



جامعة الموصل
كلية الإدارة والاقتصاد

استخدام تحليل (DuPont) لقياس بعض المؤشرات المالية
في العائد على حق الملكية

رحمة شمسي عماش

رسالة دبلوم عالي
العلوم المالية والمصرفية

بإشراف
المدرس
الدكتور محمد فوزي محمد

٢٠٢٠م

١٤٤٢هـ

استخدام تحليل (DuPont) لقياس بعض المؤشرات المالية في العائد على حق الملكية

رسالة تقدمت بها
رحمة شمسي عماش

إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد _ جامعة الموصل
وهي جزء من متطلبات نيل شهادة الدبلوم العالي
في العلوم المالية

بإشراف
المدرس
الدكتور محمد فوزي محمد

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿ قَالَ إِنَّكَ لَنْ تَسْتَطِيعَ مَعِيَ صَبْرًا ﴾ وَكَيْفَ تَصْبِرُ عَلَى
مَا لَمْ تُحِطْ بِهِ خُبْرًا ﴾ قَالَ سَتَجِدُنِي إِنْ شَاءَ اللَّهُ صَابِرًا
وَلَا أَعْصِي لَكَ أَمْرًا ﴾

من سورة الكهف

الآية ٦٧-٦٩

اقرار المشرف

أشهد أن اعداد هذه الرسالة الموسومة " استخدام تحليل (DuPont) لقياس بعض المؤشرات المالية في العائد على حق الملكية " جرى بأشرافي في جامعة الموصل/ كلية الادارة والاقتصاد/ قسم العلوم المالية والمصرفية/ وهي جزء من متطلبات نيل شهادة الدبلوم العالي في العلوم المالية والمصرفية.

التوقيع:

المشرف: م. د. محمد فوزي محمد

التاريخ: ١١/ ٢٠٢٠

اقرار المقوم اللغوي

أشهد أن هذه الرسالة الموسومة " استخدام تحليل (DuPont) لقياس بعض المؤشرات المالية في العائد على حق الملكية " قد تمت مراجعتها من الناحية اللغوية وتصحيح ما ورد فيها من اخطاء لغوية وتعبيرية وبذلك اصبحت مؤهلة للمناقشة بقدر تعلق الأمر بسلامة الاسلوب وصحة التعبير.

التوقيع:

الاسم: أ.د. احمد فتحي رمضان

التاريخ: ١١/ ٢٠٢٠

اقرار رئيس لجنة الدراسات العليا

بناءً على التوصيتين المقدمتين من قبل كل من المشرف والمقوم اللغوي ارشح هذه الرسالة للمناقشة.

التوقيع:

الاسم: أ. د. بشار أحمد العراقي

التاريخ: ١١/ ٢٠٢٠

اقرار رئيس القسم

بناءً على التوصيات التي تقدم بها كل من المشرف والمقوم اللغوي ورئيس لجنة الدراسات العليا ارشح هذه الرسالة للمناقشة.

التوقيع:

الاسم: أ. د. بشار أحمد العراقي

التاريخ: ١١/ ٢٠٢٠

شكر وعرّفان

الحمد لله رب العزة والجلال، واسع الكرم عظيم الإفضال، والصلاة والسلام على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه الطيبين الأطهار..

وبعد....

يسرني أن أتقدم بجزيل الشكر والتقدير للمشرف المدرس الدكتور محمد فوزي محمد لما كان له من دور كبير في إنجاز رسالة الدبلوم العالي من خلال توجيهاته السديدة، ودعمه المعنوي، ومتابعته المستمرة طيلة مدة الدراسة فجزاه الله خيراً.

كما وأتقدم بخالص امتناني إلى رئيس قسم العلوم المالية والمصرفية في كلية الإدارة والاقتصاد الاستاذ الدكتور بشار احمد العراقي وإلى السادة أعضاء الهيئة التدريسية في الدراسات العليا (الدبلوم العالي)، وجميع منتسبي قسم العلوم المالية والمصرفية وزملائي طلبة دورة الدبلوم العالي.

وفائق الاحترام والتقدير للجنة المناقشة الكرام والمقوم اللغوي؛ لما تحملوه من عناء في إخراج هذا العمل بشكله الصحيح.

وختاماً فإن واجب الوفاء والعرّفان يلزمني إهداء جهدي ودراستي إلى والدي الغالي الذي أنار لي درب النجاح، ووالدتي التي علمتني الصمود مهما تبدلت الظروف، وابنتي الحبيبة، ولمن واكبوا مسيرتي الدراسية (اخوتي) فلهم مني كل المحبة والعرّفان؛ لما غمروني به من محبة وعون في رحلتي العلمية.

الباحثة

المستخلص

هدفت الدراسة إلى تحديد تأثير المؤشرات المالية الداخلة ضمن تحليل (Dupont) ومؤشرات أخرى في العائد على حق الملكية للشركات عينة الدراسة، إذ تم قياس ذلك الأثر بين مجموعة من المؤشرات المالية (دوران الموجودات، والرافعة المالية، والتدفقات النقدية التشغيلية، ومتوسط الكلفة المرجحة لرأس المال) بوصفها متغيرات تفسيرية، توضح الأثر في العائد على حق الملكية بوصفه متغيراً معتمداً، مع الأخذ بنظر الاعتبار حجم الشركة، باستخدام نموذج الانحدار المتعدد لاختبار فرضية الدراسة.

ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على المنهج الكمي، عبر الاعتماد على القوائم المالية للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية خلال الفترة مابين ٢٠١٥-٢٠١٨، حيث تمثلت عينة الدراسة بـ(٣٣) شركة مدرجة في سوق العراق للاوراق المالية. وأظهرت نتائج الدراسة أهمية التركيز على مؤشر دوران الموجودات عند استخدام نموذج Dupont في الشركات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة، بدلالة معنوية تأثير ميل معامل التقدير الذي يوحي بضرورة استخدام الموجودات الحالية على وفق متطلبات الكفاءة لتوليد المبيعات، مع ضرورة تضمين مؤشرات أخرى، لا يغطيها نموذج تحليل Dupont التقليدي، وذلك عند تقييم أداء الشركات الكبيرة كمتوسط الكلفة المرجحة لرأس المال.

الكلمات المفتاحية: التحليل المالي، تقييم الأداء، نموذج Dupont.

تَبَيَّنَ المحتوى

رقم الصفحة	الموضوع
أ	المستخلص باللغة العربية
ب	تَبَيَّنَ المحتوى
ج	تَبَيَّنَ الجداول
ج	تَبَيَّنَ الأشكال
٢-١	المقدمة
١٣-٣	الفصل الأول: الإطار العام للدراسة
٥-٣	المبحث الأول: منهجية الدراسة
١٣-٦	المبحث الثاني: مراجعة الأدبيات
٣٤-١٤	الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة
٢٣-١٤	المبحث الأول: المفاهيم الأساسية للتحليل المالي وتقييم الأداء
٣٤-٢٤	المبحث الثاني: نموذج Dupont وآلية القياس
٤٧-٣٥	الفصل الثالث: الإطار التطبيقي للدراسة
٤٦-٣٥	المبحث الأول: تهيئة البيانات وتحليلها واختبار الفرضيات
٤٨-٤٧	المبحث الثاني: الاستنتاجات والتوصيات
٤٧	أولاً: الاستنتاجات
٤٨	ثانياً: التوصيات
٥٤-٤٩	المراجع
A	المستخلص باللغة الإنكليزية

ثَبَّتِ الجداول

رقم الجدول	البيان	الصفحة
(١)	الشركات عينة الدراسة مقسمة وفقاً لمعايير الحجم	٣٥
(٢)	وصف المتغير التابع والمتغيرات المستقلة والعلاقات فيما بينها	٣٦
(٣)	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة	٣٧
(٤)	نتائج تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة	٣٧
(٥)	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة وفقاً لمعايير حجم الشركة	٣٩
(٦)	نتائج اختبار تحليل التباين (ANOVA) واختبارات التوزيع الطبيعي	٤٠
(٧)	حجم التأثير باستخدام تحليل (Cohen's F)	٤١
(٨)	نتائج الانحدار الخطي المتعدد لجميع الشركات عينة الدراسة	٤٣
(٩)	نتائج الانحدار الخطي المتعدد للشركات الصغيرة عينة الدراسة	٤٤
(١٠)	نتائج الانحدار الخطي المتعدد للشركات المتوسطة عينة الدراسة	٤٥
(١١)	نتائج الانحدار الخطي المتعدد للشركات الكبيرة عينة الدراسة	٤٥

ثَبَّتِ الأشكال

رقم الشكل	البيان	الصفحة
(١)	نموذج الدراسة	٦
(٢)	مخطط DuPont	٢٨

المقدمة

يعد تحليل (DuPont) أداة مهمة يستخدمها المديرون الماليون غالباً للتحقق من القرارات المتعلقة بضمن الاستقرار المالي وفرص النمو على المدى الطويل، وقد تم الاعتراف في وقت سابق من قبل العديد من الدراسات المالية على قوة تحليل (DuPont) في تقييم أداء الشركات وإدارة الاستثمار، وعليه يمكننا الافتراض بإمكانية استخدام هذا النوع من التحليل بنجاح على جميع الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية من أجل تقييم الترابط الذي ينشأ بين النسب المالية وتحديد مدى قوة النموذج التقليدي مع إضافة متغيرات.

وقد تم توجيه البحث إلى جميع القطاعات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية من أجل خلق بيئة بحثية مناسبة؛ لتحديد فائدة استخدام نموذج تحليل (DuPont) والمؤشرات المالية الأخرى، عبر قياس أثر تلك المؤشرات في العائد على حق الملكية، حيث كان سؤال البحث: ما هي المؤشرات المالية التي تؤثر في العائد على حق الملكية للشركات عينة الدراسة؟

اذ أظهرت بعض الدراسات المالية أن تحليل DuPont التقليدي يمكن إضافة مؤشرات مالية أخرى له تمكن من ناحية، تبسيط التحليلات المالية المعقدة، ومن ناحية أخرى، يمكن أن توفر للمستفيدين أداة تخطيط استراتيجي بسبب قدرتها على توفير الوقت اللازم لفهم عملية التحليل.

وعليه سعت هذه الدراسة إلى تضمين مؤشرات أخرى، لا يغطيها نموذج تحليل دويونت التقليدي، وكان أحد هذه المؤشرات هي التدفقات النقدية التشغيلية (Operating cash flows) ومعرفة أثرها في العائد على حق الملكية، فضلاً عن قيام الدراسة إضافة نسبة التداول (Current Ratio)، والتي تظهر قدرة الشركة على دفع الالتزامات قصيرة الأجل وتوفير معلومات مهمة حول سيولة الشركة، وفي الوقت ذاته تم إضافة متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال (Weighted Average Cost Of Capital)، وعليه تم تشكيل الهدف الرئيس من الدراسة وهو تحديد المؤشرات المالية التي تؤثر في العائد على حق الملكية، والتحقق أيضاً من فائدة المعلومات التي يقدمها نموذج تحليل (DuPont) في تقييم كفاءة الشركات. كما سعت الدراسة إلى مناقشة أهمية حجم الشركة، ومدى تأثير العلاقة موضوع الدراسة بهذا الحجم.

وانسجاماً مع طبيعة موضوع الدراسة فقد قسمت إلى ثلاثة فصول، يتناول الفصل الأول: الإطار العام للدراسة، والذي يضم مبحثين، يُعنى الأول بمنهجية الدراسة، فيما يتناول المبحث الثاني مراجعة للدراسات السابقة. وخصّص الفصل الثاني للإطار النظري للدراسة وذلك عبر مبحثين يتناول الأول التحليل المالي وتقييم الأداء، بوصفه مدخلاً لاستخدام نموذج DuPont،

فيما يختص المبحث الثاني بنموذج DuPont وآلية القياس، وكُرِّس الفصل الثالث للإطار التطبيقي للدراسة وهو الآخر عبر مبحثين، يُعنى المبحث الاول، بتهيئة البيانات وتحليلها واختبار الفرضيات، ويختص المبحث الثاني بمجموعة من الاستنتاجات والتوصيات، التي توصلت إليها الدراسة.

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

المبحث الأول: منهجية الدراسة

أولاً: مشكلة الدراسة

يعد تحليل (DuPont)، المعروف أيضاً باسم نموذج الربح الاستراتيجي (Strategic profit model)، طريقة شائعة الاستخدام في البحوث المالية، ويستند إلى تقسيم العائد على حق الملكية (ROE) (Return on equity) إلى ثلاثة مؤشرات رئيسة صافي هامش الربح، واجمالي معدل دوران الموجودات، ومضاعف حقوق الملكية، وإنّ مراجعة بسيطة للبحوث والدراسات المالية التي ناقشت تلك المؤشرات ضمن تحليل (DuPont) وأثرها في مقاييس الربحية مثل العائد على المبيعات والعائد على حق الملكية والعائد على الموجودات، تُظهر أن تحليل (DuPont) غير موثوق وغير قابلة للتطبيق في معظم الأوقات، ما لم يتم تضمينه مع مؤشرات مالية أخرى، تأخذ بنظر الاعتبار حجم الشركة وتوضح العلاقة بين الجهد المبذول والنتائج التي تم التوصل إليها؛ من أجل الحصول على نتائج ترتقي بالتحليل المالي والتخطيط الاستراتيجي في الشركات. وإنّ مراجعة أدبيات التحليل المالي توضح وجود مؤشرات أخرى تؤثر في العائد على حق الملكية كالتدفقات النقدية التشغيلية (Operations cash flows)، ونسبة التداول (Current Ratio)، ومتوسط التكلفة المرجحة لرأس المال (Weighted Average Cost Of Capital)، وهي ليست جزءاً من نموذج تحليل (DuPont) التقليدي. وبالنظر إلى وجود صلة بينها وبين العائد على حق الملكية، فقد تم تضمين تلك المؤشرات في الدراسة الحالية، وعليه يمكن صياغة مشكلة البحث من خلال الاسئلة الآتية:

١- هل يوجد مؤشرات مالية أخرى تؤثر في العائد على حق الملكية غير تلك المؤشرات التي تتضمن في نموذج (Dupont) التقليدي؟

٢- هل يوجد فروق بين متوسط العائد على حق الملكية بين الشركات إذا ماتم أخذ الحجم كمحدد في الدراسة؟

٣- هل يختلف نموذج (Dupont) بين الشركات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة؟

ثانياً: أهمية الدراسة

على الرغم من كل التطورات التي شهدتها الدراسات المالية في مجال التحليل المالي وتعدد الأدبيات المالية التي تستخدم المؤشرات المالية وتحليل (DuPont)، إلا أنّ تلك الأدبيات

تركز على موثوقية وفعالية تحليل (DuPont) بوصفه تحليلاً يلخص ربحية الشركة ودوافعها. ومن ناحية أخرى، هناك عدد قليل جداً من الأبحاث والأدلة التجريبية حول المؤشرات المالية الأخرى التي يمكن أن تدخل ضمن تحليل (DuPont)، ويمكن أن تؤثر في العائد على حق الملكية، عليه تستند الدراسة في أهميتها إلى سد هذه الفجوة المعرفية، فضلاً عن أهمية قياس تأثير المؤشرات المالية مع مراعاة حجم الشركة لمعرفة الاختلافات التي قد تحدث بين الشركات. ومن ثمّ تسهم الدراسة الحالية في رفد المكتبة العربية والمهتمين بالتحليل المالي بجزئية ولو بسيطة في هذا المجال.

ثالثاً: اهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى:

1. توضيح مفهوم تحليل (DuPont) بوصفه من المداخل التحليلية المهمة في أدبيات التحليل المالي عبر التأصيل النظري لذلك التحليل.
2. تحديد تأثيرات المؤشرات المالية الداخلة ضمن تحليل (DuPont) ومؤشرات أخرى في العائد على حق الملكية للشركات عينة الدراسة.
3. التحقق من فائدة المعلومات التي يقدمها نموذج تحليل (DuPont) في تقييم كفاءة الشركات.
4. تحديد أهمية حجم الشركة من حيث المؤشرات المالية التي يمكن أن تؤثر في العائد على حق الملكية

رابعاً: فرضية الدراسة:

اعتماداً على الأساس النظري لمشكلة الدراسة وأهميتها وأهدافها، فقد عرضت الدراسة فرضيتين رئيسيتين بهدف اختبارها، وهما كما يأتي:

1. لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين الشركات الصغيرة والشركات المتوسطة والشركات الكبيرة فيما يتعلق بمتوسط العائد على حق الملكية عبر اختبار تحليل التباين ANOVA
2. يؤثر معدل دوران الموجودات والرافعة المالية ونسبة التداول والتدفقات النقدية التشغيلية ومتوسط التكلفة المرجحة لرأس المال في العائد على حق الملكية في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

خامساً: مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة بسوق العراق للأوراق المالية، واشتملت عينة الدراسة على جميع الشركات المساهمة والمدرجة في السوق، وقد خضعت الشركات للشروط الآتية، ليتم إدخالها في عينة الدراسة:

١. أن تكون الشركة مدرجة على لوائح سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة الممتدة من عام ٢٠١٥ وحتى عام ٢٠١٨.
٢. أن لا يكون قد تم وقف التداول بأسهم تلك الشركة خلال مدة الدراسة.
٣. أن لا يكون قد حدث للشركة أحداثٌ غير عادية خلال مدة الدراسة مثل الاندماج، لتأثير هذه العمليات على احتساب متغيرات الدراسة بشكل متنسق.
٤. الانتظام بنشر القوائم المالية، وتوفر البيانات المحاسبية للشركات موضع الدراسة لحساب متغيرات الدراسة.

وقد بلغ عدد الشركات التي استوفت الشروط السابقة وأدخلت في عينة الدراسة (٣٣) شركة مساهمة، يوضحها الملحق (١)، وتتمثل أسباب استبعاد الشركات الأخرى بما يأتي:

١. اندماج الشركة خلال مدة الدراسة.
 ٢. وقوع الشركة تحت التصفية.
 ٣. تأسست حديثاً.
 ٤. عدم توفر البيانات.
- سادساً: مدة الدراسة:

غطت الدراسة مدة اربع سنوات تمتد من (٢٠١٥-٢٠١٨).

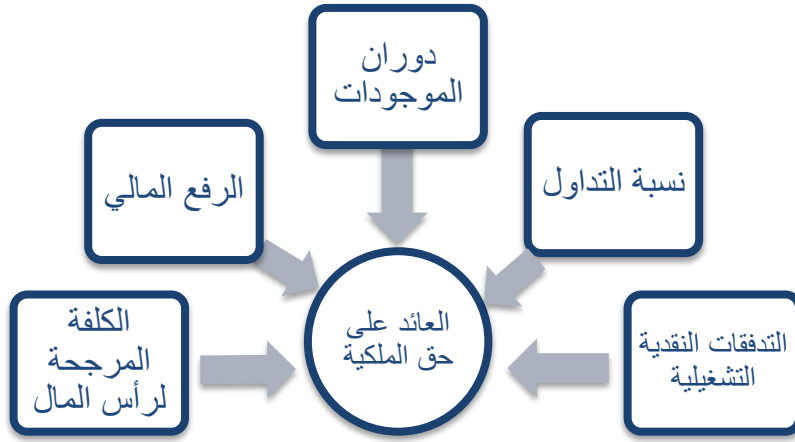
سابعاً: أساليب جمع البيانات والمعلومات

تم الاعتماد على الكتب والدراسات والبحوث، لتوضيح الأسس النظرية، وتم تناول البيانات المالية المنشورة على الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية وهيئة السوق المالي، فضلاً عن الكشوفات المالية (الميزانية، وكشف الدخل)، والتقارير التفصيلية للشركات عينة الدراسة، والنشرات الصادرة عن البنك المركزي العراقي.

ثامناً: أنموذج الدراسة:

الشكل البياني (١) يمثل كيفية ارتباط متغيرات الدراسة بنوعها المعتمد والمستقل، فضلاً عن اتجاه التأثير، ومن شأن هذا الشكل البياني أن يمكّن المطلع من فهم هيكل الدراسة، وأن يوضح ما ارتأت إليه الباحثة للوصول إلى النتائج.

الشكل (١)



نموذج الدراسة

المبحث الثاني

مراجعة الأدبيات

تمثل الدراسات السابقة في مجال التحليل المالي بشكل عام، وتحليل دويونت بشكل خاص، والدراسات ذات العلاقة بتقييم كفاءة الشركات، ذات أهمية كبيرة في ترصين الدراسة الحالية، وذلك لتناولها الكثير من الإثباتات المعرفية، التي تسهم في تدعيم وترصين الجانب النظري والتطبيقي، ولهذا يركز هذا المبحث على مراجعة الدراسات والبحوث ذات العلاقة بموضوع الدراسة الحالية، متضمناً عرضاً مختصراً لمجموعة من الدراسات العلمية ومحتوياتها النظرية والتطبيقية، والتي سترد على وفق تسلسلها الزمني.

أولاً: الدراسات السابقة:

١. دراسة (Soliman, ٢٠٠٨) بعنوان: (The Use of DuPont Analysis by Market Participants) (استخدام تحليل دويونت من قبل المشاركين في السوق)

استهدفت الدراسة إظهار أهمية تحليل (DuPont) بالنسبة للمستثمرين في الأسواق المالية، عبر تحليل البيانات المالية للشركات الأمريكية المدروسة للفترة (١٩٨٤-٢٠٠٢) وقدرتها على التنبؤ بالأرباح المستقبلية. وقد استندت الدراسة الحالية إلى ما توصلت له الأبحاث السابقة من أن التغيير في دوران الموجودات يرتبط بشكل إيجابي بتغيرات الأرباح المستقبلية. وعليه تسهم الدراسة الحالية في الاضافة إلى الدراسات الاخرى المتعلقة باستخدام سوق الأوراق المالية للمعلومات المحاسبية من خلال اختبار استجابات عوائد الأسهم الحالية والمستقبلية لمكونات

العائد على حق الملكية وذلك) على وفق تحليل (DuPont). وأظهرت النتائج أن المعلومات التي يقدمها نموذج (DuPont) مفيدة ويتضح من الارتباطات المعنوية بين مكونات DuPont وعوائد الأسهم. ومع ذلك، وجدت الدراسة وجود أخطاء توقع مستقبلية يمكن التنبؤ بها وعوائد غير طبيعية في المستقبل تشير إلى أن معالجة المعلومات من قبل المحللين الماليين غير كافية. فضلاً عن أن مكونات DuPont تمثل شكلاً تدريجياً وقابلاً للتطبيق للمعلومات حول الخصائص التشغيلية للشركة، وعلاقتها بعوائد الاسهم.

٢. دراسة (Herciu, Ogreaan and Belascu , ٢٠١١) بعنوان: (A Du Pont Analysis of the ٢٠ Most Profitable Companies in the World) تحليل DuPont لأكثر من ٢٠ شركة رابحة في العالم)

تهدف هذه الورقة إلى تفسير مفارقة الاستثمار في الأسواق المالية، وهي إنه على الرغم من وجود شركات يتم تصنيفها على أنها الأكثر ربحية إلا أنها ليست الأكثر جاذبية للمستثمرين. ومن أجل تحقيق هدف الدراسة، قام الباحثون باختيار ٢٠ شركة رابحة في العالم لسنة ٢٠٠٩ وفقاً لتصنيف (Fortune) وباستخدام تحليل DuPont توصلت الدراسة إلى أن ارتفاع جاذبية الاستثمار في الشركات لدى المستثمرين لا يعود إلى مؤشرات كالعائد على حق الملكية او العائد على الاستثمار، وإنما يعود إلى مكونات ذلك العائد ودرجة منسوبيته إلى الأداء التشغيلي للشركات. وعليه قد يختلف تصنيف الشركات وترتيبها على الرغم من الحفاظ على معدل مرتفع من العائد على حق الملكية.

٣. دراسة (صالح وفاضل، ٢٠١٢) بعنوان: (تقييم أداء الشركات العراقية باستخدام نموذج العائد على حقوق الملكية دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة ٢٠٠٨-٢٠١٠).

سعت هذه الدراسة إلى التحقق من أداء الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، والتعرف فيما إذا كان هذا الأداء يختلف باختلاف القطاع الاقتصادي الذي تعمل به الشركة باستخدام تحليل (DuPont) وأسلوب المتوسطات، وأسلوب تحليل التباين ANOVA لمدة ثلاث سنوات للفترة ٢٠٠٨-٢٠١٠. وخلصت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات كان من بينها وجود تباين في نتائج تقييم أداء الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية في كل قطاع على حدة، وبين مختلف القطاعات الاقتصادية حسب مؤشر العائد على الملكية ومؤشراته الفرعية خلال سنوات الدراسة الثلاث، وإن اغلب الشركات ذات الأداء الجيد وغير الجيد يرجع سببه إلى الكفاءة في تحقيق الربح، ومراقبة التكاليف، واستخدام الموجودات، في حين لا يوجد دور لمؤشر الرفع المالي في تقييم الأداء.

٤. دراسة (Sheela and Karthikeyan, ٢٠١٢) بعنوان: (Financial Performance of Pharmaceutical Industry in India using DuPont Analysis) (الأداء المالي لصناعة الأدوية في الهند باستخدام تحليل دوبونت)

هدفت الدراسة إلى قياس الأداء المالي لصناعة الأدوية، وذلك عبر تحليل البيانات المالية لأكبر ثلاث شركات في الصناعة المذكورة بوصفها عينة للدراسة وللفترة ٢٠٠٣-٢٠١٢. ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة عملت هذه الورقة على قياس نسبة العائد على حق الملكية (ROE) ونسبة العائد على الاستثمار (ROA) عبر تطبيق تحليل DuPont بوصفه أداة مهمة للحكم على الأداء المالي والتشغيلي للشركات. وأشرت النتائج قوة تحليل DuPont عبر مكوناته (صافي هامش الربح، ودوران الموجودات، والرفع المالي) على تشخيص التقييم المالي للشركات المدروسة، وتم التوصل إلى مجموعة من الاستنتاجات أهمها ان نسبة العائد على حق الملكية (ROE) ونسبة العائد على الاستثمار (ROA) تعد من المقاييس الأكثر شمولية لقياس ربحية الشركات.

٥. دراسة (Almazari, ٢٠١٢) بعنوان: (Financial Performance Analysis of the Jordanian Arab Bank by Using the DuPont System of Financial Analysis) (تحليل الأداء المالي للبنك العربي الأردني باستخدام نظام دوبونت للتحليل المالي)

سعت الدراسة بشكل أساسي إلى قياس الأداء المالي للبنك التجاري العربي الأردني للفترة ٢٠٠٠-٢٠٠٩ باستخدام نظام دوبونت للتحليل المالي، القائم على تحليل نموذج العائد على حق الملكية. إذ يقسم نموذج العائد على حق الملكية الأداء إلى ثلاثة مكونات: صافي هامش الربح، وإجمالي معدل دوران الموجودات، ومضاعف حقوق الملكية. ويُعدّ البنك العربي بوصفه عينة الدراسة من أكبر المؤسسات المالية في الشرق الأوسط ويصنف ضمن أكبر المؤسسات المالية العالمية. إذ شهد البنك استمرار التحديات الناجمة عن الأزمة المالية العالمية. تبين أن الأداء المالي للبنك العربي ثابت وبشكل نسبي، ويعكس الحد الأدنى من التقلبات في العائد على حق الملكية. وأظهر هامش الربح وإجمالي معدل دوران الموجودات استقراراً نسبياً للفترة من ٢٠٠١ إلى ٢٠٠٩، كما أظهر مضاعف حقوق الملكية أيضاً مؤشرات مستقرة تقريباً للفترة من ٢٠٠١-٢٠٠٥ وانخفضت النسب من ٢٠٠٦-٢٠٠٩ مما يشير إلى أن البنك العربي كان لديه اعتماد أقل على الرافعة المالية في السنوات الأخيرة، مما يعني أن البنك يعتمد بدرجة أقل على الديون لتمويل موجوداته.

٦. دراسة (Chang , Chichernea and HassabElnaby, ٢٠١٣) بعنوان: (On the DuPont analysis in the health care industry) (تحليل دوبونت في صناعة الرعاية الصحية)

هدف البحث إلى اظهار أهمية مكونات تحليل DuPont في ١٢١١ مؤسسة ربحية مختصة في تقديم الرعاية الصحية للفترة ١٩٨٤-٢٠١٠ مقارنة مع دراسات أخرى أُجريت على الشركات الصناعية. ومن ثم يدرس البحث فائدة مكونات تحليل دوبونت بين القطاعات المذكوره آنفاً في التنبؤ بربحية الشركات، وكيف يمكن للمشاركين في السوق المالي (محللين ومستثمرين) استخدام تحليل دوبونت في قراراتهم الاستثمارية. وترى الدراسة أن الخصائص البيئية والتشغيلية مثل اللوائح التنظيمية وتكثيف العمالة من المحتمل أن تؤثر في أهمية الاشارات المعلوماتية للمعلومات المحاسبية ومن ثم التغيير النسبي لاهمية مكونات تحليل دوبونت من صناعة إلى أخرى. وقد أشرت الدراسة بان التغييرات في مستوى هامش الربح يعد أكثر أهمية من دوران الموجودات في صناعة الرعاية الصحية، وبالتالي فان الخصائص التشغيلية من الممكن أن تؤثر في موثوقية دوران الموجودات في التنبؤ بربحية الشركات، وعليه لا بد من التركيز على هامش الربح، من أجل تحسين دقة التنبؤات.

٧. دراسة (Bauman, ٢٠١٤) بعنوان: (Forecasting operating profitability with DuPont analysis Further evidence) (التنبؤ قابلية الأرباح التشغيلية وفق تحليل DuPont: المزيد من الادلة)

الهدف من الدراسة إعادة اختبار العلاقة بين التغييرات بين هامش الربح (profit margin) والتغييرات في العائد على صافي الموجودات التشغيلية، ومن ثم التعرف على اتجاه التغيير عبر استخدام تحليل الانحدار، من أجل تطوير نموذج تنبؤي للتغييرات، ولمدة عام واحد فقط. ذلك أن تحليل DuPont يوفر قدرةً على تقسيم عائد الشركة المتأتي من الموجودات التشغيلية إلى مؤشرين أساسيين، هما: دوران الموجودات، وهامش الربح. للحصول على رؤى حول الدوافع الكامنة وراء ربحية التشغيل، فضلاً عن تحديد أهم محددات تلك الربحية، وتوصل البحث إلى أن التغييرات في دوران الموجودات تعد ذات أهمية في تفسير العائد، إلا أن تلك الأهمية تبدأ بالتناقص في الأجل الطويل، على عكس التغييرات التي تنشأ في هامش الربح، وتعد من أهم محددات ربحية الشركات في الأجل الطويل.

٨. دراسة (Burja and Marginean, ٢٠١٤) بعنوان: (The study of factors that may influence the performance by the DuPont analysis in the furniture industry) (دراسة العوامل التي قد تؤثر على الأداء عبر تحليل دوبونت في صناعة الأثاث)

في سياق دراسة الأداء الاقتصادي والمالي، سعت الدراسة إلى استخدام نموذج دوبونت بوصفه أداة مفيدة في الأدبيات والممارسات المتخصصة. إذ يتم التوصل إلى تحليل الأداء المالي بواسطة نموذج DuPont ومن خلال معدل تحليل ROE (العائد على حق الملكية) وفقاً لمعدلات العائد الأخرى، مثل ROS (العائد على المبيعات)، أو ROA (العائد على الموجودات)، أو مضاعف الأسهم. وإن الهدف الرئيس من هذه الدراسة هو تقديم العوامل التي يمكن أن تؤثر في أداء تحليل DuPont في خمس شركات رومانية كبيرة، ولها نشاط في صناعة الأثاث. وعليه قدمت الدراسة المؤشرات وحساب العائد على حق الملكية بواسطة تحليل DuPont في أفق زمني مدته ١٣ عاماً لمراقبة تأثيرات المؤشرات في النموذج على الربحية. وبتطبيق منهجية حساب معامل ارتباط بيرسون، أشرت الدراسة الارتباطات بين مؤشرات دوران الموجودات والعائد على حق الملكية، مع مؤشرات أخرى للنموذج، وتم عرض التأثيرات الرئيسية الموجودة بين المتغيرات. وأشرت الدراسة استناداً إلى البيانات المالية التي تم تحليلها بواسطة نموذج DuPont، أنه يوجد علاقة ارتباط موجبة ومهمة احصائياً فيما يتعلق بحجم التداول، وصافي الدخل، وإجمالي الموجودات، وحق الملكية. ومن ثم، يمكن القول إنه من بين طرق زيادة مبيعات الشركة في صناعة الأثاث، ضخ رأس المال الاستثماري والمخصص لتحسين وزيادة موجودات الشركة. في إطار ربحية الشركات الرومانية في صناعة الأثاث، توجد علاقة ارتباط موجبة وقوية بين صافي الدخل، ومعدل العائد على المبيعات، العائد على الموجودات وإجمالي دوران الوجودات، وهذا يعني فرصة لزيادة الربحية في علاقة وثيقة جداً بزيادة قيمة معدلات العائد الأخرى في النموذج أو صافي الدخل، ويتم ذلك عبر التمويل بالأسهم، وليس من خلال زيادة الاقتراض في ظل الحد الأدنى من إجمالي دوران الموجودات.

٩. دراسة (Kim, ٢٠١٦) بعنوان: (A Study of Financial Performance using DuPont Analysis in Food Distribution Market) (دراسة الأداء المالي باستخدام تحليل دوبونت في سوق توزيع الأغذية)

هدفت هذه الدراسة إلى قياس الأداء المالي لسبع شركات من شركات توزيع المواد الغذائية في كوريا الجنوبية والفترة ٢٠١٣-٢٠١٥. ومن أجل تحقيق الهدف، قامت الدراسة

بقياس نسب معدل العائد على حق الملكية ROE، ومعدل العائد على الاستثمار ROA ومن ثم تطبيق تحليل DuPont لإظهار التغير الذي يحصل في كلتا النسبتين وبشكل دوري. إذ يعتمد تحليل DuPont على تحليل العائد على حق الملكية (ROE) وعائد الاستثمار (ROI). ويتم تقسيم العائد على حق الملكية إلى ثلاثة مؤشرات: صافي هامش الربح، إجمالي دوران الموجودات، ومضاعف حقوق الملكية (Equity Multiplier) أو كما يعرف بالرفع المالي. ويتكون معدل العائد على الاستثمار من دوران الموجودات (دخل التشغيل × إجمالي الموجودات)، وهامش الربح (صافي الربح قبل الفوائد والضرائب × الدخل التشغيلي). وأشارت الدراسة أن الأداء المالي للشركات عينة الدراسة كان مرتفعاً، توصلت الدراسة إلى استنتاج كان مفاده أن العائد على حق الملكية والعائد على الاستثمار هما مؤشران مهمان لقياس الأداء المالي، فضلاً عن كونهما المقياسين الأكثر شمولية لقياس ربحية الشركات؛ لاحتوائهما على القرارات التشغيلية والاستثمارية والتمويلية.

١٠. دراسة (Kharatyan, ٢٠١٦) بعنوان: (Ratios and indicators that determine return on equity) (النسب والمؤشرات التي تحدد العائد على حق الملكية)

تهدف هذه الدراسة إلى مناقشة واختبار العوامل التي قد تؤثر في العائد على حق الملكية (ROE). العائد على حقوق الملكية هو مقياس لكفاءة توليد الأرباح، ومقياس قوي لمدى نجاح إدارة الشركة في خلق قيمة لمساهميها. عادة ما تتمتع الشركات التي لديها عائد مرتفع على حق الملكية بمزايا تنافسية على منافسيها، مما يترجم إلى عوائد أعلى للمستثمرين لذلك، يبدو أنه من الضروري دراسة العوامل المحركة لذلك العائد، لا سيما النسب والمؤشرات التي قد يكون لها تأثير كبير. تم إجراء التحليل على عينة من ٩٠ شركة غير مالية، والتي تعد من مكونات مؤشر NASDAQ-١٠٠ وأيضاً على عينات من قطاع الصناعة. وقد تم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية للعثور على الدوافع الأكثر تأثيراً في العائد على حق الملكية. وتعدّ مكونات نموذج DuPont الموسع بمثابة العوامل الأساسية التي تؤثر في العائد على حق الملكية. فضلاً عن ذلك، يتم أيضاً دمج النسب والمؤشرات الأخرى مثل السعر إلى الأرباح والسعر إلى القيمة الدفترية. ومن ثم، تستخدم الدراسة ثنائي نسب يعتقد أن لها تأثير في العائد على حق الملكية. وفقاً للنتائج التي توصلت إليها الدراسة، فإن النسب الأكثر صلة التي تحدد عائد حق الملكية هي العبد الضريبي، وعبد الفائدة، وهامش التشغيل ودوران الموجودات، والرافعة المالية (مكونات DuPont الموسعة)، بغض النظر عن قطاع الصناعة.

١١. دراسة (Rahman, ٢٠١٨) بعنوان: (An Implementation of DuPont Model on Selected Bangladeshi Commercial Banks) (تطبيق نموذج دوبونت على بنوك تجارية بنجلاديشية مختارة)

تحاول هذه الدراسة قياس الأداء المالي للبنوك التجارية البنجلاديشية المختارة للفترة ٢٠١٠-٢٠١٦ من خلال استخدام نموذج دوبونت، الذي يعد أداة مهمة لقياس الربحية والحكم على الأداء المالي لأي كيان مالي. إذ يفصل نموذج DuPont المعدل العائد على حق الملكية (وهو مؤشر على قوة أرباح الشركة) إلى خمسة مكونات: العبء الضريبي (Tax burden)، وعبء الفائدة (Interest burden)، وهامش الربح، وإجمالي معدل دوران الموجودات، ونسب مضاعف حقوق الملكية. تظهر النتائج التجريبية أن بنك (Dhaka Bank) كان أفضل أداء في كل جانب، وحصل على المركز الأول، بسبب أعلى متوسط عائد على حق الملكية. من ناحية أخرى، فإن بنك (AB Bank) هو الأقل أداء بين جميع البنوك، بسبب أدنى متوسط لعائد حق الملكية. أخيراً، تشير هذه الدراسة إلى أنه يمكن أن يكون للشركة عائد على حق الملكية مرتفع إذا كان لديها هامش تشغيلي مرتفع، وفائدة أقل، وضريبة دخل أقل، واستخدام فعال للموجودات، واستخدام مرتفع للديون في هيكل رأس المال.

١٢. دراسة (عبدالله، ٢٠١٩) بعنوان: (تقويم الكفاءة التشغيلية للمصارف التجارية باستخدام نموذج Modified DuPont لعينة من المصارف العراقية الخاصة).

يهدف هذا البحث إلى معرفة مدى تمتع المصارف المحلية العراقية بالكفاءة المصرفية، إذ يعد القطاع المصرفي أحد المجالات الحساسة والمهمة لاي مجتمع، فهو الركيزة والقاعدة التي يستند إليها نجاح أو فشل أي اقتصاد، فقياس الكفاءة في استغلال موارد هذا القطاع يعد عملاً ضرورياً لترشيد وتوجيه مسيرة الصناعة المصرفية لكل بلد.

تم الاعتماد في تحليل النتائج على المنهج الكمي من خلال استعمال نموذج (DuPont) المعدل، وذلك بعرض البيانات المالية للمصارف محل الدراسة، وتحليلها وتفسيرها، ومن ثم تحديد النتائج بالاعتماد على التقارير المالية لهذه المصارف وقياس الأداء المالي للعمل المصرفي. وتم التوصل إلى مجموعة من الاستنتاجات والتوصيات، أهمها: تعد المصارف متقاربة المستوى من حيث الأرباح باستثناءات بسيطة، واعتماد المصارف صيغا استثمارية مضمونة الربحية، أما أهم الاستنتاجات: فهي استخدام نموذج (DuPont) المعدل له من القدرة على تفسير أوضاع الشركات التي تطلب القروض.

ثالثاً: الإفادة من الدراسات السابقة:

لقد استفادت الدراسة الحالية كثيراً من إسهامات الدراسات السابقة وعلى النحو الآتي:

١. أسهمت الدراسات السابقة في توضيح الأساس النظري لتحليل دويونت ومؤشراته الامر الذي من شأنه أن يجعل موضوع الدراسة الحالية متكاملًا من حيث التراكم المعرفي للموضوع.
 ٢. قدمت الدراسات السابقة إطارًا تطبيقيًا لكثير من الحقائق المعرفية في إطار الموضوع، وكيفية التوصل إلى هذه الحقائق، وقد استندت الدراسة الحالية إلى هذه الأدلة التجريبية في إعداد الإطار العام للدراسة، ومنهجيتها العلمية.
- ثانياً: ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

١. سعت الدراسة الحالية إلى إضافة مؤشرات أخرى إلى التحليل المالي لنموذج دويونت، والتي قد جاءت متفرقة في دراسات سابقة، كالتدفقات النقدية التشغيلية (Free Cash Flows)، ونسبة التداول (Current Ratio) متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال (Weighted Average Cost Of Capital)، وهذا ما لم تؤشره الدراسات السابقة.
٢. تشخيص مسألة مهمة والتي أغفلتها الدراسات السابقة، ولم يتم تسليط الضوء عليها بشكل كافٍ، وهي حجم الشركة وأهميته في تحديد حجم تأثير المؤشرات المالية واختلافه من شركة إلى أخرى.

الفصل الثاني

الإطار النظري للدراسة

المبحث الأول

المفاهيم الأساسية للتحليل المالي وتقييم الأداء

أولاً: مفهوم التحليل المالي

يختلف مفهوم التحليل المالي باختلاف المنهج العلمي المتبع، ويمكن تعريف التحليل المالي بأنه عملية معالجة البيانات المالية المتاحة عن شركة ما للحصول على معلومات، تستعمل في عملية اتخاذ القرار وتقييم أداء مختلف الشركات في الماضي والحاضر، وتوقع ما سيكون عليه وضع الشركة في المستقبل، كما يعرف على أنه: دراسة للقوائم المالية بعد تبويبها باستخدام الأساليب الكمية، وذلك بهدف إظهار الارتباطات والعلاقات، وأثر التغيرات، واشتقاق مجموعة من المؤشرات التي تساعد على دراسة وضع الشركة من الناحية الاستثمارية والتشغيلية والتمويلية (رشيد، ٢٠١٨، ٥٢٦).

كما يعرف التحليل المالي بأنه عملية يتم من خلالها استكشاف أو اشتقاق مجموعة من المؤشرات الكمية والنوعية، حول نشاط المشروع الاقتصاد، التي تساهم في تحديد أهمية وخواص الأنشطة التشغيلية والمالية للمشروع، وذلك من خلال معلومات تستخرج من القوائم المالية، ومصادر أخرى، كي يتم استخدام هذه المؤشرات في تقييم أداء الشركة بقصد اتخاذ القرارات (مطر، ٢٠٠٣، ٣). ويعرف التحليل المالي بأنه عبارة عن القيام بدراسة وتحليل الأرقام الناتجة عن العلاقات بين البنود والأرقام المختلفة رأسياً كانت أو أفقياً التي تشملها القوائم المالية في المركز المالي وقائمة الدخل خلال فترات مختلفة، ثلاث فترات مالية على الأقل للحصول على نتائج أفضل، ومن خلال هذه النتائج يمكن التعرف على الاتجاه الذي تسير إليه الشركة إيجاباً أو سلباً.

أو بأنه عملية معالجة منظمة للبيانات المالية المتاحة عن مؤسسة ما للحصول على معلومات تستعمل في عملية اتخاذ القرارات وتقييم أداء المؤسسات التجارية والصناعية في الماضي والحاضر، وكذلك في تشخيص أية مشكلة موجودة مالية أو تشغيلية، وتوقع ما سيكون عليه الوضع في المستقبل، ويتطلب تحقيق مثل هذه الغاية القيام بعملية جمع وتصحيح للبيانات المالية وتقديمها بشكل مختصر وبما يتناسب وعملية اتخاذ القرار (الغصين، ٢٠٠٤، ٤٢).

وتظهر أهمية التحليل المالي عبر تأثيره المباشر في تقييم أداء الشركات، ذلك أن القوائم المالية تحتوي على أرقام بشكل مجرد، لا تعكس بوضوح حقيقة الوضع المالي للشركات؛ لأنها مجرد بيانات تاريخية واجب ربطها وتوضيحها وتحليلها على شكل معلومات تفيد الشركات

والأطراف الداخلية والخارجية؛ لا غرض معرفة المركز المالي الحقيقي، وتحديد القيمة الاستثمارية للشركة، واختبار مدى كفاءة عمليات الشركة، فضلاً عن تحديد ملامح السياسات المالية والتشغيلية (محمد، ٢٠١٩، ٤٩٥-٤٩٦).

مما ذكر فإن التحليل المالي هو مصمم لتحليل أعمال الشركات، ويمكن من خلاله معالجة البيانات لغرض توليد معلومات تفيد لاتخاذ القرارات وإظهار الإرتباط في القوائم المالية، ويسهم كذلك في تقييم أداء الشركة، وإعطاء معلومة يستفيد منها الأطراف المستفيدة، وتشخيص مواطن الضعف، والقوة، وتقييم نظام الرقابة.

ثانياً: مفهوم تقييم الأداء

يعرف تقييم الأداء المالي بتقييم نشاط الشركة الاقتصادية في ضوء ما توصلت إليه من نتائج نهاية المدة المالية المعنية، وهي أولاً تهتم بالتحقق من بلوغ الأهداف المخططة والمحددة مسبقاً، وثانياً بقياس كفاءة الشركة في استخدام الموارد المتاحة، سواءً أكانت موارد بشرية أم مالية. حظي تقييم الأداء المالي بالاهتمام في الكثير من الدراسات والأبحاث المالية والمحاسبية فهو يساعد على تقييم كفاءة الموارد المتاحة، والتحقق من تنفيذ الأهداف المطلوبة، والتأكد من سير الشركة على الطريق الصحيح، ويستمد التقييم المالي أهميته من توفر المعلومات المهمة للإدارة؛ لاتخاذ القرارات المناسبة، سواء كانت استثمارية أم تطويرية أم بتغيير السياسات، ويساعد كذلك في تخفيض وتحسين التكاليف. ونظراً لأهمية هذا الموضوع ظهرت الحاجة إلى البحث عن مقاييس جديدة لتقديم المعلومات، حول كيفية قيام الشركة في تعظيم ثروة المالكين، وتوليد قيمة لهم. أي أن النموذج الاقتصادي يُبنى على فرضية مفادها أن المستثمر يقوم بتقييم الشركة التي يريد أن يستثمر فيها بناء على قيمة التدفقات النقدية المستقبلية، التي يمكن أن يحصل عليها من هذه الشركة، الأمر الذي أدى إلى البحث عن مقاييس جديدة ومفيدة لقياس الأداء المالي، بشكل أكثر كفاءة وفاعلية. (الربيعي، ٢٠٢٠، ١٥٩).

وكذلك يعرف بأنه مفهوم واسع يعبر عن أسلوب الشركة في استثمار مواردها المتاحة، وفقاً لمعايير واعتبارات متعلقة بأهدافها، في ظل مجموعة من المتغيرات الداخلية والخارجية، التي تتفاعل معها الشركة في سعيها لتحقيق كفاءتها وفعاليتها لتأمين بقائها.

أو أنه عبارة عن أداة تستخدم للتعريف بنشاط الشركة، بهدف قياس النتائج المتحققة، ومقارنتها بالأهداف المرسومة مسبقاً، وتحديد الانحرافات، وتشخيص مسبباتها واقتراح الحلول اللازمة لتلافي تلك الأسباب؛ لغرض تحقيق الأداء الجديد في المستقبل.

كما تعد عملية تقييم الأداء عملية قياس للأداء الفعلي ومقارنة النتائج المحققة بالنتائج المطلوب تحقيقها، حتى تتكون صورة حية لما حدث ولما يحدث فعلاً ومدى النجاح في تحقيق

الأهداف، وتنفيذ الخطط الموضوعية، بما يكفل اتخاذ القرارات الملائمة لتحسين الأداء. (عبد الستار، ٢٠١٨، ٤٦٢).

فضلا عما سبق: فإن عملية تقييم الأداء ذات أهمية كبيرة بالنسبة للشركات، تتمثل فيما يأتي: (داود وامين، ٢٠٢٠، ٢٤٨):

١. توضيح مدى كفاءة التخطيط، عندما يطبق الأفراد مهامهم على أكمل وجه.
٢. محاولة لتجاوز القصور الذي يحدث في عملية التخطيط المالي للشركة.
٣. ضرورة ومهمة من أجل معرفة مدى تحقيق الشركة لخططها وأهدافها.
٤. التعرف على بعض المؤشرات قياساً بالمنافسين ومقارنتها

وتنقسم مداخل تقييم الأداء على أربعة مداخل وكالاتي: (عبد الرضا، ٢٠١٦، ٢٧٥-

(٢٧٦)

أ- **المدخل المالي:** يمكن للشركة استخدام مؤشرات مالية لقياس الأداء الاستراتيجي، فضلا عن أنها توضيح للصورة الحقيقية للمركز المالي لمنظمات الأعمال، والتي يمكن تهيئتها ضمن نماذج تنبؤية لتحديد المركز المالي.

ب- **مدخل أصحاب المصالح:** يهتم أصحاب المصالح بأداء الشركة، واهم النتائج التي تحققت، وذلك بأختيار وتطبيق استراتيجية معينة. ولوحظ اهتمام كل فئة من فئات أصحاب المصالح بعناصر معينة من التقييم ذات صلة مباشرة أو غير مباشرة بنشاط أعمال المصالح بالنسبة) للأفراد والشركات) التي لها علاقة بأستراتيجية الشركة، وبمستوى ادائها ودرجة نجاحها في تحقيق تلك الأهداف.

ت- **مدخل المقارنة المرجعية:** تعد من التقنيات المعاصرة، التي أثبتت نجاحها في التطبيق، كونها أداة لتحسين الأداء بشكل مستمر، من خلال إجراء المقارنات المستمرة للمنتجات أو الخدمات مع أفضل مستويات الأداء المنافسة لها، مما يدعوها إلى تطوير العمليات التشغيلية الرئيسة في الشركات، لتمنحها الميزة التنافسية التي تواجه بها منافسيها الرئيسين.

ث- **مدخل بطاقة الأداء المتوازن:** يعد من الوسائل المستخدمة من قبل الشركات في تقييم أدائها وتحسينه؛ كونه يحقق الكثير من التوازنات بين المفاهيم والمقاييس التقليدية والحديثة، حيث انه لا يعتمد فقط على المؤشرات المالية التاريخية، بل يتضمن مؤشرات غير مالية مستقبلية تسهم في تحقيق الأهداف الاستراتيجية للشركات.

وعليه: فإن تقييم الأداء يزود الشركة بتغذية عكسية عن الأداء المالي من أجل تطويره بخطط مستقبلية، ويزودها بوثائق داعمة للقرارات المتعلقة بالأمور المالية. وتشمل مقاييس الأداء المالية المبنية على الربح المحاسبي من المقاييس التالية (المطيري، ٢٠١١، ٢٩):

١. معدل العائد على الموجودات: إن مقياس العائد على الموجودات هو من أكثر مقاييس الأداء المبنية على الربح المحاسبي شيوعاً، ويعبر هذا المقياس عن العلاقة بين الأرباح المحاسبية وحجم الأموال المتاحة للاستخدام من قبل إدارة الشركة.
٢. معدل العائد على حقوق الملكية: إن هذا المؤشر يهتم بقياس العائد على كل دينار مستثمر من قبل حملة الأسهم العادية، إذ إن هذا المقياس يأخذ أثر الأنشطة التشغيلية والتمويلية معاً، وهو يتأثر بدرجة الرفع المالي وحجم الديون في هيكل رأس المال.
٣. ربحية السهم: يعد نصيب السهم العادي من الأرباح مؤشراً مالياً لتقييم أداء الشركات التجارية، أو الصناعية أو المالية، إذ يقاس ربحية المنظمات، ويساعد المستثمرين والمقرضين في اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية.
٤. نصيب السهم من التدفقات النقدية التشغيلية: إن قائمة التدفقات النقدية هي إحدى القوائم الرئيسية التي ينتجها النظام المحاسبي، وتقوم على أساس الدفع الفعلي والقبض الفعلي للنقد، بغض النظر عن أساس الاستحقاق، وهي تبين المقبوضات والمدفوعات النقدية وصافي، التغير في النقد الناتج عن الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية للشركة، خلال الفترة المالية، من خلال المقارنة بين رصيد النقدية أول المدة وآخر المدة.

ثالثاً: تقييم الأداء من منظور العائد

تعد البيانات مؤشراً يوجز نوعية التقارير المالية، والتي بدورها تحدد نوعية الإفصاح المالي. بمعنى أن العوائد قد تستخدم لتلخيص الإفصاح المالي، وبذلك عرفت العوائد بكونها إحصاءً كافياً ووصفياً للتقارير المالية، وبذلك يصبح الاعتقاد بان العوائد هي المؤشر الأكثر أهمية في القوائم المالية الأمر الذي من شأنه أن يجعل التركيز على العوائد في التقييم أمراً طبيعياً (Francis et.al, ٢٠٠٦, ١٤).

وعليه نالت الأرباح المحاسبية أهمية كبيرة في أدبيات الاستثمار؛ نظراً للدور المهم والحاسم الذي تؤديه في تحليل الأوراق المالية، وفي بحوث الاستثمار. لذا فإن استعراض معنى العوائد Earnings، يعد أمراً أساسياً في أدبيات الإدارة المالية. فعلى مستوى التحليل الأساسي Fundamental تكون هناك الحاجة إلى النظر في مفهوم العوائد، وتأثيرها في عملية تقييم الشركة (الجبوري، ٢٠٠٦، ٣).

حيث تمثل الأرباح المحاسبية مقياساً لفاعلية سياسات إدارة الشركة التشغيلية والتمويلية والاستثمارية، والقرارات المتخذة والمتعلقة بتلك السياسات، وهناك مصطلحات مختلفة تستخدم لتحديد عنصر الأرباح في القوائم المالية، كصافي الدخل Net Income، وصافي العوائد المحاسبية Net Accounting earnings، وصافي الربح Net Profit، وهامش الربح profit

margin، وجميعها مصطلحات تستخدم وبشكل متبادل ومترادف لوصف عنصر الأرباح. وعلى الرغم من ذلك، ليس هناك مفهوم واحد لمصطلح الأرباح (اجمالي الأرباح، العوائد قبل الفوائد والضرائب، الأرباح التشغيلية، العائد التشغيلي قبل الاندثار والإطفاء، صافي العوائد المحاسبية)، أو نماذج محددة لكيفية استخدامها في التحليل (Edmonds et.al, ٢٠٠٣، ٩-١٠). ويعود السبب في ذلك إلى أن أية شركة أعمال تقوم بأنشطة مستمرة، لا يمكن تحديد نتيجة أعمالها وما أسفرت عنه من أرباح أو خسائر على وجه التأكيد، إلا بعد اكتمال كافة الأنشطة في نهاية عمر الشركة. ولمعرفة عوائد الشركة بصفة دورية ومستمرة، أي عن فترات تقل عن عمر الشركة، يفترض تجزئة عمر الشركة إلى فترات لإمكانية قياس نتائج الأعمال، وهذا ما يطلق عليه افتراض الفترة المحاسبية الدورية Time Period Assumption (الجبوري، ٢٠٠٦، ٥-٦).

لذا يعكس كشف الدخل الأحداث الاقتصادية لمدة زمنية معينة، عن طريق مقابلة الانجازات لتلك الفترة. أي الإيرادات مع التكاليف، وتنتهي البيانات المالية في كشف الدخل برقم متعلق بالعوائد المحاسبية للشركة والتي يطلق عليها أيضاً بصافي الدخل أو الخط السفلي Bottom line. الذي يمثل الفرق بين الإيرادات Revenues والتكاليف Costs التي تحتوي جميع التكاليف المتعلقة بالنشاط التشغيلي الرئيس، أو تكاليف الأنشطة غير الرئيسة للشركة (Bodie et. al, ٢٠١٣، ٤٥٢). وأياً كانت تلك العوائد المحاسبية ومقدارها، إلا أن الإشكالية الرئيسة، تكمن في المرونة المتاحة في تطبيق الطرائق والإجراءات المحاسبية البديلة لقياس وتوصيل حدث اقتصادي معين، وعند الأخذ بالنظر عدد الفقرات التي تشكل القوائم المالية مع ثبات المتغيرات الأساسية، فإنّ العدد الممكن من التوليفات المقبولة المستخدمة للوصول إلى مقدار العوائد المحاسبية يصبح واسعاً. مما ينتج عنه عدد من الأرقام القانونية المقبولة للعوائد، ولذلك ظهر منهج التحليل النوعي Qualitative analysis، فلم يعد اهتمام المحلل المالي محصوراً فقط بالمحتوى الكمي للأرقام المحاسبية الدفترية التي تظهر في القوائم المالية المنشورة، وإنما يتعدى اهتمامه إلى البحث عما وراء تلك الأرقام من دلالات، تتمثل في مجموعة من الخصائص الخاصة بكل من عوائد الشركة ومركزها المالي (مطر، ٢٠٠٦، ٤١١).

ويعد من الضرورة التفريق بين العوائد المحاسبية والعوائد الاقتصادية، فتعرف العوائد المحاسبية بالبواقي Residual الناتجة من مقابلة الإيرادات مع التكاليف ذات العلاقة بتلك الإيرادات في أثناء فترة زمنية معينة.

في حين تعرف العوائد الاقتصادية بالعوائد الملائمة في اتخاذ القرارات التي من شأنها أن تعظم من ثروة حملة الأسهم، وهو الهدف المعاصر للإدارة المالية (الجبوري، ٢٠٠٦، ٦-٨)، أو كما عرفها الاقتصادي (Hicks) عام ١٩٨٢، بأنها مقدار الثروة التي يمكن

توزيعها للمالكين في أثناء فترة معينة من دون التأثير على أداء الشركة مستقبلاً (McCullers, et.al, ١٩٨٢, ٧٤-٧٥).

ولا شك أنه من الضروري التمييز بين المفاهيم ذات العلاقة بالعوائد مثل الربحية، القوة الإيرادية، والعائد. فنجد أن الربحية (Profitability) تعكس مقدرة الشركة على توليد أرباح في مجموعها وليس لكل استثمار على حدة، ووفقاً لهذا المفهوم فإن الربحية تمثل عنصراً مكوناً للقوة الإيرادية (Earnings capacity) التي تعبر عن استخلاص فائض معقول للمورد المستخدم لتحقيق هدف محدد يسمح ببلورة فعالية الشركة. أو أنها قدرة الاستثمار المعين على تحقيق عائد نتيجة استخدامه، أو هي قدرة الشركة على تحقيق الأرباح نتيجة لاستخدام موجوداتها في نشاطها الأساسي، ورياضياً هي عبارة عن نسبة عائد/الموجودات. كما أن الربح (Profit) يظهر محدد وضيق؛ نسبةً إلى مفهوم القدرة الإيرادية، ويعد مفهوماً محاسبياً مرتبطاً بالضرائب، فلا يمكن الوصول إلى الربح إلا في المرحلة الأخيرة من الحسابات الختامية، بينما القوة الإيرادية تحدد عبر عمليات إضافية يقوم بها المحلل المالي، وتعدّ القوة الإيرادية مقياساً أفضل من الربح للحكم على كفاءة الشركة؛ لأن الربح عبارة عن رقم مطلق لا يشير إلى حجم الاستثمارات التي حققته، بينما القوة الإيرادية تحقق مثل هذه العلاقة، الأمر الذي يسهل إجراء المقارنات مع عوائد الفترات الأخرى، والشركات الأخرى التي تختلف في أعبائها الضريبية، وتختلف في مدى اعتمادها على الاقتراض في تمويل عملياتها، كما تساعد في تعرف الاتجاه الذي يتخذه أداء الشركة (جمعة، ٢٠٠٠، ٦٣-٦٤).

ويعدّ العائد (Return) مفهوم نسبياً يستند إلى التوقع فيقال العائد ٥% أو ١٠% وهكذا، وقد يخلط البعض بينه وبين الربح Profit، وما يميز العائد عن الربح إن الربح مفهوم مطلق بمعنى القول كان الربح الشركة مليون دينار أو ٢٠٠ مليون دينار وهكذا. ويعتمد القياس الفعلي المحاسبي، بينما يتم التوصل إلى العائد بعد إن ينسب الربح إلى بند من البنود المالية كأن يقال العائد على الموجودات وهو حاصل قسمة الربح على مجموع الموجودات، ومضمون العلاقة الرياضية للنسبة تنطوي على صيغة التوقع المستقبلي (الجميل، ٢٠١١، ٢٧٥). وهنا يمثل مفهوم العائد طريقة للتخلي عن مبالغ نقدية من أجل الحصول على مبالغ نقدية أكبر في المستقبل، على وفق مفهوم الأداء المالي للاستثمار، الذي يقيس معدل العائد للوحدة النقدية المستثمرة. وعليه فإن العائد النسبي يعد أكثر مقاييس أداء الاستثمار شيوياً في الاستخدام (Ehrhardt & Brigham, ٢٠١١, ٢١٩-٢٢٠)

ويذهب العديد من الكتاب والباحثين إلى اطلاق تعاريف متعددة حول مفهوم العائد (Return) كل حسب وجهة نظره، فتارةً يعرف على أنه: المكافأة التي يحصل عليها المستثمر

مقابل تأجيل استهلاكه الحالي من السلع والخدمات إلى وقت لاحق، واستهلاك أمواله في موجود محدد، وحيث يشترط في تحقيق العائد أن تتم المحافظة على القدرة الشرائية لرأس المال، وتحقيق الإضافة عليه (الاعظمي، ٢٠١٠، ٤١). كما عُرف على أنه: الأرباح أو الخسائر الكلية المتوقعة من أي استثمار، خلال فترة محددة من الزمن، أي الإشارة إلى مقياس الربح الكلي أو الخسارة من الاستثمار خلال فترة زمنية معينة، فيما يتعلق بكل من المتغيرات في قيمة السوق والتوزيعات النقدية (الربيعي والجرجري، ٢٠١٦، ١٤٩). وعرفه أيضا (الزبيدي) بأنه: المكافأة التي يحصل عليها المستثمر تعويضاً عن مدة الانتظار والمخاطرة المحتملة لرأس مال المستثمر معبراً عن هذه المكافأة بنسبة مئوية من قيمة الاستثمار في بداية الأمر (الزبيدي، ٢٠١٤، ٢٣٥). والعائد بشكل عام هو مؤشر على ربحية أو جدوى استثمار معين،

ويوجد أنواع عديدة للعوائد منها العائد الجاري الذي يشير إلى معدل الأرباح السنوية للموجود على أساس الدخل المتحقق بالنسبة لسعر الشراء، أو هو ما يحصل عليه المستثمر خلال مدة استثماره من تدفقات نقدية تنتج عن الأرباح الموزعة للأسهم التي يمتلكها المستثمر (الاعظمي، ٢٠١٠، ٤٣). أما العائد الرأسمالي فإنه يؤشر العائد المتحقق نتيجة ارتفاع القيمة السوقية للموجود المستثمر في نهاية المدة عما كانت عليه عند شراء الموجودات في بداية المدة، كما يتميز هذا النوع من العائد بتقلباته الكبيرة؛ لأن مبلغ شراء السهم أو بيعه يتباين من وقت لآخر (الزبيدي، ٢٠١٤، ٢٣٦).

في حين يشير العائد على الاستثمار والذي يعد أحد أهم المصطلحات المالية الاستثمارية، وأكثر أدوات القياس المالية في عالم الاستثمار، إلى أداة قياس الربحية من خيار استثماري معين، أو المقارنة بين عدة خيارات استثمارية، أو من أجل إجراء التحليل المقارن بين الشركات. ويعبر عن النسبة المئوية لزيادة أو نقصان الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، فكما ارتفعت النسبة المئوية للعائد على الاستثمار كان ذلك لصالح الاستثمار. وهدف حساب عائد الاستثمار كما يوحي الاسم، هو تحديد مدى جدوى الاستثمار، والعائد على الاستثمار (Return On Investments) ويرمز له في الأدبيات المالية بالرمز (ROI) عبارة عن النسبة بين صافي الربح إلى صافي موجود الشركة، حيث يعدّ العائد على الاستثمار من أهم المقاييس المستخدمة لقياس كفاءة الشركة في إدارتها لموجوداتها (طنيب وعبيدات، ١٩٩٧، ١٠٧). وبشكل عام فإنّ العائد على الاستثمار يكون بشكل مبالغ مطلقاً، ولكن الذي يعول عليه من كون الاستثمار فعّالاً من عدمه هو معدلات العائد وليس العائد. (العامري، ٢٠١٣، ٢٦).

كما يمثل معدل العائد المطلوب (Required Rate of Return) مقدار ما يرغب به المستثمر من أرباح نتيجة استثمار أمواله في مجال معين في مقابل الاحتفاظ بهذه الأموال وحجم المخاطر المصاحبة لها (سلمان، ٢٠١٦، ٣٤٥). ويعرف على أنه ادنى معدل عائد على

الاستثمار يطلبه المستثمرون لتعويضهم عن تحمل المخاطر وتأجيل الاستهلاك المالي للمستقبل (الزيبيدي، ٢٠١٤، ٢٣٦). ويحسب هذا المعدل من خلال استخدام نموذج تسعير الموجود الرأسمالي، لأنه يأخذ المخاطرة النظامية بنظر الاعتبار.

كما وبعدّ معدل العائد الخالي من المخاطرة نقطة البدء في عملية تقدير كلفة رأس المال العادي على وفق نموذج تسعير الموجود الرأسمالي، وفي واقع الأمر لا توجد موجودات عديمة الخطر تماماً، فرغم أن السندات الحكومية تخلو من مخاطر عدم السداد، إلا أنها تتعرض لنوعين من المخاطر هما خطر ارتفاع أسعار الفائدة، وخطر انخفاض معدل اعادة الاستثمار، وفي ظل تلك المخاطر يبقى السؤال، ما هو المعدل الذي يتم استخدامه لإيجاد معدل العائد عديم المخاطرة؟ ويجب على هذا السؤال مسح أجري في الولايات المتحدة وشمل كبريات الشركات الأمريكية، حيث تبين أن حوالي ثلثي الشركات التي شملها المسح تستخدم سعر الفائدة على سندات القرض العام طويل الأجل (Ehrhardt & Brigham, ٢٠١١، ٣٤٦). ويمثل معدل العائد الخالي من المخاطرة معدل الفائدة على الأوراق المالية التي لا تتضمن او تتطوي على مخاطرة بمعنى أن العائد الذي سيتحقق من الاستثمار فيها مؤكد، وغالباً تكون الأوراق المالية الحكومية والتي يصدرها البنك المركزي مثل اذونات الخزانة (Treasury Bills) وأوراق الخزانة (Treasury notes)، وسندات الخزانة Treasury Bonds، جميعها أمثلة على هذا النوع من الأوراق المالية (العلي، ٢٠١٠، ٣٢٤).

رابعاً: محددات العائد على حق الملكية

يتم تعريف اي عمل تجاري او استثماري على أنه نشاط يتم القيام به لغرض الربح (Mubin et.al, ٢٠١٣، ١٤٩). إلا أن السؤال الذي يطرح نفسه: ما هي محددات تلك الربحية؟، وتكمن الاجابة في تحليل الربحية ضمن مجال تحليل البيانات المالية. وتناقش معادلة DuPont الشهيرة تحليل الربحية، وعليه فإنّ نموذج DuPont هو تقنية يمكن استخدامها لتحليل ربحية الشركة، وحتى يتمكن نموذج DuPont من ذلك التحليل يتم الاستعانة بعناصر بيان الدخل مع عناصر الميزانية العمومية. إلا أن الأدبيات المالية تركز بشكل أساسي على جدوى وفعالية نموذج DuPont بوصفه مقياساً لربحية الشركة الإجمالية. ومع ذلك، هناك القليل جداً من الأبحاث والأدلة المتعلقة بالعوامل التي تؤثر في معدل العائد على حق الملكية. ووفقاً لـ (Liesz and Maranville, ٢٠١١) فإن نموذج DuPont التقليدي يستخدم مؤشرات مالية بسيطة (هامش الربح، دوران الموجودات، الرفع المالي) تؤدي إلى نتائج مفيدة للشركات الصغيرة، ومع تعقد العمليات المالية في الشركات الكبيرة يصبح النموذج قليل الأهمية إذا ما أريد الاستدلال على محددات العائد على حق الملكية، ويوضح الباحثان أن اللجوء إلى نموذج DuPont

المعدل يقدم رؤى أوسع حول تلك المحددات، ويمنح المديرين القدرة على إجراء التخطيط الاستراتيجي والمالي بفعالية (Liesz and Maranville, ٢٠١١, ١٨). وإذا ما كان الهدف من تقييم الأداء المالي للشركة هو تحديد نقاط القوة والضعف، ومن ثم تحديد قيمة الشركة، فإن قيمة الشركة ما هي إلا القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة المتوقعة مستقبلاً، وتكون مخصصة على أساس معدل خصم مساوٍ لمتوسط الكلفة المرجحة لرأس مال الشركة، على وفق العلاقة الآتية (Ehrhardt & Brigham, ٢٠١١, ٦٠١):

$$V = \sum \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} \dots\dots\dots(1-1)$$

إذ إن

$$V = \text{قيمة الشركة.}$$

$$FCF_t = \text{التدفقات النقدية التشغيلية للشركة في السنة } t.$$

$$WACC_t = \text{متوسط الكلفة المرجحة لرأس مال الشركة في السنة } t.$$

ويتوقف متوسط الكلفة المرجحة لرأس المال على نسبة حق الملكية إلى الأسهم (W_e)، ونسبة الاقتراض طويل الأجل إلى إجمالي رأس المال (W_d)، وعلى كلفة الاقتراض (r_d)، وعلى كلفة حق الملكية (r_s)^(١)، وعلى معدل الضريبة المفروض على الشركة (T)، وبحسب على النحو الآتي:

$$WACC = W_d \cdot (1 - T) \cdot r_d + W_e \cdot r_s \dots\dots\dots(2-1)$$

وعلى وفق المعادلتين (١) و(٢) فإن الأسلوب الوحيد لتعديل قيمة الشركة يتمثل في تعديل التدفقات النقدية الحرة أو كلفة رأس المال التي تؤثر في معدل العائد على حق الملكية. وتوضح المعادلة (٢) الوسط المرجح لكلفة الاقتراض وكلفة حق الملكية، وإذا ما تمت زيادة نسبة الاقتراض فإن وزن أو معامل ترجيح الاقتراض (W_d) يزداد، في حين ينخفض وزن حق الملكية (W_e)، ويؤدي ذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها إلى انخفاض متوسط الكلفة المرجحة لرأس المال ومن ثم ارتفاع معدل العائد على حق الملكية.

وفيما يتعلق بالتدفقات النقدية وأهميتها في تقييم أداء الشركات بوصفها متغيراً يصف الأداء التشغيلي والبيئة التشغيلية، إلى جانب حجم الشركة يذهب كلا من (Jankensgard & Moursli, ٢٠٢٠) إلى توضيح دورها الرئيس في إدارة المخاطر، والاستمرارية على تنفيذ المشاريع الاستثمارية التي تخلق قيمة لمساهمي الشركة عبر قدرتها على دعم معدل العائد على

(١) يتم احتساب كلفة حق الملكية باستخدام نموذج تسعير الموجود الراسمالي (CAPM)

حق الملكية. ويرى الباحثان أن التقلب في التدفقات النقدية التشغيلية يترجم إلى تقلب في برنامج استثمار الشركة، فعندما يكون التمويل الخارجي مكلفاً، قد تتسبب التقلبات في التدفقات النقدية التشغيلية إلى حدوث اضطرابات في قيمة برنامج الاستثمار الأمثل للشركة، وفي ظل هذه الظروف يمكن أن تتعزز قيمة الشركة عبر توفر التدفقات النقدية التشغيلية بوصفها مصدراً لتمويل الاستثمار (Jankensgard & Moursli, ٢٠٢٠, ١-٢). لذلك عدّ الكثير من الباحثين أن التدفقات النقدية التشغيلية تتضمن الكثير من المعلومات المهمة لاحتوائها على محتوى معلوماتي، ومن ثم كلما زادت نسبة التدفقات النقدية التشغيلية في تكوين الأرباح، فإن هذه الأرباح ستستمر في المستقبل ومن ثم سيكون لها أثر في العائد على حق الملكية (Sloan, ١٩٩٦, ٢٨٩).

المبحث الثاني

نموذج DuPont وآلية القياس

يعد نموذج DuPont أحد نماذج التحليل المالي، ويستخدم على وفق غايات تقييم الأداء، ويعمل على قياس العائد على حق الملكية للشركة، عبر تقسيم ذلك العائد إلى ثلاث نسب مالية رئيسية، على اعتبار أن النسب المالية تعد الشكل الأكثر شيوعاً لتلخيص بيانات القوائم المالية، وعليه لا بد من التعريف بمفهوم النسب المالية قبل التطرق إلى نموذج DuPont وآلية القياس.

أولاً: النسبة المالية

تعبر النسبة المالية عن علاقة رياضية بين كميتين، وتستخدم النسب المالية لمقارنة الأرقام المختلفة من البيانات المالية من أجل الحصول على معلومات حول الأداء العام للشركة، وعلى الرغم من أن حساب النسبة هو عملية حسابية بسيطة إلا أن تفسيرها يكون أكثر تعقيداً (Babalola and Abiola, ٢٠١٣, ١٣٤)، وفي السياق ذاته فإن التفسير وليس الحساب هو الذي يجعل النسب المالية أداة مفيدة للمشاركين في السوق.

ويُعرّف تحليل النسب على أنه استخدام منهجي للنسب لتفسير البيانات المالية بحيث يمكن تحديد نقاط القوة والضعف في الشركة، وكذلك الأداء التاريخي والمركز المالي الحالي (Sahu and Charan, ٢٠١٣)، على اعتبار أن المعلومات المطلوبة لتحليل النسبة مستمدة من البيانات المالية، وغالباً ما تربط بعض النسب حسابات من بيانات مالية مختلفة مثل الميزانية العمومية، وبيان الدخل. ويمكن تفسير النسب المالية على أنها تلميحات أو مؤشرات أو إشارات تتعلق بالارتباطات بين المتغيرات المستخدمة لتقييم أداء الشركة. وتستند عملية تحليل النسب إلى بعض أهم الأسئلة التي يجب الإجابة عنها، منها ما إذا تم استخدام جميع الموارد بكفاءة وفعالية، وهل إن ربحية الأعمال التجارية قد حققت التوقعات، وما إذا تم اتخاذ خيارات التمويل برشد وعقلانية. ويتطلب إنشاء قيمة للمساهمين في النهاية نتائج إيجابية في جميع هذه المجالات والتي ستؤدي إلى أنماط تدفق نقدي مواتية تتجاوز تكلفة رأس مال الشركة (Fridson and Alvarez, ٢٠١١, ٢٨٣-٢٨٤).

ويمكن استخدام تحليل النسبة المالية بطريقتين مختلفتين، ولكن بنفس القدر من الفائدة والأهمية. فالطريقة الأولى تستند إلى استكشاف الوضع الحالي للشركة مقارنة بأدائها السابق، وبعبارة أخرى، فإن هذه الطريقة تعمل على تتبع الأداء المالي بمرور الوقت. وعليه فإن مقارنة

الأداء الحالي بالأداء السابق تعدد من الطرق المفيدة للغاية، لأنها تمكن المشارك في السوق من تحديد المشكلات، والتي تحتاج إلى إصلاح. أما الطريقة الثانية التي تمكن المدير من اكتشاف المشكلات المحتملة التي يمكن تجنبها تتم من خلال إجراء تحليل الاتجاه الذي يقارن نسبة معينة على مر السنين، ومن الممكن تقييم كيفية أداء الشركة بمرور الوقت، وما إذا كانت قد حسنت وضعها المالي أم لا. ففي تحليل الاتجاه تعمل النسبة مؤشراً للمشكلات المحتملة أو معياراً لقياس الأداء. ويمكن أيضاً قياس أداء الشركة من خلال إجراء تحليل مقارن، حيث يمكن مقارنة النسبة مع متوسط الصناعة لمعرفة ما إذا كانت الشركة متدنية الأداء، ويمكن استخدام تحليل النسبة المالية من قبل الأطراف الداخلية والخارجية، ويمكن أن يكون المستخدمون الخارجيون دائنين ومحللين ماليين، ومستثمرين محتملين، ومنافسين وغيرهم. ويستخدم المستخدمون الداخليون مثل المديرين تحليل النسبة لمراقبة أداء الشركة، وتقييم نقاط القوة والضعف فيها (Kharatyan, ٢٠١٦, ٣-٤).

ثانياً: مفهوم نموذج DuPont

تم تقديم نموذج DuPont لأول مرة من قبل دونالدسون براون (Donaldson Brown) وهو مهندس كهربائي انضم إلى قسم الخزانة في شركة الكيماويات (chemical company's) العملاقة في عام ١٩١٤. وبعد بضع سنوات، اشترت شركة دوبونت (DuPont) ٢٣ في المائة من أسهم شركة جنرال موتورز (General Motors)، وتم تكليف براون (Brown) بمهمة إدارة الموارد المالية لصناعة السيارات. ويُنسب نموذج DuPont إلى Brown حيث حاول إيجاد علاقة رياضية بين نسبتين، (وهما صافي هامش الربح (net profit margin) ومعدل إجمالي دوران الموجودات). وتم استخدام نموذج DuPont الأصلي لأول مرة في تقرير الكفاءة الداخلية في عام ١٩١٢ والذي كان نتاج هامش الربح (مقياس الربحية) ودوران الموجودات (مقياس الكفاءة) (Kharatyan, ٢٠١٦, ٧).

ويعد تحليل (DuPont)، المعروف أيضاً باسم: نظام الربح الاستراتيجي، طريقة شائعة الاستخدام في التقييم المالي للشركات عبر ارجاع التغير في العائد على حق الملكية (ROE) إلى ثلاثة مؤشرات مالية (٨٢٤, ٢٠٠٨, Soliman). وان الغرض من ذلك التقسيم هو تحليل العوامل التي تؤثر في العائد على حق الملكية للشركة، بما في ذلك اتجاهات تلك العوامل بمرور الوقت وتقييم أدائها بالنسبة للمنافسين، وغالباً ما يتم تحليل العائد على حق الملكية عبر سلسلة

من النسب. كل نسبة لها معنى في حد ذاتها، وغالباً ما يسمى هذا النوع من التحليل بنظام DuPont (Goldmann, ٢٠١٧, ١٠٤).

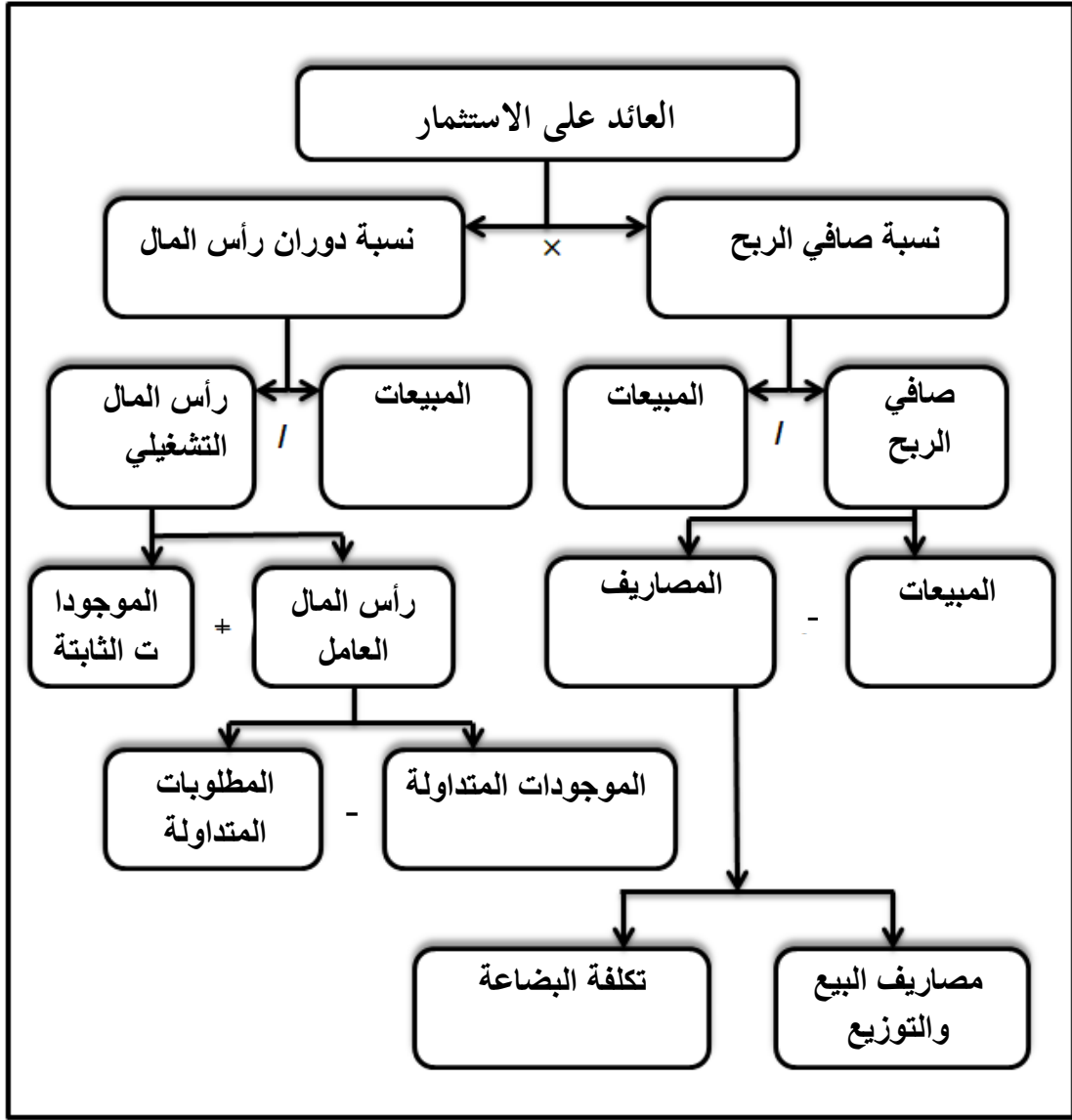
ويعدّ نموذج DuPont من أفضل النماذج وأكثرها شيوعاً لابرار مجموعة العلاقات بين المراكز المالية، ووضع رقابة الإدارة والنسب المالية، وهو يشكّل نظاماً تحليلياً لمجموعة من النسب المالية مثل معدل الدوران والرفع المالي والربحية. ويمكن هذا النظام الذي طوره إحدى أكبر الشركات الصناعية الأمريكية من تحديد صعوبات أداء الشركة واتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة. وإن أساس ذلك النظام يستند إلى العائد على الاستثمار، والنتائج من حاصل ضرب نسبتيين مهمتين، تتعلق الأولى بالربحية والثانية تتعلق بالنشاط وهي دوران الاستثمارات. وقوة النظام تكمن في شكله التدفقي، الذي يبين تفصيلاً العناصر المكونة لكل من متغيرات النسبتيين الأساسيتين، فإذا كان العائد على الاستثمار منخفضاً أو مرتفعاً، فإنه يمكن تحري أسبابه بسهولة وبوضوح، ومن ثم اتخاذ إجراءات التصحيحية المناسبة (جمعة، ٢٠٠٠، ١٠٠-١٠١).

واتساقاً مع ما سبق فإن نموذج DuPont هو نموذج لقياس الأداء المالي على أساس مفهوم الدخل المحاسبي. وتكمن الفكرة وراء النموذج في أن العائد على الاستثمار (Return on investment) ويكتب اختصاراً (ROI) هو أفضل مقياس شامل للأداء المالي، وأن جميع أنشطة الشركة تسهم في النهاية في عائد الاستثمار. ولمثل هذا التحليل يتم التركيز بشكل كبير على النسب المالية وعلى أساس أربعة مؤشرات مالية ذات صلة بالتقييم المالي، أي الربحية، والسيولة، والرافعة المالية، والنشاط. ويتم التعرف على نموذج دوبونت من خلال مخطط DuPont Control حيث تم استخدامه لأول مرة من قبل شركة DuPont في الولايات المتحدة الأمريكية. حيث تم العمل بنموذج DuPont في أوائل القرن العشرين، ولا يزال يعد من النماذج الصالحة للاستخدام في تقييم الأداء المالي. وإن استخدام نموذج DuPont لتحليل المخاطر شائع بين المستثمرين.

وتستند فكرة النموذج الأساسية إلى قياس الموجودات بقيمتها الدفترية الإجمالية، بدلاً من صافي القيمة الدفترية، وذلك من أجل توليد عائد مرتفع على حق الملكية. ويعد مخطط DuPont مخططاً للنسب المالية، يحل صافي هامش الربح بالاستناد إلى معدل دوران الموجودات، وعليه يستخدم تحليل DuPont كأداة لقياس الأداء الإداري، من خلال ربط صافي هامش الربح باجمالي دوران الموجودات.

واعتماداً على تلك البدايات حاول العديد من الماليين تقديم تعريف لهذا النموذج ليتوافق مع التطورات والمستجدات التي قد لحقت به. حيث عرف نموذج DuPont بأنه: شكل من أشكال التحليل المالي يستخدم لتحليل الربحية، بالاعتماد على أدوات تقييم الأداء التقليدية (شكور، ٢٠١٧، ١٣). كما يتم تعريفه بأنه: نظام مصمم لتقييم وبيان المركز المالي للشركة، أو إنه وسيلة أو تقنية تستخدم؛ لتحليل ما تم تحقيقه من أرباح (تينعمري، ٢٠١٨، ٤)

إن تحليل DuPont هو امتداد لنسبة عائد الاستثمار الذي يؤشر الربحية الإجمالية، والكفاءة التشغيلية للشركة. ويعبر تحليل DuPont عن العلاقة المتبادلة بين المعلومات المحاسبية الواردة في البيانات المالية. ويستخدم للمقارنة بين بيانات الفترة السابقة أو بيانات الصناعة أو بيانات المنافسين. ويساعد مخطط DuPont في الفصل، وتحديد العوامل التي تؤثر في الأداء العام للشركة. إذ يمثل عائد الاستثمار قوة أرباح الشركة، ويعتمد عائد الاستثمار على نسبتين (١) نسبة صافي الربح (٢) نسبة دوران رأس المال. سيؤدي التغيير في أي من هذه النسب إلى تغيير قوة أرباح الشركات، وتتأثر هاتان النسبتان بالعديد من العوامل، ويؤدي التغيير في أي من هذه العوامل إلى تغيير هذه النسب أيضاً. ويمكن وضع العوامل المختلفة التي تؤثر في عائد الاستثمار من خلال الشكل (٢) الذي يُعرف باسم مخطط DuPont، الذي يساعد الإدارة في تركيز الانتباه على العوامل المختلفة والمؤثرة في الأرباح. ووفقاً لمخطط DuPont فإنه يتم تحقيق زيادة في الربح إما عن طريق الاستخدام الأكثر فعالية لرأس المال، مما سيؤدي إلى ارتفاع نسبة دوران رأس المال، أو تحسين المبيعات مما يؤدي إلى ارتفاع نسبة صافي الربح. ويمكن الحصول على نفس معدل العائد إما بنسبة ربح صافية منخفضة، ولكن بنسبة دوران عالية أو العكس (Rakshit, ٢٠٠٦, ٤٤-٤٥).



الرسم (٢)

مخطط DuPont

Source: Rakshit, Debdas, ٢٠٠٦ "EVA Based Performance Measurement: A Case Study of Dabur India Limited", Vidyasagar University Journal of Commerce, Vol. ١١.p ٤٥.

يوضح الرسم في أعلاه إمكانية رفع عائد الاستثمار، من خلال زيادة هامش الربح الصافي ودوران الاستثمار أو أحدهما، إلا أن تلك العملية لا تتم إلا من خلال شروط: كرفع المبيعات، أو خفض رأس المال المستثمر أو خفض التكاليف.

ثالثاً: آلية القياس

يمكن توضيح صيغة نموذج DuPont الأصلي كما في المعادلة الآتية: (Kharatyan, ٢٠١٦, ٧):

$$ROA = \frac{net\ profit}{Sales} \times \frac{Sales}{Assets\ turnover} = \frac{Net\ profit}{Assets\ turnover} \quad (١-٢)$$

إذ إن

$$ROA = \text{العائد على الموجودات.}$$

$$net\ profit = \text{صافي الربح.}$$

$$Assets\ turnover = \text{دوران الموجودات.}$$

$$Sales = \text{المبيعات.}$$

وتمثل المعادلة أعلاه نظاماً للتخطيط والتحكم بجميع قرارات التشغيل، على اعتبار أن تعظيم العائد على الموجودات (ROA) يعد هدفاً رئيسياً في الشركة مع ملاحظة ان العائد على الموجودات قد تأثر بكلٍ من الربحية وكفاءة التشغيل (Liesz, ٢٠٠٢, ٢). وعليه تم استخدام تحليل دوبونت في العديد من الشركات بوصفه مقياساً لكفاءة الشركة حتى السبعينيات من القرن العشرين، إلا أن تحول الهدف المشترك بين المستثمرين في ثمانينيات القرن العشرين من تعظيم العائد على الموجودات إلى تعظيم العائد على حق الملكية (Return on equity)، وبعد أن أصبح التمويل بالدين (الرافعة المالية) متغيراً مهماً ضمن اعتبارات هيكل رأس المال وماهية أثره في ربحية الشركات (Mubin et.al, ٢٠١٣, ١٤٩). أدت كل تلك التغيرات إلى تعديل نموذج

DuPont كما في المعادلة الآتية: (Liesz, ٢٠٠٢, ٢)

$$ROE = \frac{Net\ profit}{Equity} = \frac{Net\ profit}{Sales} \times \frac{Sales}{Assets\ turnover} \times \frac{Assets}{Equity} \quad (٢-٢)$$

إذ إن

$$ROE = \text{العائد على حق الملكية.}$$

$$Equity = \text{حق الملكية.}$$

$$Assets\ turnover = \text{دوران الموجودات.}$$

وتوضح المعادلة أعلاه أن تحليل DuPont لا يقيس تحليل الربحية (Net profit) و دوران الموجودات (Sales/Assets turnover) فحسب، بل يعمل على استكشاف كيف يمكن للشركة أن تحقق عائداً مع الرفع المالي (Assets/Equity)، فضلا عن شرح آلية

توليد النقد ورفع المبيعات. إذ يربط تحليل DuPont بالميزانية العمومية، وكشف الدخل، ويساعد في تحديد نقاط القوة والضعف في العمليات التشغيلية للشركة، لذلك يمكن القول إن العائد على حق الملكية يعد من أهم النسب المالية؛ لأنه يشير إلى المعدل الذي تزداد فيه ثروة المالك. وإن معرفة المتغيرات المؤثرة في نموذج دوبونت يجعل من هذا النموذج أداة ممتازة للحصول على نظرة عامة وسريعة على نقاط القوة والضعف، عبر تغطيته لمجالات: كالربحية، وكفاءة التشغيل، والرافعة المالية (٧، ٢٠١٦، Kharatyan)، وكالاتي:

١. الربحية: صافي هامش الربح

نسبة الربحية هي فئة من المقاييس المالية التي تُستخدم لتقييم قدرة الشركة على تحقيق أرباح مقارنة بمصروفاتها، والتكاليف الأخرى المتحققة خلال فترة زمنية محددة (Investopedia, ٢٠١٦)^(١). إجمالي الربحية والتشغيل وصافي الربحية هي المقاييس الأكثر استخدامًا والتي تصف الأداء على مستويات النشاط المختلفة. وعليه فإن صافي الربح هو الأكثر شمولاً؛ لأنه يستخدم صافي هامش الربح وهو النسبة المئوية للإيرادات المتبقية، بعد خصم الفوائد والضرائب وأرباح الأسهم الممتازة من إجمالي إيرادات الشركة. وعليه يعد أفضل مقياس للربحية؛ لأنه يوضح مدى كفاءة الشركة في تحويل الإيرادات إلى أرباح متاحة للمساهمين (٨، ٢٠١٦، Kharatyan).

٢. إجمالي دوران الموجودات

تعدّ معدلات الدوران أو كما تسمى بنسب الكفاءة ذات أهمية كبيرة؛ لأنها تشير إلى مدى جودة توظيف موجودات الشركة لتوليد المبيعات و / أو النقد. نسب الكفاءة هي نسبة تُستخدم عادةً لتحليل مدى جودة استخدام الشركة لموجوداتها ومطلوباتها داخليًا (Investopedia, ٢٠١٦). وعلى الرغم من أهمية الربحية، إلا أنها لا تقدم دائمًا الصورة الكاملة لمدى جودة تقديم الشركة لمنتج أو خدمة؛ إذ تكون الشركة مربحة في كثير من الأحيان، ولكنها ليست فعالة للغاية. فالربحية مشتقة من المقاييس المحاسبية لإيرادات المبيعات والتكاليف.

يتيح مبدأ المطابقة في المحاسبة إمكانية إنشاء مثل هذه المقاييس، والتي تسجل الإيرادات المكتسبة والمصروفات عند تحققها. في هذا الصدد، قد يحدث تفاوت بين البضائع المباعة والسلع المنتجة خلال الفترة نفسها. وفي الواقع، ستظهر البضائع التي تم إنتاجها ولكن لم يتم بيعها في البيانات المالية كالمخزون في نهاية العام. من الواضح أن الشركة التي لديها أرصدة

(٢) موقع إلكتروني أمريكي مقره في مدينة نيويورك يوفر تعليم عن الاستثمار والتمويل إلى جانب المراجعات والتقييمات والمقارنات لمختلف المنتجات المالية.

مخزون كبيرة بشكل غير عادي لا تعمل بفعالية. وعليه فان الغرض الرئيس من نسب الكفاءة هو الكشف عن مثل هذه المشاكل التي تحتاج إلى إصلاح. حيث ان إجمالي معدل دوران يساعد على قياس الموجودات الاكثر كفاءة في توليد الإيرادات. وعليه يشير معدل دوران إجمالي الموجودات إلى مدى فاعلية استخدام الشركة لموجوداتها في توليد المبيعات، وكلما زاد معدل دوران إجمالي الموجودات كلما زادت فعالية استخدام الموجودات. وهذا المقياس له أهمية كبرى لإدارة الشركة لكونه يعطي مؤشرا عن الجدوى المالية لعمليات الشركة (الجرجاوي، ٢٠٠٨، ٦٣).

٣. الرافعة المالية

إن مفهوم الرافعة المالية يعني أن الشركة تستعمل الديون Debt في هيكل التمويل بغرض زيادة العائد على حقوق الملكية. والرفع بمفهومه الفيزيائي يعني تحريك أجسام ثقيلة بمجهود أقل أو استخدام أداة صغيرة لرفع أشياء ثقيلة. ويعود استخدام هذا المصطلح إلى تشابه أثر الاقتراض وطريقة عمل الرافعة. (Ehrhardt & Brigham, ٢٠١١, ٤٧٨)

وقد أشار العديد من الكتاب والباحثين في مجال الأدب المالي إلى مفهوم الرفع أو الرفع المالي (Financial Leverage) بأنه اعتماد الشركة على الاقتراض من المؤسسات المالية لسد احتياجاتها، ومن ثم تكون التكاليف الثابتة المالية لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدينة أو المدفوعة، أما إذا كانت الشركة تطرح أسهماً ممتازة لسد احتياجاتها فالتكاليف الثابتة المالية هنا هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم الشركة بدفعها إلى المساهمين الممتازين؛ وذلك لأن الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة ومحددة (الصبيحي، ٢٠١١، ٣).

وعليه يعدّ تمويل الديون مفيداً ومكلفاً للشركة. وفي الواقع، تعد تكلفة زيادة الديون أقل من تكلفة زيادة حقوق الملكية. ويتم زيادة هذا التأثير من خلال الخصم الضريبي لمصاريف الفائدة على عكس مدفوعات الأرباح الخاضعة للضريبة وإعادة شراء الأسهم. وفي هذا السياق، إذا تم استثمار أرباح الدين في مشاريع ذات عوائد كبيرة (أكثر من تكلفة الدين)، يمكن للمالكين الاحتفاظ بالمتبقي، ومن ثم، فإن العائد على حقوق الملكية "يرتفع". ومع ذلك، فإن تراكم الديون يشكل دفعة ثابتة يتم سدادها بشكل دوري من قبل الشركة سواء أكانت تحقق ربحاً تشغيلياً أم لا. لذلك، إذا كان أداء الشركة سيئاً، فان الشركة قد تقع في ضائقة مالية. فضلا عن ذلك، تتعزز مخاطر مركز حقوق الملكية من خلال وجود حاملي الديون الذين لديهم مطالبة أكبر بموجودات الشركة. ويرتبط مضاعف الرافعة المالية المستخدم في نسبة دوبونت صراحةً بنسبة الدين في هيكل رأس مال الشركة.

رابعاً: نموذج DuPont المعدل

تم تعديل نموذج DuPont من قبل (Viallet and Hawawini) سنة ١٩٩٩، ليصبح النموذج المعدل مكوناً من خمس نسب تحدد معدل العائد على حق الملكية، وكما يأتي (Bodie et.al, ٢٠١٣ ٤٥٥-٤٥٧):

$$ROE = \frac{Net\ profit}{Pretax\ profit} \times \frac{Pretax\ profit}{EBIT} \times \frac{EBIT}{Sales} \times \frac{Sales}{Assets} \times \frac{Assets}{Equity} \quad (٣-٢)$$

إذ إن

$$ROE = \text{العائد على حق الملكية.}$$

$$\text{Net profit} = \text{صافي الربح.}$$

$$\text{Equity} = \text{حق الملكية.}$$

$$\text{Pretax profit} = \text{الربح قبل الضريبة.}$$

$$\text{EBIT} = \text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب.}$$

$$\text{Sales} = \text{المبيعات.}$$

$$\text{Assets} = \text{الموجودات}$$

وتوضح المعادلة السابقة العوامل المحددة للعائد على حق الملكية (ROE). ويمكن تفسير ذلك أولاً بالتركيز على العامل الثالث (صافي الربح قبل الفوائد والضرائب / المبيعات) والعامل الرابع (المبيعات/الموجودات). حيث يعرف العامل الثالث (EBIT/Sales) بهامش الربح التشغيلي للشركة (profit margin)، أو العائد على المبيعات (return on sales)، والذي يساوي الربح التشغيلي لكل دولار من المبيعات. في حين يعرف العامل الرابع بنسبة المبيعات إلى إجمالي الموجودات (Sales/Assets)، أو كما يعرف باسم إجمالي دوران الموجودات (ATO) (Total asset turnover). ويشير إلى كفاءة استخدام الشركة للموجودات، بمعنى آخر، إنه يؤشر المبيعات السنوية الناتجة عن كل دولار من الموجودات. وان عملية ضرب الحدين الثالث والرابع يؤدي إلى قياس العائد على

الموجودات (ROA)

$$ROA = \frac{EBIT}{Sales} \times \frac{Sales}{Assets} = \frac{EBIT}{Assets}$$

(٤-٢)

وعليه نرى أن كلاً من الربح التشغيلي للشركة واجمالي دوران الموجودات لا يعتمدان على الرافعة المالية للشركة. وبالمثل، فإن العامل الأول نسبة صافي الدخل بعد الضرائب إلى الربح قبل الضريبة (Pretax profit)/(Net profit) تبقى ثابتة لا تتغير خلال دورة عمل الشركة. وتسمى هذه النسبة بالعبء الضريبي (tax-burden ratio). تعكس قيمتها كل من قانون الضرائب للحكومة والسياسات التي تنتهجها الشركة في محاولة لتقليل العبء الضريبي. وإذا كان الربح التشغيلي للشركة واجمالي دوران الموجودات والعبء الضريبي لا يتأثران بهيكل رأس مال الشركة، فإن العامل الثاني (نسبة الأرباح قبل خصم الضرائب إلى الأرباح قبل خصم الضرائب والفوائد) (Pretax profit/EBIT) يتأثر بهيكل رأس مال الشركة، وعليه ستكون أرباح الشركة قبل الضريبة أكبر عندما لا يكون هنالك مدفوعات فائدة يجب دفعها إلى المقرضين. وعليه يمكن التعبير عن نسبة (Pretax profit/EBIT) بالمعادلة الآتية:

$$\frac{\text{Pretax profit}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{EBIT} - \text{Interest expense}}{\text{EBIT}} \quad (٥-٢)$$

إذ إن

$$\text{Interest expense} = \text{مصرفات الفوائد.}$$

وعادة ما يطلق على نسبة الأرباح قبل خصم الضرائب إلى الأرباح قبل خصم الضرائب والفوائد بنسبة عبء الفائدة (interest-burden) (IB)، أو بنسبة تغطية الفائدة (interest coverage ratio)، ويتم تعريفها من خلال المعادلة الآتية:

$$\text{Interest coverage} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Interest expense}} \quad (٦-٢)$$

وتؤثر نسبة تغطية الفائدة المرتفعة إلى انخفاض احتمالية الافلاس؛ لأن الأرباح السنوية أكبر بكثير من التزامات الفائدة السنوية. وتستخدم هذه النسبة بشكل كبير من قبل كل من المقرضين والمقرضين في تحديد نوعية ديون الشركة، فضلاً عن كونها محدداً رئيساً لتصنيف السندات. ويوضح العامل الخامس (الموجودات / حق الملكية) (Assets/Equity) درجة الرفع المالي للشركة، ويطلق عليه نسبة الرافعة المالية، وكما هو معروف أن الرافعة المالية تساعد على تعزيز العائد على حق الملكية فقط إذا كان العائد على الموجودات أكبر من معدل الفائدة على ديون الشركة. وعليه إذا كان العامل الثاني نسبة الأرباح قبل خصم الضرائب إلى الأرباح قبل خصم الضرائب والفوائد (Pretax profit/EBIT)، والعامل الخامس (الموجودات / حق الملكية) (Assets/Equity) يتأثران بدرجة الرفع المالي، فإن نتيجة ضرب نسبة عبء الفائدة

(interest-burden) (IB) بنسبة الرفع المالي (leverage ratio) نحصل على درجة الرفع المركب (compound leverage). ويمكن تلخيص كل هذه العلاقات السابقة على النحو الآتي:

$$\text{ROE} = \text{Tax burden} \times \text{Interest burden} \times \text{Margin} \times \text{Turnover} \times \text{Leverage} \quad (١٠-٢)$$

وتشير المعادلة أعلاه إلى أن محددات العائد على حق الملكية هي العبء الضريبي، وعبء الفائدة، وهامش الربح التشغيلي، وإجمالي دوران الموجودات، والرفع المالي. وإذا علمنا

أن العائد على الموجودات (ROA) يمكن الحصول عليه من خلال المعادلة الآتية:

$$\text{ROA} = \text{Margin} \times \text{Turnover} \quad (٨-٢)$$

وأن درجة الرفع المركب (compound leverage) يمكن التوصل إليها من خلال المعادلة الآتية:

$$\text{Compound leverage} = \text{Interest burden} \times \text{Leverage} \quad (٩-٢)$$

عندها يمكن كتابة معادلة حق الملكية على النحو الآتي:

$$\text{ROE} = \text{Tax burden} \times \text{ROA} \times \text{Compound leverage} \quad (١٠-٢)$$

ولا يزال هذا النموذج المعدل يحافظ على أهمية تأثير قرارات التشغيل (أي الربحية والكفاءة) وقرارات التمويل (الرافعة المالية) في العائد على حقوق الملكية، ولكنه يستخدم إجمالي خمس نسب للكشف عن ما يدفع معدل العائد على حق الملكية للارتفاع أو الانخفاض، وإعطاء فكرة عن كيفية تحسين هذه النسبة (Liesz, ٢٠٠٢, ٣).

واتساقاً مع ماتقدم فإن المدير المالي يمكنه اتخاذ كل قرار تشغيلي ومالي، ضمن إطار عمل معين ومعرفة تأثير هذا القرار في معدل العائد على حق الملكية. إذ يمكن بسهولة أن يرى كيف تؤثر القرارات المالية في كفاءة الشركات، مما يسهل التخطيط المالي المنسق.

ولذلك يمكن القول أنه لتحسين العائد على حقوق الملكية، فإن الخيارات المتاحة أمام المدير المالي هي زيادة أرباح التشغيل، وزيادة كفاءة استخدام الموجودات الحالية لتوليد المبيعات، وإعادة الرملة للاستفادة بشكل أفضل من الديون، والتحكم بشكل أفضل في تكلفة الاقتراض، أو إيجاد طرق لتقليل المسؤولية الضريبية للشركة. كل من هذه الخيارات تؤدي إلى رفع كفاءة الاستراتيجية المالية للشركة (Harrington & Wilson, ١٩٨٦).

الفصل الثالث

الاطار التطبيقي للدراسة

المبحث الاول

تهيئة البيانات وتحليلها واختبار الفرضيات

اولاً: عينة الدراسة وفقاً لمعايير الحجم

تم الاعتماد على البيانات المتعلقة بمتغيرات النموذج النظري من التقارير المالية الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية، والمقدمة إلى هيئة السوق المالية وعلى مدى أربع سنوات ٢٠١٥-٢٠١٨. وتستند معايير تقسيم الشركات إلى مجموعات (صغيرة ومتوسطة وكبيرة) على قيم حجم الموجودات كما يوضحها الجدول (١)

الجدول (١)

الشركات عينة الدراسة مقسمة وفقاً لمعايير الحجم

عدد الشركات	اجمالي الموجودات	مجاميع الشركات
١٠	≥ 300 مليون دينار	شركات صغيرة
٩	≥ 500 مليون دينار	شركات متوسطة
١٤	< 1 مليار دينار	شركات كبيرة

الجدول من إعداد الباحثة

ثانياً: وصف متغيرات الدراسة

ويوضح الجدول (٢) متغيرات الدراسة، فضلاً عن مختصراتها، وتعريفاتها، والعلاقة المتوقعة، بين المتغيرات المستقلة، والمتغير المعتمد. إذ تم استخدام علامتي (+) و (-) للتأكيد على العلاقة المتوقعة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. وعليه تم استخدام الرمز (+) للإشارة إلى العلاقات الإيجابية بين المتغير المستقل والمتغير التابع، وتم استخدام الرمز (-) للإشارة إلى وجود علاقة سالبة متوقعة بين المتغير المستقل والمتغير التابع. وقد تختلف رموز وصف المتغيرات في الجدول (٢) عن مصادر أخرى؛ لأن المصادر المختلفة تستخدم صيغاً مختلفة لحساب نفس المؤشرات، وتم الحصول على صيغ النسب وعلاقتها المتوقعة التي تم استخدامها في الجدول (٢) من الأدبيات المالية، وتم استخدامها لحساب متغيرات الدراسة.

الجدول (٢)

وصف المتغير التابع والمتغيرات المستقلة والعلاقات فيما بينها

العلاقة المتوقعة	الوصف	المتغيرات ومختصراتها
—	مقدار العائد المكتسب كنسبة من حق الملكية	العائد على حق الملكية (ROE)
+	كفاءة استخدام الشركة لموجوداتها في توليد إيرادات المبيعات	دوران الموجودات (AT)
+	استخدام رأس المال المقترض لزيادة عائد الاستثمار	الرفع المالي (FL)
+	قدرة الشركة على تغطية ديونها قصيرة الأجل	نسبة التداول (CR)
+	متحصلات أو مدفوعات نقدية ناجمة عن النشاط الرئيسي للشركة	التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الموجودات (CFO)
-	متوسط تكلفة رأس المال من الدين وحقوق الملكية	متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال (WACC)

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الأدبيات المالية

ثالثاً: تحليل البيانات

تم تحليل ثلاث وثلاثين (٣٣) شركة صغيرة ومتوسطة وكبيرة وكما يوضحها الملحق (١) فيما يتعلق بالمؤشرات المالية التالية: دوران الموجودات، ونسبة التداول، والرافعة المالية، التدفقات النقدية التشغيلية، ومتوسط الكلفة المرجحة لرأس المال، والعائد على حق الملكية. وقد تم عرض إحصاءاتها الوصفية في الجدول (٣).

الجدول (٣)

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	عدد المشاهدات	أقل قيمة	أكبر قيمة	المتوسط	الانحراف المعياري	الالتواء	التفرطح
AT	٣٣	١,١٢٣	٢,٩٤٤	١,٩١٥	٠,٤٩٦	٠,٢١	٠,٧٢-
CR	٣٣	٢,٢٢-	٥,٣٨٠	٣,٢٤٩	٢,٣٩٨	٠,٠١-	٠,٣٥
FL	٣٣	٢,١٧	٨,٧٩٠	٢,٧٨٢	٢,١٤٨	٠,٢٥	١,٢٨
CFO	٣٣	٢,٧٣٤	٢٠,٥٢	١٢,٤٠	٣,٨٢١	٠,٢٠-	٠,٢٦
WACC	٣٣	١,٩٧	١٤,١٧٢	٥,٠٤٩	٤,٤٠٦	٠,٢١	٠,٨١-
ROE	٣٣	٣٢,٢-	٢٩,٦٤	١٠,٣٢	١٨,٤٥	٠,٢٥	١,٩٨

الجدول من إعداد الباحثة

ولغرض تحقيق أهداف الدراسة لابد من الاهتمام بالعلاقات بين المتغيرات المستقلة والمتغير المعتمد (AT, CR, CFO, FL, WACC, ROE)، وعليه تم الاستعانة بنموذج تحليل بيرسون (Pearson's (r) data analysis) للتحقق من علاقة الارتباط بين المتغيرات وكما يوضحها الجدول (٤).

الجدول (٤)

نتائج تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة

ROE	CFO	WACC	FL	CR	AT	
					١	AT
				١	٠,٢١٤ ٠,١٠٧	CR
			١	٠,٣١٣ ٠,٢٥٣	٠,٤٩٥ ٠,٠٦٧*	FL
		١	٠,٣٥٨ ٠,٠٢٥**	٠,٢٦٧ ٠,٢٧٨	٠,٢٣٥ ٠,٠٤١**	WACC
	١	٠,٧١٥ ٠,٠١٧**	٠,٤٠١ ٠,٠٠٤***	٠,٣٦١ ٠,٠٩١*	٠,٥٣١ ٠,٠٠٦***	CFO
١	٠,١٠١ ٠,٠٧٦*	٠,٢٤٦- ٠,٠٦٨*	٠,١٨٢ ٠,٠١٢**	٠,٠٤١ ٠,٨٢٢	٠,٣٩١ ٠,٠٤٨**	ROE

Correlation is significant at the * $P < 0,1$ ** $P < 0,05$ *** $P < 0,01$ value () refers to t-calculated.

الجدول من إعداد الباحثة

ويؤشر الجدول (٤):

١. وجود علاقة ارتباط موجبة بلغت (٠,٣٩١) عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٥) بين العائد على حق الملكية (ROE) ومعدل دوران الموجودات (AT)، مما يعني أن الشركات التي تمتلك معدلات مرتفعة من نسبة العائد على حق الملكية، تمتلك في المقابل معدل دوران مرتفع للموجودات.
 ٢. كما أشر الجدول (٤) وجود علاقة غير دالة إحصائياً بين نسبة التداول (CR) ومعدل العائد على حق الملكية (ROE) بلغت (٠,٠٤١).
 ٣. ويوضح الجدول (٤) وجود علاقة ارتباط موجبة بين الرفع المالي (FL) ومعدل العائد على حق الملكية (ROE) بلغت (٠,١٨٢) عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٥)، وهذا يتطابق مع النظرية المالية، أي بارتفاع الاقتراض يرتفع معدل العائد على حق الملكية.
 ٤. وجود علاقة ارتباط سالبة بلغت (-٠,٢٤٦) عند مستوى معنوية أقل من (٠,١٠) بين نسبة متوسط الكلفة المرجحة لرأس المال (WACC) ومعدل العائد على حق الملكية (ROE)، مما يعني أن الشركات التي تمتلك معدلات مرتفعة من متوسط الكلفة المرجحة لرأس المال، في المقابل تتخفض معدلات العائد على حق الملكية.
 ٥. وجود علاقة ارتباط موجبة بلغت (٠,١٠١) عند مستوى معنوية أقل من (٠,١٠) بين نسبة التدفقات النقدية التشغيلية (CFO) ومعدل العائد على حق الملكية (ROE)، وتؤشر تلك العلاقة ارتفاع معدل العائد على حق الملكية في الشركات التي تمتلك ارتفاع في التدفقات النقدية التشغيلية.
- ويعرض الجدول (٥) الاحصاءات الوصفية لمتغير العائد على حق الملكية والمتغيرات التفسيرية (AT، WACC، CFO، FL) مقسمة على مجموعات وفقاً لمعيار الحجم بعد ان تم استبعاد متغير نسبة التداول (CR)؛ لأنها غير دالة إحصائياً.
- ويؤشر الجدول (٥) أن مجاميع الشركات الصغيرة قد حققت أقل متوسط لكل من دوران الموجودات التدفقات النقدية التشغيلية؛ ومتوسط التكلفة المرجحة لرأس المال، والرفع المالي بواقع (١,٨٧) (١١,٠٥) (٤,٦٥) (٢,٠٧) على التوالي، الأمر الذي أدى إلى حصول مجاميع الشركات الصغيرة على أدنى متوسط لمعدل العائد على حق الملكية بواقع (٤,٢٦).

الجدول (٥)

الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة وفقا لمعيار حجم الشركات

CFO					AT					المتغيرات
التفرطح	الالتواء	الانحراف	المتوسط	مشاهدات	التفرطح	الالتواء	الانحراف	المتوسط	مشاهدات	المجاميع
٠,١١-	-	٣,٠٠	١١,٠٥	١٠	١,٠١-	٠,٣٢	٠,٤٠	١,٨٧	١٠	صغيرة
٠,٤٩-	٠,٢٧	٣,٦٧	١٤,٣٦	٩	٠,٢٦-	٠,٥٠	٠,٥٧	١,٩٠	٩	متوسطة
٠,١٨	-	٤,٢٢	١١,٦٩	١٤	٠,٩٤-	٠,٠٢	٠,٥٣	١,٩٥	١٤	كبيرة
FL					WACC					المتغيرات
التفرطح	الالتواء	الانحراف	المتوسط	مشاهدات	التفرطح	الالتواء	الانحراف	المتوسط	مشاهدات	المجاميع
٢,١٧	١,٨-	١,٧٨	٢,٠٧	١٠	١,٠١-	-	٣,٥٥	٤,٦٥	١٠	صغيرة
٠,٦٢	٠,٧٧	٢,٣٢	٤,٢٦	٩	٠,٢٦-	٠,٥٢	٥,١٠	٤,٩٢	٩	متوسطة
٠,٦-	٠,٠٣	١,٩٣	٢,٣٣	١٤	٠,٩٤-	٠,٧٣	٤,٧٧	٥,٤٢	١٤	كبيرة
ROE										المتغيرات
التفرطح	الالتواء	الانحراف	المتوسط	مشاهدات	المجاميع					
١,٠٥	١,٨٥-	١٥,٣٤	٤,٢٦	١٠	صغيرة					
٠,٦٢	٠,٧٧	١٩,٩٢	٦,٤٩	٩	متوسطة					
٠,٦٧-	٠,٠٣	١٦,٥٨	٢٣,٠٢	١٤	كبيرة					

الجدول من إعداد الباحثة

وعلى الجانب الآخر حققت مجاميع الشركات الكبيرة أعلى متوسط لمعدل العائد على حق الملكية بالاستناد إلى دوران الموجودات، ومتوسط التكلفة المرجحة لراس المال بواقع (١,٩٥) (٥,٤٢). فضلا عن ذلك تمتلك مجاميع الشركات المتوسطة أعلى متوسط للتدفقات النقدية التشغيلية والرفع المالي بلغت (١٤,٣٦) (٤,٢٦)، وعليه تم اختبار فرضية العدم التي نصت على أنه " لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين الشركات الصغيرة والشركات المتوسطة والشركات الكبيرة فيما يتعلق بالعائد على حق الملكية" باستخدام نموذج تحليل التباين (ANOVA) الأحادي، وذلك لاختبار الفروق بين متوسطات مجاميع الشركات (الصغيرة، المتوسطة، والكبيرة) ومعرفة ما اذا كان هناك اختلافات ذات دلالة إحصائية، ونتيجة لذلك عملت الدراسة على عرض النتائج المتعلقة بالمؤشرات التي لها تأثير ذو دلالة احصائية باتجاه واحد، وكما نلاحظ

في تحليل التباين الأحادي وجود متغير مستقل واحد بثلاثة مستويات ومتغير تابع واحد (معدل العائد على حق الملكية)، وفيه نختبر فرضية اختلاف الأوساط الحسابية للمتغير التابع بين المستويات الموجودة في المتغير المستقل. كما عملت الدراسة وقبل إجراء اختبار تحليل التباين (ANOVA) بإجراء اختبار التوزيع الطبيعي الذي كان معنوياً بالنظر إلى أن جميع توزيعات البيانات لمجاميع الشركات الثلاث (الصغيرة، المتوسطة، والكبيرة) أشرت التواء أقل من (٢,٠)، فضلاً عن التفرطح الذي أشر قيمة أقل من (٩,٠). أنظر الجدول (٥).

ولغرض التأكد من اختبارات التوزيع الطبيعي للمتغيرات المدروسة كاحد شروط صحة اختبار تحليل التباين، تم تطبيق اختبار (Shapiro-Wilk test)، وهو اختبار إحصائي تنص فيه فرضية العدم بأن بيانات المتغير المدروس تتوزع توزيعاً طبيعياً بالاعتماد على قيمة (p-value) التي كلما كانت أكبر من (٠,٠٥) تقبل فرضية العدم (Razali and Wah, ٢٠١١, ٢٣). الأمر الذي يعني إمكانية استخدام تحليل التباين. وكما موضح في الملحق (٢). كما تم الركون إلى اختبار (Levene`s F test) الذي يوضح فيما إذا كان هنالك تجانس للتباين بين مجاميع الشركات الثلاث (الصغيرة، المتوسطة، والكبيرة) بوصفه شرطاً لصحة اختبار تحليل التباين. وباختبار فرضية العدم، التي تنص على أنه يوجد تجانس للتباين بين مجاميع الشركات الثلاث. أشرت نتائج الجدول (٦)

الجدول (٦)

نتائج اختبار تحليل التباين (ANOVA) واختبارات التوزيع الطبيعي

CFO			AT			المتغيرات
ANOVA	Levene`s F test	Shapiro-Wilk	ANOVA	Levene`s F test	Shapiro-Wilk	المجاميع
٢,٦٣٨ (٠,٠٢٤)	٠,٤٣١ (٠,٠٨٤)	٠,٨٥١	٢,٧٥٤ (٠,٠٢١)	٠,٣٠٦ (٠,٨٢١)	٠,١٩٦	صغيرة
		٠,٨٤٣			٠,٠٩٢	متوسطة
		٠,٣٢٤			٠,٠٧٣	كبيرة
FL			WACC			المتغيرات
ANOVA	Levene`s F test	Shapiro-Wilk	ANOVA	Levene`s F test	Shapiro-Wilk	المجاميع
٢,١٢٥ (٠,٠٤٣)	٠,٢١٠ (٠,٨٢٠)	٠,١٥٢	٢,١٢٥ (٠,٠١٧)	٠,٦٤٢ (٠,٢٤١)	٠,٠٦٤	صغيرة
		٠,٠٨٣			٠,١١٦	متوسطة
		٠,٠٩٤			٠,٠٧٥	كبيرة

الجدول من إعداد الباحثة

إن قيمة مستوى الدلالة (Sig.) لاختبار (Levene's F) وللمجاميع الثلاث هي أكبر من (٠,٠٥)، لذلك تم قبول فرضية العدم القائلة: بوجود تجانس للتباين. كما أشر الجدول (٦) نتائج تحليل التباين أن الفروق بين المتوسطات الحسابية بين المتغيرات المستقلة وضمن المجاميع الثلاث دالة إحصائياً، حيث أشرت قيمة مستوى الدلالة (Sig.) لاختبار (ANOVA) الاحادي وللمجاميع الثلاث هي اصغر من (٠,٠٥).

وبعد ان تم الحصول على تحليل التباين الاحادي (ANOVA)، تم قياس تأثير الحجم باستخدام انموذج (post-hoc power analysis) لتحليل قوة التأثير ومعرفة الفرق بين مجاميع الشركات الثلاث (الصغيرة، المتوسطة، والكبيرة) وباستخدام خيار تحليل (Cohen's F) الذي يستخدم لتحليل ثلاث مجاميع او اكثر، وذلك لقياس قوة التأثير بين المتغيرات عبر قياس متوسط التأثير القياسي للمتغيرات المستقلة. حيث اقترح Cohen (٢٠١٣) ان حجم التأثير والمعبر عنه باحصائية (Cohen's F) تؤشر الدرجة التي تكون فيها الفرضية الصفرية خاطئة.

وقد قدم Cohen (١٩٩٢) ثلاث درجات من التأثيرات: درجة أثر صغيرة عندما تكون قيمة (F) تساوي (٠,١٠)، ودرجة تأثير متوسطة عندما تكون قيمة (F) تساوي (٠,٢٥)، ودرجة تأثير كبيرة عندما تكون قيمة (F) تساوي (٠,٤٠). وبناءً على ذلك، توضح النتائج المعروضة في الجدول (٧) حجم تأثير كبير لدوران الموجودات (AT) متوسط الكلفة المرجحة لراس المال (WACC) والرفع المالي (FL)، في حين أشرت النتائج حجم تأثير صغير لنسبة التدفقات النقدية التشغيلية (CFO).

الجدول (٧)

حجم التأثير باستخدام تحليل (Cohen's F)

حجم التأثير	Cohen's F	المتغيرات
كبير	٠,٦٣٤	AT
كبير	٠,٤٢٧	WACC
كبير	٠,٤٩٦	FL
صغير	٠,٠٩٦	CFO

الجدول من إعداد الباحثة

رابعاً: اختبار نموذج الانحدار الخطي المتعدد

تم إجراء الانحدار الخطي المتعدد من أجل اختبار أثر كلٍّ من دوران الموجودات، التدفقات النقدية التشغيلية، والرفع المالي، والكلفة المرجحة لرأس المال بوصفها متغيرات مستقلة، في العائد على حق الملكية بوصفه متغيراً معتمداً. ويمكن كتابة معادلة الانحدار بالشكل الآتي:

$$ROE_{j,t} = b_0 + b_1 AT_{j,t} + b_2 CFO_{j,t} + b_3 FL_{j,t} + b_4 WACC_{j,t} + \mu_{j,t}$$

إذ إن:

$$ROE_{j,t} = \text{المتغير المعتمد، معدل العائد على حق الملكية للشركة (j) في السنة (t).}$$

$$b_0 = \text{ثابت المعادلة.}$$

$$b_{1,2,3,4} = \text{ميل معامل التقدير للمتغيرات المستقلة.}$$

$$AT_{j,t} = \text{دوران الموجودات للشركة (j) في السنة (t).}$$

$$CFO_{j,t} = \text{نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الموجودات للشركة (j) في السنة (t).}$$

$$FL_{j,t} = \text{الرفع المالي للشركة (j) في السنة (t).}$$

$$WACC_j = \text{متوسط الكلفة المرجحة (j) في السنة (t).}$$

$$\mu_{j,t} = \text{البواقي (خطأ التقدير).}$$

وقد اعتمدت الدراسة في تطبيقها لمعادلة الانحدار المتعدد على نموذج Panel Data وذلك للحصول على أدق النتائج عن الاختبارات بوصفها من الطرائق التي تقلل من مشكلة التعدد الخطي، فضلاً عن ارتفاع درجات الحرية، مما يعطي كفاءة للنموذج القياسي ككل. وكذلك من الممكن أن تقلل من حالة عدم تجانس البيانات الذي يظهر مع الاختبارات الاعتيادية. وبذلك يصبح عدد المشاهدات الفعلية (١٣٢) مشاهدة ناتجة عن (٣٣) شركة ولمدة أربع سنوات تمتد من ٢٠١٥-٢٠١٨، تأخذ في الاعتبار أثر التغير في الزمن وفق منهجية التحليل المقطعي (Cross-sectional analysis) وتحليل السلاسل الزمنية (Time series analysis).

الجدول (٨)

نتائج الانحدار الخطي المتعدد لجميع الشركات عينة الدراسة

Level of Significance	ROE			المتغيرات
	P-value	t-stat	Coefficient	
***	٠,٠٠٠	٣,٦٦	٠,٢٥٦	AT
**	٠,٠١١	٢,٥٦	٠,٣٩١	CFO
***	٠,٠٠٥	٢,٨٨	٠,٥٨٢	FL
**	٠,٠٥٧	١,٩٢-	٠,٢٣٢-	WACC
(P-value = ٠,٠٠٠) ٢٦٧,٣٨				F-test
%٨٦,٧				Adj. R ^٢
١٣٢				عدد المشاهدات
*P<٠,١٠ **P<٠,٠٥ ***P<٠,٠١ () refers to t-value calculated				

الجدول من إعداد الباحثة

يتضح من الجدول (٨) أن ميل معامل التقدير لكل من دوران الموجودات (AT)، والتدفقات النقدية التشغيلية (CFO)، والرفع المالي (FL)، ومتوسط الكلفة المرجحة لرأس المال (WACC)، مهم إحصائياً للتأثير في كلفة حق الملكية بدلالة قيم (Coefficient). وكانت إشارة كل المعاملات منسجمة مع العلاقة المتوقعة، إذ كلما زادت قيم دوران الموجودات، والتدفقات النقدية التشغيلية، والرفع المالي، يقابلها زيادة في معدل العائد على حق الملكية، الأمر الذي من شأنه أن يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة، كما أن زيادة متوسط الكلفة المرجحة لرأس المال يؤدي إلى انخفاض معدل العائد على حق الملكية وهذا ما أشرته النتائج بوجود علاقة عكسية.

ومن أجل تحقيق هدف الدراسة، كان من الضروري تطبيق نموذج الانحدار الخطي المتعدد لكل مجموعة من مجاميع الشركات (الصغيرة والمتوسطة والكبيرة) باستخدام معادلة الانحدار ذاتها من أجل معرفة أي من المؤشرات المالية لها الأثر الأكبر في العائد على حق الملكية بالاستناد إلى حجم الشركة.

وبذلك عملت الدراسة على تطبيق نموذج الانحدار الخطي المتعدد على الشركات الصغيرة مرة بواقع (٤٠) مشاهدة ناتجة عن (١٠) شركات ولمدة أربع (٤) سنوات. كما تم تطبيق النموذج على الشركات المتوسطة بواقع ست وثلاثين (٣٦) مشاهدة ناتجة عن تسع (٩) شركات ولمدة أربع (٤) سنوات. وأخيراً تم تطبيق النموذج على الشركات الكبيرة بواقع ست وخمسين (٥٦) مشاهدة ناتجة عن أربع عشرة (١٤) شركة ولمدة أربع (٤) سنوات.

الجدول (٩)

نتائج الانحدار الخطي المتعدد للشركات الصغيرة عينة الدراسة

Level of Significance	ROE			المتغيرات
	P-value	t-stat	Coefficient	
***	٠,٠٠٠	٤,١٨	٠,٢١٠	AT
-	٠,٨٢٤	٠,٢٢	٠,٠٢٧	CFO
-	٠,١١٢	١,٦٢	٠,٢٥٩	FL
-	٠,٤٠١	٠,٨٥-	٠,٠٧٧-	WACC
(P-value = ٠,٠٠٠) ٢٥,٢١				F-test
%٦٦,٤				Adj. R ^٢
٤٠				عدد المشاهدات
*P<٠,١٠ **P<٠,٠٥ ***P<٠,٠١ () refers to t-value calculated				

الجدول من إعداد الباحثة

يتضح من الجدول (٩) أنه على الرغم من انسجام اشارة المعاملات مع العلاقة المتوقعة بين المتغيرات إلا أن ميل معامل التقدير لكل من التدفقات النقدية التشغيلية، والرفع المالي، ومتوسط الكلفة المرجحة كان غير مهم إحصائياً في التأثير في معدل العائد على حق الملكية، وإن ما نسبته (%٦٦,٤) من التأثير في المتغير المعتمد يعود إلى دوران الموجودات (AT) الذي أشر ميل معامل تقديره أهمية احصائية عند مستوى معنوية أقل من (%١)، وبذلك يعد دوران الموجودات أهم متغير يجب التركيز عليه في تقييم الشركات الصغيرة، ومن ثم يمكن معرفة أسباب التغير في معدل العائد على حق الملكية، وربما يعود السبب في ذلك إلى انخفاض اعتماد الشركات الصغيرة على الرفع المالي، ومن ثم انخفاض اعتماد المستثمرين في تقييم تلك الشركات على مؤشرات مثل متوسط الكلفة المرجحة لرأس المال.

ويوضح الجدول (١٠) أن ميل معامل التقدير لكل من دوران الموجودات (AT)، والرفع المالي (FL) كان مهماً احصائياً في التأثير في معدل العائد على حق الملكية (ROE) عند مستوى معنوية أقل من (%١) و (%١٠) على التوالي، في حين أن كلاً من التدفقات النقدية التشغيلية ومتوسط الكلفة المرجحة لرأس المال لم تكن ذات دلالة احصائية، الامر الذي يؤثر امكانية الاعتماد على نموذج تحليل (DuPont) في الشركات المتوسطة لتحليل التغيرات في معدل العائد على حق الملكية.

الجدول (١٠)

نتائج الانحدار الخطي المتعدد للشركات المتوسطة عينة الدراسة

Level of Significance	ROE			المتغيرات
	P-value	t-stat	Coefficient	
***	٠,٠٠٠	٤,٤٢	٠,٢٠٠	AT
-	٠,٦١٩	٠,٥٠	٠,٠٥٥	CFO
*	٠,٠٨٧	١,٧٥	٠,٢٥٢	FL
-	٠,٣٧١	٠,٩١-	٠,٠٧٤-	WACC
(P-value = ٠,٠٠٠) ٢٤,٢٨				F-test
%٦٧,٩				Adj. R ^٢
٣٦				عدد المشاهدات
*P<٠,١٠ **P<٠,٠٥ ***P<٠,٠١ () refers to t-value calculated				

الجدول من إعداد الباحثة

الجدول (١١)

نتائج الانحدار الخطي المتعدد للشركات الكبيرة عينة الدراسة

Level of Significance	ROE			المتغيرات
	P-value	t-stat	Coefficient	
***	٠,٠٠٤	٢,٩٧	٠,١٦٧	AT
-	٠,٢٦٨	١,١٢	١,٠٢٣	CFO
**	٠,٠٢٠	٢,٣٨	٢,١٧٨	FL
***	٠,٠٠١	٣,٦٠-	٢,٣١١-	WACC
(P-value = ٠,٠٠٠) ٥٥,٢٧				F-test
%٧٥,٩				Adj. R ^٢
٥٦				عدد المشاهدات
*P<٠,١٠ **P<٠,٠٥ ***P<٠,٠١ () refers to t-value calculated				

الجدول من إعداد الباحثة

ويؤشر الجدول (١١) أن دوران الموجودات والرفع المالي ومتوسط الكلفة المرجحة لرأس المال كانت ملائمة إحصائياً بدلالة P-value، فضلاً عن توافق الإشارة مع العلاقة المتوقعة، وتوافق معنوية النموذج المطبق بدلالة قيم F المحسوبة التي بلغت معنويتها الإحصائية صفراً

إلى حد المرتبة الثالثة بعد الفارزة، كما أن القوة التفسيرية للنموذج $Adj. R^2$ أشرت تزايداً وبلغت (٧٥,٩%). وأن تفسير نتائج الجدول (١١) يعزى إلى إمكانية استخدام مؤشرات نموذج (DuPont) (دوران الموجودات والرفع المالي) عند تحليل الشركات الكبيرة مع إضافة مؤشر متوسط الكلفة المرجحة لرأس المال لارتباطها الوثيق مع معدل العائد على حق الملكية. كما أشر الجدول عدم معنوية التدفقات النقدية التشغيلية.

وعليه يمكن القول بأن نموذج (Dupont) التقليدي يمكن الاعتماد عليه في الشركات الصغيرة والمتوسطة، إلا أن أهمية النموذج من الممكن أن تتناقص مع الشركات الكبيرة، الأثر الذي يدفع باتجاه استخدام مؤشرات أخرى لا يغطيها النموذج التقليدي مثل متوسط الكلفة المرجحة لرأس المال وهذا ما أثبتته نتائج الدراسة.

المبحث الثاني

الاستنتاجات والتوصيات

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

أولاً: الاستنتاجات

خلصت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات النظرية والتطبيقية، وعلى النحو الآتي:

1. يستخدم تحليل DuPont لتقييم الأجزاء المكونة للعائد على حق الملكية، حيث يتيح ذلك للمستثمر تحديد الأنشطة المالية التي تسهم بشكل أكبر في تغييرات العائد على حق الملكية.
2. تم تعديل نموذج DuPont سنة ١٩٩٩، ليصبح النموذج المعدل مكوناً من خمس نسب تحدد معدل العائد على حق الملكية، أي تم إضافة العبء الضريبي وعبء الفائدة.
3. أشرت نتائج الدراسة أن نموذج تحليل DuPont والمؤشرات المالية الأخرى المستخدمة فائدتها في الشركات عينة الدراسة. ومن ناحية أخرى، تؤثر المؤشرات المدروسة في العائد على حق الملكية بشكل مختلف حسب حجم الشركة.
4. تقسم الشركات إلى ثلاث فئات من حيث الحجم: صغيرة ومتوسطة وكبيرة. إذ لم يكن للمؤشرات المالية المدروسة في الشركات الصغيرة أي تأثير ذي دلالة إحصائية، باستثناء دوران الموجودات.
5. كان التأثير في فئة الشركات المتوسطة معنوياً وذا دلالة إحصائية لمؤشر دوران الموجودات والرفع المالي، فيما كان التأثير في فئة الشركات الكبيرة معنوياً وذا دلالة إحصائية لمؤشر دوران الموجودات والرفع المالي ومتوسط الكلفة المرجحة لراس المال. لذلك أشرت نتائج البحث أن أقوى العوامل المحركة للعائد على حق الملكية هي نسبة دوران الموجودات وعلى وفق جميع مستويات الاختبار.

ثانياً: التوصيات

بناءً على الاستنتاجات التي تم التوصل إليها فإنه من الممكن وضع مجموعة من المقترحات، وعلى النحو الآتي:

1. ضرورة استخدام تحليل DuPont لمتابعة أداء الشركات ومعرفة محددات العائد على حق الملكية بوصفه المؤشر الأكثر أهمية لدى المحللين الماليين، مع الأخذ بمتغير حجم الشركات بنظر الاعتبار.

٢. التأكيد على استخدام نموذج DuPont التقليدي بوصفه أداة تخطيطياً استراتيجياً في الشركات الصغيرة والمتوسطة؛ لقدرته على تقييم الأداء مع التركيز على مؤشر دوران الموجودات والعمل على زيادة كفاءة استخدام الموجودات الحالية لتوليد المبيعات، ومن ثم ارتفاع معدل العائد على حق الملكية.
٣. ضرورة تضمين مؤشرات أخرى لا يغطيها نموذج تحليل DuPont التقليدي وذلك عند تقييم أداء الشركات الكبيرة كمتوسط الكلفة المرجحة لرأس المال؛ وذلك بالنظر إلى وجود صلة بينها وبين العائد على حق الملكية، وهذا ما أشرته نتائج الدراسة.
٤. كتوجهات بحثية مستقبلية، تقترح الدراسة توسيع عينة البحث؛ ليتم التطبيق على شركات محددة، ومعرفة العوامل المؤثرة في العائد على حق الملكية لكل شركات على حدة.

المراجع

المراجع العربية

أولاً: الوثائق والنشرات الرسمية

١. الموقع الالكتروني الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية (www.isx-iq.net)
٢. الموقع الالكتروني الرسمي للبنك المركزي العراقي (www.cbi.iq)
٣. الموقع الالكتروني الرسمي لهيئة الأوراق المالية العراقية (www.isc.gov.iq)

ثانياً: الرسائل والاطاريح

١. الجبوري، اياد طاهر، (٢٠٠٦)، "تأثير محتوى معلومات الأرباح في قيمة الأسهم العادية دراسة تطبيقية في شركات القطاع الصناعي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية.
٢. الأعظمي، براء محي الدين إبراهيم، (٢٠١٠)، "المحفظة الاستثمارية الحديثة وإمكانية تطبيقها (دراسة حالة سوق العراق للأوراق المالية)"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد.
٣. تينعمري، عزيزة، (٢٠١٨)، "أثر مؤشرات نموذج DuPont على القيمة السوقية للأسهم" دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة (٢٠١٣-٢٠١٧)"، رسالة ماجستير منشورة، كلية علوم الإقتصادية والتسيير وعلوم التجارية، جامعة قاصدي مرباح.
٤. الجرجاوي، حليلة خليل، (٢٠٠٨)، " دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم دراسة تطبيقية على المنشآت المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الاسلامية، غزة.
٥. شكور، محمد عمر، (٢٠١٧)، "العلاقة بين مكونات العائد على الأصول وفق نظام دوبيونت ومستوى القيمة الاقتصادية المضافة في الشركة الصناعية المدرجة في بورصة عمان"، رسالة ماجستير منشورة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط.
٦. الصبيحي، فائز هليل، (٢٠١١)، "أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم والمخاطرة دراسة في عينة من شركات سوق عمان وأبو ظبي"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الادارة

والاقتصاد، جامعة الموصل.

٧. الغصين، هلا، (٢٠٠٤)، "استخدام النسب المالية للتنبؤ بتعثر الشركات - دراسة تطبيقية على قطاع المقاولات في قطاع غزة"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة.

٨. المطيري، مشعل جهز، (٢٠١١)، "تحليل وتقييم الأداء المالي لمؤسسة البترول الكويتية"، رسالة ماجستير منشورة، كلية الاعمال، جامعة الشرق الأوسط.

ثالثاً: الدوريات

١. بلال محمد داود، نور ساطع أمين، (٢٠٢٠)، "تقييم لمؤشرات الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية دراسة تحليلية (شركة الحمراء للتأمين نموذجاً)"، مجلة تكريت للعلوم الإدارية، العدد ٤٩، المجلد ١٦.

٢. الربيعي، حاكم محسن محمد، الجرجري، زهراء جار الله حمو، (٢٠١٦)، "سياسة الاستثمار في رأس مال العامل وأثرها في العائد والمخاطرة - دراسة تطبيقية في قطاع شركات القطاع الصناعي للفترة من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١٣"، المجلة العراقية للعلوم المالية، جامعة كربلاء، العدد ٤٨، مجلد ١٢.

٣. الربيعي، رباب عدنان، (٢٠٢٠)، "تقييم نموذج التدفق النقدي الحر كمقياس للأداء المالي في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة الادارة والاقتصاد، العدد ٣٣، المجلد ٩.

٤. رشيد، حسنين سالم، (٢٠١٨)، "دور التحليل المالي في ترشيد قرارات المستثمرين - دراسة لسوق العراق للأوراق المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد ١٠٤، المجلد ٢٤.

٥. الزبيدي، فراس خضير، (٢٠١٤)، "العلاقة بين العائد والمخاطرة وأثرها في القيمة السوقية للأسهم (دراسة على عينة من شركات القطاع المصرفي في سوق العراق للأوراق المالية)"، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة القادسية العدد ٢، المجلد ١٦.

٦. سلمان، مهدي عبد الرحمن، (٢٠١٦)، "تحليل ومناقشة العائد والمخاطرة في ظل التوليفة المثلى للمنتجات"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد ٤٨.

٧. صالح، علاء عبد الحسين، وفاضل، عدي صفاء الدين، (٢٠١٢)، "تقييم أداء الشركات العراقية باستخدام نموذج العائد على حقوق الملكية دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة ٢٠٠٨-٢٠١٠" الغاري للاقتصاد والعلوم الإدارية، العدد ٢٥، المجلد ٨.
٨. عبد الله، غيث أركان، (٢٠١٩)، "تقويم الكفاءة التشغيلية للمصارف التجارية باستخدام نموذج Modified DuPont العينة من المصارف العراقية الخاصة" مجلة دنانير، العدد ١٦.
٩. عبدالستار، عائشة عبدالكريم، (٢٠١٨)، "تقييم الأداء المالي باستخدام بطاقة الأداء المتوازن: بالتطبيق على فندق بغداد الدولي"، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد ٢٣، المجلد ١٠.
١٠. عبد الرضا، نغم يوسف، (٢٠١٦)، "تقييم أداء المشاريع الصغيرة على وفق مدخل بطاقة الأداء المتوازن دراسة تطبيقية في شركة الفضلي للصناعات الانشائية"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد ٨٩، المجلد ٢٢.
١١. محمد، حسين علي، (٢٠١٩)، "استخدام التحليل المالي لتقييم أداء الشركة العامة للمنتجات الغذائية في أبو غريب للفترة ٢٠١١-٢٠١٤"، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد ٢٤، المجلد ١١.

رابعاً: الكتب

١. آل شبيب، دريد كامل، (٢٠٠٩)، "الاستثمار والتحليل الاستثماري"، ط١، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن.
٢. جمعة، السعيد فرحات، (٢٠٠٠)، "الأداء المالي لمنظمات الاعمال - التحديات الراهنة"، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية.
٣. الجميل، سرمد كوكب، (٢٠١١)، "المدخل إلى الأسواق المالية"، دار ابن الأثير للطباعة والنشر، جامعة الموصل.
٤. طنيب، محمد شفيق حسين، عبيدات، محمد إبراهيم، (١٩٩٧)، "أساسيات الإدارة المالية (في القطاع الخاص)"، ط١، دار المستقبل للنشر والتوزيع - عمان، الأردن.
٥. العامري، محمد علي إبراهيم، "الإدارة المالية الحديثة". ط١، دائر وائل للنشر والتوزيع،

عمان.

٦. العلي، سعيد حميد، (٢٠١٠)، "الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية"، ط١، دار وائل للنشر والتوزيع - عمان، الأردن.

٧. مطر، محمد، (٢٠٠٦)، "الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني: الأساليب والأدوات والاستخدامات العلمية"، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان.

المراجع باللغة الأجنبية:

A. Thesis & Dissertations

١. Kharatyan, Davit., (٢٠١٦), " **Ratios and indicators that determine return on equity**", Master Thesis, Business Management, Bragança Political Institute.

B. Journals

١. Almazari, Ahmed Arif., (٢٠١٢), "**Financial Performance Analysis of the Jordanian Arab Bank by Using the DuPont System of Financial Analysis**" International Journal of Economics and Finance, Vol. ٤, No. ٤, pp. ٨٦-٩٤.
٢. Babalola Y. A., and Abiola F. R., (٢٠١٣), " **Financial Ratio Analysis of Firms: A Tool for Decision Making**", International Journal of Management Sciences, Vol. ١, No. ٤, pp ١٣٢-١٣٧.
٣. Bauman, Mark P., (٢٠١٤), "**Forecasting operating profitability with DuPont analysis Further evidence**" Review of Accounting and Finance, Vol. ١٣ Issue ٢, pp. ١٩١ - ٢٠٥.
٤. Burja, Vasile., Marginean, Radu., (٢٠١٤) " **The study of factors that may influence the performance by the DuPont analysis in the furniture industry**" Procedia Economics and Finance, Volume ١٦, pp. ٢١٣-٢٢٣.
٥. Chang, J., Kathryn., Chichernea, C., Doina., and HassabElnaby, R., Hassan., (٢٠١٣), "**On the DuPont analysis in the health care**

- industry"** Journal of Accounting and Public Policy, Volume 33, Issue 1, pp. 83-103
6. Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K., (2006), "**Earnings Quality**", Foundation and Trends in Accounting , vol.1, Issue. 4
 7. Goldmann, K.,(2017). "Financial liquidity and profitability management in practice of polish business". Financial Environment and Business Development ,pp. 103-112.
 8. Herciu, M., Ogorean, C., and Belascu, L., (2011), "**A Du Pont Analysis of the 20 Most Profitable Companies in the World**", International Conference on Business and Economics Research, vol.1. , pp. 40-48.
 9. Jankensgard, Hakan., and Moursli, Reda M., (2020), "**Derivative Cash Flows and Corporate Investment**", Journal of Banking and Finance, Volume 119.
 10. Kim, Hak-Seon, (2016), "**A Study of Financial Performance using DuPont Analysis in Food Distribution Market**" Culinary Science & Hospitality Research, vol.22, no.6, pp.52 - 60.
 11. Liesz, T. J., & Maranville, S. J. (2011). "**Ratio Analysis featuring the Dupont Method: an overlooked topic in the finance module of small business management and entrepreneurship courses**". Small Business Institute Journal, vol.1 no.1, pp. 17-34.
 12. Liesz, T., (2002), "**Really modified Du Pont analysis: Five ways to improve return on equity**". In Proceedings of the SBIDA Conference.
 13. Mubin, M., Lal, L., Hussain, A., (2013), "**Determinant of Return on Assets and Equity and Industry Wise Effects: Evidence from KSE (Karachi Stock Exchange)**", SSRN Electronic Journal, vol.10, no.0, pp.148 - 107.
 14. Rahman, Md. Zahidur., (2018), "**An Implementation of DuPont**

Model on Selected Bangladeshi Commercial Banks" International Journal of Economics and Financial Research, Vol. ১, Issue. ৬, pp: ১৬০-১৭০.

১০. Rakshit, Debdas, (২০০৬), "**EVA Based Performance Measurement: A Case Study of Dabur India Limited**", Vidyasagar University Journal of Commerce, Vol. ১১
১১. Razali, N.M. & Wah, Y.B. (২০১১). "**Power comparisons of Shapiro-Wilk, Kolmogorov-Smirnov, Lilliefors and Anderson-Darling tests**". Journal of Statistical Modeling and Analytics, Vol. ২, pp. ২১-৩৩.
১২. Sahu, Puja Archana, and Charan, Padma., (২০১৩), "**Ratio Analysis is an Instrument – for Decision Making - A Study**", Asia Pacific journal of research, Volume: I, Issue: VIII, pp ৩৬-৪১.
১৩. Sheela, S. Christina., and Karthikeyan, K., (২০১২), "**Financial Performance of Pharmaceutical Industry in India using DuPont Analysis**" European Journal of Business and Management, Vol ১, No. ১৪, pp. ৮৪-৯১.
১৪. Sloan, R., (১৯৯৬). "**Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?**". The Accounting Review, vol ৭১, ২৮৯-৩১০.
১৫. Soliman, T. Mark, (২০০৮), "**The Use of DuPont Analysis by Market Participants**", the Accounting review, Vol. ৮৩, No. ৩, pp. ৮২৩-৮০৩.

C. Books

১. Bodie, Zvi, Kane, Alex and Marcus, Alan J., (২০১৩), "**Essentials of Investments**", Fifth Edition, Irwin McGraw - Hill.
২. Edmonds, P., McNair, M., Milam, E., Olds, R., Edmonds, D.,

Schneider, W., (٢٠٠٣), "**Fundamental Financial Accounting Concepts**", Fourth Edition, McGraw-Hill - Irwin.

٣. Ehrhardt C. Michael and Brigham F. Eugene, (٢٠١١), "**Financial management: Theory and practice**", ١٣th Edition, South-Western.
٤. Fridson, Martin, and Alvarez, Fernando, (٢٠١١), "**Financial Statement Analysis**", Fourth Edition, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
٥. Harrison, Diana and Wilson, Brent. (١٩٨٦), "**Corporate Financial Analysis**", Business Publications, Inc.
٦. Mccullers, Leris D., and Sehroeder, Richard G., (١٩٨٢) "**Accounting Theory Text and Readings**", Second Edition, John Wiley and Sons.

مواقع الانترنت

<https://www.investopedia.com/terms/d/dupontanalysis.asp>

ملحق (١)

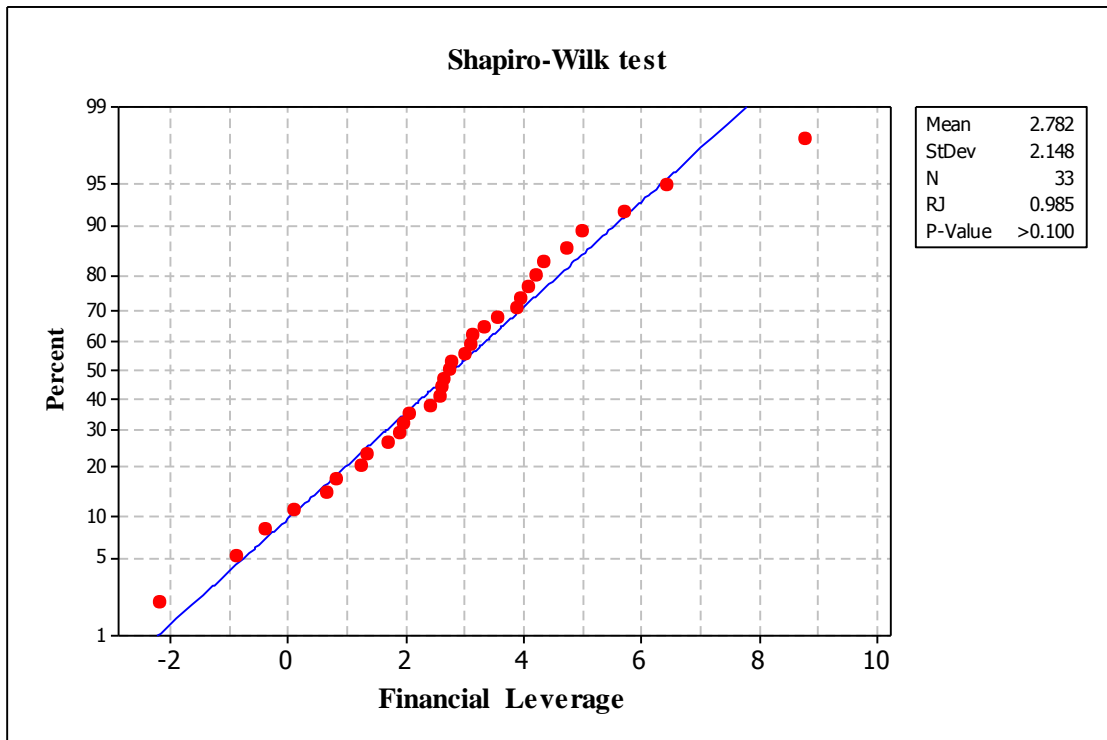
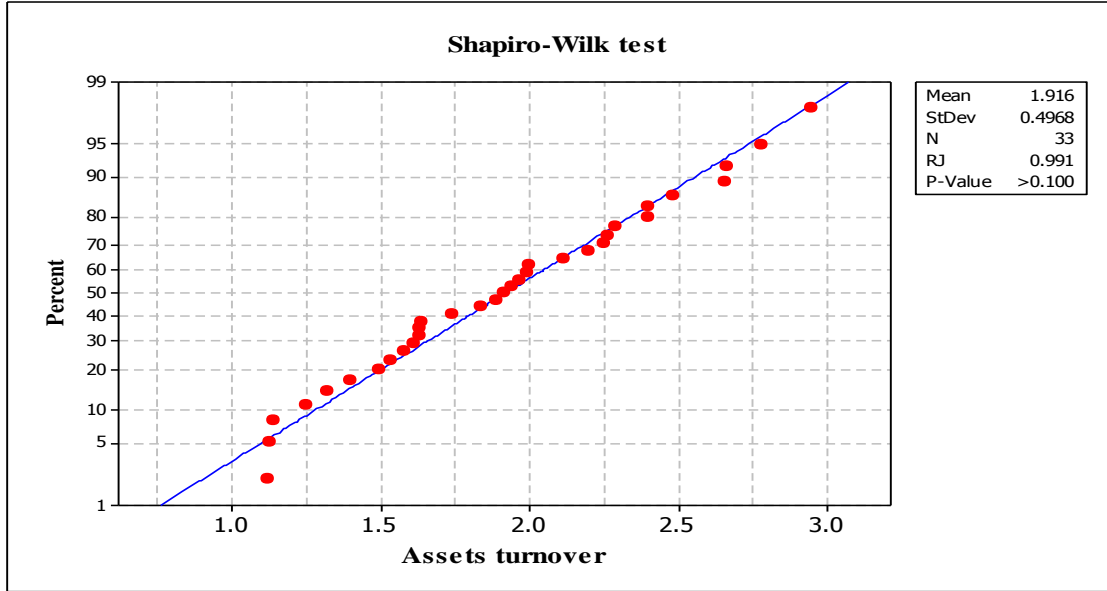
الشركات عينة الدراسة

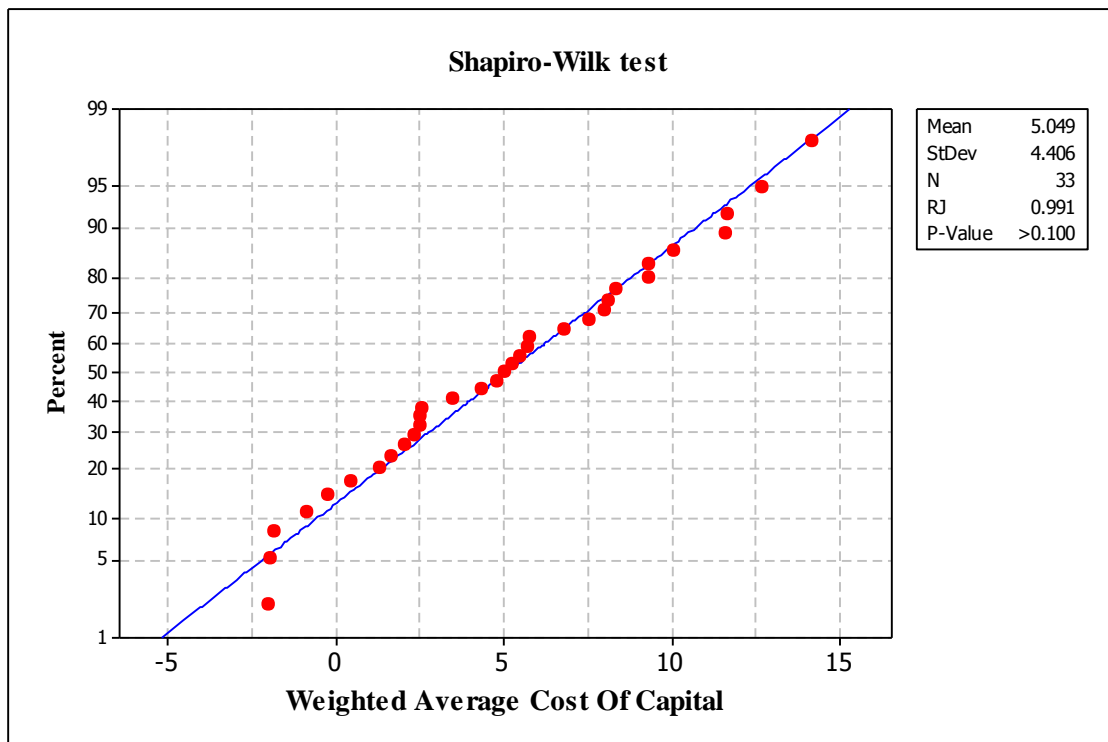
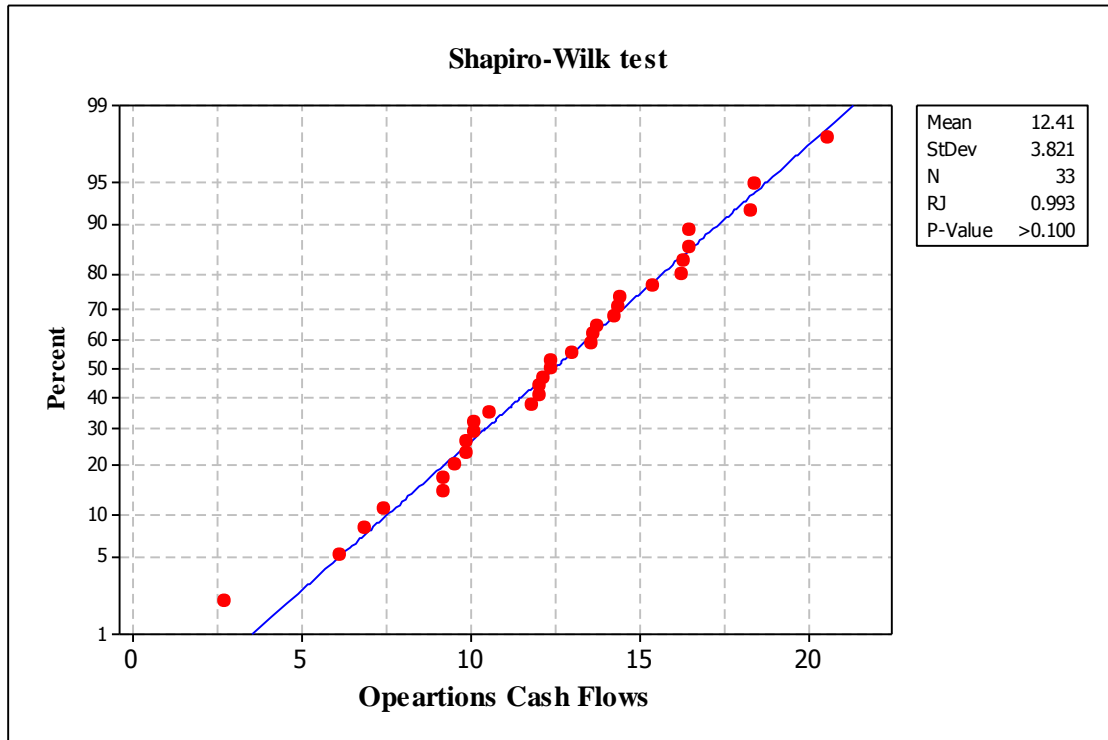
ت	اسم الشركة	ت	اسم الشركة
١	الألبسة الجاهزة بغداد	٢٢	الأهلية للتأمين
٢	الشرق الأوسط للأسماك	٢٣	الوئام للاستثمار المالي
٣	العراقية لانتاج وتسويق التمور	٢٤	بين النهرين للاستثمارات المالية
٥	الخليج للتأمين	٢٥	دار السلام للتأمين
٦	الخطاطة الحديثة	٢٦	الأمين للاستثمار العقاري
٧	الأهلية للانتاج الزراعي	٢٧	الأمين للاستثمار المالي
٨	العراقية لانتاج اللحوم	٢٨	الحمراء للتأمين
٩	المصرف المتحد للاستثمار	٢٩	الصنائع الكيماوية العصرية
١٠	المصرف الوطني للاستثمار	٣٠	المنافع للتحويل المالي
١١	المعمورة للاستثمار العقاري	٣١	النبلاء للتحويل المالي
١٢	بغداد لصناعة مواد التغليف	٣٢	مصرف الإقليم التجاري
١٣	أساسيل للاتصالات	٣٣	مصرف دجلة والفرات
١٤	الأمين للتأمين		
١٥	بغداد للمشروبات الغازية		
١٦	فندق المنصور بغداد		
١٧	فندق بابل		
١٨	فندق بغداد		
١٩	مدينة ألعاب الكرخ		
٢٠	الخاتم للاتصالات		
٢١	الزوراء للاستثمار المالي		

ملحق (٢)

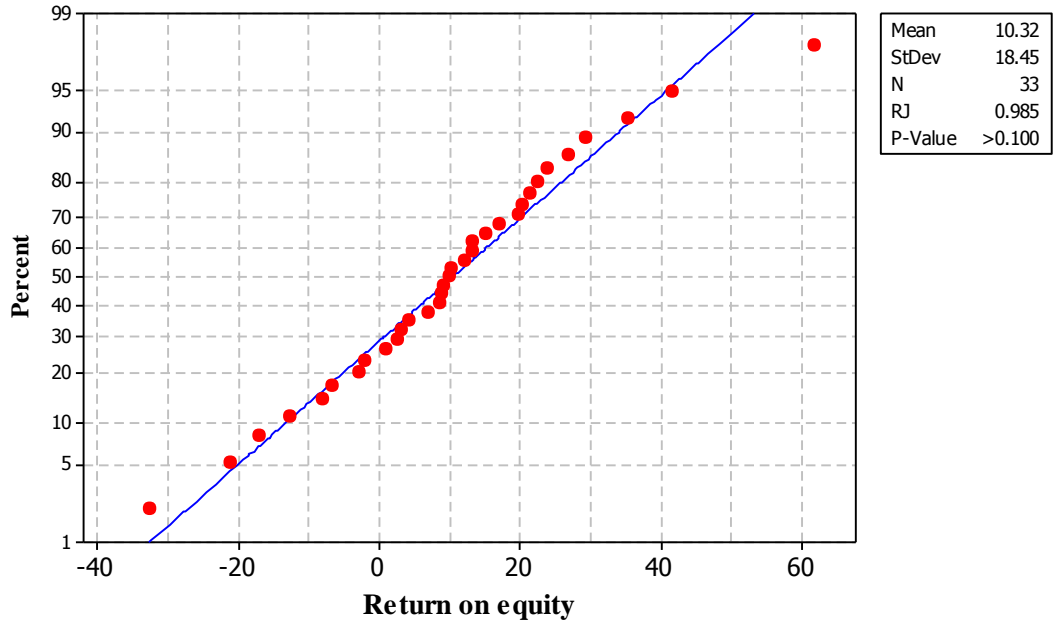
اختبار التوزيع الطبيعي

Shapiro-Wilk test





Shapiro-Wilk test



ABSTRACT

The purpose of the study is to determine the effect of the financial indicators included in the Dupont analysis and other indicators on the return on ownership rights in the sample companies. As this effect was measured between a set of financial indicators (asset turnover, financial leverage, operating cash flows, and the average weighted cost of capital) as explanatory variables that show the impact on the return on equity as a dependent variable, with attention to the size of the company using the multiple regression model to test The hypothesis of the study.

In order to achieve the objectives of the study, the quantitative approach was relied upon by relying on the financial statements of companies listed on the Iraq Stock Exchange during the period between 2015-2018, as the study sample consisted of (33) companies listed on the Iraq Stock Exchange. The results of the study showed the importance of focusing on the asset turnover indicator when using the Dupont model in small and medium companies, in order to work to increase the efficiency of using assets to increase sales with the need to include other indicators that are not covered by the traditional Dupont analysis model when evaluating the performance of large companies such as the weighted average cost of capital.

Keywords: Financial analysis, Performance evaluation, Dupont model.

University Of Mosul
College Of Administration
& Economics



**Using DuPont Analysis to Measure the Impact
of Some Financial Indicators In Return on
Equity**

A Thesis Submitted

By

Rahma Shamsi Ammash

To

**The College Council of Administration and Economic
University of Mosul In Partial Fulfillment of the
Requirements for the Degree of High Diploma In Finance
Sciences**

Supervised by

Dr. Mohammed Fawzi Mohammed

١٤٤٢ A.H.

٢٠٢٠ A.D.