدوث عجز أو فوائض مالية مبكرة.

7. العمل على حل القضايا البيئية الداخلية والخارجية المتمثلة في الأسواق المحلية والدولية والعملاء والمنافسين.

المصادر

اولاً. المصادر العربية:

1. ابو ناعم، عبد الحميد مصطفى، أساسيات الإدارة المالية، (القاهرة: مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، بدون سنة نشر).
2. جنيدي، محمد سعيد محمد، 2006، إطار محاسبي مقترح لترشيد استخدامات مصادر الاموال في البنوك التجارية، (طنطا: جامعة طنطا، المجلة العلمية للتجارة والتمويل، العدد الثاني)، ص159.
3. خان وغرايبة، محمد يونس وهشام صالح. 1995، الادارة المالية، مركز الكتب الاردني، عمان، الاردن.
4. الزبيدي وسلامة، حمزة وحسين. 2007، اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال دراسة تحليلية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية للفترة من 2003-2007، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز: الاقتصاد والإدارة، م28ع1، ص: 27-70 (2014م/1435هـ. DOI: 10.4197 / Eco. 28-1.2).
5. الشماع، خليل محمد حسن. 1992، الادارة المالية، الطبعة الرابعة، مطبعة الخلود، بغداد، العراق.
6. عبد اللطيف، ابراهيم احمد علي. 2012، المشكلات والمعوقات لتمويل مشروعات البنية التحتية في السودان (الخرطوم: جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا).
7. العتيبي، أحمد معجب، 2007، المحافظ المالية الإستثمارية، (عمان: دار النفائس للنشر والتوزيع).
8. عمار وموسى، علي ومصطفى. 2005، الادارة المالية للشركات (دمشق: دار رضا للنشر).
9. كنجو عبود كنجو، ابراهيم وهبي فهمي. 1997 الادارة المالية (عمان: دار الميسرة للنشر والتوزيع).
10. المامي، ابتهاج حامد عطا الله. 2022 "أثر إدارة رأس المال العامل على ربحية الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان" Arab Journal for Scientific Publishing (AJSP) ISSN: 2663-5798 الإصدار الخامس – العدد السادس والاربعون.
11. محمد، يزيد سليم. 2016، أثر هيكل رأس المال في الأداء المالي للشركات – دراسة ميدانية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، الجمهورية العربية السورية وزارة التعليم العالي جامعة دمشق كلية الاقتصاد قسم إدارة العمال اختصاص إدارة الأعمال.
12. مهدي وجاهل، رسل صالح وحسن هادي. 2021، هيكل رأس المال وتأثيره على ربحية الشركات دراسة تحليلية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة دراسات محاسبية ومالية، مجلد 16 عدد خاص (2021): المؤتمر العلمي الدولي (الثاني) والوطني (الرابع).
13. المؤمني، غازي فلاح. 2003، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثانية، (عمان: دار المناهج للنشر والتوزيع).

ثانياً. المصادر الأجنبية:

1. Anthony Sounders & Marcia Millon Conett, 2006, Financial Institution Management Risk Management Approach, Fifth Edition, (USA: McGraw- Hill, Education,). P. 65.
2. Arthur J.Keon and etall, 2003, Foundation of Finance, (New Jersey: Prentice Hall), P.17.

3. Barbara Casu & Others, 2006 Introduction to Banking, (UK: Pearson Education Limited), P. 110.
4. Eugene Brigham & Joel Houston. 2002 Foundation of Financial Management, (Illinois: Harcourt College), P. 5.
5. James C. van Horne, 2001 Financial Management Policy, edit11 (Newjersy: Prentice Hall), P.429.
6. Mark Harskey, John Nofsinger, 2008, Investments (New York: Mc Grew Hill), p.10.
7. Sudarshan Jyaraman, 2006, Firm Value and The Tax Benefit of debt (Calaforoina: University Of North Calaforoina), P12.