جامعة قاصـدي مرباح ورقلـة – الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني
في ميدان :علوم اقتصادية والتسيير وعلوم تجارية
فرع علوم اقتصادية، تخصص مالية مؤسسة

من إعداد الطالبة: هاجر معاش

بعنوان:

محاولة قياس أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم

حالةبورصة قطر خلال الفترة (2010–2015)

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 25 / 05 / 2016

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الأستاذ/بوبكر الصديق شماخي .....(أستاذ مساعدأ– جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

الأستاذة /فاطمة كاهية.....(أستاذة مساعدة ب– جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفة

الأستاذ/ السعيد هتهات.....(أستاذ مساعد أ –جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية 2015 / 2016

جامعة قاصـدي مرباح، ورقلـة – الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني
في ميدان :علوم اقتصادية والتسيير وعلوم تجارية
فرع علوم اقتصادية، تخصص مالية مؤسسة
من إعداد الطالبة: هاجر معاش

بعنوان:

محاولة قياس أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم

حالة بورصة قطر (2010–2015)

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 25 / 05 / 2016

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الأستاذ/بوبكر الصديق شماخي .....(أستاذ مساعدأ– جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

الأستاذة /فاطمة كاهية.....(أستاذة مساعدة ب– جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفة

الأستاذ/ السعيد هتهات.....(أستاذ مساعد أ –جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية 2015 / 2016

إهـــــداء

بسم الله الرحمان الرحيم

* قل إعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنون*صدق الله العظيم

إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة .. ونصح الأمة .. إلى نبي الرحمة ونور العالمين

سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم

إلى من كلله الله بالهيبة والوقار، إلى من علمني العطاء بدون انتظار،

إلى من أحمل أسمه بكل افتخار *والدي العزيز*

إلى معنى الحب وإلى معنى الحنان والتفاني ، إلى بسمة الحياة

وسر الوجود إلى من كان دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي *أمي الحبيبة*رحمها الله

إلى من أرى التفاؤل بعينها .. والسعادة في ضحكتها إلى شعلة الذكاء

و النور إلى الوجه المفعم بالبراءة * عمتي فاطمة الزهراء والأم الثانية سلمة*

إلى من بهم أكبر وعليهم أعتمد إلى شمعة متقدة تنيرظلمة حياتي

إلى من بوجودهم أكتسب قوة ومحبة لا حدود لها إخواني وأخواتي

*عبد القادر *محمد جمال *صارة *كوثر*أمال* عبد الوهاب

فارس *أحمد ياسر*إلى أعمامي وأخوالي كل واحد بإسمه وعماتي وخالاتي كل واحدة بإسمها

إلى من عرفت كيف أجدهم وعلموني أن لا أضيعهم الى القلوب الطيبة

والنوايا الصادقة إلى رفيقاتي دربي أخواتي التي لم تلدهن أمي

وقضيت أجمل لحظات حياتي وأروع ذكرياتي صديقاتي العزيزات

*فتيحة * ماريا* لامياء* سارة* سعاد*أسماء* إيمان* فتيحة*شهرة* حليمة*زهراء* حليمة* *

إلى كل أفراد العائلة كبيرهم *وصغيرهم*

هاجر

شكـــر وعرفـــان

الحمد الله رب العالمين، الهادي إلى سبيل الرشاد الذي أمدني بالصبر والعزيمة ووفقني لإنجاز هذه المذكرة، والصلاة والسلام على معلم البشر سيدنا محمد صلى علية الله وسلم

وعلى آله وصحبه أجمعين، أما بعد...

أتوجه بالشكر الجزيل والتقدير والعرفان الجميل إلى:

أستاذتي الكريمة/ فاطمة كاهية على تفضلها بالإشراف

على هذا البحث، وعلى التوجيهات والنصائح والتشجيع من أجل إتمامه.

كما أشكرالأستاذ/ السعيد الهتهات الذي لم يبخل علينا لا بوقته و لا أفكاره

ولاتوجيهاته السديدة لإثراء هذه الدراسة

وإلى كل من ساهم في إنجاز هذه الدراسة

و إلى كل أعضاء لجنة المناقشة، الذين سأنال شرف مناقشتهم لهذه الدراسة،

فلهم مني كل الشكر والعرفان على مجمل نصائحهم وتوجيهاتهم

وإلى كل من ساهم في إنجاز هذه المذكرة من قريبٍ أو بعيد.

هاجر

هدفت هذه الدراسة إلى تبيان أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم في الشركات المدرجة في بورصة قطر لمجموعة من الشركات وذلك خلال الفترة (2010-2015) ،ولتحقيق أهداف الدراسة تم إستخدام المنهج الوصفي التحليلي للإلمام بحيثيات الجانب النظري والتطبيقي، كما تم الإعتماد على تحليل السلاسل الزمنية المقطعية (Panel)، العلاقة بين نسب الرفع المالي وعوائد الأسهم وكذا نموذج الإنحدار المتعدد لتفسير العلاقة بين نسب الرفع المالي والمخاطر النظامية، وقد إشتملت عينة الدراسة على 19مؤسسة مدرجة في بورصة قطر .

وقد توصلت الدراسة إلى العديد من النتائج منها أن أرباح المساهمين تزداد بإزدياد الرافعة المالية وهذي الأخيرة تحدث تذبذب في الأرباح، كما أن الرفع المالي يمكن المؤسسة من بناء سمعة في الأسواق المالية،وهذا أمر هي بحاجة دائمة إليه وأن قرار التمويل بالإستدانة يؤثر على العائد المحقق، هذا فيمايخص الجانب النظري.

أما بالنسبة للجانب التطبيقي فتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون طويلة الأجل على حقوق الملكية وكذا نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الموجودات وعوائد الأسهم،كما توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات وعوائد الأسهم، وخلصت الدراسة في الأخير إلى وجود علاقة بين نسب الرفع المالي والمخاطر النظامية .

الكلمات المفتاحية: الرفع المالي،عوائد الأسهم،المخاطر النظامية، الشركات المدرجة في بورصة قطر، نماذج بانل .

Summary:

The aim of the study is to identify the impact of financial lifting on stock dividends in companies listed in the stock exchange Qatar a group of companies during the period (2010-2015), in order to achieve the objectives of the study was the use of the descriptive approach analytical work to familiarize themselves with the merits of the theoretical and applied research, and reliance has been placed on the time-series analysis magnetoencephalogram (Panel), the relationship between the ratios of financial lift stocks returns as well as the model of multiple regression interpretation of the relationship between the ratios of financial lifting of systemic risks, has also been included in the sample study on 19 establishment listed in the Qatar Stock Exchange.

The findings of the study to the feast of the results that the profits of the Shareholders increased financial jack recent heights occur mixed in profits, the raise financial institution to build up a reputation in the financial markets, this is is always needs and to the financing resolution borrowing by affect revenue, this farcical theoretical sid

Keywords: Financial lifting,stock dividends, systemic risks, companies listed in the stock exchange of Qatar, pannell models.

قائمة المحتويات	الصفحة
إهداء	III
شكر	IV
الملخص	V
قائمة المحتويات	VII
قائمة الجداول	VIII
قائمة الأشكال البيانية	IX
قائمة الملاحق	X
مقدمة	ب
الفصل الأول : الإطار النظري والتطبيقي للرفع المالي وعوائد الأسهم	**1**
المبحث الأول: الأدبيات النظرية للرفع المالي وعوائد الأسهم	3
المبحث الثاني : الأدبيات التطبيقية للدراسات السابقة	15
الفصل الثاني : الدراسةالتطبيقية	**19**
المبحث الأول : الطريقة والأدوات	21
المبحث الثاني : مناقشة وتحليل النتائج	22
خاتمة	39
قائمة المصادر والمراجع	43
الملاحق	48
الفهرس	59

رقم الجدول	العنـــــوان	رقم الصفحة
الجدول(1-1)	مقارنة بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية.	14
الجدول(2-1)	الشركات عينة الدراسة	17
الجدول(2-2)	المؤشرات الإحصائية الوصفية	18
الجدول(2-3)	مصفوفة الإرتباط	18
الجدول(2-4)	إختبار العلاقة بين نسب الرفع المالي (LD، LDR،DR) وعوائد الأسهم	19
الجدول(2-5)	إختبار العلاقة بين نسبة إجمالي الديون على إجمالي الموجودات وعوائد الأسهم	19
الجدول(2-6)	إختبار العلاقة بين نسبة الديون طويلة الأجل على إجمالي الموجودات وعوائد السهم	30
الجدول(2-7)	إختبار العلاقة بين نسبة إجمالي الديون طويلة الأجل على حقوق الملكية وعوائد الأسهم	30
الجدول(2-8)	نتائج إختبار مضاعف LM	31
الجدول(2-9)	نتائج إختبارhausman	31
الجدول(2-10)	جدول الآثار العشوائية لكل مؤسسة	32

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
(1.2)	سحابة النقاط بين المتغيرين DRوY	28
(2.2)	سحابة النقاط بين المتغيرين LDRوY	28
(3.2)	سحابة النقاط بين المتغيرين LDوY	28

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
(1.1)	المخاطر النظامية	62
(2.1)	متغيرات الدراسة	63
(1.2)	المؤشرات الإحصائية الوصفية ومصفوفة الإرتباط	64
(3.2)	تأثيرDR على Y	65
(4.2)	تأثيرLDR على Y	67
(3.2)	تأثيرLDعلى Y	68
(4.2)	الآثار العشوائية لكل شركة	69
(5.2)	تأثيرDR ،LDR،LDعلى Y_2	72

مقدمة

أ- توطئة:

لقد كان ولا زال موضوع الربط بين الرفع المالي من جهة وعائد السهم من جهة أخرى موضوعا جدليا ومعقدا لدى المهتمين بالفكر المالي أو المسيريين الماليين الذين يتحملون مسؤولية تدبير الأموال اللازمة لتمويل مختلف أنشطة المؤسسة، وهذا بإنتقاء أو إختيار طرق التمويل المناسبة وذلك بتحديد البدائل المتاحة وثم مقارنة تكلفة كل بديل وإختيار الأقل تكلفة فضلا عن تفاوت درجة المخاطرة المصحوبة لكل مصدر من مصادر التمويل .كما أن توجه المؤسسات أو الشركات تجاه الرفع المالي له عدة عوامل منها وجود بدائل إستثمارية وبدائل تمويلية متعددة أمام تلك المؤسسات أو الشركات ,وكذلك وجود سوق مالي نشط هذا بالإضافة إلى توافرمجموعة من القوانين والأنظمة الإقتصادية ذات العلاقة ,ولهذا يعد قرار التمويل قرارا إستراتيجيا صعبا ومن هنا تبرز أهمية الرفع المالي كأحد الأساليب التي تلجأ إليها الشركات لتحسين أرباحها ,لذلك تعد العلاقة بين الرفع المالي وتكلفة التمويل من الظواهر المالية الهامة ,حيث تمثل الرافعة المالية مدى إعتماد الشركة على القروض في تمويل أصولها، في حين تمثل تكلفة التمويل أدنى معدل عائد على الأصول بحيث تحققه لإرضاء المستثمرين

أ.الإشكالية العامة:

ومما سبق يظهر أو يتجلى التساؤل الجوهري فيما يلي :

ما مدى تأثير نسب الرفع المالي على عوائد الأسهم للشركات المدرجة في بورصة قطرخلال الفترة (2010–2015)؟

ب.الإشكاليات الفرعية :

1- مامدى تأثير نسبة المديونية و عائد السهم؟

2- مامدى تأثير نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات على عائد السهم ؟

3- مامدى تأثير نسبة الديون إلى حقوق الملكية على عائد السهم ؟

4- مامدى تأثير نسب الرفع المالي على المخاطر النظامية ؟

ج–فرضيات الدراسة :

1- توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية و عائد السهم؛

2- توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات على عائد السهم؛

3-توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية على عائد السهم؛

4- توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسب الرفع المالي على المخاطر النظامية

د- مبررات إختيار الموضوع :

- الرغبة في التعمق في مجال التخصص أكثر، من خلال جوانب الموضوع
- تماشي الموضوع مع التخصص
- الميول الشخصي للموضوع
- الأهمية البالغة لهذا الموضوع في الجانب المالي

هـ- أهداف الدراسة وأهميتها :

- **الأهداف**

تهدف هذه الدراسة إلى التأكد إحصائيا من إمكانية وجود أثر سياسة الاستدانة على عوائد الأسهم في الشركات المدرجة في السوق المالي أي وجود علاقة بين نسبة الرفع المالي و عوائد الأسهم ونسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات ونسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية وعوائد الأسهم، ويمكن تلخيص أهداف الدراسة إلى مايلي:

- ✓ دراسة إمكانية وجود نوع العلاقة بين نسبة الرفع المالي وعوائد الأسهم؛
- ✓ دراسة إمكانية وجود نوع العلاقة بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات وعوائد الأسهم؛
- ✓ دراسة إمكانية وجود نوع العلاقة بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية وعوائد الأسهم.

- **الأهمية:**

* تظهر أهمية البحث في ربط الجانب النظري، إذ يجمع بين النظريات والتحليل الإحصائي وهذا ما يزيد دعما من حيث درجة الإطمئنان إلى النتائج المتوصل إليها؛
* التعرف على أثر الرفع المالي على عائد السهم؛
* أنها تساعد المستثمرين على فهم ومعرفة أسهم الشركات المدرجة في البورصة التي تساعدهم على تحقيق أعلى عائد ممكن؛

د- حدود الدراسة :

وتمثلت في الحدود الزمانية والمكانية كالآتي:

الحدود المكانية والزمانية :لقد تمت الدراسة على عينة من الشركات التابعة للقطاعات التالية:(قطاع البنوك،قطاع البضائع والخدمات،قطاع الصناعة والخدمات،قطاع العقارات،قطاع الإتصالات،قطاع النقل)، المدرجة في السوق القطري المالي،حيث حددت المدة الزمانية للدراسة بستة سنوات على التوالي حيث حددت بالفترة من: 2010 – 2015

منهج البحث والأدوات المستخدمة :

من أجل معالجة الموضوع والوصول إلى النتائج المرجوة إعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي وهو منهج الموافق للدراسة النظرية الذي يستدعي تجميع البيانات والمعلومات وتنظيمها وعرضها بشكل تسلسليي والإحاطة بكافة المفاهيم المتعلقة بالرفع المالي وعائد السهم والدراسات السابقة هذا بالنسبة للفصل الأول.

كما تم اعتماد أسلوب دراسة الحالة في الفصل الثاني لأنه يوافق طبيعة موضوع البحث والدي يتضمن إسقاط ميداني على مجموعة من الشركات المدرجة في السوق القطري المالي مستخدمين الأساليب الإحصائية الإنحدار المتعدد وبانل والأدوات القياسية وذلك بالإستعانة ببرنامج Eviews، EXCEL .

ج. **مرجعية البحث:**

تم الاعتماد في الدراسة على مجموعة من الكتب والرسائل الجامعية والملتقيات ، والمجلات العلمية البحث على مواقع الانترنت بالإضافة إلى القوائم المالية لشركات المدرجة في السوق الكويت المالي (الميزانيات، جدول حسابات النتائج) من أجل الدراسة التطبيقية

ح. صعوبات البحث :

- صعوبة تبويب المعلومة وإستخدام البرامج؛
- صعوبة تطبيق منهجية **IMRAD** في الإلمام بجميع جوانب البحث خاصة في الجانب التطبيقي ؛
- صعوبة جمع المعطيات و تلخيصها من الموقع الإلكتروني للبورصة محل الدراسة .

خ. هيكل الدراسة :

سعيا منا لتحقيق الأهداف المرجوة والإلمام بجوانب وأساسيات البحث والإجابة على إشكالية البحث فقد قمنا بتقسيم البحث كمايلي:

الفصل الأول: الإطار النظري الرفع المالي وعوائد الأسهم، ويندرج تحته المبحث الأول علاقة الرفع المالي بعائد السهم حيث تم في المطلب الأول تناول مفهوم الهيكل المالي والرفع المالي المخاطر النظامية تناولنا في المطلب الثاني المخاطر المتعلقة بأثر الرفع المالي على عوائد الأسهم .

الفصل الثاني:الدراسة التطبيقية: حيث تم تناول الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة، تحت عنوان الطريقة والأدوات أما المبحث الثاني تحت عنوان النتائج والمناقشات، في المطلب الأول تم تناول فيه النتائج التي تم التوصل إليها أما المطلب الثاني تم مناقشة النتائج المتوصل إليها.

الفصل الأول:

الإطار النظري للرفع المالي وعوائد السهم

تمهيد:

يعد موضوع تقييم العلاقة بين هيكل رأس المال أو الرفع المالي والذي يعرف على أنه إستخدام أموال الغير في التمويل بهدف زيادة أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب، وهو عبارة عن نسبة القروض إلى مجموع الخصوم لذا فهو يعتمد على الإقراض لتمويل عمليات الشركة بغية تحقيق عائد يترتب عليه زيادة أرباح الملاك، والعائد على الأسهم والذي يعرف بأنه المبلغ أو نسبة الأرباح المحققة من الإستثمار أو المحفز والمكافئ لكل إستثمار يقوم به المستثمر، ويعبر عن قدرة الموجودات على تحقيق دخل معبر عنه كنسبة عائد ,وهذه النسبة تكشف ربحية الشركة في عملياتها التشغيلية وغير التشغيلية أو هو الربح أو الخسارة المترتبة على الإستثمار خلال مدة زمنية معينة , في الشركات من المواضيع الأكثر تعقيدا وصعوبة والتي تفرض على المدير المالي للشركة التعامل معها بحذر ودقة، وذلك بسبب تعدد أهداف وطرق حسابها ,التي يتوقف عليها العديد من القرارات الإستثمارية التي تتعلق بقياس جودة وفعالية مصادر التمويل، ومرودية المشاريع الاستثمارية، حيث تم التطرق في هذا الفصل إلى:

- **المبحث الأول**:العلاقة بين الرفع المالي وعائد السهم

-**المبحث الثاني** :الدراسات السابقة

المبحث الاول:الرفع المالي وعوائد الأسهم :

تتوفر للمؤسسة جملة من المصادر التمويلية عندما تكون مصادر التمويل الذاتية غير كافية لمواجهة إحتياجاتها أو لأنها لا ترغب في إستعمال المزيد منها لأسباب تتعلق بالربحية والتوقيت مما يستدعي المفاضلة بينها سعيا منها لتكوين هيكلها المالي . وهناك العديد من مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسة ومن أهم هذه المصادر ما يعرف بالرفع المالي .

المطلب الاول :الأدبيات النظرية للرفع المالي وعائد السهم:

قبل التطرق إلى مفهوم الرفع المالي وطرق قياسه وعوائد الأسهم لابد من الوقوف أما العلاقة بين كلاهما كالآتي

الفرع الأول : العلاقة بين الرفع المالي وعائد السهم

تتجلى علاقة العائد (العائد على المساهمين) المرتبطة بالرافعة المالية في أن نجد أن الأرباح لكل سهم والعائد على حقوق الملكية للمساهمين تزداد كلما زادت الرافعة وهكذا فان زيادة الرافعة تؤدي إلى زيادة درجة تذبذب لكل من الأرباح لكل سهم وكذلك يرتبط الرفع المالي بهيكل التمويل أي كلما زاد اعتماد الشركة على الإقتراض لتمويل إستثماراتها فان درجة الرفع المالي تزداد فيها ويكون تأثير الرفع المالي على عائد الإستثمار إيجابيا إذا ما نجحت الشركة في إستثمار الأموال المقترضة بحيث تحقق معدل عائد على الاستثمار يزيد على الفوائد المدفوعة لقاء الحصول على هذه الأموال أي أن الرفع المالي يكون في صالح الشركة إذا كان معدل عائد على الإستثمار أكبر من معدل الفائدة والعكس بالعكس.[1]

الفرع الثاني : طرق قياس الرفع المالي وعائد السهم :

وقبل التطرق إلى نسب الرفع المالي لابد من تعريف الرفع المالي فيما يلي :

أولا.مفهوم الرفع المالي :

– يقصد بالرفع المالي هو إعتماد المؤسسة على الإقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد إحتياجاتها المالية، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدينة المدفوعة، أما إذا كانت المؤسسة تطرح أسهما ممتازة لسد هذه الإحتياجات فإن التكاليف الثابتة هنا، هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم المؤسسة بدفعها إلى المساهمين الممتازين، وذلك لأن الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة ومحددة حسب ما نص عليه قانون المؤسسات .[2]

لسد هذه الإحتياجات فإن التكاليف الثابتة هنا ,هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم المؤسسة بدفعها إلى المساهمين الممتازين ,وذلك لأن الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة ومحددة حسب ما نص عليه قانون المؤسسات .

[1]–محمد مطر، **الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني**، ط3، دار وائل للنشر، عمان، 2010، ص218.

[2]– رشاد العصار وآخرون, **الإدارة والتحليل المالي** دار البركة الأردن :2001 ,ص ,286

ثانيا.أشكال الرفع المالي :

ويوجد العديد من مصادر التمويل ونميز بينها على اساس موعد استحقاق القرض وهي كالتالي :

- **القروض طويلة الأجل:**

تعد القروض الطويلة الأجل من أهم مصادر التمويل للشركات ولا سيما الكبيرة منها، وذلك لإمكانية الحصول عليها بمبالغ كبيرة، ولإمكانية ترتيب وفائها بشكل يتناسب والنقد المتوقع الذي تحققه من الموجود الذي سيمول، وتحصل الشركة على القروض الطويلة الأجل من المؤسسات المالية كالمصارف وشركات التأمين، وقد يمتد تاريخ استحقاقها إلى فترة طويلة قد تصل إلى ثلاثين عاما.

- **القروض قصيرة الأجل :**

يقصد بالقروض قصيرة الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها الشركة من الغير وتلتزم بإرجاعها في فترة ما إدارة الشركة، المسألة الأولى تتعلق بالمدى الذي يمكن أن تذهب إليه الشركة في الاعتماد على هذا النوع من القروض وهذا الامر يتوقف على هيكل الموجودات للشركة كما يتوقف على ميل الادارة في تحمل

المخاطر ,أما المسالة الاخرى والخاصة بكيفية المفاضلة بين مصادر التمويل قصيرة الاجل وهناك اعتباران رئيسيان في هذا الصدد هما التكلفة التي تتحملها الشركة ومدى امكانية الاعتماد على المصادر في تزويد الشركة بالاحتياجات المطلوبة في الوقت الذي تظهر فيه الاحتياجات .[1]

ثالثا:نسب الرفع المالي :

تعد نسب الرفع المالي من بين أكثر أدوات المراقبة أهمية وتساعد في تقييم الهيكل التمويلي للشركة في تاريخ معين، من حيث درجة إعتماده على مصادر التمويل، داخلية كانت أم خارجية، لذلك فإن المحللين يستخدمون النسب التالية للحكم على مديونية الشركة[2]

1-1 – نسبة المديونية :

وتعتبر هذه النسبة من أكثر المؤشرات إستخداما لقياس درجة إستخدام مصادر التمويل الخارجية في الهيكل التمويلي للشركة، وتحديد مقدار الديون لكل دينار من مجموع الأصول . هذا الإجراء يعطي فكرة عن حجم المخاطر المحتملة التي تواجهها الشركة من حيث عبء ديونها، نسبة الدين أكبر من 100% تشير إلى أن مديونية الشركة أكبر من أصولها، و بالتالي فإن الشركة تواجه أعلى مستوى من المخاطرة، و كلما انخفضت هذه النسبة، فإن الشركة ستمتلك أصولا تزيد عن قيمة مديونتها، و ذلك وفق الصيغة التالية :

---

[1] – هندي منير إبراهيم ، **الفكر الحديث في الإستثمار**، ط،2 منشأة المعارف، للنشر، الإسكندرية .مصر، 2004 ص :528

[2]– النعيمي .عدنان تايه ,والنعيمي، أرشد فؤاد، **الإدارة المالية**، اليازوري العلمية للنشر، الأدرن، 2009 ،ص:446

$$\text{نسبة اجمالي الديون إلى إجمالي الأصول} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الموجودات}}$$

2-نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات:

تقيس هذه النسبة تمويل أصول الشركة عن طريق الديون طويلة الأجل، حيث تستخدم هذه النسبة في تحليل المركز المالي الطويل الأجل، وذلك من خلال تحديد قابلية أصول الشركة على تغطية الإلتزامات في تاريخ إستحقاقها ، حسب الصيغة التالية: [1]

$$\text{نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{اجمالي الموجودات}}$$

3 – نسبة الديون طويلة الأجل الى حقوق الملكية

تقيس هذه النسبة حجم الديون طويلة الأجل المستخدمة فى التمويل مقارنة بحق الملكية وتسمى هذه النسبة عادة بنسبة المديونية ويري المحللين أن نسبة 100 % تمثل الحد الأقصى للرفع المالى وإذا زادت عن هذا الحد فإن ذلك يعنى أن الشركة تعتمد لى الديون فى تمويل أصولها الأمر الذى يعرضها لمخاطر مالية عالية. أي يجب أن لا تزيد عن 100% ، و ذلك وفق الصيغ التالية :[2]

$$\text{نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{حقوق الملكية}}$$

ثالثا :مزايا وعيوب الرفع المالي

بعد التطرق إلى نسب الرفع المالي لابد من الإشارة إلى مزايا وعيوب الرفع المالي العديدة نذكر منها :

المزايا:

-ينتج العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين تكلفة الإقتراض والعائد على الإستثمار

-المحافظة على السيطرة في إدارة المؤسسة لأن الدائنين ليس لهم الحق في التصويت

[1] – محمد صالح الحناوي واخرون، **أساسيات الإدارة المالية**، ط1، الدار الجامعية لنشرو التوزيع، الاسكندرية، 2001، ص45.

[2]-فهمي مصطفى الشيخ ، التحليل المالي ، الطبعة الأولى ، رام الله ، فلسطين ، 2008 ، ص : 52-55

-المقرضين لا يشاركون في الأرباح عدا ما يدفع لهم على شكل فوائد.

-الاستفادة من ميزة أن الفوائد المدفوعة تنزل من الدخل الخاضع لضريبة.

-في فترات التضخم فإن للإقتراض ميزة كون المؤسسة اقترضت أموال ذات قوة شرائية مرتفعة

واعادتها ولكن بقوة شرائية منخفظة .

-الإقتراض حكمه يمكن المؤسسة من بناء سمعة في الأسواق المالية، وهذا أمر هي بحاجة إليه دائما خاصة عندما تحتاج إلى المزيد من الإقتراض.

العيوب(المخاطر):

أما في حالة كون العائد على الموجودات أقل من تكلفة الإقتراض فإن للرفع المالي السلبيات التالية :

-إنخفاض العائد على حقوق المساهمين بسب كون العائد على الإستثمار أقل من تكلفة الإقتراض.

-إحتمال تدخل الدائنين وسيطرتهم على إدارة المنشأة .

-في الحالات التي يكون فيها التضخم منخفضا أي معدل التضخم أقل من معدل الفائدة على أموال الإقتراض، فيتم الوفاء بالأموال التي قوتها الشرائية أعلى من القوة الشرائية للأموال المقترضة .

- في حالات التأخر في الوفاء بالإلتزامات المالية فإن هذا سيؤثر على السمعة الإئتمانية للشركة ويحد من قدرتها على الإقتراض في المستقبل .[1]

الفرع الثالث :طرق حساب عائد السهم :

وقبل التطرق إلى طرق حساب عائد السهم لا بد من تقديم تعريف بسيط لعائد السهم.

أولا :مفهوم عائد السهم :

العائد على السهم هو المبلغ او نسبة الأرباح المحققة من الإستثمار أو المحفز و المكافئ لكل إستثمار يقوم به المستثمر ، و يعبر عن قدرة الموجودات علىتحقيق دخل معبر عنه كنسبة عائد ، و هذه النسبة تكشف ربحية الشركة في عملياتها التشغيلية و غير التشغيلية أو هو الربح أو الخسارة المترتبة على الإستثمار خلال مدة زمنية معينة [2].

ثانيا :أشكال عائد السهم:

1-عائد السهم من الأرباح المحققة EPS :

[1] – النعيمي .عدنان تايه ,والنعيمي , أرشد فؤاد مرجع سبق ذكرة ,ص:446

[2] Gangadhar. V . Ramesh babu , investment managemnt , anmol pulication , PVT , LTD , 2006 , P : 28 .

-يحدد عائد السهم العادي من الأرباح المحققة بعد طرح نصيب حملة الأسهم الممتازة من الأرباح .

2- عائد السهم من الأرباح الموزعة DPS:

- يفسر هذا المؤشر ماسوف يحصل عليه المساهم من أرباح موزعة.

ثالثا- مقاييس المخاطر:

ويمكن قياس مخاطر السهم بطرق متعددة منها :

3-1-الإنحراف المعياري:

هو أحد مقاييس التشتت وهو الجذر التربيعي للتباين(variance) أوهو مجموع مربع إنحرافات القيم عن وسطها الحساب و الإنحراف المعياري يقس المخاطر الكلية التي تتكون من المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية، ويمكن حسابه بالمعادلة التالية: [1]

حيث : δ : الإنحراف المعياري؛ Pi: إحتمال حدوث العوائد؛

Ri: العوائد المحتملة للسهم؛ R: متوسط القيمة المتوقعة للعوائد؛

N : عدد العوائد المحتملة.

أما القيمة المتوقعة للعوائد فتحسب كما يلي:

$$R = \sum_{i=1}^{n} Pi.\,Ri$$

إن المعادلة أعلاه يتم استخدامها في حالة وجود بيانات مستقبلية ويمكن تقدير إحتمال حدوثها، أما في حالة وجود بيانات تاريخية فإن الإنحراف المعياري بالصيغة التالية:

$$\delta = \sqrt{\delta 2} = \frac{\sum_{i=1}^{n}(Ri - R)2}{N - 1}$$

حيث ان :R :المتوسط الحسابي للعوائد التاريخية

[1] - محمد خصاونة ,**أساسيات الإدارة المالية** ،ط1 ،دار الفكر للنشر والتوزيع ،عمان ,الأردن ,2011 , ص ص106 -107

3-2 التباين:

يعرف التباين بأنه مجموع مربعات انحراف القيم عن وسطها الحسابي ويحسب وفق المعادلة التالية[1]:

$$V = \sum_{i=1}^{n} pi\,(Ri - R)^2$$

حيث أن: V : التباين؛ Pi :إحتمال حدوث العوائد؛

V: التباين؛ Pi :إحتمال حدوث العوائد؛

Ri : العوائد المتوقعة؛ R: المتوسط الحسابي للعوائد خلال الفترة n .

3-3معامل بيتا:

هو مقياس إحصائي للمخاطر النظامية ويقيس حساسية عائد الورقة المالية اتجاه عائد محفظة السوق حيث يمثل مقدار التغير النسبي المتوقع حدوثه في عائد الورقة المالية مقارنة بمعدل عائد السوق المتمثل في مؤشر السوق. ويحسب بالعلاقة التالية :

$$\beta I = \frac{cov\,(Ri.Rm)}{Var(Rm)} \cdot \frac{rim.\delta i\,.\delta m}{\delta 2m}$$

حيث ان :

B:معامل بيتا؛ Cov(Ri.Rm): التباين المشترك بين عائد السهم ؛

Var(Rm) : تباين عائد السوق.

ويحسب التباين المشترك وفق العلاقة التالية:

$$\mathbf{Cov(Ri.Rm)=rim.\delta i.\delta m}$$

حيث أن : rim: معامل الإرتباط بين عائد السهم وعائد السوق؛ **δi**: الإنحراف المعياري للعائد المتوقع للسهم i ؛

δm الإنحراف المعياري لعائد السوق .[2]

1 – دريد كمال آل شبيب ,**إدارة المحافظ الإستثمارية** ,ط1 ,دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ,عمان ,الأردن ,2010 ,ص ص :71 -72.

2 – محمد طيب **مرجع سبق ذكره** ,ص :125

المبحث الثاني:الدراسات السابقة :

من أجل إعطاء صورة واضحة للمفاهيم التي تقوم عليها الدراسة الحالية في توضيح الجوانب الأساسية ,قمنا بحصر جميع الدراسات السابقة حول موضوع الدراسة، التي لها علاقة بهذا الموضوع و أبرز هذه الدراسات ما يلي :

المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة:

للإلمام بجميع جوانب الدراسة ومعرفة ما يميزها عن الدراسات السابقة عرض بعض الدراسات كالآتي

أ –الدراسات باللغة العربية:

1. دراسة قريدة السايح **بعنوان محاولة قياس أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم ,دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة 2010–2012**, حيث تهدف هذه الدراسة في شقها إلى التعرف على المفاهيم الأساسية للرفع المالي ومدى تأثيره على عائد السهم وصولا إلى المخاطر المالية التي لها علاقة بهذه الدراسة مع محاولة إعطاء الصورة المثالية لهيكل رأس المال، حيث إعتمدت الدراسة على عدد من الفرضيات لإختبار العلاقة بين الرفع المالي مقاس بنسبة المديونية (DR) من جهة والمخاطر النظامية (Beta) والمخاطر الكلية(∂) وربحية السهم الواحد (**EPS**) من جهة أخرى .بالتطبيق على عينة متكونة من 31 شركة من الشركات العامة المساهمة في سوق دبي للأوراق المالية للفترة من 2010-2012. ومن أجل التوصل إلى نتائج الدراسة تم إستخدام أسلوب الإنحدار الخطي البسيط لإجراء إختبار فرضيات الدراسة , حيث أشارت نتائج البحث إلى أن نسبة الرفع المالي ذات دلالة معنوية وفسرت% 0,76 من التغيرات التي تحصل في المخاطر النظامية وفسرت% 0,55 من المتغيرات التي تحصل في المخاطر الكلية للشركات ,كما أشارت نتائج البحث إلى أن الرفع المالي مقاس بنسبة المديونية لها تأثير في عائد السهم من الأرباح المحققة حيث فسرت% 30,7 وهي علاقة قوية وموجبة .
2. .**دراسة (النعيمي وأخرون ,2011) والتي أجريت على عينة من شركات التأمين المدرجة في** سوق عمان للأو ا رق المالية بهدف اختبار أثر الرفع المالي على كل من العائد على السهم العادي، والعائد على حقوق الملكية ونصيب السهم الواحد من الأرباح الموزعة والقيمة السوقية للشركة وقد استخدمت الد ا رسة أسلوب الانحدار البسيط والمتعدد وتحليل المسار بهدف اختبار العلاقة بين
3. المتغيرات وتوصلت الدراسة أن الرفع المالي والعائد على حقوق الملكية ليس لهما أثر ذي دلالة احصائية في القيمة السوقية لأسهم شركات التأمين الأردنية.

وقد أجريت دراسة (mehdi and others. 2010) على مجموعة من الشركات في سوق طهران للأوراق المالية إعتمادا على البيانات المنشورة عن هذه الشركات خلال الفترة ما بين 2002-2007م بهدف إظهار أهم العوامل المؤثرة على العوائد غير العادية لدى الشركات , وأفترضت هذه الدراسة وجود علاقة بين درجة الرفع المالي وتحقيق عوائد غير عادية ,وقد توصلت الدراسة لوجود علاقة عكسية بين درجة الرفع المالي والعوائد غير العادية , وأوصت الدراسة بإجراء المزيد من الدراسات ذات العلاقة بالعوامل الأخرى المؤثرة على العوائد غير العادية لدى الشركات .

3. **د.وليد أحمد صافي ود.شقيري نوري موسى , دراسة بعنوان :الرافعة المالية وأثرها في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة ودرجة المخاطرة**

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الرفع المالي بدلالة درجة الرفع المالي DFL , ونسبة الدين إلى حقوق الملكية (D/E) في كل من المخاطرة)الكلية مقاسه بالانحراف المعياري للعوائد، والمخاطرة النظامية مقاسه (بمعامل بيتا) والربحية معبرا عنها بنصيب السهم العادي من الأرباح المحققة EBS وذلك بالتطبيق على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وقد امتدت ،فترة الدراسة من عام 1999-2006 ,وكان حجم العينة 31 شركة صناعية ، وأشارت نتائج البحث إلى أن درجة الرفع المالي DFL ذات دلالة معنوية حيث فسرت ب33,2% من المتغيرات التي تحصل في المخاطر الكلية للشركات، وبالمقابل فإن نسبة الدين إلى حقوق الملكية فسرت ب 16.2 % :وليست لهما أثر ذو دلالة معنوية في المخاطر النظامية للشركات، D/E و DFL ذات دلالة معنويةفي المخاطر النظامية للشركات ، كما وأشارت نتائج البحث إلى أن D/EوDFL يؤثران في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة وأن40.1 % - 53%من التغيرات في EPS تعزى الرفع المالي .

ب.الدراسات باللغة الأجنبية :

1- دراسة (Mandelker, G.,and Rahee)

Equity Risks The impact of: Operating and Financial Leverage on

اختبرت هذه الدراسة أثر كل من الرفع التشغيلي والرفع المالي على مخاطر الأسهم , تمت هذه الدراسة على قطاع الخدمات وقطاع الصناعة في أمريكا خلال الفترة 1975-1987 حيث تم أخذ (48) شركة منها

(38) شركة صناعية و(10) شركات خدمية، وخلصت الدراسة إلى أن العلاقة بين كل من الرفع المالي والتشغيلي والمخاطر النظامية كانت ضعيفة، وأنها تختلف من صناعة إلى أخرى .

2 - دراسة: Aydemir ,Cevdet . Gallmeyer, Michile Hollifield,Burton(2007)

Leverage and The Leverage Effect – A Market and Firm Analysis FinancialCarnegie Mellon

فقد هدفت الى قياس أثر الرافعة المالية على تقلبات عوائد السهم للشركات المدرجة في الأسواق المالية في ظل حالة اقتصادية عادية ، وقد تم د ارسة أثر الرافعة المالية على مستوى السوق ومستوى المنشأة ، ومن النتائج التي توصلت اليها هذه الدراسة ،أنه في ظل اقتصاد متعافي تكون فيه ثبات في معدلات الفائدة ومستويات المخاطر فإن الرافعة المالية يكون لها تأثيرا محدودا على تقلبات عوائد السهم على مستوى السوق ويكون هناك تأثيرا ملحوظا في تقلبات العوائد على مستوى كل شركة بشكل مستقل، في المقابل فانه في ظل سوق يشهد تقلبات في معدلات الفائدة والمخاطر يكون هناك تأثيرا ملحوظا للرافعة المالية على تقلبات العوائد على مستوى السوق والمنشأة معاً هذا بالإضافة الى أن الرافعة المالية يكون لها دائما تأثيرا على تقلبات عوائد السهم للشركات صغيرة الحجم.

لمعالجة العلاقة بين الرافعة المالية و الإستثمار، وأظهرت نتائج الدراسة أن هناك تأثير سلبي للرافعة المالية على معدل العائد على الإستثمار، وهي أكثر سلبية للشركات ذات فرص النمو المنخفض مقارنة بالشركات ذات فرص النمو العالية .

المطلب الثاني :مقارنة الدراسات :

بعد عرض مجمل لبعض الدراسات السابقة المحلية والعربية و كذا الأجنبية, نحاول إظهار أوجه التشابه والاختلاف بينها وبين الدراسة الحالية, وذلك على النحو التالي:

الجدول (1–1) : المقارنة بين الدراسات السابقة

الدراسة	الدراسات العربية	الدراسات الأجنبية	الدراسة الحالية
الهدف	–التعرف على المفاهيم الأساسية للرفع المالي ومدى تأثيره على عائد السهم وصولا إلى المخاطر المتعلقة بالموضوع ، إختبار الرفع المالي وفق المؤشرات المحاسبية التقليدية .	– قياس أثر الرفع المالي على تقلبات عوائد الأسهم وكذا قرارات الإستثمارات، أثر الرفع المالي في المشاريع الصغيرة والمتوسطة	–إختبار نوع العلاقة بين نسب المديونية ونسب الديون طويلة الاجل ونسب إجمالي الديون /حقوق الملكية على عائد السهم ,وأثر الرفع المالي على المخاطر النظامية والمخاطر الكلية

الحدود الزمانية والمكانية	إنحصرت عينات الدراسات من 20 إلى 31 شركة مدرجة في بورصة :دبي ,فلسطين ,عمان في الفترة من :1999 – 2012	إنحصرت الدراسات : -25 مشروع -863 شركة مدرجة في بورصة كندا خلال فترة :1982-2008	جميع الشركات التابعة للقطاعات المتواجدة في بورصة السعودية في الفترة :2011-2013
المتغيرات المستقلة	D /E DFL , DR الرفع المالي.	الرفع المالي	نسب الرفع المالي (نسبة المديونية ,نسبة إجمالي الديون طويلة الأجل ,نسبة إجمالي الديون /حقوق الملكية)
المتغيرات التابعة	EP ، ∂ ،β ROS،ROE ،ROA ونمو المبيعات والقيمة السوقية	عمر وحجم المشروع، الأرباح، نسبة النمو عوائد الأسهم والمخاطر	عوائد الأسهم والمخاطر الكلية والنظامية
أدوات التحليل الإحصائي	الإنحذار الخطي البسيط نماذج الإنحدارات على أساس التباطؤ		الإنحذار الخطي المتعدد
البرنامج الإحصائي	SPSS	لم تذكر البرامج الإحصائية	EXCEL EVIEWS
النتائج	الدلالة المعنوية للرفع المالي، وكذا وكذا أثره السلبي على مقاييس الأداء المحاسبي والقيمة السوقية	العلاقة الإيجابية للرفع المالي وهيكل الأصول ونمو المشروع والتأثير المحدود للرفع المالي على عوائد الأسهم في ظل الإقتصاد المعافى والعكس	وجود علاقة طردية بين كل من نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الموجودات وعائد السهم،

المصدر:من إعداد الطالبة بالإعتماد على الدراسات السابقة

خلاصة الفصل :

لقد سلطنا الضوء من خلال هذا الفصل على مفهوم الرفع المالي وعلاقته بعائد السهم،لذلك يعبر عنه أنه إستخدام أموال الغير (قروض أو أسهم) إذ أن كلاهما له تكلفة مالية ثابتة ويجب على الشركة الإلتزام بدفعها ،أي بمعنى آخر أن الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل الشركة فكلما زاد الإعتماد على المصادر الخارجية للتمويل تزداد درجة الرفع المالي ،ويصبح الرفع المالي فعالا إذا إستطاعت الشركة إستثمار الأموال المقترضة بمعدل يزيد عن تكلفة أموال الإقتراض ،وإذا لم تنجح الشركة في ذلك فإنها ستتعرض لخطر أكبر وتحقق خسارة أكبر مما يعني فقدان ميزة إستخدام الرفع المالي بهيكل الشركة التمويلي .

ومن خلال الدراسة تم إستنتاج أن ما يفسر أثر الرافعة المالية المرد ودية المالية بدلالة كل من المر دودية الاقتصادية وتكلفة الديون لأنها تؤثر باتجاهين متعاكسين، إذا كان بإمكانها أن ترفع من مرد ودية الأموال الخاصة بالمقارنة بالمرد ودية الاقتصادية ، فإنه يمكن أن يكون لها أثر عكسي في بعض الأحيان وتخفض من مردودية الأموال الخاصة بالمقارنة بالمر دودية الاقتصادية.

أما المبحث الثاني فكان بعنوان الدراسات السابقة التي لها علاقة بموضوع دراستنا، والدي تم من خلاله إستعراض لأهم جوانب هذه الدراسات والمتمثلة في الهدف من الدراسة ، عيينتها طريقة المعالجة وكدا ذكر أهم النتائج المتوصل لها .

الفصل الثاني:

الدراسة التطبيقية لأثر الرفع المالي على عوائد الأسهم

تمهيد:

لقد تطرقنا في هذا الفصل إلى الدراسة الميدانية من خلال إسقاط الجانب النظري على الواقع وذلك بإجراء دراسة ميدانية على عينة من الشركات المدرجة في بورصة قطر محاولين تحديد العلاقة بين المتغيرين الرفع المالي والعائد لدى الشركات المسامة العامة في سوق قطر للأوراق المالية .

وككل بحث من البحوث العلمية يتطلب تحديد الإطار المنهجي للدراسة الميدانية ،طالما أن هذا الإطار يعتبر أساس تنظيم الأفكار والمعلومات من أجل البحث عن الحقائق والوصول إلى النتائج كما أنه يسمح بدراسة الموضوع بطريقة سهلة وواضحة . وهذا الفصل يتكون من مبحثين ،سيتناول الأول الطريقة والأدوات وهذا من خلال تحديد مجتمع وعينة الدراسة ثم تليها مرحلة جمع البيانات وترجمتا في شكل جداول تبرز معالم الدراسة من خلال المتغيرات، أما في المبحث الثاني فسيتم عرض النتائج ومناقشتا بالإعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (eviewes) وكذا برنامج الإكسال في حساب النسب التي سنستعملها في تحليلنا للنتائج، ومن أجل هذا سنتعرف أولا على النماذج التي تقوم على أساسها هذه الدراسة وهي نماذج panel لكن قبل ذلك يجب معرفة خطوات انجاز هذه الدراسة بدء بمجتمع الدراسة وعينته ثم متغيراتها، كذلك النموذج المستخدم بغية الإلمام بجوانبه المنهجية والنظرية، إضافة إلى ذلك البرامج المستخدمة في دراسة المعطيات، وأخيرا النتائج المتوصل إليها بعرضها، تفسيرها، تحليلها، مناقشتها و مقارنتها بالفرضيات .

المبحث الاول :الطريقة والأدوات:

حتى نتمكن من الإجابة على إشكالية الدراسة وما تتطلبه من معلومات، سنتطرق في هذا المبحث إلى الطريقة و الأدوات المستخدمة في الدراسة، ثم نبين مصادر بياناتها, وبذلك يتسنى لنا إثبات أو نفي الفرضيات، ومن ثم استنتاج النتائج.

المطلب الأول :الطريقة

يعتبر مجتمع الدراسة الركيزة الأساسية لإجراء الدراسات التطبيقية على العينة المأخوذة عنه، وهذا من خلال عملية جمع البيانات اللازمة التي تساعد على قياس و تحليل الآثار المترتبة عن هذه الدراسة .

أولا : نبذه عن بورصة قطر :

تأسست سوق الدوحة للأوراق المالية عام 1995 وبدأت عملها رسمياً في عام 1997م ومنذ ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحده من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج.وفي يونيو 2009، قامت شركة قطر القابضة، وهي الذراع الاستثماري لجهاز قطر للاستثمار، بتوقيع اتفاقية مع بورصة NYSE Euronext من أجل تشكيل شراكة إستراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقاً لأعلى المستويات،كما وفرت هذه الشراكة فرصةً قيمة لبورصة NYSE Euronext في إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط. كما أُعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة.ويتمحور الهدف الأساسي للبورصة في دعم الاقتصاد القطري من خلال تزويد المستثمرين بمنصة يقومون من خلالها بعمليات التداول بنزاهة وكفاءة. كما تقوم البورصة بتطبيق النظم والقوانين الخاصة بالأوراق المالية على أكمل وجه وتقوم بتوفير

ثانيا :مجتمع الدراسة وعينتها

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية في نهاية كل من السنوات :2010-2011- 2012- 2013- 2014- 2015 والبالغ عددها 43 شركة .

أما عينة الدراسة فتم إختيارها بأسلوب عشوائي حيث تم تطبيق هذه الدراسة على إجمالي القطاعات الموجود بالسوق القطري، حيث بلغة عينة الدراسة 19 شركة والتي توفر فيها مايلي :

1. الشركات التي يكون تداول أسهمها مستقر خلال فترة الدراسة ؛معلومات دورية للجمهور حول التداول وضمان إفصاح الشركات المدرجة فيها عن بياناتها بشكل سليم.

سوف نقوم بحساب نسبة الرفع المالي لكل شركة من شركات عينة الدراسة وذلك من خلال قسمة إجمالي الديون على إجمالي الموجودات لكل سنة من السنوات الستة لفترة الدراسة وكذا نسبة إجمالي الديون طويلة الأجل على إجمالي الموجودات ،ونسبة الديون طويلة الأجل على حقوق الملكية ؛

- حساب العائد للشركات عينة الدراسة ؛
- بناء النماذج التي تفسر العلاقة بين متغيرات الدراسة ؛
- إختبار النماذج التي تم بناؤها ،وإختبار النماذج التي تمثل العلاقة بين متغيرات الدراسة ؛

الإجابة على فرضيات الدراسة ، ومناقشة النتائج

ومن خلال المراحل السابقة الذكر نستطيع معرفة العلاقة بين الدراسة ،بحيث نرمز لنسب الرفع المالي السابقة الذكر على التوالي: (LD-LDR –DR)وهي المتغيرات المستقلة في هذه الدراسة ونرمز لعائد السهم في الفرضية الأولى بالرمز (Y_1) بحيث يعتبر المتغير التابع في الفرضية الأولى ونرمز للمخاطر النظامية بالرمز (Y_2)حيث يعتبر المتغير التابع في الفرضية الثانية .

ومن خلال دراسة العلاقة بين (LD-LDR –DR) و(Y_1) يمكننا الإجابة على الفرضية الأولى .

ومن خلال دراسة العلاقة بين (LD-LDR –DR) و(Y_2) يمكننا الإجابة على الفرضية الثانية.

* المتغير DR : يقصد به إجمالي الديون على إجمالي الموجودات ؛
* المتغير LDR: يقصد به الديون طويلة الأجل على إجمالي الموجودات؛
* المتغير LD: يقصد به الديون طويلة الأجل على حقوق الملكية؛
* المتغير Y_1: يقصد به عائد السهم؛
* المتغيرY_2: يقصد به المخاطر النظامية .

المطلب الثاني :الأدوات

لقد تم تمثيل نسب الرفع المالي السابقة الذكر وهيا المتغيرات المستقلة في الدراسة وذلك من خلال حساب نسب الرفع المالي لكل شركة من عينة الدراسة خلال ستة سنوات أنظر الملحق رقم (2) ، وتم إستنتاج العائد السنوي من خلال التقارير المالية السنوية المنشورة للشركات عينة الدراسة، وهذا بالإعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد وكذا نموذج بانل القياسي والذي سنعرج على تعريفه وكذا تعريف النماذج الأساسية المستخدمة في تقديرها .

الفرع الأول : تعريف وأهمية بيانات بانل :

يمكن أن نعرف قاعدة بيانات بانل لسلاسل زمنية مع مقطع عرضي ،بمجموعة البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، فالسلاسل الزمنية تصف سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة بينما تصف البيانات المقطعية سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة وعليه فبيانات بانل تجمع بين ثلاثة حدود مع بعض:

- الحدالموضوعي: ويمثل الهدف المدروس (المتغير التابع– متغير الاستجابة) ومحدداته (المتغيرات المستقلة)؛
- الحد الزمني: الفترة الزمنية المدروسة؛

- الحد المقطعي: والذي قد يكون مجموعة دول، محافظات، مؤسسات، اسر أشخاص، سلع...الخ، وهنا تكمن أهمية استخدام بيانات بانل؛

ومن هنا تحليل بانل يتميز على تحليل البيانات الزمنية بمفردها أو البيانات المقطعية بمفردها؛

*** أهمية بيانات بانل:**

– التحكم في التباين الفردي، الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية أو الزمنية، والذي يفضي إلى نتائج متحيزة؛

– تتضمن بيانات بانل محتوى معلوماتي، أكثر من تلك التي في المقطعية أو الزمنية، و بالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية، ومن جانب آخر، تتميز بيانات بانل عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية و كذلك بكفاءة أفضل؛

– توفر نماذج بانل إمكانية أفضل لدراسة ديناميكية التعديل، التي قد تخفيها البيانات المقطعية، كما أنها أيضا تعتبر مناسبة لدارسة فترات الحالات الاقتصادية، مثل البطالة، الفقر و النمو و غيرها. ومن جهة أخرى، يمكن من خلال بيانات بانل الرابط بين سلوكيات مفردات العينة من نقطة زمنية لأخرى؛[1]

– تساهم في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة، الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة، والتي تقود عادة إلي تقديرات متحيزة في انحدارات المفردة. وتبرز أهمية استخدام بيانات بانل في أنها تأخذ في الاعتبار ما يوصف " بعدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ " الخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية؛

حيث تساعد هذه النماذج في منع ظهور مشكلة انعدام ثبات تباين حد الخطأ Heteroscedasticity الشائعة الظهور عند استخدام بيانات المقطع العرضي في تقدير النماذج القياسية، كما تبرز كذلك أهمية إعداد بيانات و نماذج بانل عندما يرغب الباحث بتقدير نموذج لمقطع عرضي لا تكفي بياناته لوصف سلوك هذا المقطع. و بالتالي تتيح هذه نماذج وصف سلوك مجموعة معينة من الدول الأفراد، المنشآت كلا واحد خلال فترة زمنية معينة؛

الفرع الثاني: النماذج الأساسية لتحليل بيانات بانل:

يقترح المنهج الحديث الصيغة الأساسية لإنحدار بيانات بانل كما قدمها W.Green (1993) ومن هنا تأتي نماذج البيانات الطولية في ثلاثة أشكال رئيسية هي:

أولا :النموذج التجميعي :pooled model

يعتبر هذا النموذج من ابسط نماذج البيانات الطولية حيث تكون فيه جميع المعاملات $B_{0(i)}$ و B_i ثابتة لجميع الفترات الزمنية (يمهل أي تاثير للزمن) بإعادة كتابة النموذج في المعادلة (1) نحصل على نموذج الانحدار التجميعي و بالصيغة الآتية:

$$y_{it} = B_0 + \sum_{i=1}^{k} B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\ldots\ldots,N \quad t=1,2,\ldots\ldots,T \ldots\ldots(1)$$

[1] بادي البلطجي " **تحليل الاقتص6اد القياسي في بيانات بانل**، الطبعة الثالثة، 2005 ص ص[4 -9]

حيث ان $E(\varepsilon_{it})=0$ و $var(\varepsilon_{it}) =\sigma_{\varepsilon}^2$ تستخدم طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية في تقدير معلمات النموذج في المعادلة (2) (Greene,2012) بعد ان ترتيب القيم الخاصة بمتغير الاستجابة و المتغير التوضيحي بداء من أول مجموعة بيانات مقطعية و هكذا و بحجم مشاهدات مقداره (N*T).

ثانيا :نموذج التأثيرات الثابتة:[1]

نموذج التأثيرات الثابتة يكون الهدف هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حده من خلال جعل معلمة القطع B_0 تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل B_i ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية (أي سوف نتعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجاميع)، وعليه فان نموذج التأثيرات الثابتة يكون بالصيغة الآتية:

$$y_{it} = B_{0(i)} + \sum_{i=1}^{k} B_j\ X_{j\,(it)} + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\ldots\ldots,N \quad t=1,2,\ldots\ldots,T \ \ldots\ldots(2)$$

حيث أن $E(\varepsilon_{it})=0$ و $var(\varepsilon_{it}) =\sigma_{\varepsilon}^2$ (Greene,2012) يقصد بمصطلح التأثيرات الثابتة بان المعلمة B_0 لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن وإنما يكون التغير فقط في مجاميع البيانات المقطعية لغرض تقدير معلمات النموذج في المعادلة (2) والسماح لمعلمة القطع B_0 بالتغير بين المجاميع المقطعية عادة ما تستخدم متغيرات وهمية بقدر (N-1) لكي نتجنب حالة التعددية الخطية التامة ثم تستخدم طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية. يطلق على نموذج التأثيرات الثابتة اسم نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية (Least Squares Dummy Variable Model).

ثالثا: نموذج التأثيرات العشوائية:[2]

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون حد الخطأ ε_{it} هذا طبيعي بوسط مقدراه صفر و تباين مساوي الى σ_{ε}^2 ولكي تكون معلمات نموذج التأثيرات الثابتة صحيحة و غير متحيزة عادة ما يفرض بان تباين الخطأ ثابت (متجانس) لجميع المشاهدات المقطعية و ليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من مجاميع المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية نموذجا ملائما في حالة وجود خلل في أحد الفروض المذكورة أعلاه في نموذج التأثيرات الثابتة (Gujarati,2003). في نموذج التأثيرات العشوائية سوف يعامل معامل القطع $B_{0(i)}$ كمتغير عشوائي له معدل مقداره μ أي:

$$B_{0\,(i)} = \mu + V_i \quad ,i=1,2,\ldots\ldots,N \quad \ldots\ldots(03)$$

و بتعويض المعادلة (3) في المعادلة (2) نحصل على نموذج التأثيرات العشوائية و بالشكل الآتي:

$$y_{it=\mu+\sum_{i=1}^{k} B_j X_{j\,(it)}+\varepsilon_{it}} \ ، i=1‘2‘\ldots\ldots‘N \ \ t=1‘2‘\ldots‘T \ldots\ldots(04)$$

---

[1] مجدي الشريحي، **أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية**، جامعة الشلف، ملتقى دولي حول رأس المال الفكري في متطلبات العمال العربية في الاقتصاديات الحديثة، 2013 ص 16

[2] عابد بن عابد العبدلي، **محددات التجارة البينية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل بانل**، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية جدة، مجلد 12، عدد 1 2010، ص 19

حيث أن Vi يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية i يطلق على نموذج التأثيرات العشوائية أحيانا نموذج مكونات الخطأ (Error Components Model) بسبب أن النموذج في المعادلة (5) يحوي مركبين للخطأ هما Vi و ε_{it} يمتلك نموذج التاثيرات العشوائية خواص رياضية منها ان $E(\varepsilon_{it})=0$ و $var(\varepsilon_{it})=\sigma_{\varepsilon}^2$

الفرع الثالث: إختبارات التحديد (أساليب اختيار النموذج الملائم للبيانات الطولية):

من أجل إيجاد النموذج الملائم عند استعمال معطيات بانل يستخدم ما تسمى باختبارات التحديد كما ذكرنا سابقا بوجود ثلاثة نماذج رئيسية من نماذج الطولية وعلى هذا الأساس يطرح السؤال الأتي: ما هو النموذج الأكثر ملائمة لبيانات دراسة ما؟ لغرض الإجابة عن مثل هكذا تساؤل سوف نقوم بعرض ثلاث أساليب، الأول: مضاعف لانحدار LM لغرض الاختبار بين نموذج الانحدار التجميعي و(نموذج التأثيرات الثابتة أو نموذج التأثيرات العشوائية) والأسلوب الثاني: Hausman هو أسلوب

الإختيار بين نموذج التأثيرات العشوائية و نموذج التأثيرات الثابتة و الأسلوب الثالث F الاختبار بين نموذج الانحدار التجميعي و نموذج التأثيرات الثابتة.

أولا: إختبار مضاعف Breusch-Pagan LM Lagrange:

إختبار الأثر العشوائي (حالة نموذج الأفراد): يكون من أجل اختبار وجود الأثر العشوائي لدنيا اختبار Breusch و Pagan(1980). يعتمد هذا الاختبار على مضاعف Lagrange المتعلق بالأخطاء $\hat{\mu}_{it}$ الناتجة عن طريقة المربعات، حيث يكون الاختيار بين نموذج الانحدار المجمع و نموذج الآثار الثابتة أو نموذج الآثار العشوائية من أجل الاختيار بين PRM وFEM أو REM سوف يتم استخدام اختبار مضاعف لاجرانج (LM (1980 المقترح من جانب Breusch and Pagan

$$LM = \frac{nT}{2(T-1)}\left[\frac{\sum_{i=1}^{n}(\sum_{i=1}^{t}\hat{u}it)2}{\sum_{i=1}^{n}(\sum_{i=1}^{t}\hat{u}it)2} - 1\right] \dots\dots (05)$$

لاحظ أن القيم الكبيرة لإحصائية اختبار LM تشير إلى إن FEM أو REM سوف يكون أفضل من PRM و بعبارة أخري، إذا كانت قيمة (P-value) لإحصائية اختبار LM تشير إلى وجود معنوية إحصائية لهذا الاختبار، فيعنى هذا أن FEM أو REM سوف يكون أفضل من PRM، بينما إذا كانت هذه القيمة تشير إلى عدم وجود معنوية إحصائية لنفس الاختبار، فيعنى هذا إن PRM سيكون أفضل من كل من FEM أو REM.

ثانيا:إختبار Hausman (**1978**):

يستخدم اختبار Hausman (1978)، في حالة وجود اختلاف جوهري بين التأثيرات الثابتة و العشوائية وهو المدى الذي يرتبط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات المستقلة، فتستند فرضية العدم على عدم وجود ذلك الارتباط وعندها تكون كل من مقدرات

التأثيرات الثابتة و العشوائية متسقة ولكن مقدرة التأثيرات العشوائية تكون هي الأكثر كفاءة. بينما في ظل الفرضية البديلة لوجود الارتباط، فان مقدرة التأثيرات الثابتة هي فقط تكون متسقة و أكثر كفاءة. يعطى اختبارHausman بالعلاقة التالية:

$$W = (\hat{b}_{lsdv} - \beta_{GLS})[Var(\hat{b}_{lsdv}) - Var(\hat{\beta}_{GLS})]^{-1}(\hat{b}_{lsdv} - \hat{\beta}_{GLS}) \quad .....(06)$$

حيث $(\hat{\hat{b}}_{lsdv} - \hat{\beta}_{GLS})$ تمثل الفرق بين مقدرات التأثيرات الثابتة و التأثيرات العشوائية و $Var(\hat{b}_{lsdv}) - Var(\hat{\beta}_{GLS})$ هي الفرق بين مصفوفة التباين المشترك لكل من مقدرات التأثيرات الثابتة و التأثيرات العشوائية. تتبع W في ظل فرضية العدم توزيع كاي تربيع مع درجة حرية k-1 أي عدد المتغيرات المستقلة باستثناء الحد الثابت. و بمقارنة القيمة المحسوبة لـ Wمع القيمة الجدولية، فإذا تم قبول فرضية العدم تكون الأفضلية لتأثيرات العشوائية و أما إذا قبلت الفرضية البديلة فإن نموذج التأثيرات الثابتة يكون هو الأفضل.

المبحث الثاني :عرض ومناقشة النتائج

حتى نتمكن من الإجابة على إشكالية الدراسة وما تتطلبه من معلومات، سنتطرق في هذا المبحث إلى الطريقة و الأدوات المستخدمة في الدراسة، ثم نبين مصادر بياناتها, وبذلك يتسنى لنا إثبات أو نفي الفرضيات، ومن ثم استنتاج النتائج.

المطلب الأول :عرض النتائج

تم إختيار عائد السهم للمؤسسات المدرجة فالبورصة كمتغير إستجابة (تابع)، بينما أدرجت نسب الرفع المالي كمتغيرات مستقلة ومفسرة. وتغطي الدراسة المؤسسات التي تتوفر فيها شروط الدراسة، وهي 19 مؤسسة خلال الفترة 2010 إلى 2015. ولتحقيق غرض الدراسة نستخدم قاعدة بيانات مدمجة, بعدد n=19 من المقاطع i والمتمثلة في 19 مؤسسة، وفي الوقت نفسه يغطي كل مقطع فترة زمنية t=06 سنوات، وبذلك يكون عدد المشاهدات المستخدمة في العينة الكلية 114 مشاهدة، وعلى هذا الأساس يتم عرض النتائج التالية :

الفرع الأول: نتائج تقديرات نماذج دراسة السلاسل الزمنية المقطعية

لغرض تقدير نتائج نماذج السلاسل الزمنية المقطعية من خلال تطبيق الطريقة المناسبة لكل نموذج على برنامج Eviews7و بعد إدخال البيانات السابقة كانت النتائج كما يلي:

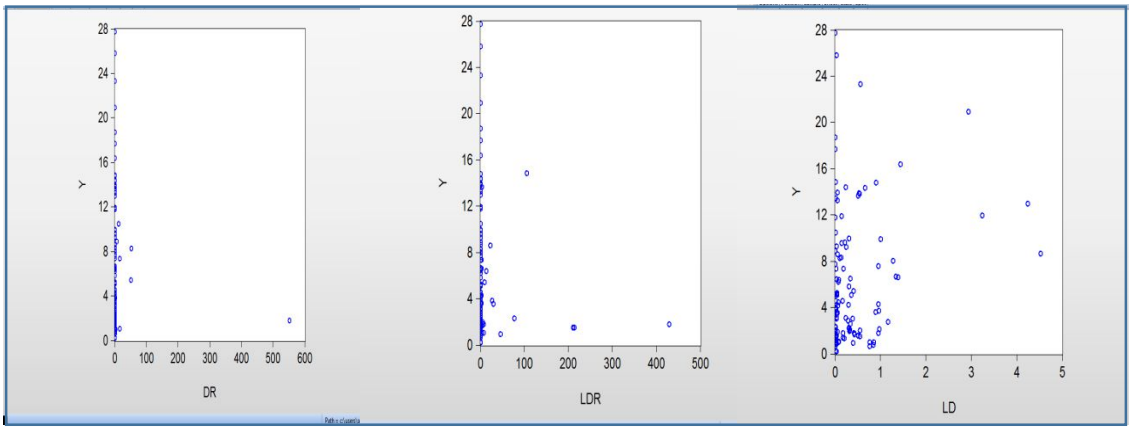
أولا: نتائج التمثيل النقطي للمتغيرات

وعليه من أجل معرفة هذا التأثير سنحاول نمذجة العلاقة ما بين نسبة عائد السهم Y بدلالة كل من النسب المستقلة (DR ،LDR ،LD)من أجل معرفة ما يلي:

- ✓ التأكد من وجود أو عدم وجود دلالة إحصائية؛
- ✓ التأثير النسبي لكل متغير مستقل على نسبة الرفع المالي.

ولأنه ليس لدينا صيغة للعلاقة تربط ما بين نسبة عائد السهم Y كمتغير تابع بدلالة كل المتغيرات المستقلة السابقة الذكر، سنحاول الإعتماد على التمثيل النقطي ل 114 مشاهدة بواسطة معطيات المؤشرات، فإذا كان هذا الإنتشار على شكل خط مستقيمتكون العلاقة خطية، وإذا كان الإنتشار على شكل قطع مكافئ تكون العلاقة أسية، ويمكن تمثيل ذلك كما يلي:

الشكل رقم (2–1) **الشكل رقم (2–2)** **الشكل رقم (2–3)**



المصدر :من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج eviews7

الشكل التالي يوضح شكل التمثيل النقطي للمتغيرات على التوالي:

- DR نسبة الرفع المالي و Y عائد السهم ؛

- LDR الديون طويلة الأجل على إجمالي الموجودات و Yعائد السهم ؛

- LD الديون طويلة الأجل على حقوق الملكية و Yعائد السهم .

من خلال الأشكال السابقة لا يمكننا تمييز صيغة لمعادلات Y ونسب الرفع المالي التي تمثل عينة المؤسسات، لذلك سنعتمد على تقدير مجمل المعادلات الخطية والغير خطية الممكنة من كل نموذج ثم نختار أحسن معادلة على أساس المعايير التالية:

1- المعنوية الجزئية الإحصائية للمعالم المقدرة "**Prob ≤ 0.05** " ؛

2- المعنوية الكلية للنموذج المقدر"**Prob (F-statistic) ≤ 0.05** " ؛

3-معامل التحديد " **R^2** "؛

الجدول رقم (2–1) :المؤشرات الإحصائية الوصفية :

	Y	DR	LDR	LD
Mean	6.183553	6.630530	10.90637	0.407664
Median	4.190000	0.415777	0.158765	0.118781
Maximum	27.77000	552.4019	429.6912	4.532270
Minimum	0.190000	0.000544	2.92E-06	1.20E-05
Std. Dev.	5.748717	52.07326	50.09301	0.743390

الجدول رقم (2-2) :مصفوفة الإرتباط، الملحق رقم(01)

المتغيرات المفسرة	Y	DR	LDR	LD
Y	1.000000			
DR	-0.069925 0.4597	1.000000		
LDR	-0.113174 0.2306	0.781115 0.0000	1.000000	
LD	0.214427 0.0220	0.062839 0.5066	-0.010350 0.9130	1.000000

المصدر :من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج eviews7

- **النموذج الأول : تأثير LD، LDR،DR على Y**

سنحاول إختبار العلاقة بين عائد السهم ونسب الرفع المالي (نسبة المديونية ونسبة إجمالي الديون على إجمالي الموجودات ،نسبة الديون طويلة الأجل على إجمالي الموجودات ،نسبة الديون طويلة الأجل على حقوق الملكية)، بالإعتماد على الملحق رقم:()

والجدول الموالي يوضح نتائج النماذج الطولية الثلاث كالآتي:

الجدول رقم(2-3): إختبار العلاقة بين نسب الرفع المالي (DR،LDR، LD) وعوائد الأسهم

نماذج التقدير				
REM	FEM	PRM		
5.604838	5.596990	5.654173	Coefficient	C
0.0000	0.0000	0.0000	Prob	
0.009322	0.010368	0.000961	Coefficient	DR
0.4197	0.3739	0.9536	Prob	
-0.015046	-0.015253	-0.013516	Coefficient	LDR
0.2052	0.2027	0.4306	Prob	
1.670518	1.678276	1.644531	Coefficient	LD
0.0022	0.0026	0.0243	Prob	
0.100738	0.666608	0.058320	R-squared	
4.107507	8.759588	2.270853	F-statistic	
0.008359	0.000000	0.084313	Prob(F-statistic)	
0.740512	2.100681	0.757884	Durbin-Watson stat	

المصدر:من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات eviews7

- **النموذج الثاني: تأثير DR على Y:**

سنحاول إختبار العلاقة بين عائد السهم ونسب الرفع المالي نسبة المديونية(DR)، بالإعتماد على الملحق رقم:()

والجدول الموالي يوضح نتائج النماذج الطولية الثلاث كالآتي:

الجدول رقم(2–4): إختبار العلاقة بين نسبة الرفع المالي (DR) وعوائد الأسهم

نماذج التقدير				
REM	FEM	PRM		
6.196445	6.190640	6.234737	Coefficient	C
0.0000	0.0000	0.0000	Prob	
-0.001944	-0.001069	-0.007720	Coefficient	DR
0.7965	0.8884	0.4597	Prob	
0.002153	0.623870	0.004890	R-squared	
0.067057	8.205979	0.550321	F-statistic	
0.796146	0.000000	0.459739	Prob(F-statistic)	
1.781995	2.115484	0.810275	Durbin-Watson stat	

المصدر:من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات eviews7

- **النموذج الثالث :تأثير L DR على Y**

الجدول رقم(2–6): إختبار العلاقة بين نسب الرفع المالي (DR) وعوائد الأسهم

سنحاول إختبار العلاقة بين عائد السهم ونسبة الرفع المالي الديون طويلة الأجل على إجمالي الموجودات(L DR)، بالإعتماد على الملحق رقم:(3) والجدول الموالي يوضح نتائج النماذج الطولية الثلاث كالآتي:

نماذج التقدير				
REM	FEM	PRM		
6.274900	6.267604	6.325204	Coefficient	C
0.0000	0.0000	0.0000	Prob	
-0.008376	-0.007707	-0.012988	Coefficient	LDR
0.2776	0.3220	0.2306	Prob	
0.011193	0.627716	0.012808	R-squared	
1.195934	8.341858	1.453157	F-statistic	
0.276482	0.000000	0.230563	Prob(F-statistic)	
0.812143	2.153380	0.826910	Durbin-Watson stat	

- **النموذج الرابع :تأثير L D على Y:**

الجدول رقم(2–7): إختبار العلاقة بين نسب الرفع المالي (DR) وعوائد الأسهم

سنحاول إختبار العلاقة بين عائد السهم ونسبة الرفع المالي الديون طويلة الأجل على حقوق الملكية(L D)، بالإعتماد على الملحق رقم:(4) والجدول الموالي يوضح نتائج النماذج الطولية الثلاث كالآتي:

نماذج التقدير				
REM	FEM	PRM		
5.485136	5.481777	5.507569	Coefficient	C
0.0000	0.0000	0.0000	Prob	
1.713216	1.721457	1.658187	Coefficient	LD
0.0016	0.0019	0.0220	Prob	
0.045928	0.660529	0.045979	R-squared	
10.52022	9.626390	5.397825	F-statistic	

0.001556	0.000000	0.021967	Prob(F-statistic)
0.730072	2.051759	0.730427	Durbin-Watson stat

المصدر :من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج eviews7

الجدول رقم (2-8) : نتائج إختبار مضاعف لاغرونج LM

النماذج	Null (no rand. effect) Alternative	Cross-section One-sided	Period One-sided	Both
النموذج الأول	Breusch-Pagan	92.35514 (0.0000)	1.944682 (0.1632)	94.29982 (0.0000)
النموذج الثاني	Breusch-Pagan	83.94842 (0.0000)	1.210002 (0.2713)	85.15842 (0.0000)
النموذج الثالث	Breusch-Pagan	84.72113 (0.0000)	1.583210 (0.2083)	86.30434 (0.0000)
النموذج الرابع	Breusch-Pagan	93.55399 (0.0000)	1.646188 (0.1995)	95.20018 (0.0000)

المصدر :من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج eviews 7

الجدول رقم(2–9): نتائج إختبار مضاعف لاغرونج LM

*** النموذج الأول:**

يظهر الجدول أعلاه نتيجة اختبار LM للمقطع والتي بلغت92.35514 وللفترة والتي كانت تساوي1.944682، أما بالنسبة للمقطع والفترات معا فيساوي 94.29982 باحتمال معدوم، الأمر الذي يؤدي إلى رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة، أي أن نموذج الانحدار المجمع لا يناسب هذه الدراسة.

***النموذج الثاني:**

يظهر الجدول أعلاه نتيجة اختبار LM للمقطع والتي بلغت83.94842 وللفترة والتي كانت تساوي 1.210002، أما بالنسبة للمقطع والفترات معا فيساوي85.15842 باحتمال معدوم، الأمر الذي يؤدي إلى رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة، أي أن نموذج الانحدار المجمع لا يناسب هذه الدراسة.

***النموذج الثالث:**

يظهر الجدول أعلاه نتيجة اختبار LM للمقطع والتي بلغت84.72113 وللفترة والتي كانت تساوي1.583210، أما بالنسبة للمقطع والفترات معا فيساوي 86.30434بإحتمال معدوم، الأمر الذي يؤدي إلى رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة, أي أن نموذج الانحدار المجمع لا يناسب هذه الدراسة. بالإعتماد على الملحق رقم:(06)

***النموذج الرابع:**

يظهر الجدول أعلاه نتيجة اختبار LM للمقطع والتي بلغت93.55399 وللفترة والتي كانت تساوي1.646188، أما بالنسبة للمقطع والفترات معا فيساوي95.20018 بإحتمال معدوم، الأمر الذي يؤدي إلى رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة, أي أن نموذج الانحدار المجمع لا يناسب هذه الدراسة.

بالإعتماد على الملحق رقم:(06)

الجدول رقم (2–9):نتائج إختبار hausman

لإختيار النموذج الملائم بين نموذجي الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية، يستخدم إختبار Hausman وتظهر نتائجه في الجدول التالي :

Hausman test			
	Chi- sq .statistic	Chi-sq.d.f	Prob
النموذج الأول	0.925385	3	0.8193
النموذج الثاني	0.648796	1	0.4205
النموذج الثالث	0.454715	1	0.5001
النموذج الرابع	0.006921	1	0.9337

المصدر :من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج7 eviews

***النموذج الأول:** يشير اختبارH الذي يتبع توزيع "كاي مربع" (3درجات) إلى 0.925385، وبإحتمال (0.8193)، مما يدل على رفض الفرضية البديلة H_1، وقبول الفرضية العديمة H_0 التي تقول بأن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الملائم لهذه الدراسة.

***النموذج الثاني:** يشير اختبارH الذي يتبع توزيع "كاي مربع" (درجة واحدة) إلى 0.648796، وبإحتمال(0.4205)، مما يدل على رفض الفرضية البديلة H_1، وقبول الفرضية العديمة H_0 التي تقول بأن نموذج الآثارالعشوائية هو النموذج الملائم لهذه الدراسة.

***النموذج الثالث:** يشير اختبارH الذي يتبع توزيع "كاي مربع" (درجة واحدة) إلى 0.454715, وبإحتمال(0.5001)، مما يدل على رفض الفرضية البديلة H_1، وقبول الفرضية العديمة H_0 التي تقول بأن نموذج الآثارالعشوائية هو النموذج الملائم لهذه الدراسة.

***النموذج الرابع:** يشير إختبارH الذي يتبع توزيع "كاي مربع" (درجة واحدة) إلى0.006921، وبإحتمال(0.9337)، مما يدل على رفض الفرضية البديلة H_1، وقبول الفرضية العديمة H_0 التي تقول بأن نموذج الآثارالعشوائية هو النموذج الملائم لهذه الدراسة.

المطلب الثاني : مناقشة النتائج وإختبار الفرضيات :

يعتبر هذا المطلب عصارة الدراسة, وذلك للأهمية التي يكتسيها، فبعد كل التمهيدات التي سبقته بداية من الفصل الأول الذي تعرض لأدبيات النمو الاقتصادي والتضخم, ثم المبحث الأول من الفصل الثاني الذي حددت فيه طرق وأدوات تحليل المعطيات و البيانات وإجراء مختلف الحسابات عليها. تكمن أهمية هذا المطلب في أنه سيقدم تحليلا لنتائج الدراسة و مناقشة بياناتها و اختبار فرضياتها.

الجدول (2-2) :بعد إستخراج مصفوفة الإرتباط بين المتغيرات المفسرة، نلاحظ أن معامل الإرتباط يساهم في توظيح العلاقة بين هذه المتغيرات وعائد السهم خلال فترة الدراسة ،حيث تظهر لنا نتائج الجول رقم (2) أن معامل الإرتباط بين المتغيرالمستقل DR والمتغير التابع y والتي تساوي 0.4597 والعلاقة بين LDR وy والتي تساوي 0.2306 ضعيفة مقارنة بالعلاقة بين المتغير LD وy والتي تساوي 0.0220 وهذا يعني وجود علاقة إرتباط علاقة إرتباط قوية بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

الفرع الأول:تحليل نتائج المفاضلة بين النماذج

بعد عرض نتائج اختبارات المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي من جهة, وبين نموذجي الآثار الثابتة أو العشوائية من جهة أخرى، نلاحظ أن:

-النموذج الأول : تأثير DR، LDR، LD على Y

1- من خلال الجدول رقم(**2-8**)، يظهر أن القيم الاحتمالية لاختبار LM كانت اقل من (0.05)، وعليه نرفض الفرضية العديمة H_0، وتقبل الفرضية البديلةH_1، حيث أن:

H_0: نموذج الإنحدار التجميعي يناسب دراسة أثر نسب الرفع المالي على عوائد الأسهم.

H_1: أحد نموذجي التأثيرات يناسب دراسة نسب الرفع المالي على عوائد الأسهم.

مما يعني أن نموذج الانحدار المجمع غير ملائم لدراستنا هذه, وهذا يدل على وجود آثار خاصة بكل مؤسسة مدرجة في البورصة تميزها عن باقي المؤسسات الأخرى، ويطرح السؤال التالي: هل هذه الآثار ثابتة أم عشوائية؟

بالنسبة للاختيار بين نموذج الآثار الثابتة وبين نموذج الآثار العشوائية:

2- أشارت نتائج اختبار Hausman كما بينه الجدول رقم(2-9)، أن قيمته الإحتمالية كانت أكبرمن(0.05)، وبالتالي ترفض الفرضيةH_1 ، مما يعني أن نموذج الآثار الثابتة غير ملائم لهذه الدراسة.

نستنتج مما سبق أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الملائم لدراسة أثر نسب الرفع المالي على عوائد الأسهم للمؤسسات المدرجة في بورصة قطر, ويرجع ذلك إلى عدم وجود خصائص مشتركة لعينة المؤسسات، فهي لا تشترك في كونها مؤسسات تعتمد على الديون والديون طويلة الأجل بشكل كبير في تمويل موجوداتها وكذا حقوق المساهمين، فإذا ارتفعت الديون، قد يؤدي ذلك إلى إرتفاع عوائد الأسهم . أما عن الآثار الخاصة التي تميز كل مؤسسة عن غيرها من بقية المؤسسات، فنلاحظ تباين بدرجة كبيرة بين

مؤسسة وأخرى فكل مؤسسة ترفع أموالها بطريقة مختلفة ،فهناك من تعتمد في رفعها المالي على مجمل ديونها ومنها من تعتمد على الديون طويلة الأجل .

-النموذج الثاني : تأثير DR على Y

1- من خلال الجدول رقم(**2-8**)، يظهر أن القيم الاحتمالية لاختبار LM كانت اقل من (0.05)، وعليه ترفض الفرضية العديمة H0، وتقبل الفرضية H1، حيث أن:

H0: نموذج الإنحدار التجميعي يناسب دراسة أثر نسب الرفع المالي على عوائد الأسهم.

H1: أحد نموذجي التأثيرات يناسب دراسة نسب الرفع المالي على عوائد الأسهم.

مما يعني أن نموذج الانحدار المجمع غير ملائم لدراستنا هذه، وهذا يدل على وجود آثار خاصة بكل مؤسسة مدرجة في البورصة تميزها عن باقي المؤسسات الأخرى، ويطرح السؤال التالي: هل هذه الآثار ثابتة أم عشوائية؟

بالنسبة للإختيار بين نموذج الآثار الثابتة وبين نموذج الآثار العشوائية:

2-أشارت نتائج اختبار Hausman كما بينه الجدول رقم(**2-9**)، أن قيمته الإحتمالية كانت أكبرمن(0.05)، وبالتالي ترفض الفرضيةH1 ، مما يعني أن نموذج الآثار الثابتة غير ملائم لهذه الدراسة. نستنتج مما سبق أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الملائم لدراسة أثر نسب الرفع المالي على عوائد الأسهم للمؤسسات المدرجة في بورصة قطر، ويرجع ذلك إلى عدم وجود خصائص مشتركة لعينة المؤسسات، فهي لا تشترك في كونها مؤسسات تعتمد على إجمالي الديون بشكل كبير، فإذا ارتفعت الديون، قد يؤدي ذلك إلى إرتفاع عوائد الأسهم .

أما عن الآثار الخاصة التي تميز كل مؤسسة عن غيرها من بقية المؤسسات ، فنلاحظ تباين بدرجة كبيرة بين مؤسسة وأخرى فكل مؤسسة تسعى إلى الرفع في رأس مالها بطريقة مختلفة.

النموذج الثالث :تأثير DR Lعلى Y:

1- من خلال الجدول رقم(**2-8**)، يظهر أن القيم الاحتمالية لاختبار LM كانت اقل من (0.05)، وعليه ترفض الفرضية العديمة H0، وتقبل الفرضية H1، حيث أن:

H_0: نموذج الإنحدار التجميعي يناسب دراسة أثر نسب الرفع المالي على عوائد الأسهم؛

H_1: أحد نموذجي التأثيرات يناسب دراسة نسب الرفع المالي على عوائد الأسهم.

مما يعني أن نموذج الانحدار المجمع غير ملائم لدراستنا هذه, وهذا يدل على وجود آثار خاصة بكل مؤسسة مدرجة في البورصة تميزها عن باقي المؤسسات الأخرى, ويطرح السؤال التالي: هل هذه الآثار ثابتة أم عشوائية ؟

بالنسبة للاختيار بين نموذج الآثار الثابتة وبين نموذج الآثار العشوائية:

2- أشارت نتائج اختبار Hausman كما بينه الجدول رقم(**2-9**)، أن قيمته الإحتمالية كانت أكبرمن(**0.05**),وبالتالي ترفض الفرضيةH1 ، مما يعني أن نموذج الآثار الثابتة غير ملائم لهذه الدراسة.

نستنتج مما سبق أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الملائم لدراسة أثر نسب الرفع المالي على عوائد الأسهم للمؤسسات المدرجة في بورصة قطر، ويرجع ذلك إلى عدم وجود خصائص مشتركة لعينة المؤسسات، فهي لا تشترك في كونها مؤسسات تعتمد على الديون طويلة الأجل، فإذا ارتفعت الديون، قد يؤدي ذلك إلى إرتفاع عوائد الأسهم .

أما عن الآثار الخاصة التي تميز كل مؤسسة عن غيرها من بقية المؤسسات، فنلاحظ تباين بدرجة كبيرة بين مؤسسة وأخرى فكل مؤسسة تسعى إلى الرفع في رأس مالها بطريقة مختلفة.

النموذج الرابع :تأثير L D علىY:

بالإعتماد على الملحق رقم:(6) توصلنا للنتائج التالية

1- من خلال الجدول رقم(**2-8**)، يظهر أن القيم الاحتمالية لاختبار LM كانت اقل من (**0.05**)، وعليه ترفض الفرضية العديمة H_0، وتقبل الفرضية H_1، حيث أن:

H_0: نموذج الإنحدار التجميعي يناسب دراسة أثر نسب الرفع المالي على عوائد الأسهم.

H_1: أحد نموذجي التأثيرات يناسب دراسة نسب الرفع المالي على عوائد الأسهم.

ما يعني أن نموذج الانحدار المجمع غير ملائم لدراستنا هذه، وهذا يدل على وجود آثار خاصة بكل مؤسسة مدرجة في البورصة تميزها عن باقي المؤسسات الأخرى, ويطرح السؤال التالي: هل هذه الآثار ثابتة أم عشوائية؟

بالنسبة للاختيار بين نموذج الآثار الثابتة وبين نموذج الآثار العشوائية:

2- أشارت نتائج إختبار **Hausman**كمايبينه الجدول رقم (**2-9**)، أن قيمته الإحتمالية كانت أكبرمن(0.05)، وبالتالي ترفض الفرضيةH1 ، مما يعني أن نموذج الآثار الثابتة غير ملائم لهذه الدراسة.

نستنتج مما سبق أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الملائم لدراسة أثر نسب الرفع المالي على عوائد الأسهم للمؤسسات المدرجة في بورصة قطر, ويرجع ذلك إلى عدم وجود خصائص مشتركة لعينة المؤسسات، فهي لا تشترك في كونها مؤسسات تعتمد على الديون طويلة الأجل، فإذا إرتفعت الديون، قد يؤدي ذلك إلى إرتفاع عوائد الأسهم .

أما عن الآثار الخاصة التي تميز كل مؤسسة عن غيرها من بقية المؤسسات، فنلاحظ تباين بدرجة كبيرة بين مؤسسة وأخرى فكل مؤسسة تسعى إلى الرفع في رأس مالها بطريقة مختلفة.

_نتائج الآثار الخاصة بكل المؤسسات

الجدول الموالي يظهر المؤسسات وما يقابلها من تأثيرات مرتبة بالنسبة للنماذج الأربعة السابقة على النحو التالي:

جدول رقم(10.2): نتائج الآثار الخاصة بكل مؤسسة

بالإعتماد على الملحق رقم:(06) توصلنا للجدول التالي :

المصدر :من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامجeviews 7

الرقم	المؤسسة	الآثار			
		النموذج الأول	النموذج الثاني	النموذج الثالث	النموذج الرابع
1	AHCS	-4.305374	-4.755102	-4.771368	-4.267370
2	NLES	-2.275785	-2.355973	-2.423211	-2.127513
3	GISS	0.192368	0.513478	0.450281	0.268167
4	CISS	-2.209984	-1.959518	-2.028401	-2.111443
5	GWCS	-4.050180	-3.279941	-2.977185	-4.151395
6	MCGS	-1.990811	-2.443364	-2.500137	-1.901861
7	SIIS	-5.128304	-4.562096	-4.634839	-5.015874
8	QIMD	-0.897992	-1.409137	-1.443713	-0.853521
9	ZHCD	-1.124510	-1.117088	-0.923161	-1.514684
10	QEWS	3.813839	4.807432	4.750720	3.848972
11	UDCD	-0.706054	-0.490985	-0.554174	-0.623563
12	ORDS	2.494003	3.730309	3.671231	2.533101
13	DBIS	-1.954553	-2.887833	-2.701608	-2.305414
14	IQCD	5.189072	4.769202	4.702665	5.293350

يشير الجدول أعلاه إلى تباين الآثار العشوائية الخاصة بكل مؤسسة، بحيث تختلف كل مؤسسة حسب نشاطها وهذه المؤسسات تنتمي إلى القطاعات التالية :قطاع البنوك، قطاع البضائع والخدمات، قطاع الصناعة والخدمات، قطاع العقارات،قطاع الإتصالات،قطاع النقل الممثلة في الجدول رقم (2-10).

تحليل الجدول : من الجدول رقم(2-10) تظهر المؤسسات المرقمة من 1 إلى 19والتي تنتمي إلى القطاعات السابقة الذكر قد تم ذكر هذه المؤسسات في الجدول رقم (2-10) وهي كالآتي : (البنوك، البضائع والخدمات، الصناعة والخدمات، العقارات الإتصالات، النقل ، إن قيم التأثيرات السالبة في كل من المؤسسات التالية :(1،2،4،5،6،7،8،9،،13،17،19) مما يعني انه حققت خسائر على مستوى اسهمها وهذه المؤسسات تنتمي إلى قطاع (البنوك،العقارات،البضائع والخدمات،النقل)

وعلى العكس فالمؤسسات الأخرى المتمثلة في (3،10،12،14،15،16،18) حققت عوائد على أسهمها واغلب هذه المؤسسات تنتمي إلى قطاعات (الصناعات والخدمات، الإتصالات) اي أن هذه الإشارات لا تعود بسبب المتغيرات المستقلة وإنما هي بسبب القطاعات التي تنتمي لها كل مؤسسة وبالتالي تكون كفيلة بتحقيق خسائر لهذه المؤسسة أو تحقق لها عوائد .

الفرع الثاني: تحليل نتائج تقدير نماذج التأثيرات

بعد تعرفنا على العلاقة بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع يتم التقدير بإستخدام نماذج البيانات الطولية الثلاثة وهي نموذج الإنحدار التجميعي PRM،نموذج التأثيرات الثابتة FEM ونموذج التأثيرات العشوائية REM ،وعليه يمكن كتابة معادلة النموذج العشوائي كالآتي :

Y=5.604838 +0.009322DR-0.015046LDR+1.670518LD.....(07)
4.883290 0.810018 -1.274337 3.132675
(0.0000) (0.4197) (0.2052) (0.0022)
R^2=0.100738 f-statistic=4.107507 proub(f-sta

$\{H_1 \neq \beta_i \neq 0 \quad \forall i = 0 \ldots .3$ $\{H_0 = \beta_0 = \ldots\ldots\ldots \beta_3$. B $_3$= 0

تمثل القيم أسفل المتغيرات في المعادلة الإحصائية t–statistic وتمثل القيم بين قوسين قيمة الإحتمال لكل إحصائية .

يتضح لنا من خلال المعادلة (07) أن جميع معادلة نموذج التحديد R^2 بلغت 10.07% وهي نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في التغير الحاصل في المتغير التابع ما يؤكد على أن النموذج غير مقبول حيث أن :

-تأثير DRعلى عائد السهم كان تأثير طردي وأن إشارته تتوافق مع النظرية الإقتصادية؛

كانت نسبة DR موجبة وهذا يرجع إلى حسن تسيير الإدارة المالية بالشركات محل الدراسة بحيث كلما زادت هذه النسبة بمقدار 1.670518 يزيد الثابت بمقدار 5.604838 وهذا بسبب قوة نسبة إجمالي الديون على إجمالي الموجودات في المؤسسة محل الدراسة وهنا تستفيد المؤسسة من مزيا الرفع المالي كونها تحقق عوائد أكبر من التكلفة

لا يوجد أثر دال إحصائيا للرفع المالي مقاس بنسبة المديونية (DR) على عوائد الأسهم

-تأثير LDR على عائد السهم كان تأثير عكسي وأن إشارته تتوافق مع النظرية الإقتصادية

- ✓ كانت نسبة L DRسالبة وهذا يرجع إلى حسن تسيير الإدارة المالية بالشركات محل الدراسة بحيث كلما إنخفضت هذه النسبة ب 0.015046 يزيد الثابت بمقدار 5.604838 وهذا راجع لسبب عدم إعتماد المؤسسة على الديون طويلة الأجل بسبب إرتفاع تكلفتها وهذا يؤدي إلى زيادة العوائد

- تأثير LD على عائد السهم كان تأثير طردي وأن إشارته تتوافق مع النظرية الإقتصادية ؛

كانت نسبة LD موجبة وهذا يرجع إلى حسن تسيير الإدارة المالية بالشركات محل الدراسة بحيث كلما زادت هذه النسبة ب 1.670518 يزيد الثابت بمقدار 5.604838 وهذا بسبب أن المؤسسة تعتمد في تغطية حقوق الملكية على الديون طويلة الأجل وبهذا تستفيد من مزايا الرفع المالي كونها تحقق عوائد أكبر من التكلفة

➢ **النموذج الثاني : تأثير DR على Y**

* **دراسة المعنوية الإحصائية :**

–جزئيا : بإستعمال إختبار ستودنت نجد أن المتغير المستقل DR لا يؤثر في المتغير التابع نظرا لأن قيمة Prob=0.7965 أكبر من 0.05 ؛

–كليا : من خلال النظر إلى إحصائية فيشر نلاحظ أن النموذج ليس له معنوية إحصائية في مجمله وذلك لأن إحتمال إحصائية فيشرProb(F-statistic)=0.796146 أكبر من 0.05 ؛

* **دراسة قوة الإرتباط** : بالنظر إلى معامل التحديد نجد أن R^2 = 0.002153 أي أن المتغير السابق المستقل يفسر لنا النموذج بنسبة 0.02%وهذه النتيجة ليست جيدة .أما النسبة المتبقية إما متغيرات أخرى وإما عناصر نجهلها وإما صعبة الحساب . وقد كانت المعادلة المقدرة كالآتي :

Y=6.196445-0.001944DR.....(08)

R^2=0.000598 , F-statistic =0.067057 , Prob(F-statistic) =0.796146

$\{H_1 \neq \beta_i \neq 0 \quad \forall i = 0 \ldots..3$ $\{H_0 = \beta_0 = \ldots\ldots\ldots \beta_3.\ B_3 = 0$

–تأثير DR على عائد السهم كان تأثير عكسي وأن إشارته لا تتوافق مع النظرية الإقتصادية.

كانت نسبة DR موجبة وهذا يرجع إلى حسن تسيير الإدارة المالية بالشركات محل الدراسة بحيث كلما زادت هذه النسبة ب 1.670518 يزيد الثابت بمقدار 5.604838 وهذا بسبب قوة نسبة إجمالي الديون على إجمالي الموجودات في المؤسسة محل الدراسة وهنا تستفيد المؤسسة من مزيا الرفع المالي كونها تحقق عوائد أكبر من التكلفة

* **دراسة المعنوية الإحصائية :**

–جزئيا : بإستعمال إختبار ستودنت نجد أن المتغير المستقل LDR لا يؤثر في المتغير التابع نظرا لأن قيمة Prob =0.2776 أكبر من 0.05؛

–كليا : من خلال النظر إلى إحصائية فيشر نلاحظ أن النموذج ليس له معنوية لأن إحصائية فيشر أكبر من 0.05

دراسة قوة الإرتباط:

بالنظر إلى معامل التحديد نجد أن R^2 = 0.010565 أي أن المتغير السابق المستقل يفسر لنا النموذج بنسبة % 0.10 ،وهذه النتيجة ليست جيدة،

أما بالنسبة المتبقية إما متغيرات أخرى وإما عناصر نجهلها وإما صعبة الحساب . وقد كانت المعادلة المقدرة كالآتي :

Y=6.274900 – 0.008376 LDR..... (09)

F-statistic =1.195934 , R^2 = 0.010565 ,Prob(F-statistic) = 0.276482

$\{H_1 \neq \beta_i \neq 0 \quad \forall i = 0 \ldots .3$ $\{H_0 = \beta_0 = \ldots\ldots\ldots \beta_3 . \beta_3 = 0$

-تأثيرLDR على عائد السهم كان تأثير عكسي وأن إشارته لا تتوافق مع النظرية الإقتصادية.

- ✓ كانت نسبة L DR سالبة وهذا يرجع إلى سوء تسيير الإدارة المالية بالشركات محل الدراسة بحيث كلما إنخفضت هذه النسبة ب 0.015046 يزيد الثابت بمقدار 5.604838 وهذا راجع لسبب عدم إعتماد المؤسسة على الديون طويلة الأجل بسبب إرتفاع تكلفتها وهذا يؤدي إلى زيادة العوائد

النموذج الرابع :تأثير L D على Y:

بالإعتماد على الملحق رقم:(5) توصلنا للنتائج التالية

دراسة المعنوية الإحصائية :

-جزئيا : بإستعمال إختبار ستودنت نجد أن المتغير المستقل LD يؤثر في المتغير التابع نظرا لأن قيمة Prob =0.0016 أصغر من 0.05؛

-كليا : من خلال النظر إلى إحصشائية فيشر نلاحظ أن النموذج له معنوية إحصائية فيشر أصغر من 0.05؛

***دراسة قوة الإرتباط :**

بالنظر إلى معامل التحديد نجد أن R^2 = 0.045928 أي أن المتغير السابق المستقل يفسر لنا النموذج بنسبة 0.45%، وهذه النتيجة ليست جيدة، أما بالنسبة المتبقية إما متغيرات أخرى وإما عناصر نجهلها وإما صعبة الحساب .

Y=5.485136 + 1.713216 L D .....(10)

R^2 =0.045928 ، F-statistic = 10.52022 ، Prob(F-statistic) =0.001556

$\{H_1 \neq \beta_i \neq 0 \quad \forall i = 0 \ldots .3$ $\{H_0 = \beta_0 = \ldots\ldots\ldots \beta_3 . \beta_3 = 0$

-تأثير L D على عائد السهم كان تأثير طردي وأن إشارته تتوافق مع النظرية الإقتصادية.

كانت نسبة LD موجبة وهذا يرجع إلى حسن تسيير الإدارة المالية بالشركات محل الدراسة بحيث كلما زادت هذه النسبة ب 1.670518 يزيد الثابت بمقدار 5.604838 وهذا بسبب أن المؤسسة تعتمد في تغطية حقوق الملكية على الديون طويلة الأجل وبهذا تستفيد من مزايا الرفع المالي كونها تحقق عوائد أكبر من التكلفة

➢ **النموذج الخامس : نموذج تأثير DR LDR LD على Y_2**

بالإعتماد على الملحق رقم:(09) توصلنا للنتائج التالية

* **المعنوية الإحصائية :**

–جزئيا : بإستعمال إختبار ستودنت نجدأن المتغيرات المستقلة لا تؤثر في المتغير التابع .نظرا لأن قيمة Prob لكل متغير من هذه المتغيرات أكبر من 0.05 .

–كليا : من خلال النظرإلى إحصائية فيشر نلاحظ أن النموذج له معنوية إحصائية في مجمله وذلك لأن إحتمال إ حصائية فيشر Prob(F-statistic) =0.012307 أصغر من 0.05

* **دراسة قوة الإرتباط** : بالنظر إلى قيمة معامل التحديد نجد أن R^2= 0.314666 أي أن المتغيرات المستقلة السابقة تفسر لنا النموذج بنسبة 31.46% وهذه النتيجة جيدة، أما النسبة المتبقية إما متغيرات أخرى إما عناصر نجهلها وإما ضعيفة.

وقد كانت المعادلة المقدرة هي :

Y=0.125781 +0.007862DR-0.030111LDR+0.003695LD..... (11)

0.872909 0.046463 -0.346599 0.024129

(0.3850) (0.9630) (0.7297) (0.9808)

R^2=0.314666 f-statistic=2.011478 proub(f-statistic)= 0.012307

$\{H_1 \neq \beta_i \neq 0 \quad \forall i = 0 \ldots .3$ $\{H_0 = \beta_0 = \ldots\ldots\ldots \beta_3 . \beta_3 = 0$

تمثل القيم أسفل المتغيرات في المعادلة الإحصائية t–statistic وتمثل القيم بين قوسين قيمة الإحتمال لكل إحصائية

يتضح لنا من خلال المعادلة أن جميع معادلة نموذج التحديد R^2 بلغت 31.46%، وهي نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في التغير الحاصل في المتغير التابع ما يؤكد على أن النموذج مقبول حيث أن :

–تأثير DRعلى عائد السهم كان تأثير طردي وأن إشارته تتوافق مع النظرية الإقتصادية؛

–تأثير LDR على عائد السهم كان تأثير عكسي وأن إشارته تتوافق مع النظرية الإقتصادية ؛

– تأثير LD على عائد السهم كان تأثير طردي وأن إشارته تتوافق مع النظرية الإقتصادية ؛

كانت نسبة DR موجبة وهذا يرجع إلى حسن تسيير الإدارة المالية بالشركات محل الدراسة بحيث كلما زادت هذه النسبة ب 1.670518 يزيد الثابت بمقدار 5.604838 وهذا بسبب قوة نسبة إجمالي الديون على إجمالي الموجودات في المؤسسة محل الدراسة وهنا تستفيد المؤسسة من مزيا الرفع المالي كونها تحقق عوائد أكبر من التكلفة

كانت نسبة L DRسالبة وهذا يرجع إلى سوء تسيير الإدارة المالية بالشركات محل الدراسة بحيث كلما إنخفضت هذه النسبة ب 0.015046 يزيد الثابت بمقدار 5.604838 وهذا راجع لسبب عدم إعتماد المؤسسة على الديون طويلة الأجل بسبب إرتفاع تكلفتها وهذا يؤدي إلى زيادة العوائد

كانت نسبة LD موجبة وهذا يرجع إلى حسن تسيير الإدارة المالية بالشركات محل الدراسة بحيث كلما زادت هذه النسبة ب 1.670518 يزيد الثابت بمقدار 5.604838 وهذا بسبب أن المؤسسة تعتمد في تغطية حقوق الملكية على الديون طويلة الأجل وبهذا تستفيد من مزايا الرفع المالي كونها تحقق عوائد أكبر من التكلفة

خلاصة الفصل:

تناول هذا الفصل الدراسة القياسية لأثر الرفع المالي على عوائد الأسهم، وذلك بإتباع أساليب الاقتصاد القياسي، حيث تعرفنا على تأثير كل متغير من متغيرات الدراسة.

وكمدخل نظري قمنا بعرض بعض المفاهيم حول السلاسل الزمنية المقطعية، والنماذج المكونة لها, والبحث عن النموذج الملائم لدراسة موضوعنا, وذلك عن طريق اختبارات المفاضلة بين النماذج, ثم تقدير معلمات النموذج المختار،حيث تناول هذا الفصل عرض نتائج الدراسة التي تم التوصل إليها وكذا مناقشتها .

الخـاتمة

تواجه المؤسسات العديد من المشاكل في هيكلها التمويلي وللتخفيض أو القضاء على هذه المشاكل تلجأ العديد من المؤسسات إلى إدراج أسهمها في الأسواق المالية إلا أن عملية الإستثمار في البورصة تتطلب دراسة دقيقة ومعمقة عن الأسهم التي سوف يتم الإستثمار فيها، لأن الهدف الحديث للإدارة المالية هو تعظيم قيمة المؤسسة، بعدما كان الهدف هو تحقيق الأرباح فقط، ومن أجل ذلك تغير هدف المسير المالي والمساهم من خلال تعظيم قيمة السهم السوقية، إلا أن هذا لا يتحقق إلا بالإستخدام الأمثل للموارد المالية خاصة مايتعلق منها بالتمويلات الخارجية في شاكلة القروض الممنوحة للشركة، لذا أشارت معظم الدراسات في الإدارة المالية أن قرار الإعتماد على الديون في العملية المالية من خلال تعظيم الأرباح هو الشغل الشاغل للمسيرين الماليين.

لذا حاولت هذه الدراسة قدر المستطاع قياس أثر الرفع المالي متمثلا في نسبة المديونية وكذا نسبة الديون طويلة الأجل على إجمالي الموجودات والديون طويلة الأجل على حقوق الملكية على عوائد الأسهم متمثلة في ربحية السهم الواحد بسوق قطر المالي لعينة متكونة من 19 شركة تنتمي إلى قطاعات مختلفة، وبالتالي يمكن ذكر نتائج البحث، إختبار الفرضيات والتوصيات وأخيرا آفاق البحث كما يلي:

- **إختبار فرضيات الدراسة :**

هدفت هده الدراسة إلى البحث في مدى تأثير الرفع المالي على عوائد الأسهم في الشركات المدرجة في سوق قطر المالي، ومن خلال النتائج المتوصل إليها من خلال الدراسة يمكن أن نثبت أوننفي فرضيات الدراسة التالية :

- ✓ **حسب الفرضيةالأولى**:وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل نسبة الرفع المالي(DR) والمتغير التابع (عائد السهم) أي أن هذه النسبة تؤثر في ربحية السهم وهذا من خلال ما دلة عليه باقي النماذج الثلاثة **وهذا ما تثبته الفرضية الأولى ؛**

حسب الفرضيةالثانية :وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل (LDR) والمتغير التابع (عائد السهم) وهذا من خلال ما دلة عليه باقي النماذج الثلاثة **وهذا ما تثبته الفرضية الثانية؛**

- ✓ **حسب الفرضيةالثالثة** :وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل (LD) والمتغير التابع (عائد السهم)؛ ومن خلال ماسبق نستنتج أن للنموذج علاقة إحصائية على المستوى الجزئي للمتغيرات **وهذا ما تثبته الفرضية الثالث؛**

- ✓ **حسب الفرضية الرابعة**: يوجد أثر دال إحصائيا بين نسب الرفع المالي والمخاطر النظامية، ومن خلال إيجاد النموذج الخامس والذي يفسر العلاقة بين المتغيرات المستقلة وهي (DR،LDR ،LD)بدلالة (عوائد الأسهم)و وبالتالي وجود علاقة طردية

ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات(DR،LD) وعائد السهم وكذا وجود علاقة عكسية بين (LD) وعائد السهم **هذا ماتثبته الفرضية الرابعة؛**

- **نتائج الدراسة :**

بعد معالجتنا لهدا البحث وعلى ضوء الفرضيات السابقة تم التوصل إلى النتائج التالية:

1- نتائج الجانب النظري :

- ✓ تزداد أرباح المساهمين كلما زادة الرافعة المالية وهذه الأخيرة تحدث تذبذب في الأرباح ؛
- ✓ الرفع المالي يمكن المؤسسة من بناء سمعة في الأسواق المالية، وهذا أمر هي بحاجة إليه دائما ؛
- ✓ أن قرار التمويل بالاستدانة يؤثر على العائد المحقق؛

2- نتائج الدراسة التطبيقية :

- ✓ لاتوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي وعوائد الأسهم أي ليست لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 %؛
- ✓ عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات؛
- ✓ وجود علاقة قوية ذات دلالة إحصائية نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية؛
- ✓ وجود علاقة قوية ذات دلالة إحصائية بين نسب الرفع المالي والمخاطر النظامية

- **التوصيات :**

على ضوء النتائج المستوحات من الدراسة والفرضيات يمكن الخروج بمجموعة من الإقتراحات والتي قد تساهم إلى حد ما في تجاوز العقوبات في إشكالية الرفع المالي تأثيره على عوائد الأسهم في المؤسسات المدرجة في الأسواق المالية بشكل عام

- ✓ الإعتماد على الفرق بين تكلفة الإقتراض والعائد على الإستثمار في تحسين العائد على حقوق المساهمين ؛
- ✓ قيام الشركات باستخدام خيارات مختلفة أخرى للتمويل كالسندات والأسهم الممتازة وذلك للاستفادة منها في تحسين ربحية السهم الواحد؛
- ✓ على إدارة الشركات عند اتخاذ قرارات الهيكل المالي أن تعمل على التوازن مابين الرفع المالي وأثر ذلك على عائد السهم وكذلك على المخاطر التي تتعرض لها الشركة بسب هيكلها المالي؛
- ✓ ضرورة نشر معلومات إضافية كمعامل بيتا لأسهم الشركات المدرجة في الأسواق على موقعها الإلكتروني؛
- ✓ إجراء دراسة حول العوامل المحددة لعوائد الأسهم.

- **أفاق الدراسة :**

إن موضوع الرفع المالي وعوائد الأسهم له العديد من الجوانب الأخرى التي لم يتم الإحاطة بها في الدراسة وعليه فهي آفاق لدراسات أخرى مستقبلية، لتأكيد أو نفي النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة ، ومن هذه الآفاق نذكر :

- ✓ إجراء الدراسة بإستخدام طرق وأساليب أخرى من أجل ظبط نتائج الدراسة؛
- ✓ تطبيق هده الدراسة على قطاعات أخرى وبورصات من أجل تعميم النتائج؛
- ✓ إجراء هده الدراسة بإستخدام نسب الرفع المالي أخرى مثل: درجة الرفع المالي، نسبة أو معدل تغطية الفوائد

قائمة المراجع

أولا : المصادر والمراجع باللغة العربية:

I- الكتب :

1- الياس بن ساسي ويوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية)**، ط1، دار وائل لنشر، عمان، الأردن، 2006.

2 - النعيمي عدنان تايه،والنعيمي ،أرشد فؤاد، **الإدارة المالية**، اليازوري العلمية للنشر، الأردن،2009،ص:446

3- بادي البلطجي، **تحليل الإقتصاد القياسي في بيانات بانل**،ط3، 2005.

4- عدنان تايه النعيمي و ياسين كاسب خراشة، **أساسيات في الإدارة المالية**،ط1،دار الميسرة لنشر والتوزيع، 2007.

5 – دريد كمال آل شيب،**إدارة المحافظ الإستمارية**، ط1،دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة،عمان،الأردن،2010 .

6- عدنان تايه النعيمي و ياسين كاسب خراشة، **أساسيات في الإدارة المالية**،ط1،دار الميسرة للنشر والتوزيع، 2007.

7-رشاد العصار وأخرون،الإدارة والتحليل المالي، دار البركة الأردن،2011.

-محمد خصاونة،**أساسيات الإدارة المالية**،ط1، دار الفكر للنشر والتوزيع،عمان،الأردن،2011.

9-محمد طيب، محمد عبيدات،**الإدارة المالية في القطاع الخاص**،ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع،عمان- الأردن،2009.

10-منير هندي إبراهيم، الفكر الحديث في الإستثمار،ط2،منشأة المعارف للنشر،الإسكندرية، مصر 2004

11- منير ابراهيم هندي، **الادارة المالية مدخل تحليل معاصر**، ط5، المكتب العربي الحديث، الاسكندري.

II- الرسائل الجامعية:

12-السايح قريدة، **محاولة قياس أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم**، مذكرة لإستكمال رسالة الماستر،2014.

13-أنفال حدة خبيزة، **تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية** ، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة بسكرة، 2012.

14- جميل حسن النجار، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، 2012.

15- بسام محمد الاغا، **أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على المعدل العائد على الاستثمار**، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة غزة،فلسطين،2005.

17- د،وليد أحمد صافي ود،شقيري نوري موسى،الرافعة المالية وأثرها في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة ودرجة المخاطرة، 2010.

18- عبد الوهاب دادن، **نحو مقاربة لتحليل المنطق المالي لنمو المؤسسات الاقتصادية** ، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2004.

19-. علي بن الضب، **دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح علي قيمة المؤسسة المدرجة البورصة**، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة،2009.

20-. زينب غراب، **الهيكل المالي وتأثيره على قيمة المؤسسة المسعرة**، رسالة ماستر ، غير منشوره، جامعة ورقلة،2011.

21- سمية لزغم، **أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، رسالة ماستر ، غير منشوره، جامعة ورقلة، 2012.

22- هاجر شنيني، **أثر سياسة الإستدانة على عوائد الأسهم سوق الكويت المالي**، رسالة ماستر مالية مؤسسة غير منشورة،جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2014.

23- ميلودة ميلي، **أثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة ودرجة المخاطرة**، رسالة ماستر، غير منشورة، جامعة ورقلة،2013.

III - المجلات:

24- عابد بن عابد العبدلي،**محددات التجارة البيئية للدول الإسلامية بإستخدام منهج تحليل بانل**، مجلة دراسات إقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية جدة، مجلد 12،عدد1 2010.

25. عبد الوهاب دادن، **الجدل القائم حول هيكل التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مجلة الباحث،العدد السابع، جامعة ورقلة،2009.

IV- الملتقيات:

26- مجدي الشربجي،أثر تكنولوجيا المعلومات والإتصالات على النمو الإقتصادي في الدول العربية، جامعة الشلف،ملتقى دلي حول رأس المال الفكري في متطلبات العمال العربية في الإقتصاديات الحديثة،2013.

ثانيا: المراجع بالغة الاجنبية:

الكتب :

27- Pierre, **Finance d'entreprise,5eédition**, Dalolz, parise, Vernimmen applications, 2édition, 2002.

28- Gangadhar.v.& Ramesh babu .G. **investment managemnt**.anmol pulications.PVT. LTD (2006)..

I- الرسائل الجامعية:

29- The Determination of Financial Leverage of SMEs in , (M.P Odit , and Y. D GobardhunMauritius , 2011 Maui international Academic Conference

30- Aivazian &Ge, The impact of levrage on firm investment Canadian evidenc.2003 .

31- مواقع الإنترنت

-الموقع الرسمي لبورصة قطر

/http://www.qe.com.qa/pps/qe/qe%20arabic%20portal/Pages/Home

الملاحق

الملحق رقم (1):المؤشرات الإحصائية الوصفية والمصفوف

Covariance Analysis: Ordinary
Date: 04/15/18 Time: 00:35
Sample: 2010 2015
Included observations: 114

Correlation
Probability

	Y	DR	LDR	LD
Y	1.000000			

DR	-0.059925	1.000000		
	0.4597	-----		
LDR	-0.113174	0.781115	1.000000	
	0.2306	0.0000	-----	
LD	0.214427	0.082839	-0.010350	1.000000
	0.0220	0.5066	0.9130	-----

	Y	DR	LDR	LD
	6.183553	6.630530	10.90637	0.407664
	4.190000	0.415777	0.158765	0.118781
	27.77000	552.4019	429.6912	4.532270
	0.190000	0.000544	2.92E-06	1.20E-05
	5.748717	52.07328	50.09301	0.743390
	1.479329	10.24398	6.431986	3.639590
	5.080501	107.7398	48.45461	18.08000
	62.14018	54103.16	10600.12	1331.886
	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
	704.9250	755.8805	1243.326	46.47369
v.	3734.395	306413.6	283552.0	62.44702
s	114	114	114	114

الملحق رقم (2):تأثير DR،LDR،Y على LD

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 04/15/16 Time: 01:19
Sample: 2010 2015
Periods included: 6
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 114

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.654173	0.620120	9.117864	0.0000
DR	0.000961	0.016466	0.058372	0.9536
LDR	-0.013516	0.017084	-0.791158	0.4306
LD	1.644531	0.720200	2.283437	0.0243

R-squared	0.058320	Mean dependent var	6.183553
Adjusted R-squared	0.032638	S.D. dependent var	5.748717
S.E. of regression	5.654124	Akaike info criterion	6.337105
Sum squared resid	3516.603	Schwarz criterion	6.433112
Log likelihood	-357.2150	Hannan-Quinn criter.	6.376069
F-statistic	2.270853	Durbin-Watson stat	0.757884
Prob(F-statistic)	0.084313		

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 04/15/16 Time: 01:19
Sample: 2010 2015
Periods included: 6
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 114

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.654173	0.620120	9.117864	0.0000
DR	0.000961	0.016466	0.058372	0.9536
LDR	-0.013516	0.017084	-0.791158	0.4306
LD	1.644531	0.720200	2.283437	0.0243

R-squared	0.058320	Mean dependent var	6.183553
Adjusted R-squared	0.032638	S.D. dependent var	5.748717
S.E. of regression	5.654124	Akaike info criterion	6.337105
Sum squared resid	3516.603	Schwarz criterion	6.433112
Log likelihood	-357.2150	Hannan-Quinn criter.	6.376069
F-statistic	2.270853	Durbin-Watson stat	0.757884
Prob(F-statistic)	0.084313		

Dependent Variable: Y
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/15/16 Time: 01:19
Sample: 2010 2015
Periods included: 6
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 114
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.604838	1.147758	4.883290	0.0000
DR	0.009322	0.011508	0.810018	0.4197
LDR	-0.015046	0.011807	-1.274337	0.2052
LD	1.670518	0.533256	3.132675	0.0022

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	4.659429	0.6160
Idiosyncratic random	3.678696	0.3840

Weighted Statistics

R-squared	0.100738	Mean dependent var	1.896972
Adjusted R-squared	0.076213	S.D. dependent var	3.791171
S.E. of regression	3.643840	Sum squared resid	1460.533
F-statistic	4.107507	Durbin-Watson stat	1.791263
Prob(F-statistic)	0.008359		

Unweighted Statistics

R-squared	0.053941	Mean dependent var	6.183553
Sum squared resid	3532.957	Durbin-Watson stat	0.740512

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	92.35514 (0.0000)	1.944882 (0.1632)	94.29982 (0.0000)
Honda	9.610158 (0.0000)	-1.394518 --	5.809335 (0.0000)
King-Wu	9.610158 (0.0000)	-1.394518 --	3.247096 (0.0006)
Standardized Honda	10.02042 (0.0000)	-1.192053 --	2.820442 (0.0024)
Standardized King-Wu	10.02042 (0.0000)	-1.192053 --	0.535763 (0.2961)
Gourieroux, et al.*	--	--	92.35514 (< 0.01)

*Mixed chi-square asymptotic critical values:

1%	7.289
5%	4.321
10%	2.952

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 04/15/16 Time: 01:13
Sample: 2010 2015
Periods included: 6
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 114

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.481777	0.408306	13.42566	0.0000
LD	1.721457	0.539728	3.189490	0.0019

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.660529	Mean dependent var	6.183553
Adjusted R-squared	0.591913	S.D. dependent var	5.748717
S.E. of regression	3.672379	Akaike info criterion	5.597530
Sum squared resid	1267.719	Schwarz criterion	6.077565
Log likelihood	-299.0592	Hannan-Quinn criter.	5.792349
F-statistic	9.626390	Durbin-Watson stat	2.051759
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (3):تأثير DRعلىY

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.648795	1	0.4205

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
DR	-0.001069	-0.001944	0.000001	0.4205

Cross-section random effects test equation:
Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 04/15/16 Time: 01:06
Sample: 2010 2015
Periods included: 6
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 114

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.190640	0.365534	16.93587	0.0000
DR	-0.001069	0.007599	-0.140662	0.8884

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.623870	Mean dependent var	6.183553
Adjusted R-squared	0.547844	S.D. dependent var	5.748717
S.E. of regression	3.865585	Akaike info criterion	5.700076
Sum squared resid	1404.618	Schwarz criterion	6.180111
Log likelihood	-304.9044	Hannan-Quinn criter.	5.894896
F-statistic	8.205979	Durbin-Watson stat	2.115484
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 04/15/16 Time: 01:05
Sample: 2010 2015
Periods included: 6
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 114

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.190640	0.365534	16.93587	0.0000
DR	-0.001069	0.007599	-0.140662	0.8884

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.623870	Mean dependent var	6.183553
Adjusted R-squared	0.547844	S.D. dependent var	5.748717
S.E. of regression	3.865585	Akaike info criterion	5.700076
Sum squared resid	1404.618	Schwarz criterion	6.180111
Log likelihood	-304.9044	Hannan-Quinn criter.	5.894896
F-statistic	8.205979	Durbin-Watson stat	2.115484
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: Y
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/15/16 Time: 01:05
Sample: 2010 2015
Periods included: 6
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 114
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.196445	1.075743	5.760154	0.0000
DR	-0.001944	0.007521	-0.258547	0.7965

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	4.410162	0.5655
Idiosyncratic random	3.865585	0.4345

Weighted Statistics

R-squared	0.000598	Mean dependent var	2.083337
Adjusted R-squared	-0.008325	S.D. dependent var	3.843554
S.E. of regression	3.859519	Sum squared resid	1668.339
F-statistic	0.067057	Durbin-Watson stat	1.781995
Prob(F-statistic)	0.796146		

Unweighted Statistics

R-squared	0.002153	Mean dependent var	6.183553
Sum squared resid	3726.355	Durbin-Watson stat	0.797823

الملحق رقم (4):تأثير LDRعلىY

Dependent Variable: Y
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/15/16 Time: 01:10
Sample: 2010 2015
Periods included: 6
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 114
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.274900	1.079120	5.814831	0.0000
LDR	-0.008376	0.007678	-1.090922	0.2776

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	4.418969	0.5590
Idiosyncratic random	3.845771	0.4410

Weighted Statistics

R-squared	0.010585	Mean dependent var	2.070193
Adjusted R-squared	0.001731	S.D. dependent var	3.835723
S.E. of regression	3.836398	Sum squared resid	1648.411
F-statistic	1.195934	Durbin-Watson stat	1.815277
Prob(F-statistic)	0.276432		

Unweighted Statistics

R-squared	0.011193	Mean dependent var	6.183553
Sum squared resid	3692.595	Durbin-Watson stat	0.812143

Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.454715	1	0.5001

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
LDR	-0.007707	-0.008376	0.000001	0.5001

Cross-section random effects test equation:
Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 04/15/16 Time: 01:10
Sample: 2010 2015
Periods included: 6
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 114

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.267604	0.369953	16.94164	0.0000
LDR	-0.007707	0.007741	-0.995514	0.3220

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.627716	Mean dependent var	6.183553
Adjusted R-squared	0.552467	S.D. dependent var	5.748717
S.E. of regression	3.845771	Akaike info criterion	5.689799
Sum squared resid	1390.256	Schwarz criterion	6.169834
Log likelihood	-304.3185	Hannan-Quinn criter.	5.884618
F-statistic	8.341858	Durbin-Watson stat	2.153380
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: Y
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/15/16 Time: 01:05
Sample: 2010 2015
Periods included: 6
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 114
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.196445	1.075743	5.760154	0.0000
DR	-0.001944	0.007521	-0.258547	0.7965

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	4.410162	0.5655
Idiosyncratic random	3.865585	0.4345

Weighted Statistics

R-squared	0.000598	Mean dependent var	2.083337
Adjusted R-squared	-0.008325	S.D. dependent var	3.843554
S.E. of regression	3.859519	Sum squared resid	1668.339
F-statistic	0.067057	Durbin-Watson stat	1.781995
Prob(F-statistic)	0.796146		

Unweighted Statistics

R-squared	0.002153	Mean dependent var	6.183553
Sum squared resid	3726.355	Durbin-Watson stat	0.797823

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 04/15/16 Time: 01:10
Sample: 2010 2015
Periods included: 6
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 114

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.267604	0.369953	16.94164	0.0000
LDR	-0.007707	0.007741	-0.995514	0.3220

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.627716	Mean dependent var	6.183553
Adjusted R-squared	0.552467	S.D. dependent var	5.748717
S.E. of regression	3.845771	Akaike info criterion	5.689799
Sum squared resid	1390.256	Schwarz criterion	6.169834
Log likelihood	-304.3185	Hannan-Quinn criter.	5.884618
F-statistic	8.341858	Durbin-Watson stat	2.153380
Prob(F-statistic)	0.000000		

Lagrange multiplier (LM) test for panel data
Date: 04/24/16 Time: 00:04
Sample: 2010 2015
Total panel observations: 114
Probability in ()

Null (no rand. effect) Alternative	Cross-section One-sided	Period One-sided	Both
Breusch-Pagan	84.72113 (0.0000)	1.583210 (0.2083)	86.30434 (0.0000)
Honda	9.204408 (0.0000)	-1.258257 (0.8959)	5.618778 (0.0000)
King-Wu	9.204408 (0.0000)	-1.258257 (0.8959)	3.178459 (0.0007)
GHM	-- --	-- --	84.72113 (0.0000)

الملحق رقم(5):تأثير LDعلى Y

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.008921	1	0.9337

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
LD	1.721457	1.713216	0.009813	0.9337

Cross-section random effects test equation:
Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 04/15/16 Time: 01:14
Sample: 2010 2015
Periods included: 6
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 114

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.481777	0.408306	13.42566	0.0000
LD	1.721457	0.539728	3.189490	0.0019

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.660529	Mean dependent var	6.183553
Adjusted R-squared	0.591913	S.D. dependent var	5.748717
S.E. of regression	3.672379	Akaike info criterion	5.597530
Sum squared resid	1267.719	Schwarz criterion	6.077565
Log likelihood	-299.0592	Hannan-Quinn criter.	5.792349
F-statistic	9.626390	Durbin-Watson stat	2.051759
Prob(F-statistic)	0.000000		

Lagrange multiplier (LM) test for panel data
Date: 04/24/16 Time: 00:04
Sample: 2010 2015
Total panel observations: 114
Probability in ()

Null (no rand. effect) Alternative	Cross-section One-sided	Period One-sided	Both
Breusch-Pagan	93.55399 (0.0000)	1.846188 (0.1995)	95.20018 (0.0000)
Honda	9.672331 (0.0000)	-1.283039 (0.9003)	5.932126 (0.0000)
King-Wu	9.672331 (0.0000)	-1.283039 (0.9003)	3.374705 (0.0004)
GHM	-- --	-- --	93.55399 (0.0000)

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 04/15/16 Time: 01:13
Sample: 2010 2015
Periods included: 6
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 114

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.507569	0.603065	9.132823	0.0000
LD	1.658187	0.713714	2.323322	0.0220

R-squared	0.045979	Mean dependent var	6.183553
Adjusted R-squared	0.037481	S.D. dependent var	5.748717
S.E. of regression	5.640013	Akaike info criterion	6.315038
Sum squared resid	3562.892	Schwarz criterion	6.363041
Log likelihood	-357.9572	Hannan-Quinn criter.	6.334520
F-statistic	5.397825	Durbin-Watson stat	0.730427
Prob(F-statistic)	0.021967		

Dependent Variable: Y
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/15/16 Time: 01:14
Sample: 2010 2015
Periods included: 6
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 114
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.485136	1.109328	4.944559	0.0000
LD	1.713210	0.530509	3.229077	0.0010

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	4.400442	0.8002
Idiosyncratic random	3.672379	0.3998

Weighted Statistics

R-squared	0.085865	Mean dependent var	1.954741
Adjusted R-squared	0.077703	S.D. dependent var	3.806959
S.E. of regression	3.656082	Sum squared resid	1497.080
F-statistic	10.52022	Durbin-Watson stat	1.737489
Prob(F-statistic)	0.001568		

Unweighted Statistics

R-squared	0.045928	Mean dependent var	6.183553
Sum squared resid	3562.881	Durbin-Watson stat	0.730072

القطاعات	ترتيب المؤسسة	رمزها	عدد الشركات		
			العدد الكلي	عينة الدراسة	النسبة من حجم العينة %
قطاع البنوك	للإجارة (02)	NLES	12	02	0.11
	دلالة (13)	DBIS			
قطاع الخدمات	للهلية الطبية(06)	MCGS	08	05	0.26
	السلام العالمية (07)	SIIS			
	السينما (17)	QCGS			
	قطر للوقود(18)	QFLS			
	ودام(19)	WDAM	09	06	0.32
	أعمال (01)	AHCS			
	التكافلي (03)	GISS			
قطاع الصناعة والخدمات	للكهرباء والماء(10)	QEWS	04	02	0.11
	صناعات قطر (14)	IQCD			
	صناعات الإسمنت (15)	QNCD	02	02	0.11
	للصناعات التحويلية (08)	VFQS			
قطاع العقارات	إزدان القابضة (09)	ZHCD	03	02	0.11
	المتحدة للتنمية (11)	UDCD			
قطاع الإتصالات	فودافون (16)	VFQS			
قطاع النقل	أوريدو (12)	ORDS			
	الخليج للمخازن (05)	GWCS			
	الخليج للدولية (04)	CISS			

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 04/15/16 Time: 01:13
Sample: 2010 2015
Periods included: 6
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 114

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.481777	0.408306	13.42566	0.0000
LD	1.721457	0.539728	3.189490	0.0019

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.660529	Mean dependent var	6.183553
Adjusted R-squared	0.591913	S.D. dependent var	5.748717
S.E. of regression	3.672379	Akaike info criterion	5.597530
Sum squared resid	1267.719	Schwarz criterion	6.077565
Log likelihood	-299.0592	Hannan-Quinn criter.	5.792349
F-statistic	9.626390	Durbin-Watson stat	2.051759
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (6)تأثير نسب الرفع المالي على عوائدالأسهم

pendent Variable: Y
thod: Panel Least Squares
te: 04/23/16 Time: 06:25
mple: 2010 2015
riods included: 6
oss-sections included: 19
tal panel (balanced) observations: 114

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.125781	0.144094	0.872909	0.3850
DR	0.007862	0.169200	0.046463	0.9630
LDR	-0.030111	0.086876	-0.346599	0.7297
LD	0.003695	0.153127	0.024129	0.9808

Effects Specification

oss-section fixed (dummy variables)

quared	0.314666	Mean dependent var	0.149056
usted R-squared	0.158231	S.D. dependent var	1.132055
E. of regression	1.038637	Akaike info criterion	3.085252
m squared resid	99.24663	Schwarz criterion	3.613290
likelihood	-153.8593	Hannan-Quinn criter.	3.299553
tatistic	2.011478	Durbin-Watson stat	3.009493
ob(F-statistic)	0.012307		

الملحق رقم (7):الأثار الخاصة بكل شركة

	ENTZR_PRIZ	Effect
1	1	-4.305374
2	2	-2.275785
3	3	0.192368
4	4	-2.209984
5	5	-4.050180
6	6	-1.990811
7	7	-5.128304
8	8	-0.897992
9	9	-1.124510
10	10	3.813839
11	11	-0.706054
12	12	2.494003
13	13	-1.954553
14	14	5.189072
15	15	1.463881
16	16	2.268831
17	17	-1.547748
18	18	12.99515
19	19	-2.225647

	ENTZR_PRIZ	Effect
1	1	-4.771368
2	2	-2.423211
3	3	0.450281
4	4	-2.028401
5	5	-2.977185
6	6	-2.500137
7	7	-4.634839
8	8	-1.443713
9	9	-0.923161
10	10	4.750720
11	11	-0.554174
12	12	3.671231
13	13	-2.701608
14	14	4.702665
15	15	2.073255
16	16	1.876619
17	17	-1.984884
18	18	12.06241
19	19	-2.644495

	ENTZR_PRIZ	Effect
1	1	-4.771368
2	2	-2.423211
3	3	0.450281
4	4	-2.028401
5	5	-2.977185
6	6	-2.500137
7	7	-4.634839
8	8	-1.443713
9	9	-0.923161
10	10	4.750720
11	11	-0.554174
12	12	3.671231
13	13	-2.701608
14	14	4.702665
15	15	2.073255
16	16	1.876619
17	17	-1.984884
18	18	12.06241
19	19	-2.644495

	ENTZR_PRIZ	Effect
1	1	-4.287370
2	2	-2.127513
3	3	0.268167
4	4	-2.111443
5	5	-4.151395
6	6	-1.901861
7	7	-5.015874
8	8	-0.853521
9	9	-1.514684
10	10	3.848972
11	11	-0.623563
12	12	2.533101
13	13	-2.305414
14	14	5.293350
15	15	1.566127
16	16	2.355136
17	17	-1.609584
18	18	12.78147
19	19	-2.164096

ENTER,B	y2	dr	Ldr	ld
1	1,46E-05	0,29823264	0,74369954	0,04826702
2	-2,9257E-07	8,80969767	1,17355815	0,23362705
3	4,559E-07	0,34573995	3,76520871	0,5789828
4	-1,6434E-06	0,52272031	0,54096351	0,49365221
5	1,2102E-06	92,4943515	5,0475587	0,84276589
6	-9,9383E-06	0,11078886	0,83407511	0,03962227
7	4,3308E-07	0,9527068	8,90213356	0,66306043
8	-3,2182E-06	0,10574107	0,65047693	0,04075081
9	-1,73E-06	0,67732338	2,28793137	0,66116479
10	6,3784E-06	0,57723701	17,707934	1,0838607
11	-4,8176E-07	0,4753616	4,5666288	0,49574942
12	3,5302E-07	0,55363215	0,79484195	1,22801499
13	-1,1126E-06	0,68599753	13,0686893	0,00801983
14	6,3338E-05	4,96973284	35,1924532	0,11701884
15	0,00699368	10,161687	2,88135461	0,78985313
16	-0,00114513	0,30393077	1,08699559	0,16630256
17	-0,00114513	0,32160232	35,8427614	0,13609154
18	-3,1005E-05	0,29265483	0,83842223	0,01516673
19	-0,00016855	0,63684324	72,2606359	0,10364397

متغيرات الدراسة