



أثر الرفع على ربحية السهم في المؤسسات الخدمية الجزائرية حالة مؤسسة التسيير الفندقية سلسلة الأوراسي.

عبد المجيد تيمائي

جامعة غرداية – الجزائر

البريد الإلكتروني : timaoui@univ-ghardaia.dz

ملخص-

عالجت هذه الدراسة إشكالية مدى اعتماد المؤسسات الخدمية الجزائرية على أثر الرفع في تحسين ربحية أسهمها وقد توصلت إلى نتائج أهمها أن المؤسسات تعتمد إلى استخدام الرفع المالي والرفع التشغيلي حتى يتسنى لها رفع معدل العائد على حقوق الملكية من خلال اعتمادها على مصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة لتحقيق معدل عائد أعلى وكذا الاعتماد على أدوات الإنتاج ذات التكاليف الثابتة لزيادة ربحية السهم ومن ثم قيمة المؤسسة. أما بالنسبة لسلسلة الأوراسي فهناك ارتفاع في نسبة الرفع المالي مما يدل على ارتفاع المخاطر المالية التي تتعرض لها هذه المؤسسة وبالأخص أنها مؤسسة خدمية؛

اعتماد المؤسسة على أدوات الإنتاج ذات التكاليف الثابتة نتج عنه درجة رفع تشغيلي موجبة مما يدل على أن أي تغير في مبيعات المؤسسة ينتج عنه تغير أكبر في ربحية السهم؛

ومن ثم يمكن القول أن المؤسسة محل الدراسة لا تعتمد على دراسة أثر الرفع على ربحية أسهمها حتى تعتمد إلى تحسينه.

الكلمات الدالة: مصادر التمويل، رفع مالي، رفع تشغيلي، معدل العائد، ربحية السهم

The effect of leverage on earnings per share in the Algerian service companies

Case of hotel Management company of AURASSI Chain

Abstract –

The following study deals with the issue of the extent to which the Algerian service enterprises adopt the leverage impact in improving the profitability of the shares. The results show that the enterprises adopt deliberately financial and operational leverage so that they can raise the rate of return on equity through the dependence on financing sources with fixed costs to achieve a high rate of return, in addition to the dependence on production tools with fixed costs to increase earnings per share and then the value of the enterprise as a whole. Considering El Aurassi hotel, there is a high financial leverage ratio which indicates a rise in the financial risks which the enterprise may face, especially that it is mainly based on providing services.

The enterprise dependence on production tools with fixed costs resulted in raising the degree of the operational leverage to be a positive one. This means that any change in the enterprise sales lead to an increase in earnings per share.

It can be noted that the enterprise under study does not depend on a studying the leverage impact on the profitability of its shares.

Key words: financing sources, financial leverage, operational leverage, the rate of return, earnings per share

تمهيد: تعني كلمة رافعة في علم الطبيعة أو الفيزياء استخدام أداة صغيرة لرفع أشياء ثقيلة نسبياً، أما في علم الإدارة المالية فيقصد بالرفع استخدام التكاليف الثابتة للتأثير على العائد المتوقع. لذلك تعتمد المؤسسة في كثير من الأحيان على مصادر التمويل وعناصر الإنتاج ذات التكاليف الثابتة كونها تؤثر على ربحية السهم، هذا التأثير يسمى بأثر الرفع الذي يتكون من جزأين،

الرفع المالي الناتج عن اعتماد المؤسسة في تمويلها على الاقتراض ومصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة، والرفع التشغيلي المترتب عن استعمال المؤسسة لعناصر الإنتاج ذات التكاليف الثابتة. ومن خلال هذه الدراسة يمكن الإجابة على الإشكالية التالية، ما مدى اعتماد المؤسسات الخدمية الجزائرية على أثر الرفع في تحسين ربحية أسهمها؟

ولقد ارتأينا دراسة كلا من أثر الرفع المالي والرفع التشغيلي كلا على حده على ربحية السهم التي لها علاقة مع العائد على الأسهم على أن نقوم في الأخير بجمع أثر الرفعين معا ثم محاولة إسقاط نتائج الدراسة على إحدى المؤسسات الخدمية الجزائرية.

1- الرفع المالي Financial Leverage: يعرف الرفع المالي بأنه: "استخدام المؤسسة للأموال ذات التكاليف الثابتة على أمل زيادة العائد الذي يحصل عليه المساهمون". (J. Van Horne ,1991, P.559)

كما عرف "هندي" الرافعة المالية بأنها درجة اعتماد المؤسسة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت (سواء كانت قروضا أم سندات أم أسهما ممتازة) مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك كما يؤثر على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها. (بسام محمد الأغا، 2005، ص 80) وتسمى أيضا بالمتاجرة بالملكية، وتعني قيام المؤسسة باستخدام أموال الغير من أجل تحقيق أكبر عائد ممكن للمالكين وأصحاب المؤسسة. وتمثل نسبة إجمالي الخصوم إلى إجمالي الأصول.

أما "كلوب 1996" فيعرفها بنتائج استخدام التكاليف الثابتة في التمويل. وتمثل الأموال ذات التكاليف الثابتة في كل من القروض (القروض طويلة الأجل، القروض قصيرة الأجل والسندات) والأسهم الممتازة. أي أن استخدام كلا من السندات والأسهم الممتازة في تلبية احتياجات المؤسسة التمويلية يؤدي إلى ما يسمى بالرفع المالي.

- غير أن الأموال ذات التكاليف الثابتة لا تقتصر على الأموال التي تترتب عليها عوائد ثابتة (فوائد القروض والسندات أو عوائد الأسهم الممتازة)، بل تشمل أيضا التمويل الذي ينطوي على تكلفة تتمثل في خصم نقدي من قيمتها الاسمية. (محمد علي إبراهيم العامري، 2010، ص 169)
- لكن اهتمام الكثير من الباحثين في الهيكل المالي على ذلك الجزء من الرافعة المالية الذي ينطوي على التزامات مالية (التمويل المقترض بفائدة) يعود للأسباب التالية (محمد علي إبراهيم العامري، 2010، ص 170):
- انخفاض تكلفة التمويل المقترض بفائدة قياسا بتكلفة التمويل بأموال الملكية الذي يؤدي إلى انخفاض المتوسط المرجح لتكلفة التمويل كلما زاد التمويل المقترض في الهيكل المالي؛
 - سهولة تقدير تكلفة التمويل المقترض بفائدة والمتمثلة في الفوائد المدفوعة مقارنة بصعوبة تقدير تكلفة التمويل المقترض بخصم؛
 - تخفيض تكلفة التمويل المقترض بفائدة من الربح الخاضع للضريبة عكس تكلفة التمويل المقترض بخصم التي لا يتم تخفيضها من الربح الخاضع للضريبة عادة.
- ويترتب عن استخدام الرفع المالي ارتفاع في معدل العائد على حقوق الملكية، لكن بالمقابل يؤدي إلى زيادة مخاطرة المؤسسة في شكل مخاطر مالية تتمثل في التغير في صافي الربح بعد الضريبة أو التذبذب في العائد المتاح للملاك وزيادة احتمالية التصفية بسبب استخدام مصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة المتمثلة في فوائد القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة. وبالتالي حدوث الإخفاق الذي يتحمله مالكو المؤسسة. هذه المخاطر ناجمة عن توظيف أكبر للرافعة المالية. الأمر الذي يستلزم تحديد المزيج من التمويل بحقوق الملكية والقروض الذي يحقق التوازن بين المخاطرة والعائد الناشئين عن تمويل المؤسسة لجزء من أصولها بالتمويل المقترض. (منير إبراهيم هندي، 1998، ص 128)

ويمكن قياس المخاطرة المالية بعدة مقاييس، مقياس معامل الاختلاف الذي يقيس التقلب النسبي في عوائد حملة الأسهم، ومقياس الانحراف المعياري الذي يقيس التقلب في عوائد الأسهم وعوائد الأصول، ويكمن حدوث المخاطرة المالية في إمكانية استخدام المؤسسة للرافعة المالية، ويكون ذلك في حالة توجه المؤسسة إلى استخدام الاقتراض أكثر من الملكية في توظيف استثماراتها وهذا يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية، ويكون ذلك في عدم قدرة المؤسسة على سداد أصل القروض وفوائده في الموعد المحدد. أما في حال توجهت المؤسسة في استخدام التمويل بالملكية أكثر من التمويل بالاقتراض، فإن هذا يؤدي إلى انخفاض المخاطر المالية وكذا انخفاض التذبذب في أرباح المؤسسة. (أسامة سهيل علي هياجنة، 2001، صص 26- 27)

ولفهم الرفع المالي يتم تحليل أثره على ربحية السهم. حيث تعتمد المؤسسات على القروض في الهيكل المالي بهدف زيادة العائد على حقوق الملكية باعتبار أن الاقتراض مصدر رخيص للتمويل نسبياً ويصبح أرخص إذا أخذنا بعين الاعتبار الوفرة الضريبية الناجم عن تخفيض الفوائد على الديون من الربح الخاضع للضريبة مما يؤدي إلى دفع ضرائب أقل. كما أن الاقتراض أقل مخاطرة من أدوات الملكية من وجهة نظر المستثمر كونه يترتب عليه دخلاً ثابتاً وله الأولوية على أرباح المؤسسة وعلى القيمة التصفوية للأصول في حالة إفلاس المؤسسة. وبما أن العائد المطلوب على الاستثمار علاقة طردية في خطر الاستثمار. فإن العائد المطلوب على الاستثمار في السندات يكون عادة أقل من العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم العادية. فإذا مولت المؤسسة بالدين وحقت عائداً على الاستثمار أعلى من الفائدة على الدين، فإن الفرق سيعود إلى أصحاب الملكية. وكلما كان هذا الفرق أكبر وكان التمويل بحقوق الملكية أقل، كان العائد على حقوق الملكية أكبر. أي أن التمويل بالدين يعظم المردود إلى المساهمين. (محمد أيمن عزت الميداني، 2004، ص 599)

ويتم حساب ربحية السهم بالعلاقة التالية:

$$EPS = \frac{(EBIT - R) \times (1 - t)}{N} \dots \dots \dots (1)$$

حيث : EPS تمثل ربحية السهم ؛

$EBIT$: تمثل الأرباح قبل الفوائد والضرائب ؛

R : تمثل الفوائد المستحقة ؛

t : تمثل معدل الضريبة ؛

N : تمثل عدد الأسهم المصدرة والمباعة.

كما يمكن الحصول أيضا على العائد من أموال الملكية بالعلاقة

التالية:

$$e = \frac{(EBIT - R) \times (1 - t)}{E} \dots \dots \dots (2)$$

حيث: e : تمثل العائد على أموال الملكية ؛

E : تمثل أموال الملكية العادية.

ويترتب على استخدام القروض في الهيكل المالي تحمل المؤسسة لنوع من التكاليف تدعى التكاليف المالية (الفوائد) التي تمثل تكلفة الأموال المقرضة. فإخفاق المؤسسة في تسديد الأعباء المالية يعرضها إلى المخاطرة المالية ، لذا ينبغي عليها أن تحقق العوائد التي تغطي هذه التكاليف وتترك فائضا لنموها واستمرارها في الوجود. وتعتمد المخاطرة المالية على مقدار المبالغ المقرضة. فالمؤسسة التي تعتمد على الاقتراض لدرجة كبيرة تتعرض لمخاطرة مالية أكبر قياسا بتلك التي تعتمد على الاقتراض بدرجة أقل نسبيا. فالأساس في المخاطرة المالية هو ليس الاقتراض بحد ذاته وإنما احتمالات انخفاض معدلات العائد عن أسعار الفوائد.

- **قياس الرافعة المالية:** يتضح من التحليل السابق أن نسبة الرفع المالي تشمل قياس إجمالي الالتزامات (طويلة وقصيرة الأجل) إلى إجمالي الموجودات، إلا أن البعض قد اعتبر أن الرافعة المالية تقتصر على تأثير الديون

أو الالتزامات طويلة الأجل فقط، متجاهلا الديون قصيرة الأجل. (بسام محمد الأغا، 2005، ص 81)

لكن الراجع - وحسب معظم الدراسات الحديثة والمراجع المتخصصة - أن معظم التكاليف المالية الثابتة (طويلة أم قصيرة الأجل) تقوم بعمل الرفع المالي في تأثيرها على صافي الربح المتاح للملاك. وهناك مجموعة من النسب التي تستخدم في قياس الرافعة المالية أهمها:

- نسبة التمويل المقترض إلى مجموع التمويل (ويستون وبرجهام 1993): هذه النسبة تمثل مدى إسهام الدائنين في الهيكل المالي للمؤسسة. وقد أخذ جميع الباحثين بهذه النسبة في بحوثهم وتحسب بالعلاقة التالية:

$$L = \frac{D}{D + E} \dots\dots\dots (3)$$

حيث L: نسبة الرفع المالي؛

D: حجم الاقتراض في الهيكل المالي (جميع الالتزامات)؛

E: حجم حقوق الملكية.

- نسبة القروض إلى التمويل المملوك: تحظى الرافعة المالية المحسوبة بهذه النسبة بأهمية كبيرة لكل من الإدارة المالية، الدائنين، المالكين، كونها النسبة التي تحدد المخاطرة المالية للمؤسسة. فهذه النسبة تدخل مباشرة في حساب المخاطرة المالية وارتفاعها يؤدي إلى ارتفاع المخاطرة المالية. وتعطى بالعلاقة التالية:

$$L = \frac{D}{E} \dots\dots\dots (4)$$

وتجدر الإشارة إلى أن المؤسسات عادة ما تقوم بالتمييز بين نوعين من الرافعة المالية هما الرافعة المالية المرغوب فيها والرافعة المالية غير المرغوب فيها. حيث تكون الرافعة المالية المرغوب فيها عندما تحقق المؤسسة من استعمال أموال الغير عوائد أو أرباح تفوق تكاليف الحصول عليها. وهنا تكون

نقطة التوازن بين أموال الملكية وأموال الغير (أي أموال الاقتراض أو الأموال الممكن الحصول عليها من بيع الأسهم الممتازة). فإذا كانت الأرباح قبل الفوائد والضريبة أكبر من مستوى التوازن بين أموال الملكية وأموال الاقتراض تكون الرافعة المالية من النوع المرغوب فيها. وإن كانت أقل تكون الرافعة المالية من النوع غير المرغوب فيه، وهذه الحالة توجب على المؤسسة عدم استعمال الرافعة المالية، لأنها ستقلل من أرباحها أو حتى قد تقلب هذه الأرباح إلى خسائر. (زياد رمضان، 1996، ص 234)

ويمكن قياس تأثير الزيادة في نسبة الاقتراض في الهيكل المالي من خلال درجة الرفع المالي.

درجة الرفع المالي DLF : كما تبين سابقا، فإن الرفع المالي يعكس التغير الذي يحدث في العائد المتاح للملاك (أي صافي الربح بعد الضريبة أو ربحية السهم) نتيجة لتغير معين في صافي ربح العمليات. لذلك ومع ثبات العوامل الأخرى، ترتفع درجة الرفع المالي كلما زادت التكاليف المالية الثابتة، مما يعني أن تغيرا بمعدل معين في صافي ربح العمليات يترتب عليه تغيرا أكبر في صافي الربح بعد الضريبة، أي صافي الربح المتاح للملاك. أو ما يطلق عليه ربحية السهم $Earning Per Share$. ومن ثم فإن درجة الرفع المالي تقيس التغير في معدل العائد على حقوق الملكية نتيجة التغير في العائد المتوقع. (A. Capiez , 1995, P.135)

ويتم الحصول عليها بالعلاقة التالية:

$$DLF = \frac{\Delta e/e}{\Delta EPS/ EPS} \dots \dots \dots (5)$$

حيث: DLF : تمثل درجة الرفع المالي ؛

e : تمثل معدل العائد على حقوق الملكية ؛

EPS : تمثل العائد المتوقع (ربحية السهم).

يقصد بالعلاقة السابقة أنه إذا تغيرت نسبة العائد على السهم بنسبة أكبر من تغير نسبة الأرباح التشغيلية، فإن درجة الرافعة المالية تكون أكبر من الواحد الصحيح. ويدل هذا على ارتفاع المخاطر المالية، وعلى النقيض من ذلك، إذا تغيرت نسبة العائد على السهم بنسبة أقل من التغير في نسبة الأرباح التشغيلية، فإن درجة الرافعة المالية تكون أقل من الواحد الصحيح، وهذا يؤدي إلى انخفاض في العائد على السهم ومن ثم انخفاض المخاطر المالية. (أسامة سهيل علي هياجنة، 2001، ص ص 25 - 26)

إذا فالرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل المؤسسة، فكلما زاد اعتماد المؤسسة على مصادر التمويل الخارجية تزداد درجة الرفع المالي، ويصبح الرفع المالي فعالاً إذا استطاعت المؤسسة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة الأموال المقترضة. بينما إذا لم تنجح المؤسسة في استثمار الأموال المقترضة فإنها ستعرض لمخاطرة أكبر وتحقق خسائر أكبر فيما لو أنها لم تستخدم الرفع المالي. (بسام محمد الأغا، 2005، ص 82)

كما يمكن الحصول على درجة الرفع المالي أيضاً عند أي مستوى من العائد باستخدام العلاقة التالية:

$$DLF = \frac{EBIT}{(EBIT - i \times D)} \dots \dots \dots (6)$$

حيث: $EBIT$: تمثل الربح قبل الفوائد والضرائب ؛

i : تمثل معدل الفائدة ؛

D : تمثل مبلغ القرض.

فإذا تم الاعتماد في التمويل على حقوق الملكية فقط أي رفع مالي معدوم فإن التغير في معدل العائد على حقوق الملكية يكون مساوٍ للتغير في العائد على الاستثمار. أما إذا اعتمدت المؤسسة في تمويلها على الاقتراض فإن التغير في معدل العائد على حقوق الملكية يكون أكبر من التغير في العائد على الاستثمار (الربح).

وعليه فإن حساب درجة الرفع المالي يكتسي أهمية كبيرة بالنسبة للمؤسسة لأنها تمكنها من توقع أثر الافتراض على العائد المتوقع لحملة الأسهم أو بالأحرى سعر السهم السوقي عند إعداد عدة خطط تمويلية ممكنة. كما أنه في النظرية المالية يتم الرجوع إلى دراسة أثر الرفع المالي عند البحث عن الهيكل المالي الأمثل.

2- الرفع التشغيلي Operating Leverage : إن المقصود بالرفع التشغيلي هو تضخيم حجم الأرباح عن طريق زيادة الاعتماد على التكاليف الثابتة على حساب التكاليف المتغيرة، حيث تركز الرافعة التشغيلية على التكاليف الثابتة. فلو نجحت المؤسسة في زيادة تكاليفها الثابتة، كأن تلجأ إلى استخدام المزيد من الآلات، واستطاعت بالمقابل أن تستغني عن عدد كبير من العمال الذين حلت هذه الآلات محلهم (تكاليف متغيرة) فإنها بذلك تكون قد لجأت إلى ما يعرف بالرفع التشغيلي. مما ينتج عنه تحقيق أرباح أكبر (أو تتعرض في نفس الوقت لخسائر أكبر) عند نفس مستوى المبيعات الذي كانت تحققه قبل لجوئها إلى الرفع التشغيلي. ومن هنا جاء مفهوم الرافعة التشغيلية، فإنه بإحلال التكاليف الثابتة محل التكاليف المتغيرة تستطيع وينفس الجهد (مستوى المبيعات) أن تضخم النتائج (الأرباح أو الخسائر).
بسام محمد الأغا، 2005، ص 78

"ويعرف الهواري 1976 الرفع التشغيلي بأنه المدى الذي يصل إليه استخدام التكاليف الثابتة في النشاط الاقتصادي للمؤسسة، أي أن الرفع التشغيلي يقترن بوجود تكاليف ثابتة يتطلب توفير المال اللازم لتغطيتها).
عدنان هاشم رحيم السامرائي، 1997، ص 219.

أما كلوب 1996 فيعرفها بنتائج استخدام التكاليف الثابتة في العمليات التشغيلية. (بسام محمد الأغا، 2005، ص 78)
وتتضمن التكاليف الثابتة، تكلفة الاهتلاك على المعدات والمباني، مصاريف التأمين، وجزء من فواتير الخدمات وجزء من تكاليف الإدارة. ومن جهة أخرى،

فإن التكاليف المتغيرة وهي التكاليف التي تتغير بشكل مباشر مع مستوى الإنتاج، وتشمل تكاليف المواد الخام، تكاليف الأجور، وعمولات البيع المباشرة، وجزء محدود من المصاريف العامة والإدارية. ولهذا فإن الرافعة التشغيلية تشير إلى التغيرات في حجم المبيعات الناتجة عن التكاليف الثابتة التي تتكبدها المؤسسة. وبالتالي تنعكس على حدوث التغيرات في الأرباح التشغيلية (الخسائر التشغيلية). (أسامة سهيل علي هياجنة، 2001، ص 27)

إن دراسة الرفع التشغيلي يؤدي بنا إلى تحليل التعادل أو نقطة التعادل أو عتبة المردودية التي تعبر عن مستوى النشاط الذي يسمح لرقم الأعمال بتغطية التكاليف المتغيرة والثابتة للاستغلال.

لذلك فاستعمال الرفع التشغيلي يؤدي إلى زيادة التكاليف الثابتة، الأمر الذي يؤدي إلى انتقال نقطة التعادل إلى الأعلى، أي أن المؤسسة بحاجة إلى حجم مبيعات أكبر لكي تغطي تكاليفها الثابتة. وهذا ما يعرف بمخاطرة الأعمال Business Risk، بالمقارنة مع مؤسسة تكون أرباحها أكثر استقرارا بسبب تدني رافعة التشغيل وبالتالي أقل خطرا. وتبقى نقطة التعادل على حالها إذا كانت الزيادة في التكاليف الثابتة تساوي النقص في التكاليف المتغيرة الكلية للمؤسسة. وتزداد فعالية الرفع التشغيلي إذا كانت الزيادة في التكاليف الثابتة أقل من التخفيض في التكاليف المتغيرة الكلية، وهذا سوف يؤدي إلى تضخيم أرباح المؤسسة حيث أن المؤسسة سوف تغطي تكاليفها الثابتة عند حجم مبيعات أقل من الحجم السابق (قبل استخدام الرفع) وبالتالي انتقال نقطة التعادل إلى أسفل وهذا يعتبر إنجازا جيدا للمؤسسة. (بسام محمد الأغا، 2005، ص 79)

وهناك طريقتان لتحديد نقطة التعادل ، الطريقة الرياضية و الطريقة البيانية.

فباستعمال الطريقة الرياضية يمكن استخراج نقطة التعادل باستخدام العلاقة التالية:

$$SR = \frac{CF}{TM} \dots\dots\dots (7)$$

حيث: SR : تمثل نقطة التعادل أو عتبة المردودية ؛

CF : تمثل التكاليف الثابتة للاستغلال ؛

TM : تمثل نسبة الهامش على التكلفة المتغيرة.

كما يمكن الحصول على حجم النشاط الذي يحقق عتبة المردودية

بالعلاقة التالية:

$$Q_{SR} = \frac{SR}{PV} = \frac{CF}{M/CV} \dots\dots\dots (8)$$

حيث: PV : تمثل سعر بيع الوحدة ؛

M : تمثل الهامش الإجمالي على التكاليف المتغيرة ؛

CV : تمثل التكلفة المتغيرة للوحدة.

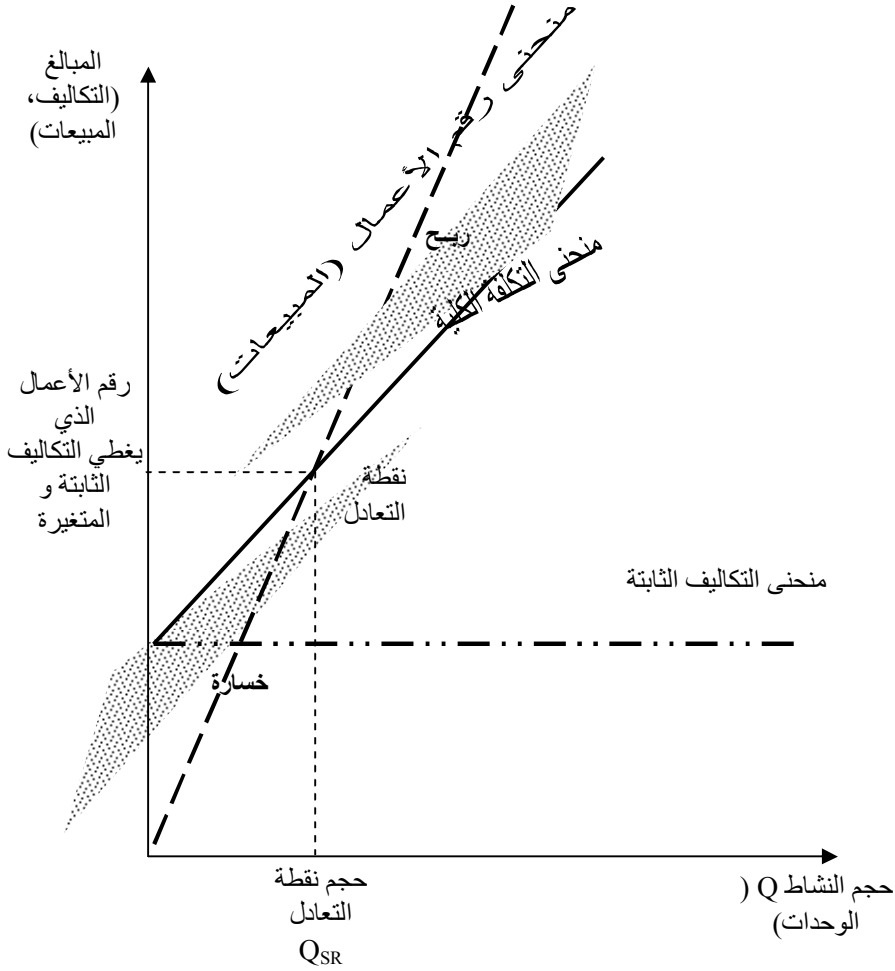
أما الطريقة البيانية لتحديد نقطة التعادل، فيتم من خلال تقدير

التكلفة الكلية والإيرادات الكلية لكل مستوى من مستويات الإنتاج المختلفة

وكذلك تقدير التكلفة الثابتة، ثم رسم هذه العلاقات على نفس المنحنى.

كما يوضحها الشكل التالي:

الشكل رقم (2): تحديد نقطة التعادل بيانياً.



المصدر: من إعداد الباحث.

إن نقطة التعادل تتحدد عند النقطة التي يتقاطع عندها منحنى رقم الأعمال (المبيعات) مع منحنى التكلفة الكلية. حيث تكون الإيرادات مساوية للتكاليف الكلية. أما حجم الإنتاج المقابل لنقطة التعادل فيمثل كمية التعادل. ويلاحظ أنه على مستويات إنتاج أدنى من نقطة التعادل فإن المؤسسة تتحمل خسائر من التشغيل، أما على مستويات إنتاج أعلى من نقطة التعادل

فإن المؤسسة تحقق أرباحاً من التشغيل. (محمد أيمن عزت الميداني ، 2004 ، ص 98)

لكن الاعتماد على تحليل التعادل لا يكفي وحده لتحليل أثر الرفع التشغيلي على ربحية المؤسسة، لأنه في حالة عدم وصول نشاط المؤسسة إلى نقطة التعادل لا يمكن تقدير حجم الأخطار التي من الممكن أن تتعرض لها المؤسسة. هذه المخاطر تسمى بالمخاطر التشغيلية والتي تشير إلى التذبذبات النسبية في الأرباح التشغيلية لأسباب تتعلق بطبيعة وظروف النشاط الذي تمارسه المؤسسة. وينظر إليها بأنها من المحددات المهمة في تحديد التشكيلة التي يتكون منها الهيكل المالي للمؤسسة، ولهذا فلا بد من التعرف على العوامل التي تؤدي إلى حدوث المخاطرة التشغيلية والمتمثلة في (أسامة سهيل علي هياجنة، 2001، ص ص 28 – 29):

- حساسية المبيعات إلى التغيرات الاقتصادية العامة، لأنه إذا كان الاقتصاد في حالة انتعاش، فإن ذلك يؤدي إلى زيادة المبيعات وبالتالي تزداد تكاليف تلك المبيعات، مما يؤدي إلى مواجهة مخاطر تشغيلية مرتفعة والعكس من ذلك في حالة الركود الاقتصادي؛
- اعتماد المؤسسة على التكاليف التشغيلية الثابتة مقارنة بالتكاليف المتغيرة، يزيد من درجة الرافعة التشغيلية وبالتالي ارتفاع المخاطر التشغيلية؛
- التغيرات في حجم الطلب على منتجات المؤسسة، بسبب إدخال منتجات جديدة يسهم في زيادة حجم مبيعاتها، أو نجاح المنافسين في تقديم منتجات جديدة وبديلة من شأنها أن تضعف الطلب على منتجات المؤسسة، أو قد يعزى التغير في الطلب إلى الرواج والكساد الاقتصادي الذي تتعرض له الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة أو التي يتعرض لها الاقتصاد القومي. ومع بقاء العوامل الأخرى على حالها، تنخفض المخاطر التشغيلية كلما اتسم الطلب على منتجات المؤسسة بالاستقرار؛

- التغير في أسعار بيع المنتجات بسبب حدة المنافسة من أجل التحكم في الأسعار، ومع بقاء العوامل على حالها يتوقع أن تزداد المخاطر التشغيلية، كلما زادت التقلبات في أسعار المنتجات؛

- التغير في أسعار المدخلات، فقد تنخفض بزيادة العروض منها كما قد ترتفع أسعارها بسبب إضراب العمال في مصانع الموردين مما يؤدي إلى انخفاض الكميات المعروضة منها، وكذا قد ترتفع تكلفة العمال نتيجة لضغوطاتهم، أو تنخفض التكلفة بسبب التطور التكنولوجي الذي أدخل على الآلات المستخدمة في الإنتاج، فإن ذلك يزيد من المخاطر التشغيلية.

لذلك لكي تقوم المؤسسة بتحديد الرفع التشغيلي، لابد من حساب درجة الرفع التشغيلي التي تقيس مدى تأثير النتيجة الصافية للاستغلال بتغير حجم المبيعات. (A . Capiez ,1995,P.132)

* **درجة الرفع التشغيلي DLE** : تشمل درجة الرفع التشغيلي معدل التغير في صافي أرباح التشغيل (قبل الفوائد والضريبة) إلى معدل التغير في المبيعات المحدد لمستوى معين من المبيعات.

وعلى هذا الأساس فإن درجة الرافعة التشغيلية تساوي نسبة التغير في الأرباح مقسوما على نسبة التغير في المبيعات. (محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، 2007، ص 251)

ومن هنا فإن ارتفاع درجة الرفع التشغيلي بافتراض ثبات العوامل الأخرى، يعني أن أي تغير صغير في المبيعات سوف يؤدي إلى تغير أكبر في صافي الربح قبل الفائدة والضريبة.

ويمكن حساب درجة الرفع التشغيلي بالعلاقة التالية:

$$DLE = \frac{\Delta R/R}{\Delta Q/Q} = \frac{(PV - CV) \times Q}{(PV - CV) \times Q - CF} \dots \dots \dots (9)$$

حيث: DLE : تمثل درجة الرفع التشغيلي ؛

R : النتيجة الصافية للاستغلال ؛

Q: حجم المبيعات.

نلاحظ في العلاقة السابقة وجود التكاليف الثابتة في المقام، وهذا يعني أن ارتفاع التكاليف الثابتة يؤدي إلى زيادة الرفع التشغيلي، وبالتالي أي زيادة في حجم المبيعات تؤدي إلى زيادة أعلى في صافي ربح العمليات مما يعظم ثروة الملاك، والعكس صحيح. فأي انخفاض في التكاليف الثابتة يؤدي إلى انخفاض درجة الرفع التشغيلي. ولذلك على المؤسسة مراعاة فترات الزواج والكساد التي تزداد فيها أهمية درجة الرفع التشغيلي. ففي فترات الزواج على المؤسسة أن تستبدل التكاليف المتغيرة بتكاليف ثابتة لأنها تؤدي إلى رفع درجة الرفع التشغيلي مما يؤثر إيجاباً على صافي ربح العمليات، أما في حالة الكساد فتحاول استبدال التكاليف الثابتة بتكاليف متغيرة لأنها تؤدي إلى تخفيض درجة الرفع التشغيلي مما يضعف الأثر السلبي على ثروة الملاك.

3- الرفع الكلي Combined Leverage: إن الرفع المالي يفسر مدى تأثير نتيجة النشاط بسبب الاقتراض بمعنى الخطر المالي، أما الرفع التشغيلي فيبين مدى تأثير نتيجة الاستغلال بسبب عناصر الإنتاج ذات التكاليف الثابتة، بمعنى خطر الأعمال (الاستغلال). وعليه فإن الجمع بين الرفعين يوضح مدى تأثير النتيجة بأثر الرفعين بمعنى الخطر الكلي. (A. Capiez, 1995, P.136)

ويترتب على الرفع التشغيلي تأثيراً مضاعفاً على الإيرادات قبل الفائدة والضريبة كنتيجة للتغير في حجم المبيعات، وإذا أدخلنا الرفع المالي في هذه الصورة، فإن التغيرات في الإيرادات قبل الفائدة والضريبة يترتب عليها تأثيراً مضاعفاً على إيرادات السهم. وهذا معناه أنه لو استخدمت المؤسسات جرعاً كبيرة من كل من الرفع التشغيلي والرفع المالي، فإن أي تغير في حجم المبيعات - ولو كان صغيراً جداً - سيؤدي إلى تقلبات كبيرة في إيرادات السهم الواحد. (محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، 2007، ص 264)

وترجع أهمية مفهوم الرفع المجمع في الإدارة المالية إلى سببين: الأول أنه يمكننا من تحديد الأثر الدقيق للتغير في حجم المبيعات على الإيرادات المتوافرة للأسهم العادية؛ والثاني أنه يسمح لنا بإظهار العلاقات المتداخلة بين الرفع التشغيلي والرفع المالي، فعلى سبيل المثال يمكن لرجل الأعمال استخدام هذا المفهوم لمعرفة تأثير القرار الذي سيتخذه بشأن الحصول على آلة أوتوماتيكية حديثة يتم تمويل شراؤها باستخدام السندات على الإيرادات، فقد تكون نتيجة هذا القرار ظهور موقف معين يترتب فيه على انخفاض المبيعات بمقدار 10% مثلاً انخفاض في الإيرادات يبلغ 50%، في حين أن مزيجاً آخر من الرفع التشغيلي والرفع المالي قد يؤدي بالمؤسسة إلى وضع آخر تنخفض فيه الإيرادات بمقدار 20% فقط نتيجة انخفاض المبيعات بمقدار 10% (محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، 2007، ص ص 266 – 267)

أيضاً نرى من التحليل السابق أن الرفع المالية تؤثر في صافي الربح بعد الفائدة والضريبة، أي الأرباح الصافية المتاحة للمالكين، في حين أن الرفع التشغيلية تؤثر في صافي الربح قبل الفوائد والضريبة. وعادة ما تبدأ الرفع المالية من حيث تنتهي الرفع التشغيلية، مؤدية بذلك إلى تضخيم أثر التقلبات في الأرباح الصافية للسهم الواحد استجابة إلى تغير المبيعات. لذا فإن الرفع التشغيلية تسمى برفع المرحلة الأولى في حين تسمى الرفع المالية برفع المرحلة الثانية. (جميل جابر علاونة، 1425هـ - 2004م، ص 51)

وللحصول على درجة الرفع الكلي نقوم بضرب درجة الرفع المالي في درجة الرفع التشغيلي، وتعطى بالعلاقة التالية:

$$DLG = DLF \times DLE = \frac{(PV - CV) \times Q - CF}{(PV - CV) \times Q - CF - kd \times D} \times \frac{(PV - CV) \times Q}{(PV - CV) \times Q - CF}$$

$$DLG = \frac{(PV - CV) \times Q}{(PV - CV) \times Q - CF - kd \times D} \dots\dots\dots (10)$$

إن مفهوم درجة الرافعة يساعد في تحديد التغيرات التي تحدث للأرباح المتاحة للمؤسسة نتيجة لأي تغير يطرأ على حجم المبيعات وهذا ما يساعد الإدارة في اتخاذ عديد من القرارات الخاصة، بالتمويل وتحديد هيكل التمويل المطلوب والمناسب، الذي يضمن حقوق جميع الأطراف المعنية إلى جانب توفير البدائل للجهة صاحبة القرار بالشكل الذي يوضح لها نتيجة كل قرار يمكن اتخاذه ومدى تأثيره على المؤسسة وفعاليتة الاقتصادية. (عدنان هاشم رحيم السامرائي، 1997، ص.232)

ويعتبر الرفع سلاح ذو حدين إذ يترتب عليه زيادة أكبر في العائد. كما قد يترتب عليه انخفاض أكبر في العائد. ولما كان العائد يرتبط بقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها تجاه مصادر التمويل، فإن زيادة درجة الرفع تحمل في طياتها زيادة في المخاطر التي تتعرض لها تلك المصادر.

مما سبق يتضح لنا أن الرفع بصفة عامة يعكس مدى اعتماد المؤسسة على أدوات الإنتاج، ومصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة. وللرفع تأثيران متضادان، فهو يسهم في زيادة العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية، إلا أنه يسهم أيضا في زيادة المخاطر التي يتعرضون لها من جرائه، وفي ظل بقاء العوامل الأخرى على حالها، يتوقع أن يترتب على زيادة العائد ارتفاع في القيمة السوقية للسهم، كما يتوقع أن يترتب على زيادة المخاطر انخفاض في القيمة السوقية للسهم.

وهنا يواجه حملة الأسهم بالعلاقة الأزلية بين العائد والمخاطرة (العلاقة التعويضية *Risk Return Trade Off*). فالزيادة في العائد لا بد وأن تكون مصحوبة بزيادة في المخاطر التي يتعرضون لها، وتلقي تلك العلاقة بظلال المسؤولية الجسيمة على إدارة المؤسسة لكي تعمل على تحقيق التوازن بين النقيضين (العائد والمخاطر)، بما يسهم في النهاية في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة. ويحدث هذا عندما تصل بقراراتها إلى

النقطة التي يتعادل فيها التأثير الإيجابي لزيادة العائد مع التأثير السلبي لزيادة المخاطر، إنها نقطة التعادل. (بسام محمد الأغا، 2005، ص 83)

لذا ينبغي على المؤسسة أن تحدد بوضوح معالم هيكل رأس المال المستهدف سواء من حيث العناصر المكونة له أو من حيث نسبة كل عنصر فيه. كما ينبغي عليها العمل على تحقيق ذلك الهيكل والالتزام به بقدر الإمكان، إذ من المتوقع أن يكون الهيكل المستهدف قد تم اختياره على أساس مدى مساهمته في تحقيق الهدف المنشود وهو تعظيم ثروة الملاك. ويقتضي تحقيق هذا الهدف أن يكون هناك توازن بين العائد المتوقع – والذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية – وبين المخاطر التي سوف يتعرض لها هذا العائد. والتوازن هنا معناه أن يكون العائد المتوقع كافياً لتعويض حملة الأسهم العادية عن المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي سيحصلون عليه.

6- 1- تقدير درجة الرفع المالي لمؤسسة التسيير الفندقية لسلسلة الأوراسي. تعبر درجة الرفع المالي عن المخاطر المالية التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة نتيجة اعتمادها على مصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة في تمويلها.

6- 1- 1- عرض عناصر الهيكل المالي: يمثل الهيكل المالي لأي مؤسسة جانب الخصوم، ويشتمل على الأموال الخاصة والديون طويلة ومتوسطة الأجل والديون قصيرة الأجل.

ويمكن عرض تطور الأموال الخاصة لمؤسسة التسيير الفندقية لسلسلة الأوراسي في الجدول التالي:

الجدول رقم (1): تطور الأموال الخاصة والديون لسلسلة الأوراسي للفترة 2006 – 2011

(الوحدة 1000دج)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011
الأموال الخاصة	2281 880	26442 37	2997 058	3388 637	3944 135	3247 475
الديون	2780 681	29233 64	2886 577	3388 637	4675 513	7620 428

المصدر: من إعداد الباحث.

نلاحظ من الجدول أنه بالنسبة لمؤسسة التسيير الضدقي سلسلة الأوراسي، فقد شهد تذبذباً في نمو الأموال الخاصة، حيث سجلت أعلى ارتفاعاً من سنة 2009 إلى 2010 بنسبة 16,39% غير أنها سجلت تراجعاً في السنة الموالية 2010 - 2011. نتيجة لتحقيق خسائر سنة 2011. أما ديون المؤسسة فقد سجلت ارتفاعاً متزايداً حيث سجلت أعلى نسبة من سنة 2010 إلى سنة 2011 حوالي 62,99% نتيجة ارتفاع الديون اتجاه مؤسسات القرض وكذا ديون الموردين؛

6- 1- 1- 3 نسبة الرفع المالي: يمكن قياسها بنسبة القروض إلى التمويل الممتلك (العلاقة¹)، كونها النسبة التي تحدد المخاطرة المالية للمؤسسة. فهذه النسبة تدخل مباشرة في حساب المخاطرة المالية وارتفاعها يؤدي إلى ارتفاع المخاطرة المالية. والجدول التالي يبين تطور نسبة الرفع المالي للمؤسسة محل الدراسة للفترة 2006 - 2011.

الجدول رقم (2): تطور نسبة الرفع المالي لسلسلة الأوراسي للفترة 2006-

2011

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011
نسبة الرفع المالي	1.22	1.11	0.96	1.00	1.19	2.35

المصدر: من إنجاز الباحث

من الجدول نجد أن نسبة الرفع المالي قريبة من الواحد باعتبار المؤسسة خدمية لكنها ارتفعت كثيرا لسنة 2011 حيث بلغت 2,35 مما يدل على ارتفاع المخاطر المالية للمؤسسة؛

6- 1- 2 درجة الرفع المالي: لحساب درجة الرفع المالي نحتاج أولا لتقدير العائد على حقوق الملكية وربحية السهم.

6- 1- 2- 1 ربحية السهم : يمكن قياسها بنسبة العائد بعد الفوائد والضرائب إلى عدد الأسهم. والجدول التالي يبين تطور ربحية السهم للفترة 2008 – 2012.

الجدول رقم(3): تطور ربحية السهم لسلسلة الأوراسي للفترة 2006 – 2011
الوحدة (1000دج)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ربحية السهم	0.1133	0.1147	0.1249	0.1383	0.0188	- 0.0960

المصدر: من إنجاز الباحث

من الجدول نلاحظ أن ربحية السهم كانت متزايدة، حيث سجلت أعلى قيمة 188دج سنة 2010 لكنها تراجعت وسجلت خسائر سنة 2011 بقيمة 96دج؛

6- 1- 2- 2 العائد على حقوق الملكية: يمكن حساب العائد على حقوق الملكية باستخدام العلاقة(2). لكن نعبر عن حقوق الملكية باستخدام القيمة الدفترية أي مجموع الأموال الخاصة بسبب صعوبة تقدير القيمة السوقية. والجدول التالي يعبر عن تطور العائد لحقوق الملكية للفترة 2008 – 2012.

الجدول رقم (4): تطور العائد لحقوق الملكية للفترة 2006 – 2011

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011
العائد لحقوق الملكية	0.29 79	0.26 02	0.25 00	0.24 49	0.02 86	- 0.17 73

المصدر: من إنجاز الباحث

من الجدول نلاحظ أن معدل العائد على حقوق الملكية بالنسبة لسلسلة الأوراسي فقد سجلت معدلا متقاربا للسنوات 2006- 2010 لكنه سجل معدلا سالباً سنة 2011 أي (17,73) الأمر الذي يدل على التراجع في أداء السلسلة؛

ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

6- 1- 2- 3- حساب درجة الرفع المالي: يمكن حسابها بالعلاقة (5)، كما يوضحها الجدول التالي.

الجدول رقم (5): درجة الرفع المالي خلال الفترة 2006- 2011

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011
سلسلة الأوراسي	0.99	10.44	0.44	0.19	1.02	1.18

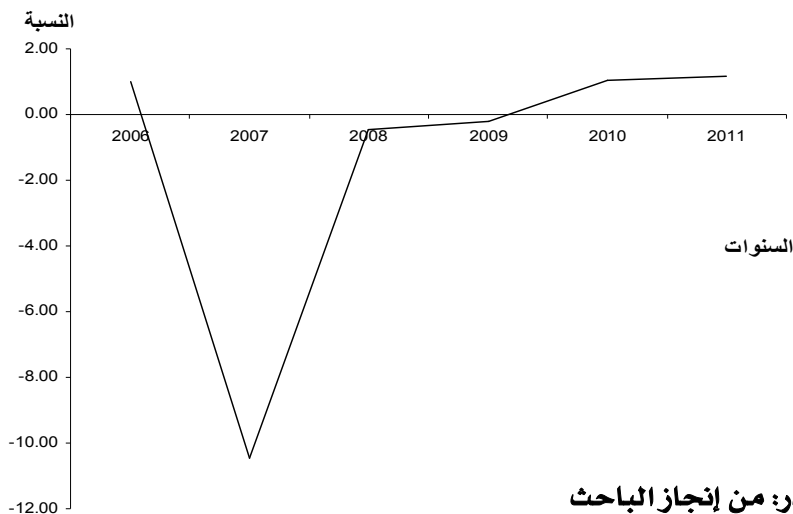
المصدر: من إنجاز الباحث

من الجدول نلاحظ أن سلسلة الأوراسي قد حققت درجة رفع مالي موجبة أكبر من الواحد لسنتي 2010 و2011؛

ومن ثم يمكن القول أنه إذا سجلت درجة الرفع المالي ارتفاعاً إلى أكبر من الواحد في أي سنة، معنى ذلك أنه إذا حدث أي تغير في ربحية السهم، أدى ذلك إلى تغير أكبر في العائد على حقوق الملكية. بينما إذا انخفضت درجة الرفع المالي إلى أقل من الواحد فإن أي تغير في ربحية السهم يترتب عنه تغير أقل في العائد على حقوق الملكية. وهذا عادة ما ينتج بسبب تراجع نسبة الديون إلى حقوق الملكية في الهيكل المالي لسنة ما.

وعليه فإن للاقتراض تأثير على العائد. فكلما اعتمدت المؤسسة في تمويلها على الاقتراض أكثر كلما ارتفع العائد على حقوق الملكية والعكس. والشكل التالي يبين تطور درجة الرفع المالي للمؤسسة خلال الفترة 2006- 2011.

الشكل رقم(6): تطور درجة الرفع المالي للفترة 2006 – 2011.



المصدر: من إنجاز الباحث

6- 2 – الرفع التشغيلي: تحسب درجة الرفع التشغيلي لدراسة أثر استخدام أدوات الإنتاج ذات التكاليف الثابتة على ربحية السهم. ويمكن حسابها باستخدام العلاقة (7). غير أننا نعوض المبيعات في العلاقة برقم الأعمال لعدم الحصول على الكميات وكذا اختلاف وحدات القياس.

6- 2 – 1 النتيجة الصافية: يمكن عرض تطور النتيجة الصافية في الجدول التالي:

الجدول رقم (6): تطور نتيجة المؤسسات للفترة 2006 – 2011.

الوحدة (1000 دج)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011
النتيجة الصافية	67966 1	6879 01	74922 6	8299 61	1125 72	- 5758 73
رقم الأعمال	76810 5	7929 69	12444 5	1210 88	1159 110	1070 94

المصدر: من إنجاز الباحث.

نلاحظ من الجدول أنه بالنسبة لسلسلة الأوراسي زيادة على كون نتائجه غير مستقرة فقد حقق خسارة تفوق 575873000 دج سنة 2011؛ وأيضا عدم استقرار في رقم الأعمال خلال فترة الدراسة مما يدل على تذبذب في أداء هذه المؤسسة، مما أثر سلبا على نتائجها.

6- 2- 3- درجة الرفع التشغيلي: يمكن عرض تطور درجة الرفع التشغيلي للمؤسسة في الجدول التالي.

الجدول رقم (7): تطور درجة الرفع التشغيلي للمؤسسات للفترة 2007-

2011

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011
درجة الرفع التشغيلي	0.37	0.11	3.99	0.10	6.74

المصدر: من إنجاز الباحث

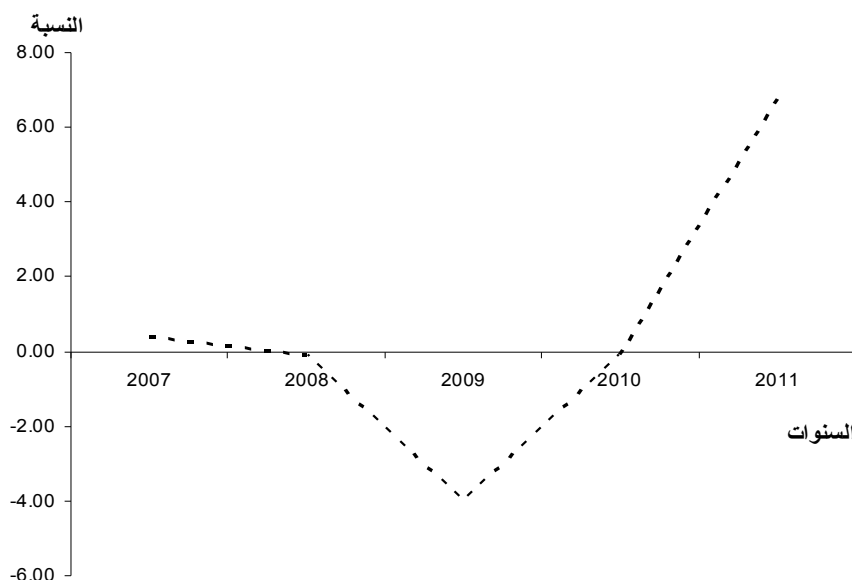
نلاحظ أن درجة الرفع التشغيلي للمؤسسة غير مستقرة خلال فترة الدراسة. وتعتبر درجة الرفع التشغيلي عندما تكون سالبة على أن أي زيادة في المبيعات تؤدي إلى انخفاض في نتيجة الاستغلال. وبالتالي يجب على المؤسسة استبدال التكاليف الثابتة بتكاليف متغيرة حتى تحد من أثر الرفع التشغيلي على ربح العمليات، ومن ثم على ثروة الملاك.

أما عندما تكون درجة الرفع التشغيلي موجبة، فهذا يدل على أن أي زيادة في المبيعات سوف تؤدي إلى زيادة في نتيجة الاستغلال. وهذا نظرا لانخفاض التكاليف الثابتة لدى المؤسسة.

والشكل التالي يبين تطور درجة الرفع التشغيلي في الفترة (2007-

2011).

الشكل رقم (7): تطور درجة الرفع التشغيلي لسلسلة الأوراسي للفترة 2007 – 2011



المصدر: من إنجاز الباحث

6- 2- 4- درجة الرفع الكلي: يتم حساب درجة الرفع الكلي بالجمع بين أثر الرفع المالي والرفع التشغيلي على ربحية السهم. وتحسب بالعلاقة التالية:

$$DLG = DLF \times DLE$$

ويمكن عرض تطور درجة الرفع الكلي في الجدول التالي:

الجدول رقم (8): تطور درجة الرفع الكلي للمؤسسة محل الدراسة للفترة 2007 – 2011

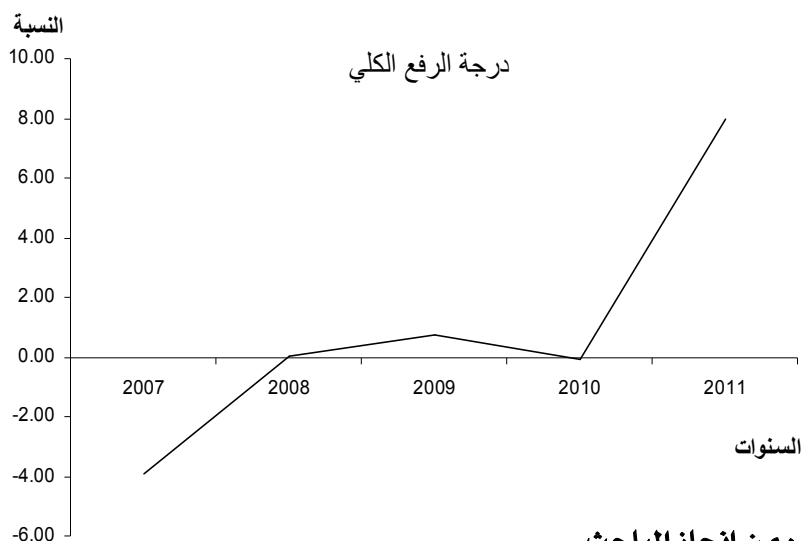
السنوات	2007	2008	2009	2010	2011
درجة الرفع الكلي	-3.91	0.05	0.75	0.10	7.95

المصدر: من إنجاز الباحث

نلاحظ أن المؤسسات تحاول المحافظة على درجة الرفع الكلي موجبة. حتى تؤثر بشكل إيجابي على ربحية المؤسسة ومن ثم على العائد على حقوق الملكية.

ويمكن أبرز تطور درجة الرفع الكلي في الشكل التالي:

الشكل رقم (8): تطور درجة الرفع الكلي للفترة 2007 – 2011



المصدر: من إنجاز الباحث

النتائج:

تعتمد المؤسسات في تمويلها على الافتراض ذو التكلفة الرخيصة، مما يترتب عليه زيادة ربحية السهم وبالتالي زيادة معدل العائد على الأسهم. وينتج عن هذه العملية ظهور ما يسمى بالرفع المالي الذي يعتبر أحد المعايير التي يتم بموجبها تحديد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة.

لذلك تعتمد المؤسسات إلى استخدام الرفع المالي والرفع التشغيلي حتى يتسنى لها رفع معدل العائد على حقوق الملكية من خلال اعتمادها على مصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة لتحقيق معدل عائد أعلى وكذا الاعتماد على أدوات الإنتاج ذات التكاليف الثابتة لزيادة ربحية السهم؛ أما بالنسبة لسلسلة الأوراسي فهناك ارتفاع في نسبة الرفع المالي مما يدل على ارتفاع المخاطر المالية التي تتعرض لها هذه المؤسسة وبالأخص أنها مؤسسة خدمية؛

اعتماد المؤسسة على أدوات الإنتاج ذات التكاليف الثابتة نتج عنه درجة رفع تشغيلي موجبة مما يدل على أن أي تغير في مبيعات المؤسسة ينتج عنه تغير أكبر في ربحية السهم؛

الهوامش –

العربية:

1. أسامة سهيل علي هياجنة، أثر محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن (1990 – 1999)، رسالة ماجستير في التمويل والمصارف، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، عمان، الأردن، 2001، ص 26 – 27.
2. بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة بفلسطين، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2005.
3. جميل جابر علاونة، بناء وهيكل رأس مال الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية، أطروحة دكتوراه في الإدارة المالية والتمويل، كلية الدراسات العليا، جامعة النيلين، جمهورية السودان، 1425هـ – 2004م.

4. زياد رمضان، أساسيات في الإدارة المالية، ط4، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1996.
 5. عدنان هاشم رحيم السامرائي، الإدارة المالية: منهج تحليلي شامل، ط2، الجامعة المفتوحة، طرابلس (ليبيا)، 1997، ص.212.
 6. محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، ط2، مكتبة العبيكان، الرياض، السعودية، 2004.
 7. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإبراهيمية، الإسكندرية، مصر، 2007.
 8. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
 9. منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، 1998.
- اللغة الأجنبية –**

10. A. Capiez , Elément de gestion financière , 4^{eme} édit , Masson , Paris , 1995.
11. J. Van Horne , Principes de gestion financière , 6^{eme} édit , Econmica , Paris , 1991.
- 12.