جامعة قاصدي مرباح ورقلة – الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي
الميدان :علوم اقتصادية،علوم التسيير وعلوم تجارية
الشعبة:علوم مالية ومحاسبية
التخصص: تقنيات الكمية في المالية

من إعداد الطالبة: فتيحة قناوة

بعنوان:

أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم

حالة بورصة أبوظبي للفترة :2006-2015

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 21 / 05/ 2016

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الأستاذ / محمد الهاشمي حجاج..... (أستاذ مساعد أ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

الدكتور / إسماعيل بن قانة.....(أستاذ محاضر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

الدكتور / رشيد حفصي.....(أستاذ مساعد أ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية 2015 / 2016

الإهداء

إلى الوالدين الكريمين أطال الله في عمرهما، اللذين أدين لهما بكل الامتنان و الشكر و العرفان.

إلى كل أفراد عائلتي وإخواني دون إستثناء.

إلى كل من ساعدني من قريب أو بعيد لإتمام هذا العمل

إلى كل هؤلاء ، أهدي هذا العمل و أرجو من الله العلي القدير أن يوفقنا لما فيه خيرنا و صلاح أمرنا و إستقامة نهجنا أنه قريب مجيب الدعاء.

فتيحة

شكر وعرفان

" رب أوزعِني أن أشكُر نعمتك الَّتي أنعمت عَلي وعَلى والدي وَأنْ أعمل

صالحا ترضاه وَأدخلْني برحمتك في عبادك الصالحين " النمل: 19

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:

أستاذي الكريم الدكتور / إسماعيل بن قانة على تفضله الإشراف على هذا البحث، وعلى التوجيهات والنصائح والتشجيع من أجل إتمامه.

الذي لم يبخل علينا لا بوقته و لا بأفكاره ولاتوجيهاته السديدة لإثراء هذه الدراسة

و الشكر موصول 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

هدفت هذه الدراسة إلى البحث فيما إذا كان هناك أثر للرفع المالي على عوائد أسهم قطاعات بورصة أبوظبي خلال الفترة من 2006 إلى 2015، ولتحقيق هذا الهدف تم إستخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية إستنادا على: العائد على السهم (EPS) كمتغير تابع والرفع المالي مقاسا بمجموعة من نسب الرفع المالي (DA,DP,LDA,LDP) كمتغيرات مستقلة .

وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي، سلبي للرفع المالي عند إعتماد نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية (DP)، نسبة الديون الطويلة الأجل إلى حقوق الملكية (LDP)على التوالي كمؤشرات لقياس أثر الرفع المالي على عوائد أسهم قطاعات بورصة أبوظبي وهذا في ظل التحليل الساكن، وجود أثر سلبي قصير المدى للرفع المالي ممثلا بنسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية على عوائد أسهم قطاعات البورصة محل الدراسة .

الكلمات المفتاحية: عوائد الأسهم، الرفع المالي، قطاع، سلاسل زمنية مقطعية

The Summary:

the aim of the study to the question whether there was the impact of the financial raise revenue shares of sectors of the Abu Dhabi Stock Exchange during the period from 2006 to 2015, to achieve this objective was the use of models of the time series CT scan based on: the return on the Arrow (EPS) variable continued and financial lifting the representatives of a range of booster ratios financial regulations (DA, DP, LdA,LDP) independent subqueries

Study has a positive impact, negative financial lifting at the time of the adoption of the proportion of total debt to property rights (DP), the proportion of long-term debt to property respectively as indicators to measure the impact of the financial lifting of the àrights (LDP revenues of the shares of sectors of the Abu Dhabi Stock Exchange and the static analysis, the existence of the impact of the negative short-term financial lifting represented by the total debt to the property rights of the revenues of the shares of stock exchange sectors in the study

Keywords:*stock dividends, financial lifting, Gaza, time series computed tomography .*

قائمة المحتويات	الصفحة
إهداء	III
الشكر	IV
الملخص	V
قائمة المحتويات	VII
قائمة الجداول	VIII
قائمة الأشكال البيانية	IX
قائمة الملاحق	X
قائمة الإختصارات والرموز	XI
المقدمة	ب
الفصل الأول : الأدبيات النظرية للرفع المالي وعوائد الأسهم	1
تمهيد	2
المبحث الأول: الأدبيات النظرية للرفع المالي وعوائد الأسهم	3
المبحث الثاني : الدراسات السابقة	10
خلاصة الفصل	16
الفصل الثاني : الدراسة القياسية لأثر الرفع المالي على عوائد الأسهم	17
تمهيد	18
المبحث الأول : الطريقة والأدوات	19
المبحث الثاني : عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها	28
خلاصة الفصل	43
خاتمة	44
قائمة المصادر والمراجع	49
الملاحق	53
الفهرس	62

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1-2)	عينة الدراسة	20
(2-2)	نتائج تقدير أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم	30
(3-2)	نتائج إختبار مضاعف لاغرونج LM	31
(4-2)	نتائج إختبار Hausman	31
(5-2)	نتائج تقدير معلمات نموذج التأثيرات الثابتة المصحح	32
(6-2)	نتائج إختبار ستودنت للنموذج المقدر	32
(7-2)	نتائج الآثار الخاصة بكل قطاع	34
(8-2)	نتائج إختبار جذر الوحدة للمتغيرات عند المستوى	35
(9-2)	نتائج إختبار جذر الوحدة للمتغيرات عند الدرجة الأولى	35
(10-2)	نتائج إختبار Padroni للتكامل المشترك	36
(11-2)	نتائج تقدير نموذج VAR	37

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
(2-1)	تطور عائد لسهم للفترة من 2006-2015	21
(2-2)	سحابة النقاط بين المتغيرين EPSوDA	29
(2-3)	سحابة النقاط بين المتغيرين EPSوDP	29
(2-4)	سحابة النقاط بين المتغيرين EPSوLDA	29
(2-5)	سحابة النقاط بين المتغيرين EPSوLDP	29
(2-6)	مناطق القبول والرفض لاختبار (Durbin-Watson)	33
(2-7)	دوال الإستجابة	38

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
1	الشركات الموزعة على قطاعات عينة الدراسة	53
2	بيانات عائد السهم و نسب الرفع المالي لبورصة أبوظبي(2006-2015)	54
3	نتائج تقديرات نماذج بانل	55
4	نتائج إختبارات المفاضلة بين نماذج بانل	56
5	نموذج التأثيرات الثابتة بعد التصحيح	57
6	نتائج إختبارات الإستقرارية لمتغيرات الدراسة	58
7	نتائج إختبار التكامل المشترك	61
8	نتائج إختبار نماذج VAR	61

الإختصار	المصطلح باللغة الأجنبية 2	المصطلح باللغة العربية
EPS	Earning Per Share	نصيب السهم العادي من الأرباح
DA	Total Debt On Assets	إجمالي الديون على إجمالي الأصول
DP	Total Debt On Properety	إجمالي الديون على حقوق الملكية
LDA	Long- Term Debt Assets	الديون طويلة الأجل على الأصول
LDP	Long- Term Debt Properety	الديون الطويلة على حقوق الملكيق
PRM	Pooled Regression Model	نموذج الانحدار التجميعي
FEM	Fixed Effects Model	نموذج التأثيرات الثابتة
REM	Random Effects Model	نموذج التأثيرات العشوائية

المقدمة العامة

أ - توطئة:

لقد فرضت شدة المنافسة والتطور التكنولوجي السريع في عالم الأعمال تحديات كبيرة وتغيرات معقدة، مما يتطلب من المنظمات التركيز على أ همية الإدراك السليم لهذه التحديات ، والتقدير الصحيح والواقعي لفرص التعامل معها ، فمسألة بقاء المؤسسة ونموها أصبحت صعبة وحرجة، وتستدعي تضافر الجهود وتكاملها وتناسقها على مختلف المستويات .

تشكل الإدارة المالية أحد أهم الوظائف في شركات الأعمال ، إذ تهتم هذه الإدارة بعملية إتخاذ القرارات المتعلقة بكيفية الحصول وإستثمار الأموال بالشكل الأمثل وبكفاءة، من أجل تعظيم القيمة السوقية للشركة ومن ثم تعظيم ثروة الملاك والمساهمين، وبالتالي المساهمة في تحقيق هدف الشركة في النمو والبقاء والإستمرار، وبناءا على ذلك فإن وضيفة الإدارة المالية تتعلق بإدارة استثمارات الشركة بشكل يعمل على تعظيم العائد على هذه الإستثمارات عند أقل مستوى من المخاطر ، وبتمويل يحقق المزج المناسب من مصادر التمويل وبالشكل الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى .

وهذا يتطلب من المدير المالي أن يختار الهيكل المالي الأنسب ، الذي يوضح العناصر التي ينبغي أن تعتمد عليها الشركة في تمويل موجوداتها، أي مصادر التمويل الخارجي من جهة والتي عادة يقاس وزنها النسبي في الهيكل المالي للشركة بما يعرف بنسب الرفع المالي، ومصادر التمويل الداخلي والتي عادة يقاس وزنها النسبي في الهيكل المالي للشركة بما يعرف بنسب الملكية، مع الأخذ بعين الإعتبار الموازنة بين العائد على الإستثمار والمخاطر الناجمين عن الهيكل المستهدف ، أي أن تكون المخاطر الناجمة عن إستخدام مصدر التمويل منخفضة التكلفة، ومتوازنة مع العائد الذي يحققه، والمتمثل في زيادة الربحية، وبالتالي تعظيم قيمة الشركة .

ب _ الإشكالية الرئيسية :

بناءا على ما سبق يمكننا صياغة الإشكالية الرئيسية كالتالي:

ما مدى تأثير الرفع المالي على عوائد أسهم قطاعات بورصة أبوظبي للفترة من 2006 إلى 2015 ؟

و تتفرع تحت هذه الإشكالية الأسئلة الفرعية التالية :

1- هل يوجد تأثير للرفع المالي مقاسا بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول على عوائد الأسهم ؟

2- هل يوجد تأثير للرفع المالي مقاسا بنسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية على عوائد الأسهم ؟

3- هل يوجد تأثير للرفع المالي مقاسا بنسبة الديون الطويلة الأجل إلى إجمالي الأصول على عوائد الأسهم ؟

4- هل يوجد تأثير للرفع المالي مقاسا بنسبة الديون الطويلة الأجل إلى حقوق الملكية على عوائد الأسهم ؟

5- هل هناك علاقة طويلة المدى بين الرفع المالي وعوائد أسهم قطاعات بورصة أبوظبي ؟

ت _فرضيات البحث :

على ضوء ما تم طرحه من أسئلة حول موضوع البحث، وأملا في تحقيق أهداف البحث، يمكن تحديد مجموعة من الفرضيات التي نسعى لإختبارها وهي على النحو التالي :

1- يوجد تأثير سلبي للرفع المالي ممثلا بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول على عوائد الأسهم؛

2- يوجد تأثير سلبي للرفع المالي ممثلا بنسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية على عوائد الأسهم؛

3- يوجد تأثير إيجابي للرفع المالي ممثلا بنسبة الديون الطويلة الأجل إلى إجمالي الأصول على عوائد الأسهم؛

4- يوجد تأثير إيجابي للرفع المالي ممثلا بنسبة الديون الطويلة الأجل إلى حقوق الملكية وعوائد الأسهم؛

2 – لا توجد علاقة طويلة المدى بين الرفع المالي وعوائد أسهم قطاعات بورصة أبوظبي .

ث _ مبررات اختيار الموضوع :

إن اختيار موضوع البحث له أسباب موضوعية وأخرى ذاتية، وهي كالتالي :

- الإهتمام المتزايد بموضوع الدراسة من قبل المستثمرين والمساهمين ؛

- موضوع البحث يخدم مجال التخصص (مالية كمية) ؛

- الميول الشخصي للبحث في هذا النوع من المواضيع، وكذلك الرغبة في التحكم في التقنيات القياسية والإحصائية .

ج – أهداف الدراسة :

الهدف من هذه الدراسة هو بحث أثر الرفع المالي على عوائد أسهم شركات القطاعات المدرجة في بورصة أبوظبي خلال الفترة (2006-2015)، ومعرفة ما يترتب على هذه الشركات من استخدام الرفع المالي في تحسين الأداء المالي للشركات عينة الدراسة، كذلك معرفة مدى أثر إستخدام الرفع المالي على الأداء المالي من خلال المزج بين إستخدام النسب المالية والأساليب الإحصائية للوصول إلى مؤشرات تدل على كفاءة الإدارة ونجاحها أو فشلها في إستثمارها وتوظيفها للأموال بالطريقة الصحيحة وفي توليد الأرباح مع الأخذ بعين الاعتبار مستوى معين من المخاطر.

ومن هنا تهدف هذه الدراسة إلى:

- معرفة أي النسب من نسب الرفع المالي يمكن إعتمادها كمؤشر لقياس أثر الرفع المالي على عوائد أسهم قطاعات بورصة أبوظبي؛

- دراسة طبيعة العلاقة بين الرفع المالي مقاسا بنسب الرفع المالي وعوائد أسهم قطاعات البورصة المدروسة ؛

– تقييم نسب الرفع المالي لشركات قطاعات عينة الدراسة، للتعرف على مدى إعتمادها على مصادر التمويل الخارجية .

ح _ أهمية الدراسة :

تنبع أهمية الدراسة من أهمية العملية الإستثمارية في حد ذاتها، إذ أن القرار الإستثماري في العادة يقوم على أساس المبادلة ما بين العائد والمخاطرة من جهة، ومدى قدرة المؤسسة على التحكم في الإستدانة من جهة أخرى، وكذلك الوقوف على أثر عملية الرفع المالي على الأرباح التي يحققها المساهمون .

خ _ حدود الدراسة :

تسعى هذه الدراسة إلى معالجة أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم من الجانب القياسي ، أي إستعمال الطرق الكمية والإحصائية، فتمثلت حدود الدراسة المكانية لعينة من شركات جميع قطاعات بورصة أبوظبي للأوراق المالية ، في حين تتمثل الحدود الزمنية في الفترة الممتدة من2006 إلى غاية 2015 .

د _ منهج البحث والأدوات المستخدمة :

قصد دراسة هذا الموضوع من خلال الإجابة على الإشكالية المطروحة وإختبار فرضياته والبحث في جوانبه المختلفة والحصول على نتائج وإعطاء تفسيرات إستخدمنا المنهج الوصفي التحليلي، من خلال دراسة الإطار النظري للرفع المالي وأهم نسب قياسه وكذلك عوائد الأسهم، وأهم الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع ، ثم بعد ذلك إستخدمنا المنهج القياسي أي دراسة الحالة لقياس أثر الرفع المالي (مقاس بمجموعة من نسب الرفع المالي) على عوائد الأسهم حالة بورصة أبوظبي ، وذلك بتطبيق أدوات الإقتصاد القياسي المتمثلة في تحليل نماذج بانل (النماذج الطولية) وإختيار أيها أنسب لتقدير العلاقة بين نسب الرفع المالي وعوائد الأسهم في البورصة المدروسة، وللإجابة على الإشكالية المطروحة ومن أجل تحقيق أهداف البحث تم الإعتماد على المنهج الوصفي لتناول الجانب النظري للموضوع، أما في الجانب التطبيقي فقد تم إستخدام دراسة قياسية بإستعمال نموذج بانل لتحليل النتائج المتحصل عليها من خلال إستخدام البرامج الإحصائية ExceL و Eviews 9 .

ذ _ صعوبات البحث :

– صعوبة جمع المعطيات و تلخيصها من الموقع الإلكتروني للبورصة محل الدراسة؛

–صعوبة حصر فرضيات الدراسة .

ر _ هيكل البحث :

للإجابة على إشكالية الدراسة، ولتحقيق أهدافها مع المحافظة على الإلتزام بطريقة IMRAD، إقتضت الضرورة تناول الموضوع في فصلين إثنين، سبقتهم مقدمة عامة لتنتهي الدراسة بخاتمة عامة.

تناولنا في الفصل الأول منه للأدبيات النظرية والتطبيقية للرفع المالي وعوائد الأسهم في مبحثين، خصص الأول لمفهوم الرفع المالي، أشكاله ونسبه، وإلى مفهوم عائد السهم، أشكاله، طرق قياسه و علاقته بالرفع المالي.

وتطرقنا في المبحث الثاني إلى بعض الدراسات السابقة التي عنيت بموضوعي الرفع المالي وعوائد الأسهم، وبعد ذلك أجرينا مقارنة بين الدراسة الحالية وتلك الدراسات السابقة.

بينما تناولنا في الفصل الثاني القياس الاقتصادي لتأثير الرفع المالي بإستخدام نماذج السلاسل المقطعية على عينة تتكون من 30 شركة موزعة على كافة قطاعات بورصة أبوظبي خلال الفترة من عام 2006 حتى عام 2015، ففي بداية الفصل تم التعريف بالإطار القياسي المتبع في التحليل، ومنه دراسة وعرض النتائج المتوصل إليها ومناقشتها.

وفي الأخير توج هذا العمل بخاتمة عامة تضمنت النتائج المتوصل إليها، كما حاولنا إثبات صحة أو نفي فرضيات الدراسة ثم تقديم مجموعة من الإقتراحات والتوصيات.

الفصل الأول:

الأدبيات النظرية

والتطبيقية للرفع المالي

وعوائد الأسهم

تمهيد:

يعتبر الرفع المالي من بين الظواهر المالية المهمة ، خاصة في علاقتهوتأثيرهعلى عوائد الأسهم، لذا يعد موضوع تقييم العلاقة بين الرفع المالي والعائد في الشركات من المواضيع الأكثر تعقيدا وصعوبة التي تفرض على المدير المالي للشركة التعامل معها بحذر ودقة وذلك بسبب تعدد أهداف وطرق حسابها، التي يتوقف عليها العديد من القرارات الاستثمارية التي تتعلق بقياس جودة وفاعلية مصادر التمويل، ومردودية المشاريع الاستثمارية .

لذلك يعتبر موضوع الرفع المالي وأثره على عوائد الأسهم أحد المواضيع التي شغل بال المسيرين والباحثين على حد سواء ، نظرا لأهميته إما على المستوى الكلي أو الجزئي، بإعتباره يعكس النتيجة المنتظرة من وراء كل نشاط، وهو يعتبر واحد من المواضيع التي لم تلقى اتفاقا عاما حول تقديم مقياس محدد للرفع المالي وأثره على عائد السهم، نتيجة إختلاف المعايير والمقاييس المطبقة في دراسته وقياسه .

وبهذا المنطلق تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، المبحث الأول حول الإطار العام للرفع المالي وعوائد الأسهم وفي المبحث الثاني تناولنا الدراسات السابقة التي لها علاقة بالموضوع وهذا من خلال النقاط التالية:

- مفهوم الرفع المالي؛

-أشكال الرفع المالي (مصادره) ؛

-نسب الرفع المالي؛

-العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم.

المبحث الأول: الأدبيات النظرية

تعتبر المفاهيم الأساسية الخاصة بموضوعي الرفع المالي والعائد على السهم من بين أهم المواضيع التي نالت إهتمام الاقتصاديين وصناع القرار، وهذا ما سيتم التطرق إليه في هذا المبحث من خلال التعرف على الإطار المفا هيمي المتعلق بالرفع المالي وعائد السهم .

المطلب الأول: مفهوم الرفع المالي وأساسياته

قبل التطرق إلى مفهوم الرفع المالي لابد أن نشير لمصطلح الرفع، والذي يعني في علم الطبيعة والفيزياء إستخدام أشياء صغيرة لرفع أشياء ثقيلة نسبيا أما في علم الإدارة المالية فيقصد بالرفع إستخدام التكاليف الثابتة للتأثير على العائد المتوقع .

الفرع الأول: مفهوم الرفع المالي

من الصعب تحديد مفهوم دقيق للرفع المالي وذلك نظرا لإختلاف وجهات النظر بين الكتاب والباحثين، ومن التعريفات التي قدمت للرفع المالي نذكر ما يلي:

_تعريف (Chandra ، 2008): الرفع المالي هو إستعمال الشركة للدين في هيكل التمويل بهدف زيادة العائد على حقوق المساهمين، ذلك لأن الدين مصدر رخيص نسبيا للتمويل، ويصبح أرخص إذا تم الأخذ بعين الإعتبار التوفير الضريبي الناجم عن طرح الفائدة على الديون كنفقة، مما يؤدي إلى تخفيض الربح الخاضع للضريبة ودفع ضرائب أقل .[1]

_ تعريف (هندي منير ابراهيم ، 2008): الرافعة المالية هي درجة إعتماد المنشأة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت سواء كانت قروضا، سندات، أو أسهما ممتازة مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك، كما يؤثر على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها .[2]

_ تعريف (برجهام و واستون، 1993): الرافعة المالية أو عامل الرفع المالي على أنها نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول أو إلى إجمالي قيمة الشركة .[3]

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن الرفع المالي يشير إلى 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 .

---

[1] Prasanna Chandra, Financial Management Theory and Practice 7th Edition , MC graw Hill

[2] –برجهام وستون، **التمويل الإداري**، ترجمة (عبد الرحمن، النعماني عبد الفتاح)، دار المريخ، الرياض، 1993 ، ص : 230 .

[3] – هندي منير ابراهيم ، **الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر** ، ط 5 ، المكتب العربي الحديث الإسكندرية ، 2008 ، ص : 614

الفرع الثاني :أشكال الرفع المالي (مصادره):

أولا:مصادر التمويل قصيرة الأجل

هو ذلك النوع من التمويل الذي تكون فيه مدة إستحقاق القرض أو التمويل سنة أو أقل من سنه ويكون عادة لأجل الإستثمار في الموجودات المتداولة ويتكون التمويل قصير الأجل من:الإئتمان المصرفي، الإئتمان التجاري والأوراق التجاري.[1]

–الإئتمان المصرفي: تعتمد المؤسسات التجارية والصناعية في ممارسة أنشطتها إعتماد كبير جدا على البنوك، وذلك في مجالات عديدة منها،تسهيل عمليات الدفع والإستيراد والتصدير إلى جانب توفير الإئتمان اللازم لتمويل إحتياجاتها في النمو والتطور.[2]

–الإئتمان التجاري: تقوم منشأة الأعمال بشكل عام، بشراء ما تحتاجه من مستلزمات تدخل في عملياتها وأنشطتها التشغيلية من منشآت أخر ى وتظهر قيمة هذه المستلزمات في سجلات المنشأة تحت عنوان الحسابات أو الذمم الدائنة، ويطلق على هذا النوع من التمويل مصطلح الائتمان التجاري المكتسب، ويشكل هذا المصدر النسبة الأكبر من إجمالي المديونية قصيرة الآجل.[3]

–الأوراق التجارية: هي عبارة عن صكوك مكتوبة طبقا لأوضاع شكلية حددها القانون تمثل نقودا تستحق الدفع في مكان معين وتقبل التداول بالطرق التجارية، وللأوراق التجارية عدة خصائص تميزها عن غيرها من الأوراق التجارية الأخرى، حيث أنها تمثل حقا نقديا، وتقبل التداول بالطرق التجارية وهي أوراق قصيرة الأجل وجرى العرف على قبولها كأداة وفاء تقوم مقام النقد.[4]

ثانيا: مصادر التمويل متوسطة الأجل: وتتمثل فيما يلي :

–القروض المباشرة متوسطة الأجل: تمثل هذه القروض نوعا من القروض التي تلزم المنشأة عند الحصول عليها بسداد كل من أصل القرض والفائدة المستحقة في تاريخ معين،وتخضع عملية الإقتراض في هذه الحالة لشروط الإتفاق مابين المنشأة والمقرض في ما يتعلق بمعدل الفائدة وتاريخ الاستحقاق وأسلوب السداد، وعادة تتراوح فترة الاقتراض مابين ثلاثة إلى خمسة عشر عاما.[5]

–الإستئجار: هو عقد يلتزم بموجبه المستأجر بدفع مبالغ محددة بمواعيد متفق عليها لمالك أصل من الأصول لقاء إنتفاع الأول بالخدمات التي يقدمها الأصل المستأجر لفترة معينة .[6]

---

[1]– عبد الحليم كراجة وآخرون، **الإدارة والتحليل المالي، أسس مفاهيم تطبيقات**،ط2، دار الهناء للنشر والتوزيع، عمان، 2006،ص45.

[2]– أيمن شنطي وآخرون، **مقدمة في الإدارةوالتحليل المالي**، ط1،دار البداية للنشر،عمان،2010،ص56.

[3]– عدنان تابه النعيمي،ياسين كاسب الخراشة، **أساسيات في الإدارة المالية**، ط1،دار الميسرة والتوزيع،عمان، 2007،ص145.

[4]– بالعيساوي محمد الطاهر،**الوجيز في شرح الأوراق التجارية**، ط2،دار هومة لطباعة والنشر، 2008،ص8.

[5]– محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى،**الإدارة المالية التحليل المالي للمشروعات الأعمال** ، ط1، دار النشر مكتب الجامعي الحديث، مصر،ص235.

[6]- محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى، نفس المرجع السابق ، ص 243.

ثالثا:مصادر التمويل طويلة الأجل: وهي الجزء المكمل لمكونات الهيكل المالي وتمثل المصادر الطويلة الأجل أساسا في:

-الأموال الخاصة: و تتضمن مايلي:

- **الأسهم العادية:**يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة إسمية، دفترية و سوقية وتتمثل القيمة الإسمية القيمة المدونة على وثيقة السهم أما القيمة الدفترية فتمثل قيمة الأسهم أما القيمة السوقية للسهم فتتمثل السعر الذي يتداول به السهم في السوق ويعني هذا أن إحتمال أن يحصل أصحاب الأسهم العادية على عوائد أكبر من العائد الذي يحصل عليه حاملي السندات وتصاحبها مخاطر للملاك.

-**الأسهم الممتازة:** هي التي تحظى بمقتضى نظام الشركة التي تصدرها، وهي الأسهم التي يتقرر لحاملها أكثر مما هو مقرر لحملة الأسهم العادية مثل الأولوية في الحصول على أرباح حتى ولو لم يتبق لحملة الأسهم العادية أية حصة من الأرباح التي يتقرر توزيعها، ومن بين خصائصها حق الأولوية في الحصول على الأرباح وبنسبة محددة.[1]

- الأرباح المحتجزة:هي الجزء الغير الموزع من الأرباح على المساهمين خلال السنة ا لمالية السابقة فإذا حققت شركة ما أرباحا بقيمة 10 مليون ليرة واتخذت إدارة الشركة من خلال الجمعية العمومية قرار بعدم توزيع هذه الأرباح على المساهمين وهذه الأرباح تعد أرباحا محتجزة.[2]

-الاقتراض طويل الأجل:

يأخذ الاقتراض طويل لأجل صورتين أساسيتين هما القروض طويلة الأجل، السندات وفي ما يلي الملامح الرئيسية لكل منهما:

- القروض طويلة الأجل: هي قروض تحصل عليها المؤسسة من المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التامين،وقد يصل تاريخ الاستحقاق ثلاثين عام، ومن أهم الخصائص المميزة للقروض انه يتم الاتفاق على شروط (معدل الفائدة،تاريخ الاستحقاق، الرهنات ،....) بتفاوض بين المقرض والمقترض.[3]

- **السندات:** مستند مديونية تصدره الشركة أو أية هيئة أخرى، وهو بمثابة إنفاق أو عقد بين المستثمر أو المدخر(المقرض) والشركة (المقترض) وبمقتضى هذا الإتفاق يقرض الطرف الأول مبلغا محددا للطرف الثاني الذي يتعهد بدوره برد أصل القرض والفوائد المترتبة عليه في تواريخ المستحقات محددة سلفا وتمتد فترة استحقاق السندات عادة من20 إلى 30 سهم.[4]

---

[1] - فيصل محمود الشواوره، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلمية)**، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص85 .

[2] - محمد صالح الحناوي و اخرون ، **أساسيات الإدارة المالية** ، ط1 ، الدار الجامعية للنشر و التوزيع ، الإسكندرية ، 2001، ص : 45 .

[3] - منير ابراهيم هندي، **الادارة المالية مدخل تحليل معاصر**، مرجع سبق ذكره ، 2003، ص562.

[4] -محمد صالح الحناوي واخرون، مرجع سبق ذكره،ص45.

الفرع الثالث: نسب الرفع المالي :

وتعتبر هذه النسب من أكثر أدوات المراقبة أهمية ، و تساعد في تقييم الهيكل المالي للشركة في تاريخ معين ، من حيث إعتماده على مصادر التمويل داخلية كانت أم خارجية .

1 – نسبة اجمالي الديون إلى إجمالي الأصول:

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، وبالتالي فإن الشركة تواجه أعلى مستوى من المخاطرة، وكلما انخفضت هذه النسبة، فإن الشركة ستمتلك أصولا تزيد عن قيمة مديونتها، وذلك وفق الصيغة التالية :

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

2 – نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول

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 استحقاقها حسب الصيغة التالية :

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

3 – نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية

يقصد بمجموع الديون كافة الأموال التي حصلت عليها الشركة من الغير ، وتتمثل في القروض قصيرة الأجل والطويلة الأجل، وتوازن هذه النسبة بين التمويل المقدم من الدائنين مع التمويل المقدم من المساهمين (المالكين)، وبالتالي تشير إلى نسبة الديون من رأس المال المستخدم لتمويل الأصول، وذلك وفق الصيغة التالية :

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

4 – نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية

تقيس هذه النسبة حجم الديون طويلة الأجل المستخدمة في التمويل مقارنة بحق الملكية وتسمى هذه النسبة عادة بنسبة المديونية ويري المحللين أن نسبة 100 % تمثل الحد الأقصى للرفع المالي وإذا زادت عن هذا الحد فإن ذلك يعنى أن الشركة تعتمد أكثر على الديون فى تمويل أصولها الأمر الذى يعرضها لمخاطر مالية عالية، أي يجب أن لا تزيد عن 100%، وذلك وفق الصيغة التالية :[1]

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

المطلب الثاني : عائد السهم

نال العائد على السهم (ربحية السهم) اهتماما متزايدا من قبل مستخدمي القوائم المالية اعتقادا منهم بأنها تشتمل على معلومات مفيدة تستخدم في تقييم ربحية الشركة فضلا عن إمكانية استخدامها مؤشرا للتنبؤ بتوزيعات الأرباح وأسعار السهم في المستقبل، حيث يوضح عائد السهم الدخل الذي يكتسبه كل سهم من الأسهم العادية .

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

الفرع الأول : مفهوم عائد السهم

من بين مفاهيم عائد السهم نذكر ما يلي :

-العائد على السهم هو 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[1].

-العائد على السهم هو مؤشر أساسي للإستثمار بالأسهم العادية ، كمقياس لترتيبها والمفاضلة فيما بينها وتوقيت هذا العائد يخضع لسياسة الشركة في التوزيع وطبيعة التوزيعات في البلد المعني.[2]

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن العائد على السهم هو عبارة عن مجموعة من المكاسب (الأرباح) أو الخسائر الناجمة عن الإستثمار بالأسهم خلال فترة زمنية محددة ، غالبا ما تكون سنة مالية ، وهذا يعني أن العائد على السهم هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي الذي يؤدي إلى تعظيم ثروة الملاك .

الفرع الثاني : أشكال عائد السهم و طرق حسابها

1-عائد السهم العادي الواحد من الأرباح المحققة EPS:

وهو مقياس عام للكفاءة يعبر عن مقدار ما سيناله حامل السهم العادي من أرباح بعد اقتطاع نصيب الأسهم الممتازة من صافي الربح بعد الفوائد والضرائب، وتسعى الإدارة دوماً إلى استعماله كمؤشر ومعيار تقيس عليه الكثير من القرارات وخاصة فيما يتعلق بتمويل التوسع في المستقبل ، وتبذل الشركات جهدها لزيادته حيث أنه من العوامل التي يركز عليها حملة الأسهم عندما يفكرون بشراء الأسهم، وتم قياس هذه النسبة في هذه الدراسة كما يلي:[3]

$$EPS = \frac{\text{صافي ربح متاح لحملة أسهم عادية}}{\text{عدد حاملين الأسهم العادية}}$$

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

[2] -التميمي و اخرون ، **الإستثمار بالأوراق المالية** ، دار الميسرة للنشر عمان ، الطبعة الأولى ، 2004 ، ص : 41 .

[3] – محمد مطر ، **الإتجاهات الحديثة في التحليل المالي الإئتماني** ، الطبعة الثالثة ، دار وائل للنشر ، عمان ، 2010 ، ص : 45 .

– عائد السهم من الأرباح الموزعة DPS:

يفسر هذا المؤشر ماسوف يحصل عليه المساهم من أرباح موزعة ويحسب بموجب الصيغة التالية :

$$DPS = \frac{\text{الأرباح المعدة للتوزيع}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

– العائد الجاري للسهم YPS:

يعكس هذا المؤشر تكلفة الفرصة البديلة بين الإستمرار في الإحتفاظ بالسهم أو بيعه والتحول إلى أداة إستثمارية أخرى، ويحسب بالعلاقة التالية:

$$YPS = \frac{\text{عائد السهم من الأرباح الموزعة}}{\text{القيمة السوقية للسهم}}$$

4–العائد لفترة الإقتناء HPR : [1]

ويقصد به القيمة الإجمالية لدخل السهم من جميع المصادر ونصيب السهم من الربح المحقق مضاف إليه المكاسب الرأسمالية المحققة من تقلب سعره السوقي، ويحسب بالطريقة التالية:

$$HPR = \frac{\text{القيمة الإجمالية لدخل السهم من جميع المصادر}}{\text{سعر شراء السهم}}$$

5– عائد فترة الإحتفاظ :

ويقيس لنا العائد المحقق خلال فترة الإحتفاظ بالسهم ويحسب بالعلاقة التالية : [2]

$$Rt = D + (Pt - Pt-1) / Pt-1$$

[1] – السايح قريدة ، **محاولة قياس أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم** ، رسالة ماستر ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، 2014 ، ص : 8 .

[2] علي فكرون ، **أثر حجم المؤسسة الإقتصادية المدرجة في البورصة على عوائد السهم** ، رسالة ماستر ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، 2013 ، ص : 6 .

حيث :

D: التدفقات الجارية (العائد الجاري) Pt-1 :سعر السهم في الفترة t-1

Pt :سعر السهم في الفترة **t**

الفرع الثالث: العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم

تتجلى العلاقة بين العوائد (العائد على المساهمين والعائد على حق الملكية) المرتبطين بالرافعة المالية وفي ظل أي هيكل مالي 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 فإن 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]

المبحث الثاني:الدراسات السابقة:

ذكرت بعض الدراسات أثر أو علاقة الرفع المالي بالعائد، سواء كانت هذه الدراسات قديمة أم حديثة، عربية أم أجنبية، ثم أتت العديد من الدراسات في مختلف البلدان التي تناولت العديد من التغيرات ذات الصلة بالعائد أو الرفع المالي وغيرها من المتغيرات وسيتم على الأغلب ذكر الدراسات الحديثة ذات الصلة بالموضوع .

المطلب الأول: الدراسات باللغة العربية

1- دراسة محمد الآغا (2005) بعنوان" **أثر الرافعة المالية على معدل العائد على الاستثمار، دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة بفلسطين،"** .

سعت هذه الدراسة لتقييم العلاقة بين الرافعة المالية وتكلفة التمويل، ومعرفة مقدار تأثيرها على معدل العائد على الاستثمار، من خلال تطبيق الدراسة على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين، حيث تم أخذ عينة مكونة من (15) شركة خلال الفترة (1999_ 2003).

وإعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي في تحليل القوائم المالية لشركات العينة،وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة: وجود علاقة عكسية بين تكلفة التمويل المقترض ومعدل العائد على الاستثمار، وكذلك وجود علاقة عكسية بين الإعتماد على مصادر التمويل(الممتلكة و المقترضة) وتكلفة هذه المصادر، كما أثبتت الدراسة كذلك عدم وجود علاقة ذات

[1] -محمد مطر مرجع سبق ذكره،ص:218.

دلالة إحصائية بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الإستثمار، كما أوصت الدراسة بزيادة الإعتماد على التمويل بالقروض قدر الإمكان مع مراعاة درجة المخاطرة.

2-دراسة دانة بسام محمد يوسف(**2008**): بعنوان "**تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي**".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أهم العوامل المؤثرة على عائد الأسهم والمسببة لهذا التذبذب الحاد، وبيان أي العوامل الأكثر تأثير من غيرها على عوائد الأسهم (العوامل الداخلية أم العوامل الخارجية)، حيث تكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة (2000_2006)، أما عينة الدراسة فهي طبقية عشوائية وتشكل(20%) من المجتمع الأصلي، حيث بلغ عدد شركاتها (60) شركة من الشركات المدرجة بسوق عمان المالي ، ومن أجل معالجة الموضوع وإختبار فرضياته إعتمدت الباحثة على التحليل الإحصائي، بإستخدام الوسط الحسابي والإنحراف المعياري، تحليل الإنحدار البسيط المتعدد، وذلك لقياس العلاقة بين متغيرات الدراسة المستقلة والتابعة وفقا لمعطيات سنوية، وفي الأخير خلصت الدراسة إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين معدل التضخم، أسعار الفائدة وحجم عدد العاملين مع عائد الأسهم، وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عجز أو فائض ميزان المدفوعات، عجز الموازنة العامة للدولة وعجز حجم الناتج المحلي الإجمالي مع عائد الأسهم.

3-دراسة قريدة السايح(2014)، بعنوان :**محاولة قياس أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم ، دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي**.

هدفت هذه الدراسة الى التعرف على المفاهيم الأساسية للرفع المالي و مدى 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 (مقاسة بالإنحراف المعياري) وربحية السهم الواحد (EPS) من جهة أخرى، بالتطبيق على عينة مكونة 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 انحدار 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 التغيرات التي تحصل في المخاطر الكلية للشركات، كما أشارت نتائج البحث إلى إن الرفع المالي مقاس بنسبة المديونية لها تأثير على عائد السهم من الأرباح المحققة حيث فسرت 30.7% وهي علاقة قوية وموجبة .

4- دراسة إسلام فيصل احمد"احمد خليل (2011) **بعنوان : أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياساتها في توزيعات الأرباح دراسة عينة من الشركات المساهمة الأردنية .**

هدفت هذه الدراسة لإختبار أثر الهيكل التمويلي للشركات على ربحية تلك الشركة ممثلة بحصة السهم العادي الواحد من الأرباح وعلى سياسات توزيعات الأرباح في السوق الأردني للأوراق المالية، وقد شملت عينة الدراسة على (75) شركة المساهمة العامة المدرجة في السوق المالي وذلك خلال الفترة (2007 - 2009) ولمعالجة هدا الموضوع إعتمد الباحث على التقارير المالية وإستخدم الإحصاء الوصفي ونموذج الإنحدار البسيط فتوصلت هذه الدراسة إلى أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية ونسبة حصة السهم من الأرباح وكذا لاتوجد علاقة بين الهيكل التمويلي وربحيتها أي بين المتغير المستقل (نسبة المديونية) والمتغير التابع (نسبة حصة السهم من الأرباح).

5- دراسة شنيني هاجر(2014): **بعنوان" أثر سياسة الإستدانة على عوائد الأسهم في الشركات المدرجة في السوق المالي ،دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت المالي** منشورة.

هدفت هذه الدراسة إلى البحث فيما إذا كان هناك أثر لسياسة الإستدانة على عوائد الأسهم في الشركات المدرجة في بورصة الكويت لقطاع الصناعة وذلك خلال الفترة(2010_2012)، ولتحقيق أهداف الدراسة تم إستخدام المنهج الوصفي التحليلي للإلمام بحيثيات الجانب النظري والتطبيقي، وقد تم الإعتماد على الأسلوب الإحصائي (الانحدار الخطي البسيط) لتفسير العلاقة بين الاستدانة وعوائد الأسهم، وقد شملت عينة الدراسة على 34 مؤسسة صناعية مدرجة في بورصة الكويت.

وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات وبين عوائد الأسهم.

6-دراسة هيثم يعقوب إسحاق عبد الله (2015) بعنوان : **الرافعة المالية و أثرها على القيمة السوقية للشركات المساهمة.**

هدفت الدراسة إلى إختبار العلاقة بين الرافعة المالية و القيمة السوقية بالشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية في الفترة من (2004-2013 ، ودراسة أثر درجة الرافعة المالية على الهيكل المالي وأثر ذلك على القيمة السوقية للشركات .

حيث أعتمدت هذه الدراسة على المنهج التاريخي، لتتبع و عرض الدراسات و البحوث السابقة ذات العلاقة بموضوع الدراسة، والمنهج الإستنباطي، لتحديد محاور الدراسة وصياغة مشكلة الدراسة و فرضياته، والمنهج الإستقرائي، لإختبار فرضيات الدراسة

حيث توصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج منها : أن مؤشرات الرافعة المالية تؤثر في المخاطر التي تتعرض لها الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية ، وكذلك درجة المخاطرة التي ترغب إدارة الشركة في تحملها تؤثر في هيكل ديون الشركة ، هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسب الرافعة المالية والربح المتوقع للسهم في الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية .

المطلب الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية

1-دراسة Zhang, J (2005)

"***Capital structure and competitive behaviour: The effect of equity financing and earning pressure***" .

تمثلت مشكلة الدراسة في اختبار العلاقة بين المتغيرات في الهيكل المالي وعوائد الأسهم ، و العلاقة بين المتغيرات في الرافعة المالية و عوائد الأسهم، وكذلك أثر التغير في الهيكل المالي في المخاطر التي تتحملها المنشأة حيث اهتمت الدراسة بدراسة العلاقة السلبية بين درجة الرافعة المالية قصيرة الأجل الى الأصول وعوائد الأسهم، وكذلك هناك علاقة سلبية بين الرافعة المالية طويلة الأجل التي تم قياسها من خلال نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأصول وعوائد الأسهم، وطبقت الدراسة في عينة من المنشآت العامة غير المالية في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة من1973 الى 2003 .

وتوصلت الدراسة الى صحة فرضياتها، حيث أن هناك علاقة سلبية بين التعير في الرافعة المالية وعوائد الأسهم، ومع أخذ مخاطرة عدم القدرة على السداد في الإعتبار، فإن زيادة الرافعة المالية تزيد من إحتمال عدم القدرة على السداد، وبالتالي تزيد من المخاطر المالية للمنشأة، مما يؤدي إلى إنخفاض سعر الأسهم في السوق المالي ، ذكرت الدراسة إن التغيرات في الرافعة المالية سواء كانت متجهة نحو الهيكل المالي الأمثل أو بعيدة عنه فإنها سوف تؤثر على أسعار الأسهم في سوق رأس المال وتوصلت الدراسة أيضا إلى أن التغيرات في الرافعة المالية قصيرة الأجل لها علاقة سلبية قوية بعوائد الأسهم عندما تكون المنشأة معرضة لمخاطر عدم القدرة على السداد، بينما العلاقة ضعيفة بين الرافعة طويلة الأجل وعوائد الأسهم .

2دراسة Aivazian (2003)

"The impact of leverage on firm investmen "،Canadian evidence

وقد تطرقت هذه الدراسة إلى بيان أثر الرفع المالي على القرارات الإستثمارية للشركات الكندية المساهمة حيث تم جمع معلومات من 1035 شركة صناعية كبرى كندية موجودة حتى نهاية عام 1999، للفترة بين 1982–1999 واستخدمت الدراسة الانحراف المعياري والمتوسط الحسابي وتم استخدام اختبار توبنز كيو واختبار مضاعف لاغرانج واختبار المربعات الصغرى،كما تم استخدام الإنحدار الخطي البسيط لمعالجة العلاقة بين الرفع والإستثمار ، وتم استخدام مقياسين للرفع المالي حيث أظهرت نتائج الدراسة إلى أن الرفع المالي له أثر سلبي على الاستثمار في الشركات ذات فرص النمو المنخفض أكثر من تلك الشركات التي تتمتع بفرص نمو عالية.

3-دراسة Negi (2012)

" **Impact of Financial Leverage on the Payoffs to Stockholders and Market Value** ".

بينت هذه الدراسة أثر الرفع المالي على عائد المساهمين مقاسة بـ (العائد على الملكية (ROE) وحصة السهم من الأرباح (EPS) والقيمة السوقية مقاسة بـ(نسبة حصص الأرباح الموزعة وتوزيعات الأرباح) لـ 50 شركة صناعية هندية مدرجة في سوق نيودلهي المالي للفترة (2003-2008)، حيث إستخدمت الدراسة الانحدار الخطي لقياس العلاقة بين المتغيرات إذ قام الباحث بتقسيم الشركات عينة الدراسة إلى شركات ذات رفع مالي مرتفع وشركات ذات رفع مالي منخفض

وأظهرت النتائج إلى: عدم وجود أثر للرفع المالي على حصة السهم من الآرباح (EPS) للشركات ذات الرفع المالي المرتفع في شركات عينة الدراسة لكن هناك أثر للرفع المالي على حصة السهم من الأرباح للشركات ذات الرفع المالي المنخفض في شركات عينة الدراسة، ومن نتائج الدراسة أيضاً وجود أثر للرفع المالي على العائد على الملكية للشركات ذات الرفع المالي المرتفع وللشركات ذات الرفع المالي المنخفض،كما أظهرت نتائج الدراسة انه لا يوجد أثر للرفع المالي على نسبة حصص الأرباح الموزعة للشركات ذات الرفع المالي المرتفع في حين هناك أثر للرفع المالي على توزيعات الارباح فقط للشركات ذات الرفع المالي المنخفض، وتشير النتائج أيضاً الى انه لا يوجد أثر للرفع المالي على نسبة سعر السهم إلى ربحه للشركات ذات الرفع المالي المرتفع والشركات ذات الرفع المالي المنخفض.

المطلب الثالث : موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

أغلب الدراسات ركزت على دراسة العلاقة بين الرفع المالي وبين المؤشرات المالية كالعائد على الأصول، العائد على الإستثمار، ربحية السهم الواحد والقيمة السوقية، وهذا على غرار دراسات كل من (السايح قريدة ، هيثم يعقوب، محمد الآغا، اسلام فيصل أحمد، Negi و Zhang) وذلك من خلال استعمال نماذج الإنحدار الخطي لإختبار العلاقة بين متغيرات الدراسات .

أما الدراسة الحالية فتهدف الى بيان تأثير الرفع المالي على عوائد الأسهم المعبر عنها بربحية السهم الواحد ، للقطاعات المدرجة ببورصة أبوظبي للفترة الممتدة ما بين (2006-2015) .

وتتميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة من عدة جوانب، فمن جهة فإن هذه الدراسة تتميز بمتغيراتها حيث تقوم بدراسة تأثير مجموعة من نسب الرفع المالي (نسبة إجمالي الديون الى إجمالي الموجودات، نسبة إجمالي الدين إلى حقوق الملكية ، نسبة الديون الطويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات، نسبة الديون الطويلة الأجل الى حقوق الملكية) على عائد السهم ، على غرار الدراسات السابقة التي إكتفت بدراسة تأثير نسبة واحدة أو نسبتين من نسب الرفع المالي على عائد السهم أو متغير أخر ، ومن جهة أخرى فإن الدراسات السابقة كانت تغطي قطاعا معينا أو مجموعة من القطاعات ، في حين أن هذه الدراسة سوف يتم تطبيقها على مستوى كل القطاعات المتواجدة بالبورصة المدروسة، فضلا عن إن هذه الدراسة تبحث بالعلاقة بين نسب الرفع

المالي بأشكالها المختلفة مع عائد السهم، لتوضيح مدى تأثير نوعية المديونية (الرفع المالي) على عائد السهم ، وكذلك من حيث الأدوات والبرامج الإحصائية، حيث تم الإعتماد في إيجاد العلاقة بين متغيرات الدراسة على نماذج بانل والتكامل المشترك بالإعتماد على برنامج EVIEWS .

خلاصة :

بعد تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين تم التطرق في المبحث الأول إلى الإطار المفاهيمي للرفع المالي وعوائد الأسهم، حيث يعبر عن الرفع المالي على أنه إستخدام أموال الغير، مقابل الإلتزام بدفع تكلفة مالية ثابتة، أي بمعنى آخر أن الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل الشركة فكلما زاد إعتمادها على المصادر الخارجية للتمويل تزداد نسب الرفع المالي ، ويصبح للرفع المالي فعالا إذا استطاعت الشركة استثمار الأموال المقترضة بمعدل يزيد عن تكلفة أموال الإقتراض ، وإذا لم تنجح الشركة في ذلك فإنها ستتعرض لخطر أكبر وتحققق خسارة أكبر مما يعني فقدان ميزة إستخدام الرفع المالي بهيكل الشركة التمويلي، بينما قمنا بتخصيص المبحث الثاني من هذا الفصل لعرض الدراسات السابقة العربية والأجنبية، حيث قمنا بتبيين أهداف ونتائج كل دراسة والخروج بأوجه تشابه وإختلاف الدراسات السابقة مع موضوع دراستنا .

الفصل الثاني:

الدراسة القياسية لأثر الرفع المالي على عوائد الأسهم

تمهيد:

بعد أن تطرقنا في الفصل السابق إلى المفاهيم المتعلقة بالرفع المالي وعوائد الأسهم وأهم مؤشرات قياسهما، وكذا الدراسات السابقة للموضوع، سنحاول في هذا الفصل إسقاط الجانب النظري للرفع المالي على عوائد الأسهم على الواقع وذلك بإجراء دراسة ميدانية للتوصل إلى نتائج الدراسة من خلال عينة من الشركات لجميع القطاعات المدرجة في بورصة أبوظبي للأوراق المالية والإلمام أكثر بالجانب التطبيقي للدراسة إرتأينا أن نتناول من خلال هذا الفصل كل من مجتمع وعينة الدراسة وطريقة جمع وتلخيص المعطيات والتعرف بمتغيرات الدراسة وكيفية قياسها، والأدوات الإحصائية والقياسية وبرامج الدراسة المستخدمة في معالجة المعطيات المجمعة، كما سيتم عرض، تحليل، تفسير ومناقشة نتائج الدراسة لذلك تم تقسيم هذا الفصل إلى المبحثين التاليين:

المبحث الأول: الطريقة والأدوات؛

المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها .

المبحث الأول : الطريقة والأدوات

قبل الشروع في دراسة أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم ، نوضح بعض جوانب الدراسة والممثلة في مجتمع الدراسة وعينتها، وتحديد متغيراتها وكيفية قياسها، وكدا الأدوات الإحصائية المستعملة كل هذا سيتم التطرق له من خلال المطلبين التاليين.

المطلب الأول : الطريقة المستخدمة في الدراسة

من أجل معالجة الموضوع تم الإعتماد على منهجين الأول تمثل في المنهج الوصفي وهو الأسلوب الذي والذي يحاول وصف وتقييم واقع (الرفع المالي على عوائد الأسهم)، وذلك من أجل إثراء الرصيد المعرفي وتوسيع المفهوم النظري حول الأدبيات النظرية الذي عالجتها الدراسة، أما المنهج الثاني فتمثل في الإعتماد على منهج دراسة حالة (دراسة عينة من تقارير) شركات بورصة أبوظبي لجميع القطاعات وذلك من خلال إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي.

الفرع الأول : مجتمع و عينة الدراسة

أولا : مجتمع الدراسة

حيث يتكو**ن** مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في بورصة أبوظبي للأوراق المالية لجميع القطاعات للفترة الممتدة مابين 2006 إلى غاية 2015 .

–نظرة عامة حول بورصة أبوظبي :

سوق أبو ظبي للأوراق المالية بموجب القانون المحلي رقم (3) لسنة 2000، وبموجب هذا القانون فإن السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه، وله الحق في أن ينشئ مراكز وفروع له خارج إمارة أبو ظبي، وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 2000/11/15.

ويهدف السوق إلى إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني ويكفل سلامة المعاملات ودقتها ويضمن تفاعل قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار وحماية المستثمرين وترسيخ أسس التعامل السليم والعادل وإحكام الرقابة على عمليات التداول في الأوراق المالية بما يضمن سلامة التصرفات والإجراءات ، وتنميه الوعي الاستثماري بما يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات المنتجة، والمساهم في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي.

وتتألف إدارة السوق من سبعة أعضاء يصدر بتعيينهم مرسوم أميري وتكون عضوية المجلس لمدة ثلاث سنوات ، وقد تم تشكيل أول مجلس إدارة للسوق بموجب المرسوم الأميري رقم (8) لسنة 2000.

ثانيا : عينة الدراسة

تمحورت دراسة الحالة ضمن عينة تحتوي على (34) شركة موزعة على تسع (9)قطاعات، التي تم إسقاط البحث عنها، وبالإعتماد على التقارير المالية السنوية و القوائم المالية لشركات القطاعات التي تشكل عينة الدراسة في بورصة أبوظبي خلال فترة الدراسة ، كما يبينه الجدول التالي :

الجدول رقم (2–1) : عينة الدراسة

القطاعات	ENE	FIN	MED	SER	ASS	COM	IND	COP	CON
عدد الشركات	2	2	3	4	2	3	4	6	4
نسبة الشركات من العينة	6,67 %	6,67 %	10%	13,33%	6,67 %	10%	13,33 %	20%	13,33 %

من إعداد الطالبة بالإعتماد على موقع البورصة

قد تم إختيار عينة الدراسة بناء على عدة اعتبارات منها :

- أن تكون شركات العينة مدرجة خلال سنوات الدراسة ؛
- لم تقم بعملية اندماج أو استحواذ خلال فترة الدراسة ؛
- لم تقم الشركة بتوقيف تداول أسهمها خلال فترة الدراسة ؛
- توفر معلومات الدراسة المتمثلة في (القوائم المالية والتقارير السنوية) .

ثالثا : حدود الدراسة

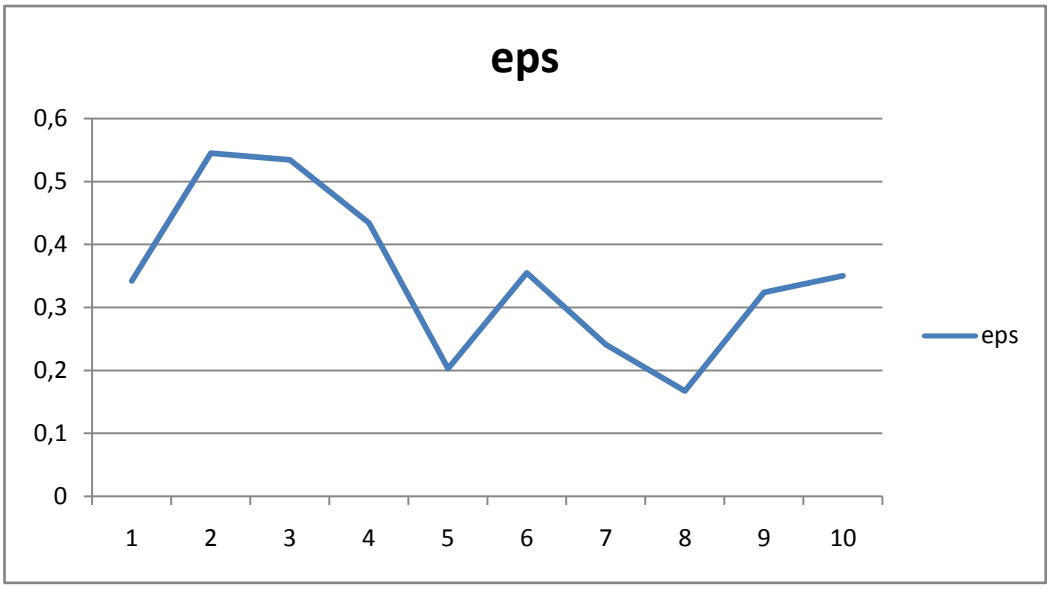
تتمثل حدود الدراسة الزمنية في الفترة الممتدة من 2006 إلى غاية 2015م، وتعتبر فترة مقبولة وكافية لدلراسة أثر المتغيرات المستقلة (المتمثلة في نسب الرفع المالي) على عوائد الأسهم ، أما الحدود المكانية فتتمثل في سوق أبوظبي للأوراق المالية .

الفرع الثاني : متغيرات الدراسة

من خلال الدراسات السابقة وبالنظر إلى اشكالية بحثنا ، تم تحديد المتغير التابع والمتغيرات المستقلة بما يخد م الدراسة على النحو التالي :

المتغير التابع : عائد السهم مقاس بنصيب السهم العادي الواحد من الأرباح المحققة EPS، والشكل التالي يوضح تطور عائد السهم في في قطاعات بورصة أبوظبي خلال الفترة من 2006 إلى 2015 .

الشكل رقم (2–1): تطور عائد السهم لقطاعات بورصة أبوظبي للفترة من 2006 إلى 2015 .



من خلال الشكل (2–1) الذي يمثل تطور عائد السهم عينة قطاعات بورصة أبوظبي (9 قطاعات)، حيث يتضح من خلال الشكل أعلاه أن عائد السهم عرف تذبذب خلال فترة الدراسة الممتدة من 2006 إلى غاية 2015، حيث نجد أن متوسط الفترة إجمالا بلغ ما يقارب 0.3463 درهم إماراتي كعائد للسهم الواحد، حيث شهد إرتفاعا من سنة 2006 إلى سنة 2010 كان منخفضا وبدأ سنة 2011 بالإرتفاع ومثلت سنة 2008 تحقيق أعلى عائد بقطاع الخدمات، ليعود بعدها بالإنخفاض تدريجيا .

المتغيرات المستقلة: المتمثلة في نسب الرفع المالي من خلال الدراسات السابقة وبالنظر إلى إشكالية بحثنا، المتغيرات المستقلة حددت النحو التالي :

DA : نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، DP : نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية؛

LDA: نسبة الديون الطويلة الأجل إلى إجمالي الديون، LDP: نسبة الديون الطويلة الأجل إلى حقوق الملكية.

الفرع الثالث : طريقة جمع البيانات

اعتمد الباحث في جمع البيانات على مصدرين أساسين هما:

1–المصادر الثانوية: تمت معالجة هذه الدراسة من خلال الإعتماد على الكتب والمراجع باللغة العربية والأجنبية ذات العلاقة بالموضوع، والمقالات والمجلات والدراسات السابقة التي لها صلة بموضوع الدراسة، والمطالعة في مواقع الإنترنت.

2-المصادر الأولية : لمعالجة الجوانب التحليلية للدراسة ، تم الحصول على بيانات الدراسة بالإعتماد عل موقع بورصة أبوظبي للأوراق المالية adx ، صندوق النقد العربي، ويوضح الملحق رقم (1) ورقم (2) بملاحق الدراسة البيانات المستخدمة في التقدير .

المطلب الثاني : أدوات الدراسة

يشمل إطار الدراسة على تعريف بيانات السلاسل الزمنية المقطعية ، والتي نختصرها بكلمة " بانل " في دراستنا ، والنماذج الأساسية المستخدمة في تقديرها وكذا طرق اختبار فيما بينها ، واختبارات الإستقرارية وعلاقات التكامل المتزامن(المشترك) ومنها صياغة نموذج الدراسة .

الفرع الأول: نماذج السلاسل الزمنية المقطعية

1-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؛

2- 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، وبالتالي 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 وكذلك 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 ، النمو وغيرها. 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 ونماذج بانل عندما يرغب الباحث بتقدير نموذج لمقطع عرضي لا تكفي بياناته لوصف سلوك هذا المقطع. وبالتالي تتيح هذه نماذج وصف سلوك مجموعة معينة من الدول الأفراد، المنشآت كلا واحد خلال فترة زمنية معينة؛

3–النماذج الأساسية لتحليل بيانات بانل:

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

أولا– النموذج التجميعي:

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

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

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) بعد ان ترتيب القيم الخاصة بمتغير الاستجابة والمتغير التوضيحي بداء من أول مجموعة بيانات مقطعية وهكذا وبحجم مشاهدات مقداره (N*T).

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

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 ان$E(\varepsilon_{it})=0$ و $var(\varepsilon_{it})=\sigma_\varepsilon^2$ يقصد بمصطلح التأثيرات الثابتة بان المعلمة B0 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 .

ثالثا– نموذج التأثيرات العشوائية:[2]

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون حد الخطأ ε_{it} ذا 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 المقطيعة وليس 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 احد الفروض المذكورة اعلاه في نموذج التأثيرات الثابتة (Gujarati,2003)، في نموذج التأثيرات العشوائية سوف يعامل معامل القطع $B_{0(i)}$ كمتغير عشوائي له معدل مقداره μ أي:

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

وبتعويض المعادلة (3) في المعادلة (2) نحصل على نموذج التأثيرات العشوائية وبالشكل الآتي:

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

[1] مجدي الشربجي، **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 باتل**، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية جدة، مجلد 12، عدد 1 2010، ص 19

حيث ان يمثل V_i 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 V_i و ε_{it} يمتلك نموذج التاثيرات العشوائية خواص رياضية منها ان $E(\varepsilon_{it})=0$ و $var(\varepsilon_{it})=\sigma_e^2$

4-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 ونموذج التأثيرات الثابتة والأسلوب الثالث F الاختبار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة.

4-1:**إختبار مضاعف** Breusch-Pagan LM Lagrange:

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

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

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 FEMأو 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.

4-2**اختبار** Hausman (1978):

يستخدم إختبار Hausman (1978)، في حالة وجود إختلاف جوهري بين التأثيرات الثابتة والعشوائية وهو المدى الذي يرتبط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات المستقلة، فتستند فرضية العدم على عدم وجود ذلك الارتباط وعندها تكون كل من مقدرات التأثيرات الثابتة والعشوائية متسقة ولكن مقدرة التأثيرات العشوائية تكون هي الأكثر كفاءة ، بينما في ظل الفرضية البديلة لوجود الارتباط، فان مقدرة التأثيرات الثابتة هي فقط تكون متسقة وأكثر كفاءة.

الفرع الثاني: اختبارات جذر الوحدة وعلاقات التكامل المتزامن لبيانات البانل

اختلف العلماء المختصون في وجوب دراسة استقرارية السلاسل الزمنية العادية أو المقطعية قبل اختبار إمكانية التكامل المتزامن.

وتتفوق اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل على اختبارات جذر الوحدة للسلاسل الزمنية الفردية نظراً لتضمنها محتوى معلوماتي مقطعي وزمني معاً، يعطي نتائج أكثر دقة من اختبارات السلاسل الزمنية الفردية.

1-اختبارات جذر الوحدة

يعتبر اختبار جذر الوحدة أساسيا لمعرفة استقرار السلاسل الزمنية موضع الدراسة وتحديد درجة تكامل هذه السلاسل لما لها من أهمية قصوى للوصول إلى نتائج سليمة وتجنبا لظاهرة الانحراف الزائف والذي يعني أن العلاقة بين متغيرين أو عدد من المتغيرات الاقتصادية تعبر عن علاقة زائفة، ومن بين أهم الأساليب المستعملة :

1-1 اختبار: Levin, Lin, Chu (LLC)

طور هذا الاختبار سنة 2002، وينبثق من اختبار DF،حيث يعتمد على فرضيتين :

H0: بيانات بانل لها جذر وحدة ؛

H1: بيانات بانل لا تحتوي جذر وحدة.

1-2 اختبار IPS

انطلق هذا الاختبار من نفس فرضيات اختبار LLC، حيث أبقى على فرضية العدم كما هي بالمقابل تم تجزئة الفرضية البديلة إلى حالتين تسمح باختلاف جذر الانحدار الذاتي.

1-3 اختبار Breitung

ظهر هذا الاختبار سنة 2000 وهو يتشابه مع اختبار LLC في مرحلته الأولى إلا أنه لا يحتوي على حد ثابت ، حيث يستخدم التغير في الزمن الحالي مع التغير في الزمن للفترة L، من أجل الحصول على البواقي.

1-4 اختبار Hadri

اقترح هذا الاختبار من طرف الجزائري قدور حضري سنة 2000، يتميز عن بقية غيره من الاختبارات ، بأن فرضيتيه العديمة والبديلة عكس الاختبارات السابقة، لذلك فإن نتيجته لا تظهر في برنامج (Eviews) إلا بعد طلبها.

2- اختبارات التكامل المشترك[1]

بعد التأكد من استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات وأنها متكاملة من نفس الدرجة (I(q، يتم اختبار وجود علاقة توازنية بين السلاسل الزمنية على الآجال الطويلة عن طريق اختبارات التكامل المشترك.

تختلف اختبارات التكامل المتزامن للسلاسل الزمنية المقطعية بانل عن اختبارات السلاسل الزمنية العادية ، حيث تستعمل اختبارات أخرى بدلا من اختبار Engel –Granger وJohanson.

وتعرف علاقات التكامل المتزامن من قبل Pedroni و Kao باختبار فرضية الجذر الوحدة لبواقي التكامل.

2-1إختبار Pedroni

اقترح pedroni هذا الاختبار سنة 1999 وطوره سنة 2004، حيث قسّمه إلى 7 اختبارات جزئية لكشف وإثبات فرضية التكامل المتزامن، حيث يستدعي تطبيقها تقديرا مسبقا للعلاقة على المدى الطويل، وتصاغ فرضيته كما يلي:

H0: عدم وجود تكامل مشترك؛

H1: وجود تكامل مشترك.

ترفض فرضية العدم أو تقبل من خلال نتائج أغلبية الاختبارات الجزئية ، فإذا تجاوز احتمال P(value) لكل اختبار 5%، ففي هذه الحالة تقبل الفرضية الصفرية ، أما إذا كان الاحتمال اقل أو يساوي 0.05 فان الفرضية العديمة ترفض وبالتالي تقبل الفرضية البديلة.

2-2اختبارKao

قدم Kao سنة (1999) اختبار فرضية عدم التكامل المتزامن انطلاقا من اختبارات ديكي فولر DF وADF، معتبرا إياها لا تأخذ بالحسبان عدم التجانس الفردي في ظل الفرضية البديلة.[2]

الفرع الثالث: صياغة نموذج الدراسة

تم اختيار عائد السهم كمتغير استجابة (تابع) لعينة شركات كافة قطاعات بورصة أبوظبي ، بينما أدرجت نسب الرفع المالي كمتغيرات مستقلة، وتغطي الدراسة قطاعات البورصة المتوافرة بياناتها، وهي 9 قطاعات خلال الفترة 2006 إلى 2015 .

ولتحقيق غرض الدراسة نستخدم قاعدة بيانات مدمجة، بعدد n = 9 من المقاطع i والمتمثلة في 9 قطاعات بالبورصة المدروسة، وفي الوقت نفسه يغطي كل مقطع فترة زمنية t=10 سنوات، وبذلك يكون عدد المشاهدات المستخدمة في العينة الكلية 90 مشاهدة .

[1] محمد بركة ومحمد جبوري ,"**تأثير طبيعة نظام سعر الصرف على التضخم**", مجلة اداء المؤسسات الجزائرية, العدد06, 2014.ص17.

[2] مجدي الشوربجي, "**مرجع سبق ذكره**", ص22.

يتم تحديد الشكل الرياضي للنموذج ، و يكتب على النحو التالي :

$$EPS = f (DA , DP , LDA , LDP)$$

$$\hat{y}_{it} = \hat{\beta}_{\circ(i)} + \sum_{j=1}^{4} \hat{\beta}_i \, x_{j(it)} \dots\dots\dots () \quad ,i=1,2,\dots,9 \;\; t=1,2\dots,10$$

حيث :

i: تمثل الزمن أي قيمة المتغير في السنة، EPS_i : تمثل العائد على السهم، DA_i : تمثل نسبة اجمالي الديون الى اجمالي الأصول ؛

DP_i : تمثل نسبة اجمالي الديون الى حقوق الملكية، LDA_i : تمثل نسبة الديون الطويلة الأجل الى اجمالي الأصول ؛

LDP_i : تمثل نسبة الديون الطويلة الأجل الى حقوق الملكية ؛ $\beta_4 ، \beta_3 ، \beta_2 ، \beta_0 ، \beta_1$:تمثل معلمات النموذج .

المبحث الثاني : عرض و مناقشة النتائج المتوصل إليها

بعد التعرف على متغيرات الدراسة و طرقها وأدواتها في المبحث السابق، سنحاول من خلال هذا المبحث معرفة ما إذا كان هناك تأثير للرفع المالي على عوائد أسهم قطاعات بورصة أبوظبي ، من خلال مجموعة من النتائج المتوصل إليها ، وسنقوم بتحليلها ومناقشتها من أجل الوصول إلى نتائج الداسة ومقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة .

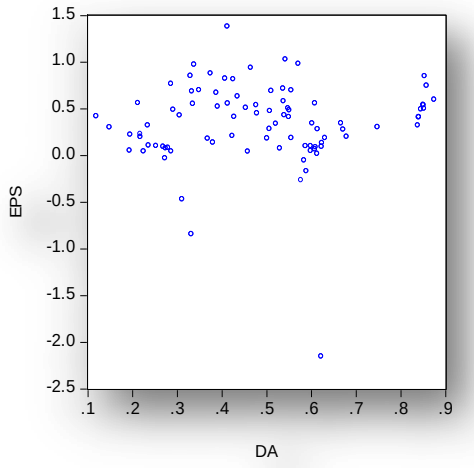
المطلب الأول : عرض نتائج الدراسة

بعد جمع المعطيات الخاصة بالدراسة وتحليلها بالأدوات والطرق اللازمة وإدخال تغييرات عليها ، سنتطرق في هذا المطلب إلى العرض النهائي لهذه المعطيات والذي أجزناه في الخطوات التالية :

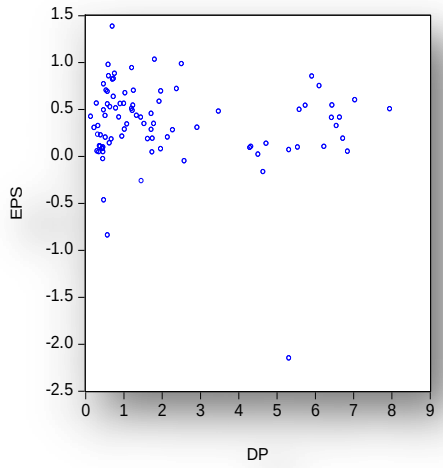
الفرع الأول : نتائج التمثيل النقطي لمتغيرات الدراسة

سنحاول الإعتماد على التمثيل النقطي لـ 90 مشاهدة بواسطة معطيات مؤشرات المتغيرات ، فإذا كان هذا الإنتشار على شكل خط مستقيم تكون العلاقة خطية ، واذا كان الإنتشار على خلاف ذلك تكون العلاقة غير خطية ، ويمكن تمثيل ذلك كما يلي :

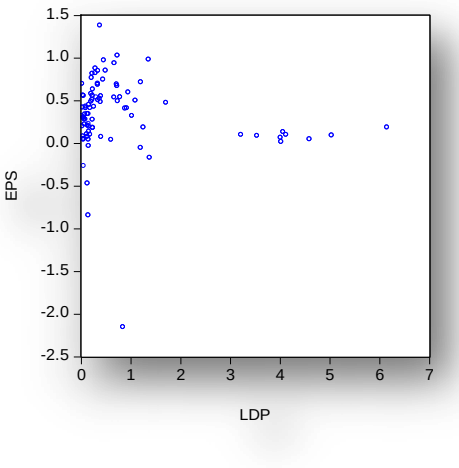
الشكل رقم (1-1)



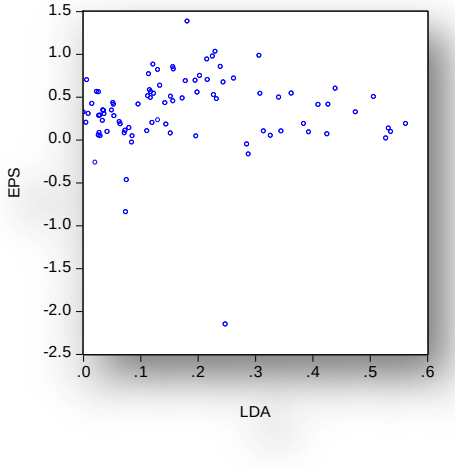
الشكل رقم (1-2)



الشكل رقم (1-3)



الشكل رقم (1-4)



من خلال أشكال التمثيل الإنتشاري للمتغير التابع EPS (العائد على السهم الواحد)، مع المتغيرات المسقلة (DA,DP,LDA,LDP) لا تتضح أنواع العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة إن كانت خطية أم غير خطية، لذلك سيتم تقدير نوع العلاقة بين متغيرات الدراسة عن طريق نماذج السلاسل المقطعية(بانل).

الفرع الثاني : نتائج تقديرات نماذج بانل

1- لغرض تقدير نتائج نماذج السلاسل الزمنية المقطعية من خلال تطبيق الطريقة المناسبة لكل نموذج على برنامج Eviews9 بعد إدخال البيانات السابقة كانت النتائج كما يلي:

جدول رقم(2-2): نتائج تقدير أثر نسب الرفع المالي على عوائد أسهم قطاعات بورصة أبوظبي

المتغيرات	المعامل	نماذج التقدير		
		REM	FEM	PRM
C	β_0	-0.097792	1.017146	0.309895
	الإحتمال (Prob)	0.5595	0.0001	0.1377
DA	β_1	1.195014	0.032209	0.798487
	الإحتمال(Prob)	0.0114	0.9583	0.1302
DP	β_2	-0.168656	-0.371040	-0.230431
	الإحتمال (Prob)	0.0020	0.0000	0.0001
LDA	β_3	1.589153	-0.829347	0.257150
	الإحتمال (Prob)	0.0062	0.1758	0.6388
LDP	β_4	-0.072054	0.360594	0.133565
	الإحتمال(Prob)	0.2158	0.0005	0.0858
R-squared		0.168500	0.613025	0.166738
f-statistic		4.255559	10.03293	4.202170
Prob(f-statistic)		0.003479	0.000000	0.003768
Durbin-watson stat		1.156220	1.348229	0.597739

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات eviews9

يبين الجدول أعلاه أن القيم الإحتمالية للمعلمات الجزئية منها ما هو مقبول احصائيا (أي قيم الإحتمال أقل من 0.05)، ومنها ما هو مرفوض احصائيا (أي قيم الإحتمال أكبر من 0.05)، أما بالنسبة للقيم الإحتمالية الكلية للنماذج Prob(f-statistic) أقل من 0.05، أي للنماذج الثلاثة معنوية احصائية .

إلا أنّ نتيجة DW أشارت إلى إمكانية وجود ارتباط ذاتي ، ولهذا تم تصحيح النموذج المختار لدراسة اثر الرفع المالي على عوائد أسهم قطاعات بورصة أبوظبي.

الفرع الثالث: نتائج اختبارات المفاضلة بين نماذج دراسة العينة

تظهر نتائج المفاضلة بدء من:

1-نتائج المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذجي الآثار الثابتة و العشوائية:

من أجل تحديد النموذج الملائم لتحليل بيانات هذه الدراسة تم إستخدام اختبار LM للمفاضلة بين نموذج ا لإنحدار التجميعي من جهة ونموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية من جهة أخرى.

تظهر النتائج في الجدول التالي :

الجدول رقم (2-3):نتائج اختبار مضاعف لاغرانج LM

Null (no rand. effect) Alternative	Cross-section	Period	Both
Breusch-Pagan	92.35514 (0.0000)	1.944682 (0.1632)	94.29982 (0.0000)

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات eviews9

يظهر الجدول أعلاه نتيجة اختبار LM التي بلغت للمقطع 92.35 ، للفترة كانت تساوي1.94 ، أما بالنسبة للمقطع والفترات معا فيساوي94.29 بإحتمال معدوم، الأمر الذي يؤدي إلى رفض الفرضية العديمة وقبول الفرضية البديلة، أي أن نموذج الإنحدار التجميعي لا يناسب هذه الدراسة.

2-نتائج اختبار Hausman للاختيار بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية

يستخدم اختبار Hausman لاختيار النموذج الملائم بين نموذجي الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية وتظهر نتائجه في الجدول التالي:

الجدول رقم (2-4):**نتائج اختبار** Hausman

Hausman test	
Prob	Chi-statistic
0.0000	31.78474

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات eviews9

يشير اختبار Hausman الذي يتبع توزيع **"كاي مربع"** (4درجات) إلى 31.7847، وباحتمال(0.0000)، مما يدل على رفض الفرضية العديمة H_0، وقبول الفرضية البديلة التي تقول بأن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم لهذه الدراسة، وإنطلاقا مما سبق سيتم عرض نتائج نموذج الآثار الثابتة بعد تصحيحه بإعتباره النموذج الملائم لدراسة أثر الرفع المالي على عوائد أسهم قطاعات بورصة أبوظبي، وذلك عل النحو التالي:

- **نتائج تقدير معلمات نموذج التأثيرات الثابتة بعد إدخال** AR (1) **(تصحيح النموذج).**

بعد تصحيح نموذج التأثيرات الثابتة تظهر نتائج تقدير معلماته كالتالي:

جدول رقم(2–5):نتائج تقدير معلمات نموذج التأثيرات الثابتة بعد (تصحيح النموذج).

المتغيرات	المعامل (coefficient)	t-statistic	الإحتمال (Prob)
C	1.020050	3.579187	0.0007
DA	0.329487	0.491179	0.6250
DP	-0.436471	-6.664260	0.0000
LDA	-1.037978	-1.487893	0.1416
LDP	0.418308	4.413306	0.0000
AR (1)	0.422123	3.270031	0.0017
R-squared	0.652894	Adjusted R- squared	0.583473
f-statistic	9.404825	Prob(f-statistic)	0.000000
Durbin-watson stat	1.805304		

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات eviews9

***دراسة المعنوية الإحصائية:**

_ **جزئيا** : من خلال احصائيات ستودنت نجد :

$H_0 : B_i = 0$ $\quad H_1 : B_i \neq 0$ $\quad \forall i = 0,1$ 4

الجدول رقم (2–6): نتائج اختبار ستودنت للنموذج المقدر .

المتغيرات	المقدرات	القيمة المحتسبة T_{cal}	القيمة المجدولة T_{tab}	ادنى مستوى معنوية Prob
الثابت	β_0	3.579187	1.959	0.0007
DA	β_1	0.491179	1.959	0.6250
DP	β_2	-6.664260	1.959	0.0000
LDA	β_3	-1.487893	1.959	0.1416
LDP	β_4	4.413306	1.959	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات eviews9

نلاحظ أن قيم ستودنت المحسوبة بالقيمة المطلقة بالنسبة لـ β_0 ، β_2 و β_4 أكبر تماما من القيمة المجدولة للتوزيع الطبيعي 1.96 ، و هذا يعني نرفض الفرضية العديمة H_0 ، أي المعالم β_0 ، β_2 و β_4 ذات معنوية احصائية عند مستوى معنوية 0.05 ، أما باقي المعلمين (β_1 ، β_3) لم تكن لهما معنوية احصائية .

وللتأكد من ذلك نقارن نسب الإحتمال (Prob) ، مع نسبة المعنوية α =0.05 ، نلاحظ ان نسب الإحتمال بالنسبة لـ β_0 ، β_2 و β_4 أقل تماما من 0.05 مما يشير الى أن المعالم β_0 ، β_2 و β_4 ذات معنوية احصائية عند مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ والعكس صحيح بالنسبة للمعلمين β_1 ، β_3 .

_ كليا :

$$\{H_0=\beta_0=\ldots\ldots\ldots\beta_4=0 \qquad \{H_1 \neq \beta_i \neq 0 \quad \forall_i = 0 \ldots \ldots 4$$

نجد أن إحصائية فيشر (F) التي تساوي10.03 أكبر تماما من القيمة المجدولة لتوزيع فيشر Ficher ، وبالتالي للنموذج في مجمله معنوية إحصائية لأن احتمال إحصائية فيشر أقل تماما من 0.05 .

***دراسة قوة الارتباط:**

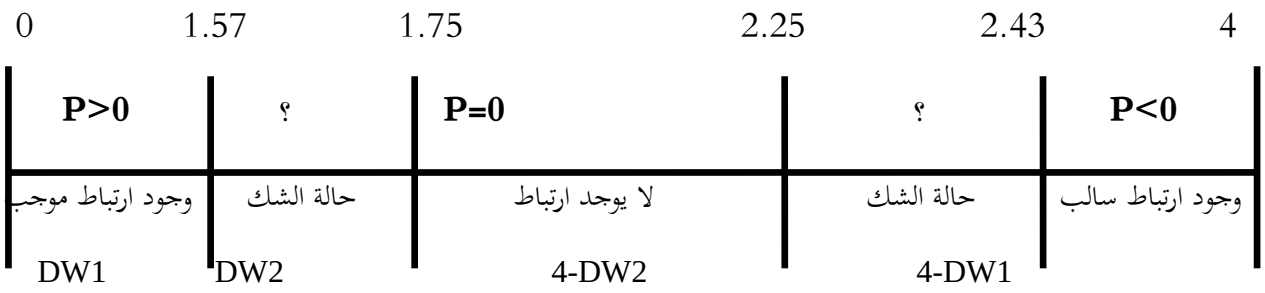
من خلال معاملي التحديد R^2 أن المتغيرات المستقلة DA ,DP, LDA,LDP تفسر المتغير التابع EPS بنسبة 65.28%، وعليه للنموذج قدرة تفسيرية جيدة .

***دراسة المشاكل القياسية**

يتضح لنا من خلال الشكل أدناه أنه لا يوجد ارتباط ذاتي ما بين الأخطاء حيث أن DW = 1.80

حيث:

الشكل رقم (2–5): يوضح نتائج إختبار دوربن واتسون



3_نتائج الآثار الخاصة بكل قطاع:

ويمكن أن تتوزع التأثيرات الثابتة التي تمثل آثار كافة العوامل الثابتة التي تؤثر في المتغير التابع ولا تتغير عبر الزمن في قطاعات البورصة على النحو التالي :

جدول رقم(2–7): نتائج الآثار الخاصة بكل قطاع

الرقم	القطاع	الأثر	β_0	الأثر الأصلي
1	طاقة	-0.088010	1.020050	0.93204
2	اتصالات	-0.082320	1.020050	0.93773
3	مالية	1.908718	1.020050	2.928768
4	عقارات	-0.395655	1.020050	0.624395
5	صناعة	0.297929	1.020050	1.317979
6	استهلاكيات	-0.750577	1.020050	0.269473
7	إنشاءات	-0.743913	1.020050	0.276137
8	خدمات	-0.097960	1.020050	0.92209
9	تأمين	-0.122604	1.020050	0.897446

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات eviews9

حيث : **الأثر الأصلي = الأثر +** β_0 .

يشير الجدول أعلاه إلى تباين الآثار الثابتة الخاصة بكل قطاع ، حيث نجدها تنحصر مابين قطاع الاستهلاكات بـ 0.26 وقطاع المالية بـ 2.92 .

الفرع الرابع: نتائج إختبارات الإستقرارية والتكامل المشترك

1–نتائج اختبارات الاستقرارية

تظهر نتائج اختبارات جذر الوحدة لكل متغيرات الدراسة في الجدولين التاليين :

جدول رقم(2–8): نتائج إختبار جذر الوحدة للمتغيرات عند(I(0

LDP	LDA	DP	DA	EPS	الإختبار
-5.07646 0.0000	-4.30731 0.0000	-4.20471 0.0000	-4.23602 0.0000	-2.66756 0.0038	Levin. Lin & Chu t*
-0.62160 0.2671	-0.29972 0.3822	-0.34854 0.3637	-1.83220 0.0335	-0.33355 0.3694	Im. Pesaran and Shin W-stat
25.2653 0.1178	20.9062 0.2842	24.9081 0.1275	31.4446 0.0256	21.5863 0.2509	ADF - Fisher Chi-square
18.4351 0.4274	20.0048 0.3325	30.1948 0.0356	28.7267 0.0518	22.3004 0.2189	PP - Fisher Chi-square
-0.34810 0.3639	-0.45109 0.3260	-1.72925 0.0419	0.75714 0.7755	-1.69815 0.0447	Breitung
2.93742 0.0000	5.38825 0.0000	5.78308 0.0000	5.81715 0.0000	17.1673 0.0000	Hadri

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات eviews9

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن معظم احتمالات إختبارات جذر الوحدة لكل المتغيرات أكبر من القيمة الإحتمالية (0.05) عند المستوى، مما يدل على أن سلاسل المتغيرات غير مستقرة في المستوى .

جدول رقم(2–9): نتائج إختبار جذر الوحدة للمتغيرات عند(I(1

LDP	LDA	DP	DA	EPS	الإختبار
-3.49224 0.0000	-5.26667 0.0000	-4.20471 0.0000	-13.4205 0.0000	-11.6269 0.0000	Levin. Lin & Chu t*
-0.34919 0.0036	-0.40268 0.0004	-0.34854 0.0059	-2.32345 0.0101	-1.98867 0.0234	Im. Pesaran and Shin W-stat
24.9076 0.0012	24.7815 0.0000	24.9081 0.0000	51.8943 0.0000	39.9343 0.0021	ADF - Fisher Chi-square
49.0714 0.0001	32.4994 0.0000	30.1948 0.0000	91.7337 0.0000	73.3514 0.0000	PP - Fisher Chi-square
-0.04787 0.0048	-0.24905 0.0017	-1.72925 0.0001	-2.41413 0.0079	-1.08889 0.1381	Breitung
0.81189 0.0000	3.99699 0.0000	5.78308 0.0000	8.08255 0.0000	17.1673 0.0000	Hadri

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات eviews9

نلاحظ بعد إجراء الإختبارات على سلاسل المتغيرات من الدرجة الأولى، كانت نتائج احتمال معظم الإختبارات بالنسبة لكل المتغيرات أقل من (0.05) .

2-نتائج اختبار التكامل المشترك

بعد الإشارة إلى نتائج اختبارات جذر الوحدة يمكن اللجوء إلى التكامل المشترك التي يظهر في الجدول الموالي:

جدول رقم(2-10): نتائج إختبارات Pedroni للتكامل المشترك

الاختبارات				الاختبارات المرجحة	
الاختبارات الجزئية		الإحصائية	الاحتمال	الإحصائية	الاحتمال
داخل القطاع	V.Stat	-1.656395	0.9512	-1.497045	0.9328
	Rho	3.021675	0.9987	2.489620	0.9936
	PP	1.219982	0.8888	0.545091	0.7072
	ADF	1.000777	0.8415	0.455435	0.6756
بين القطاعات	Rho	3.873375	0.9999		
	PP	1.195368	0.8840		
	ADF	1.096180	0.8635		

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات eviews9

يشير الجدول أعلاه أن الإختبارات الجزئية 11إحتمالاتها أكبر من (0.05)، وعليه تقبل الفرضية العديمة وترفض الفرضية البديلة، بمعنى عدم وجود تكامل مشترك ما بين سلاسل متغيرات الدراسة على الرغم من إستقرارها عند الدرجة الأولى وعليه نظطر إلى الذهاب إلى نماذج VAR .

3- نتائج اختبار نماذج VAR:

بما أنه لا يمكن إيجاد العلاقة طويلة المدى فيما بين متغيرات الدراسة بالتكامل المتزامن فإن هناك علاقة قصيرة المدى باستعمال نماذج الانحدار الذاتي (VAR) والتي تتطلب دراسة الخطوات التالية:

3-1: تحديد درجة التأخير الزمني:

حيث من الضروري معرفة الدرجات التي يمكن إجراء التقدير لنماذجها، و لإختيار الدرجة الأفضل فانه يتم إستخدام ستة معايير للمفاضلة، وتكون الدرجة الأفضل هي تلك التي تجمع لنا اكبر عدد من المؤشرات ذات القيم الدنيا ، وهذا مايوضحه الجدول التالي :

جدول رقم(2–11): نتائج تحديد درجة التأخير الزمني

HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
-1.244550*	-0.580170*	-1.625031	1.36e-07	NA	58.31313	1
-0.982828	0.345933	-1.743789*	1.27e-07*	41.48639*	85.74768	2
-0.516806	1.476335	-1.658248	1.57e-07	29.48325	108.9941	3
0.087904	2.745425	-1.434019	2.58e-07	20.90095	129.3974	4

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات eviews9

وفي دراستنا وصلت إلى الدرجة الثانية حسب ما تشير إليه العلامة (*)،التي يكون فيها اكبر عدد من المعايير أقل وهو ما يعني أن نموذج var ستكون فيه درجة تأخير كل متغيراته الداخلية والخارجية بدرجتين .

3–1 : تقدير نموذج var:

***اختيار معادلة النموذج المقدرة:**

الجدول رقم(2–11):تقدير معادلة نموذج VAR

D(EPS) = -0.039464*D(EPS(-1)) -0.514485 *D(EPS(-2)) -1.240489 *D(DA(-1)) -0.287342 *D(DA(-2))- 0.183763*D(DP(-1)) -0.035295*D(DP(-2)) -2.507833*D(LDA(-1)) + 1.073821 *D(LDA(-2)) -0.114901*D(LDP(-1)) +0.108529 *D(LDP(-2))

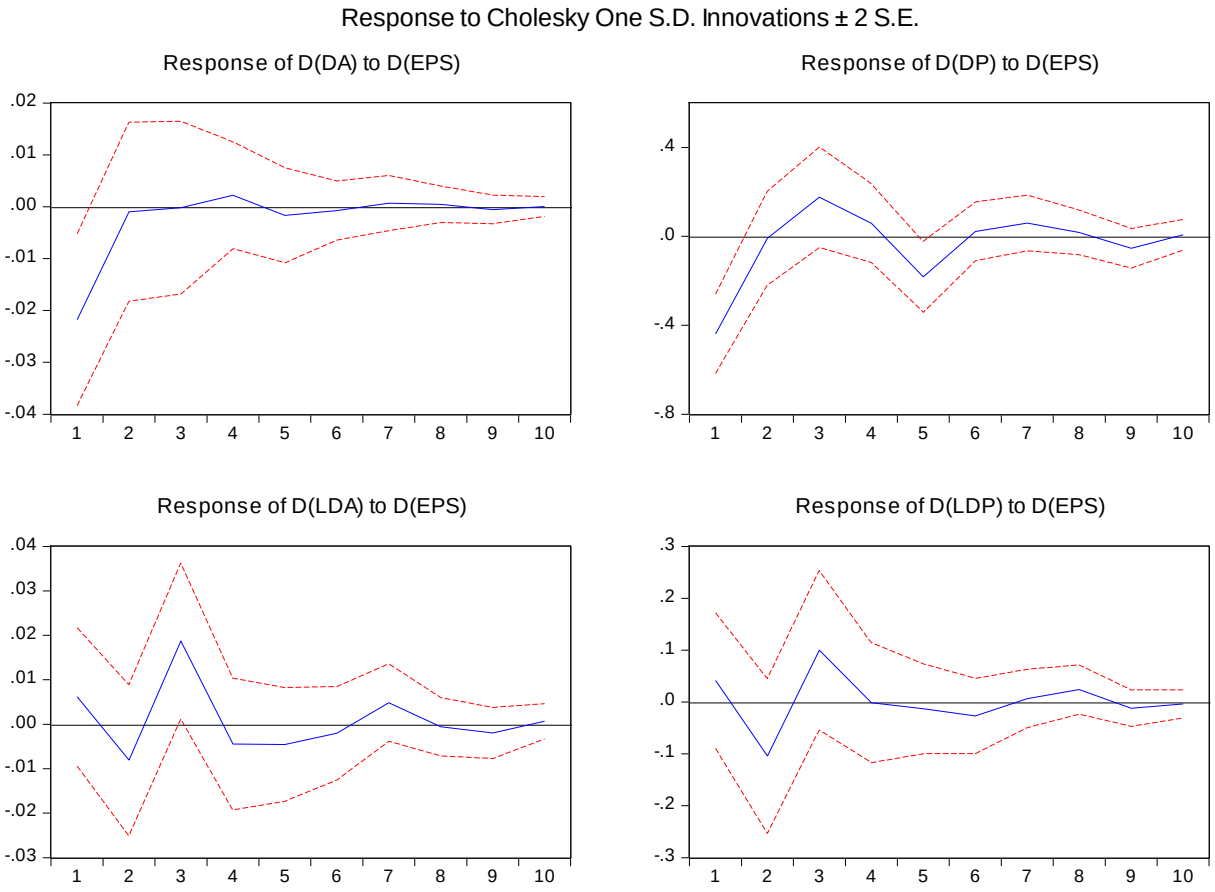
R-squared	0.381177
Durbin-Watson stat	2.185300

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات eviews9

من خلال النموذج المقدر عن طريق VAR وبالنظر إلى مستوى المعنوية نجد أن المتغيرة المؤثرة في العائد على السهم عن الفرق الأول هي نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية.

3–3: دوال الاستجابة النبضية (الفورية)

يسمح تحليل الصدمات بقياس اثر التغير المفاجئ لظاهرة معينة على باقي المتغيرات ، من خلال دوال الاستجابة المبينة في الشكل أدناه نجد أن كل المتغيرات تستجيب للصدمات التي يحدثها عوائد الأسهم سواء بالزيادة أو النقصان والتأثر بصدمة المتغير التابع .



الشكل رقم(2–6):دوال الإستجابة بين المتغيرات

المطلب الثاني:تحليل النتائج المتوصل إليها ومناقشتها

يعتبر هذا المطلب جوهر الدراسة، وذلك للأهمية التي يكتسيها، فبعد كل التمهيدات التي سبقته بداية من الفصل الأول الذي تعرض لأدبيات عوائد الأسهم والرفع المالي، ثم المبحث الأول من الفصل الثاني الذي حددت فيه طرق وأدوات تحليل المعطيات والبيانات وإجراء مختلف الحسابات عليها.

تكمن أهمية هذا المطلب في أنه سيقدم تحليلا لنتائج الدراسة ومناقشتها وإختبار مدى صحة الفرضيات .

الفرع الأول:تحليل نتائج المفاضلة بين النماذج

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

1–من خلال الجدول رقم (3.2) 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 الانحدار التجميعي يناسب دراسة اثر الرفع المالي على عوائد أسهم قطاعات بورصة أبوظبي؛

H_1: أحد نموذجي التأثيرات يناسب دراسة أثر الرفع المالي على عوائد أسهم قطاعات بورصة أبوظبي.

مما يعني أن نموذج الانحدار التجميعي غير ملائم لدراستنا هذه ، وهذا يدل على وجود آثار خاصة بكل قطاع من قطاعات بورصة أبوظبي يميزها عن باقي قطاعات 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(4.2)، أن قيمته الاحتمالية كانت أقل من (0.05)، وبالتالي ترفض الفرضية العديمة، مما يعني أن نموذج الآثار العشوائية غير ملائم لهذه الدراسة.

نستنتج مما سبق أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم لدراسة أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم لدى قطاعات البورصة المدروسة، ويرجع ذلك إلى وجود خصائص مشتركة لعينة قطاعات بورصة أبوظبي ، فهي تشترك في كونها تنتمي لنفس البيئة التي هي أن هذه القطاعات مدرجة ببورصة أبوظبي .

الفرع الثاني: تحليل نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة:

إعتمادا على نتائج الجدول(5.2) وفي ضوء نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة بعد التصحيح نلاحظ بأن:

_معاملات النموذج منها ما هو معنوي ومنها ماهو غير معنوي، حيث نجد احتمال كل من المعاملات التالية: المعامل الثابت (0.0007)، معامل نسبة اجمالي الديون إلى حقوق الملكية (0.0000) ومعامل نسبة الديون الطويلة الأجل الى حقوق الملكية(0.0000) أنها أقل من (0.05)، مما يشير إلى أن هذه المعالم لها معنوية إحصائية ؛

_بينما احتمال كل من معامل نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول (0.6250) ومعامل نسبة الديون الطويلة الأجل إلى إجمالي الأصول (0.1416) أنهما أكبر من (0.05)، مما يدل على أن هذين المعلمين ليس لهما معنوية إحصائية ؛

_احتمال إحصائية fisher (0.000) أقل من(0.05) تدل على المعنوية الكلية للنموذج ، وهذا مايدل على أن نسب الرفع المالي مجتمعة (نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية، نسبة الديون الطويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون الطويلة الأجل إلى حقوق الملكية) لها معنوية إحصائية، وبالتالي نسب الرفع المالي مجتمعة لها تأثير على عوائد أسهم قطاعات بورصة أبوظبي ، حيث نجد المتغيرات المسقلة مجتمعة تفسر التغيرات الحاصلة في المتغير التابع بقيمة 65% أما 35% من التغيرات المتبقية فترجع إلى عوامل أخرى خارجية ؛

_ الإشارة السالبة لنسبة إجمالي الديون الى حقوق الملكية (0.4364-) تشير إلى العلاقة العكسية بين الرفع المالي وعائد السهم وهذا في حال إعتماد هذه النسبة كمؤشر لقياس أثر الرفع المالي على عوائد أسهم قطاعات بورصة أبوظبي، فعندما يزيد الرفع المالي بوحدة واحدة ينتج عنه إنخفاض عائد السهم بـ 0.4364 درهم اماراتي ، وهذا يعود إلى سوء تسير الإدارة المالية وكذلك إرتفاع تكلفة التمويل عن طريق الديون نتيجة المبالغة في إستخدام الديون ؛

_ الإشارة الموجبة لنسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية (0.4183) تشير إلى العلاقة الطردية بين الرفع المالي وعائد السهم وهذا في حال إعتماد هذه النسبة كمؤشر لقياس أثر الرفع المالي على عوائد أسهم قطاعات بورصة أبوظبي، أي عند زيادة الرفع المالي بوحدة واحدة ينتج عنه زيادة عائد السهم بـ 0.4183 درهم اماراتي، وفي هذه الحالة نقول أن القطاعات محل الدراسة إستفادت من مزايا الرفع المالي حيث حققت عائدا عن أموال الإقتراض أكبر من تكلفة الإقتراض ؛

_قيمة R^2 بلغت 0.6528 أي أن نسب الرفع المالي مجتمعة تفسر عائد السهم بنسبة 65.28% من التغيرات الاحتمالية لعوائد أسهم قطاعات بورصة أبوظبي وهي نسبة جيدة ؛

_كما يشير الجدول رقم (2-7) إلى التأثيرات الثابتة التي تمثل آثار كافة العوامل الثابتة التي تؤثر في المتغير التابع(عائدالسهم)، لاتتغير عبر الزمن في قطاعات بورصة أبوظبي ، أما عن الآثار الخاصة التي تميز كل قطاع عن غيره من بقية القطاعات الأخرى ، نلاحظ التباين الشاسع في نسب إعتماد هذه القطاعات على مصادر التمويل الخارجية والمتمثلة في الديون، أي بمعنى آخر اللجوء إلى عملية الرفع المالي من أجل تعظيم أرباحها كما بينه الجدول رقم(3.2).

فنجد أن قطاع المالية ببورصة أبوظبي يحقق أكبر العوائد مقارنة مع بقية القطاعات الأخرى، حيث نجد أن قطاع المالية لديه إرتفاع ملحوظ لنسب الرفع المالي (المديونية) وهذا أمر طبيعي إذ تعتمد المصارف بشكل كامل على الودائع في تمويل إستثماراتها، في حين نجد أن قطاع الإستهلاكات حقق أدنى العوائد .

الفرع الثالث:تحليل التكامل المشترك

تجدر الإشارة إلى انه قبل تحليل التكامل المشترك يجب إلقاء نظرة تحليلية حول اختبارات جذر الوحدة والتي كانت كالتالي:

1-تحليل نتائج الاستقرارية

_أشارت نتائج اغلب الاختبارات إلى أن قيمها الاحتمالية اكبر من (0.05) عند المستوى، أي أن نسب الرفع المالي والعائد على السهم غير مستقرين في المستوى.

-بعد إجراء فروق من الدرجة الأولى كانت نتيجة احتمالات الغالبية العظمى من اختبارات جذر الوحدة لكل من الرفع المالي مقاس بمجموعة من نسب الرفع المالي وعائد السهم هي أقل من(0.05) في فروق الدرجة الأولى، مما يدل على جميع سلاسل متغيرات الدراسة مستقرة عند الدرجة الأولى(1)I.

بما أن المتغيرات تستقر في نفس الدرجة فهذا يدل على أنه يمكن ان تكون هناك علاقة طويلة الأجل بين نسب الرفع المالي والعائدعلى السهم الأمر الذي يؤدي بنا إلى اختبارات التكامل المشترك.

2-تحليل نتائج اختبارات التكامل المشترك

بعدما أشارت اختبارات جذر الوحدة إلى إمكانية وجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، نقوم بتحليل ومناقشة نتائج التكامل المشترك :

-تشير نتائج اختبارات Pedroni كما يبينه **الجدول رقم(8.2)** إلى أن الإختبارات الجزئية 11 احتمالهم أكبر من (0.05)، مما يعني أن كل الاختبارات تقبل الفرضية الصفرية التي تقول بعدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة .

وهذا يدل على عدم وجود تأثير طويل المدى يتركه الرفع المالي على عوائد أسهم قطاعات بورصة أبوظبي .

نستنتج من كل هذا عدم وجود أثر طويل المدى للرفع المالي على عائد السهم لدى قطاعات بورصة أبوظبي، هذا ما يحقق إحدى فرضيات الدراسة.

وعليه نضطر الى الذهاب إلى نماذج VAR

الفرع الرابع: تحليل نتائج الإنحدار الذاتي(VAR)

ـ درجة التأخير الزمني بالنسبة لمتغيرات الدراسة وصلت إلى الدرجة الثانية، وهو مايعني أن نموذج لهذه الدراسة سيكون فيه درجة تأخير كل متغيراته المستقلة والمتمثلة في نسب الرفع المالي ومتغيره التابع المتمثل في العائد على السهم بدرجتين ؛

ـ من خلال تقدير نماذج var لدراسة أثر الرفع المالي مقاس بمجموعة من النسب على عوائد الأسهم في المدى القصير، توصلنا إلى أن الرفع المالي ممثلا بنسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية كان له تأثير على عائد السهم، بالإضافة إلى ذلك نجد أن كل من معامل التحديد وقيمة اختبار DW في حالة جيدة، فالمتغيرات المستقلة تفسر لنا ما مقداره 38.11% من التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم، كما أنه لا وجود لإرتباط ذاتي للأخطاء مع اقتراب DW إلى 2 أي بقيمة (2.18) ؛

وهو مايشير إلى أن الرفع المالي يكون له تأثير سلبي على عائد السهم إذا إعتمدنا على نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية كمؤشر لقياس أثر الرفع المالي على عائد السهم في بورصة أبوظبي، حيث نجد أنه كلما زاد الرفع المالي بوحدة واحدة إنخفض العائد على السهم بـ :0.3837 ؛

_ من خلال دوال الإستجابة النبضية المبينة في الشكل (2-6) نجد أن العائد على السهم يستجيب للصدمات التي تحدث التي تحدث في الرفع المالي مقاس بنسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية، أما بقية النسب التي تقيس الرفع المالي فنجدها ليست سريعة الإستجابة للتغيرات التي تحدث في عائد السهم .

من خلال سبق نستنتج أن الرفع المالي مقاس بنسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية له تأثير سلبي على عوائد أسهم قطاعات بورصة أبوظبي، وهو ما توصلنا إليه من خلال التحليل التحليل الساكن وتم تأكيده من خلال التحليل الديناميكي من خلال نماذج VAR على المدى القصير .

خلاصة الفصل:

تناولنا في هذا الفصل الدراسة القياسية لأثر الرفع المالي مقاس بمجموعة من النسب (نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، نسبة إجمالي الديون الى حقوق الملكية، نسبة الديون الطويلة الأجل إلى إجمالي الأصول ونسبة الديون الطويلة الأجل إلى حقوق الملكية) على عوائد أسهم قطاعات بورصة أبوظبي، وذلك بإتباع أساليب الإقتصاد القياسي .

كمدخل نضري قمنا بعرض بعض المفاهيم حول السلاسل الزمنية المقطعية (بانل)، والنماذج المكونة لها، والبحث عن النموذج الملائم لدراسة موضوعنا، وذلك عن طريق اختبارات المفاضلة بين النماذج، ثم تقدير معلمات النموذج المختار، وبعد إختبارات التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة تم عرض نتائج الدراسة وتحليلها، حيث تبين أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسب الرفع المالي مجتمعة والعائد على السهم، كما أن العلاقة بين الرفع المالي والعائد على السهم هي علاقة قصيرة الأجل .

الخـاتمة

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، من أجل ذلك تغير هدف المسير المالي والمساهم من خلال تعظيم قيمة السهم السوقية، إلا أن هذا لا يتحقق إلا بالإستخدام الأمثل للموارد المالية خاصة ما يتعلق منها بالتمويلات الخارجية في شكل قروض، لذا أشارت معظم الدراسات في الإدارة المالية إن قرار الإعتماد على الديون في العملية المالية من خلال تعظيم الأرباح هو الشغل الشاغل للمسيرين الماليين .

برز الأثر الذي يتركه الرفع المالي على عوائد أسهم قطاعات بورصة أبوظبي، حيث قسمت الدراسة إلى فصلين اثنين، تعرض الأول إلى الأدبيات النظرية للرفع المالي وعوائد الأسهم، أشكالهما، طرق قياسهما وأثر الرفع المالي على عوائد الأسهم، ثم الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع .

أما الفصل الثاني فكان تطبيقا للجانب النظري على العينة المأخوذة من مجتمع الدراسة، في فترة زمنية محددة، استخدمت فيها أساليب إحصائية حديثة تمثلت في بيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel ونماذجها، من أجل الإجابة على الإشكالية وإختبار الفرضيات.

1. نتائج اختبار الفرضيات:

أفضت نتائج إختبار فرضيات الدراسة إلى ما يلي:

أ_ بالنسبة للفرضية الأولى والمتمثلة في "يوجد تأثير سلبي للرفع المالي ممثلا بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول على عوائد الأسهم" فقد تم نفيها من خلال النتائج التالية:

- عدم وجود علاقة بين الرفع المالي ممثلابنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول على عوائد أسهم قطاعات بورصة أبوظبي؛
- إتباع القطاعات محل الدراسة لسياسة تمويلية متحفظة وذلك بعدم الإعتماد على الديون قصيرة الأجل بإعتباره جزء من إجمالي الديون، وذلك للتخفيض من مخاطر هذا النوع من الديون.

ب_ بالنسبة للفرضية الثانية والمتمثلة في " يوجد تأثير سلبي للرفع المالي ممثلا بنسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية على عوائد الأسهم" فقد تم إثباتها من خلال النتائج التالية:

- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي ممثلا بنسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية وعوائد الأسهم قطاعات بورصة أبوظبي عند مستوى معنوية 5%؛
- وجود علاقة عكسية بين الرفع المالي وعائد السهم، حيث أنه كلما زاد الرفع المالي بوحدة واحدة إنخفض عائد سهم القطاعات محل الدراسة بـ 0.4364وحدة؛

- الاعتماد بشكل كبير على الديون من قبل القطاعات محل الدراسة وهو ما يفسر العلاقة العكسية وإنخفاض عائد السهم؛
- إرتفاع تكاليف التمويل التي تتحملها قطاعات بورصة أبوظبي نتيجة المبالغة في إستخدام الرفع المالي وهو ما يؤثر سلبا على عائد السهم؛
- من الناحية النظرية نجد أن زيادة الاعتماد على الديون يخفض من معدلات المردودية وهو ما يؤدي إلى وجود رافعة مالية سالبة.

ت_ بالنسبة للفرضية الثالثة والمتمثلة في" يوجد تأثير إيجابي للرفع المالي ممثلا بنسبة الديون الطويلة الأجل إلى إجمالي الأصول على عوائد الأسهم" فقد تم نفيها من خلال النتائج التالية:

- عدم وجود علاقة بين الرفع المالي ممثلابنسبة إجمالي الديون الطويلة الأجل إلى إجمالي الأصول على عوائد أسهم قطاعات بورصة أبوظبي ؛
- عدم الإعتماد على هذه النسبة كمؤشر لقياس أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم في قطاعات بورصة أبوظبي ، كذلك يرجع إلى تخوف المستثمرين من اللجوء إلى الإستدانة تجنبا للمخاطر التي قد تنجم عليها .

ث_ بالنسبة للفرضية الرابعة والمتمثلة في" يوجد تأثير إيجابي للرفع المالي ممثلا بنسبة الديون الطويلة الأجل إلى حقوق الملكية على عوائد الأسهم" فقد تم إثباتها من خلال النتائج التالية:

- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية طردية عند مستوى معنوية 5% بين نسبة الديون الطويلة الأجل إلى حقوق الملكية وعائد السهم، حيث إنه كلما زادالرفع المالي بوحدة واحدة ينتج عنه زيادة عائد السهم ب0.4183 وحدة ؛
- الأرباح لكل سهم تزداد كلما زادت الرافعة المالية، و هكذا فإن زيادة الرفع المالي تؤدي إلى زيادة درجة التذبذب الأرباح لكل سهم؛
- يرتبط الرفع المالي بهيكل التمويل أي كلما زاد إعتماد القطاع على الإقتراض الطويل الأجل لتمويل إستثماراته، فإن درجة الرفع المالي تزداد فيها و يكون فيها تأثير الرفع المالي على العائد إيجابيا .

ج _بالنسبة للفرضية الخامسة والمتمثلة في"لا توجد علاقة طويلة المدى بين الرفع المالي وعوائد أسهم قطاعات بورصة أبوظبي" فقد تم إثباتها من خلال النتائج التالية:

- عدم وجود تأثير طويل المدى يتركه الرفع المالي على عوائد أسهم قطاعات بورصة أبوظبي، وذلك من خلال إختبار التكامل المشترك لمتغيرا الدراسة؛
- من خلال نماذج Var تبين أنه يوجد أثر سلبي للرفع المالي مقاس بنسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية في المدى القصير، وهو مايثبت ما توصلنا إليه في التحليل الساكن من خلال نماذج بانل .

2_توصيات الدراسة:

- يجب على إدارة الشركات محل الدراسة إعادة النظر في السياسة التمويلية المثلى للمؤسسة بخصوص حجم الإعتماد على الديون وجعلها في حدودها المثلى للإستفادة منه كمصدر للتمويل يعظم لها من عائد أسهمها ويقلل لها من المخاطر؛
- الإعتماد على مصادر التمويل الداخلي في المقام الأول لسهولة الحصول عليها وعدم تحمل تكاليف تحصيلها، ثم اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجي لتغطية العجز المتبقي في الإحتياجات؛
- على إدارة الشركة عند إتخاذ قرارات الهيكل المالي أن تعمل على التوازن ما بين الرفع المالي وأثر ذلك على عائد السهم وكذلك على المخاطر التي تتعرض لها الشركة بسبب هيكلها المالي .

3_آفاق الدراسة:

نظرا لأهمية التمويل في المؤسسات الاقتصادية وخصوصا التمويل الخارجي(الرفع المالي) بإعتباره مصدر مهم من مصادر التمويل لذا نرى أن هذا الموضوع يستحق التعمق والبحث فيه أكثر لذا قمنا بإقتراح بعض الدراسات يمكن أن تكون دراسات مستقبلية ومنها:

- ✓ تطبيق هده الدراسة على قطاعات أخرى وبورصات من أجل تعميم النتائج؛
- ✓ دراسة أثر الرفع المالي والتشغيلي معا على عوائد الأسهم بالإعتماد على أسلوب السلاسل الزمنية المقطعية؛
- ✓ تطبيق هذه الدراسة على المؤسسات المسعرة ببورصة الجزائر ؛
- ✓ دراسة مقارنة لأثر الرفع المالي على عوائد أسهم قطاعات البورصات العربية .

قائمة المراجع

أولا : المصادر و المراجع باللغة العربية

***الكتب :**

1 - أيمن شنطي وآخرون، **مقدمة في الإدارة والتحليل المالي**، ط1، دار البداية للنشر، عمان،2010 .

2 - بادي البلطجي " **تحليل الاقتصاد القياسي في بيانات بانل**، الطبعة الثالثة، 2005 .

3- بالعيساوي محمد الطاهر، **الوجيز في شرح الأوراق التجارية**، ط2، دار هومة للنشر،2008.

4- برجهام وستون ، **التمويل الإداري** ، ترجمة (عبد الرحمن ، النعماني عبد الفتاح) ، دار المريخ ، الرياض1993 .

5- التميمي و اخرون ، الإستثمار بالأوراق المالية ، دار الميسرة للنشر عمان ، الطبعة الأولى ،2004 .

6-عبد الحليم كراجة وآخرون، **الإدارة والتحليل المالي، أسس مفاهيم . تطبيقات** ،ط2، دار الهناء للنشر والتوزيع، عمان، 2006.

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

8- فهمي مصطفى الشيخ ، **التحليل المالي** ، الطبعة الأولى ، رام الله ، فلسطين ، 2008

9- فيصل محمود الشواوره، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلمية)**، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008.

10-محمد صالح الحناوي و آخرون، **أساسيات الإدارة المالية**، ط1، الدار الجامعية لنشر و التوزيع، الاسكندرية،2001.

11- محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى، **الإدارة المالية التحليل المالي للمشروعات الأعمال**، ط1، دار النشر مكتب الجامعي الحديث، مصر، 2008.

12-محمد مطر، **الإتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني**، ط3، دار وائل للنشر، عمان، 2010.

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

***الرسائل الجامعية:**

14- إسلام فيصل احمد"احمد خليل ، **أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الاردنية وعلى سياساتها في توزيعات الأرباح**، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة الشرق الأوسط، 2011.

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

16- دانة بسام محمد يوسف ، **تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي** ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا ، 2008 .

17- السايح قريدة، **محاولة قياس أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم سوق دبي المالي**، رسالة ماسترمالية مؤسسة غير منشورة ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، 2014 .

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

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

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

***المجلات و الملتقيات :**

21- عابد بن عابد العبدلي، **محددات التجارة البيئية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل بانل**، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية جدة، مجلد12، عدد 1، 2010

22-فائز هليل سريح الصبحي و إلياس خضير الحمدوني، **العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم** ، مجلة الباحث، العدد الثامن، جامعة الأنبار، العراق ، 2012.

23- مجدي الشربجي، **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 .

المصادر والمراجع باللغة الأجنبية

24- Aivazian **The impact of leverage on firm investmen,** Canadian evidence(2003) .

25- Gangadhar. V . Ramesh babu **, investment managemnt , anmol pulication** , PVT , LTD , 2006 .

26-Nagi ,**Impact of Financial Leverage on the Payoffs to Stockholders and Market Value,**The IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices, Vol.5, No. 1

27-Zhang J, ***Capital structure and competitive behaviour: The effect of equity financing and earning pressure***, Academy of Management Best Conference, France, Fonteainebleau, 2005 .

28-Prasanna Chandra, **Financial Management Theory and Practice 7th Edition** , MC graw Hill .

III- مواقع الإنترنت

بورصة أبوظبي:

29-على الساعة **20**:**20** 20/3/2016 تاريخ التصفح

https://www.adx.ae/ADXStyle/images/ADX Organization Chart arabic.jpg

_ صندوق النقد العربي .

الملاحق

الملحق 01: الشركات موزعة على قطاعات الدراسة

الشركات	القطاعات
أبوظبي الوطنية للطاقة ، دانة غاز	**الطاقة**
كابيتال ، عمان و الإمارات للإستثمار	**المالية**
الدار العقارية ، راس الخيمة العقارية ،اشراق العقارية	**العقارات**
الوطنية للسياحة و الفنادق ، قيادات السيارات ، الفجيرة التجاري ، الخليج للمشاريع الطبية	**الخدمات**
الفجيرة الوطنية للتأمين ، الظفرة للتأمين	**التأمين**
الإمارات للإتصالات ، مجموعة سوداتل ، اتصالات أوريدو	**الإتصالات**
طيران ابوظبي ، الجرافات البحرية الوطنية ، ابوظبي لصناعة السفن ، الفجيرة لصناعات البناء	**الصناعة**
اسمنت الفجيرة ، اسمنت الخليج ، اسمنت ام القيوين ، اسمنت رأس الخيمة ، سيراميك رأس الخيمة ، الشارقة للإسمنت	**الإنشاءات**
الوطنية للمواد الغذائية ، راس الخيمة للدواجن ، العالمية القابضة لزراعة الأسماك ، فودكو	**الإستهلاكات**

الملحق 2:بيانات عائد السهم و نسب الرفع المالي

قطاع الطاقة

year	eps	da	dp	lda	Ldp
2006	0,0684	0,6078	5,3177	0,4253	4,0087
2007	0,135	0,6231	4,7238	0,5325	4,0591
2008	0,19	0,6304	6,7272	0,5625	6,1462
2009	0,02	0,6128	4,5113	0,5277	4,0176
2010	0,095	0,6225	5,5446	0,5364	5,0315
2011	0,09	0,6091	4,2984	0,3934	3,5356
2012	0,101	0,5985	4,3239	0,3452	3,212
2013	-0,167	0,5885	4,6428	0,2883	1,3753
2014	0,102	0,5868	6,2364	0,3146	4,115
2015	0,05	0,5982	6,8513	0,3267	4,5859

قطاع المالية

year	eps	da	dp	lda	Ldp
2006	0,5429	0,8499	6,4433	0,363	0,7804
2007	0,6	0,8744	7,04	0,4397	0,9454
2008	0,5032	0,8515	7,95	0,5064	1,0888
2009	0,324	0,8379	6,56	0,4748	1,0208
2010	0,412	0,8404	6,64	0,4272	0,9185
2011	0,4107	0,8398	6,43	0,4096	0,8806
2012	0,4961	0,8447	5,59	0,341	0,7332
2013	0,54	0,8508	5,75	0,3087	0,6637
2014	0,85	0,8532	5,92	0,1563	0,3361
2015	0,75	0,8572	6,11	0,2031	0,4368

قطاع الإتصالات

year	eps	da	dp	lda	Ldp
2006	0,5606	0,6078	1,0089	0,1179	0,2274
2007	0,826	0,4068	0,7389	0,1575	0,2852
2008	0,8185	0,4252	0,7135	0,13	0,2215
2009	0,6345	0,4348	0,7316	0,1335	0,2344
2010	0,5125	0,4531	0,7929	0,113	0,2212
2011	0,415	0,4269	0,8766	0,096	0,1778
2012	0,412	0,5494	1,4525	0,0529	0,0899
2013	0,4325	0,539	1,3366	0,0521	0,0894
2014	0,4873	0,5503	1,228	0,1732	0,3888
2015	0,5073	0,5478	1,21	0,1526	0,3383

قطاع العقارات

year	eps	da	dp	lda	Ldp
2006	0,0425	0,4578	1,7449	0,1967	0,6013
2007	0,674	0,3873	1,0388	0,2444	0,722
2008	0,94	0,4644	1,2159	0,2156	0,667
2009	0,19	0,5548	1,7547	0,3846	1,247
2010	-2,15	0,6217	5,3198	0,2479	0,8385
2011	-0,05	0,5835	2,587	0,2852	1,1924
2012	0,185	0,5007	1,6276	0,0648	0,2293
2013	0,21	0,423	0,9565	0,0631	0,1267
2014	0,182	0,3678	0,6798	0,1445	0,2356
2015	0,2015	0,2174	0,5244	0,1201	0,1533

قطاع الصناعة

year	eps	da	dp	lda	ldp
2006	0,6938	0,5099	1,9738	0,1957	0,7128
2007	0,4767	0,507	3,4814	0,2328	1,7036
2008	0,7187	0,5363	2,3851	0,2625	1,1965
2009	0,9827	0,5708	2,5127	0,307	1,3552
2010	1,0293	0,542	1,809	0,2304	0,7281
2011	1,3825	0,4118	0,7078	0,1815	0,375
2012	0,5813	0,5377	1,9272	0,1158	0,2002
2013	0,4547	0,4781	1,7234	0,1567	0,1547
2014	0,078	0,5295	1,97	0,1523	0,4008
2015	0,5407	0,4763	1,2476	0,1227	0,3012

قطاع الإستهلاكات

year	eps	da	dp	lda	ldp
2006	0,0958	0,2684	0,463	0,0419	0.0753
2007	0,303	0,1481	0,2307	0,0366	0,0561
2008	0,224	0,1944	0,4019	0,0337	0,0679
2009	0,055	0,1934	0,3087	0,0267	0,0466
2010	0,5597	0,4124	0,9141	0,0268	0,0489
2011	0,1413	0,3793	0,6267	0,0798	0,1551
2012	-0,4663	0,3106	0,4831	0,0755	0,1243
2013	-0,84	0,3313	0,5796	0,074	0,1421
2014	0,324	0,2337	0,331	0,0002	0,0003
2015	0,562	0,2121	0,2908	0,0235	0,036

قطاع الإنشاءات

year	eps	da	dp	lda	ldp
2006	0,1092	0,2356	0,3683	0,0731	0,1142
2007	0,4223	0,1186	0,142	0,0152	0,0216
2008	0,232	0,217	0,323	0,1302	0,1433
2009	0, 1473	0,1963	0,2986	0,1015	0,1935
2010	0,045	0,2244	0,3542	0,0858	0,1444
2011	-0,0291	0,2725	0,4563	0,0847	0,1493
2012	0,083	0,2789	0,4525	0,0281	0,0343
2013	0,0453	0,2862	0,462	0,0298	0,0413
2014	0,0806	0,2739	0,439	0,0719	0,1228
2015	0,104	0,2524	0,3873	0,1111	0,1769

قطاع الخدمات

Year	eps	da	dp	lda	ldp	year
2006	0,6867	0,3329	0,5804	0,1782	0,3326	2006
2007	0,77	0,2858	0,4814	0,1143	0,2091	2007
2008	0,88	0,3743	0,765	0,122	0,2837	2008
2009	0,855	0,3292	0,6099	0,2393	0,49	2009
2010	0,975	0,3375	0,5981	0,2256	0,4562	2010
2011	0,555	0,3348	0,5793	0,1987	0,3971	2011
2012	0,43	0,3051	0,5199	0,1427	0,255	2012
2013	0,49	0,2905	0,4774	0,1175	0,1995	2013
2014	0,525	0,3905	0,6456	0,2274	0,3692	2014
2015	0,7	0,3485	0,547	0,2165	0,3332	2015

الملحق 3:نتائج تقدير نماذج بانل

التجميعي

Dependent Variable: EPS
Method: Panel Least Squares
Date: 04/08/16 Time: 23:55
Sample: 2006 2015
Periods included: 10
Cross-sections included: 9
Total panel (unbalanced) observations: 89

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.5595	-0.585941	0.166897	-0.097792	C
0.0114	2.588012	0.461750	1.195014	DA
0.0020	-3.185920	0.052938	-0.168656	DP
0.0062	2.807854	0.565967	1.589153	LDA
0.2158	-1.247279	0.057769	-0.072054	LDP

0.346334	Mean dependent var	0.168500	R-squared
0.433670	S.D. dependent var	0.128905	Adjusted R-squared
1.083468	Akaike info criterion	0.404755	S.E. of regression
1.223279	Schwarz criterion	13.76141	Sum squared resid
1.139822	Hannan-Quinn criter.	-43.21434	Log likelihood
1.156220	Durbin-Watson stat	4.255559	F-statistic
		0.003479	Prob(F-statistic)

الثابت

Dependent Variable: EPS
Method: Panel Least Squares
Date: 04/08/16 Time: 23:56
Sample: 2006 2015
Periods included: 10
Cross-sections included: 9
Total panel (unbalanced) observations: 89

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0001	4.088797	0.248764	1.017146	C
0.9583	0.052484	0.613697	0.032209	DA
0.0000	-5.765849	0.064351	-0.371040	DP
0.1758	-1.366685	0.606831	-0.829347	LDA
0.0005	3.643316	0.098974	0.360594	LDP

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

0.346334	Mean dependent var	0.613025	R-squared
0.433670	S.D. dependent var	0.551924	Adjusted R-squared
0.498372	Akaike info criterion	0.290292	S.E. of regression
0.861881	Schwarz criterion	6.404471	Sum squared resid
0.644892	Hannan-Quinn criter.	-9.177551	Log likelihood
1.348229	Durbin-Watson stat	10.03293	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

العشوائي

Dependent Variable: EPS
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/08/16 Time: 23:56
Sample: 2006 2015
Periods included: 10
Cross-sections included: 9
Total panel (unbalanced) observations: 89
Swamy and Arora estimator of component variances

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.1377	1.498614	0.206788	0.309895	C
0.1302	1.528289	0.522471	0.798487	DA
0.0001	-4.232935	0.054438	-0.230431	DP
0.6388	0.471075	0.545880	0.257150	LDA
0.0858	1.738492	0.076828	0.133565	LDP

Effects Specification

Rho	S.D.	
0.4040	0.239013	Cross-section random
0.5960	0.290292	Idiosyncratic random

Weighted Statistics

0.124379	Mean dependent var	0.166738	R-squared
0.358211	S.D. dependent var	0.127059	Adjusted R-squared
9.416003	Sum squared resid	0.334806	S.E. of regression
1.260088	Durbin-Watson stat	4.202170	F-statistic
		0.003768	Prob(F-statistic)

Unweighted Statistics

0.346334	Mean dependent var	-0.199375	R-squared
0.597739	Durbin-Watson stat	19.84978	Sum squared resid

الملحق :4نتائج اختبارات المفاضلة بين النماذج

اختبار هوسمان

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

Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic	Test Summary
0.0000	4	31.784748	Cross-section random

Cross-section random effects test comparisons:

Prob.	Var(Diff.)	Random	Fixed	Variable
0.0173	0.103648	0.798487	0.032209	DA
0.0000	0.001178	-0.230431	-0.371040	DP
0.0000	0.070259	0.257150	-0.829347	LDA
0.0003	0.003893	0.133565	0.360594	LDP

اختبار مضاعف لاغرو نج

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)	1.944682 (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

الملحق :5نتائج نموذج التأثيرات الثابتة بعد التصحيح

Dependent Variable: EPS
Method: Panel Least Squares
Date: 05/03/16 Time: 23:14
Sample (adjusted): 2007 2015
Periods included: 9
Cross-sections included: 9
Total panel (unbalanced) observations: 79
Convergence achieved after 11 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.020050	0.284995	3.579187	0.0007
DA	0.329487	0.670809	0.491179	0.6250
DP	-0.436471	0.065494	-6.664260	0.0000
LDA	-1.037978	0.697616	-1.487893	0.1416
LDP	0.418308	0.094783	4.413306	0.0000
AR(1)	0.422123	0.129088	3.270031	0.0017

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.652894	Mean dependent var	0.350589
Adjusted R-squared	0.583473	S.D. dependent var	0.450698
S.E. of regression	0.290876	Akaike info criterion	0.527530
Sum squared resid	5.499571	Schwarz criterion	0.947432
Log likelihood	-6.837424	Hannan-Quinn criter.	0.695755
F-statistic	9.404825	Durbin-Watson stat	1.805304
Prob(F-statistic)	0.000000		

Inverted AR Roots .42

الملحق 6:نتائج اختبارات الإستقرارية

Panel unit root test: Summary
Series: D(EPS)
Date: 05/08/16 Time: 19:40
Sample: 2006 2015
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
66	9	0.0000	-11.6269	Levin, Lin & Chu t*
57	9	0.1381	-1.08889	Breitung t-stat
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
66	9	0.0234	-1.98867	Im, Pesaran and Shin W-stat
66	9	0.0021	39.9343	ADF - Fisher Chi-square
69	9	0.0000	73.3514	PP - Fisher Chi-square

Panel unit root test: Summary
Series: EPS
Date: 05/08/16 Time: 19:26
Sample: 2006 2015
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
76	9	0.0038	-2.66756	Levin, Lin & Chu t*
67	9	0.0447	-1.69815	Breitung t-stat
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
76	9	0.3694	-0.33355	Im, Pesaran and Shin W-stat
76	9	0.2509	21.5863	ADF - Fisher Chi-square
79	9	0.2189	22.3004	PP - Fisher Chi-square

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: DA
Date: 05/10/16 Time: 20:30
Sample: 2006 2015
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
Total number of observations: 69
Cross-sections included: 9

Method	Statistic	Prob.**
Breitung t-stat	0.75714	0.7755

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Null Hypothesis: Stationarity
Series: DA
Date: 05/10/16 Time: 20:31
Sample: 2006 2015
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 90
Cross-sections included: 9

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	5.81715	0.0000
Heteroscedastic Consistent Z-stat	9.84375	0.0000

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.
** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Panel unit root test: Summary
Series: DA
Date: 05/10/16 Time: 20:29
Sample: 2006 2015
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-4.23602	0.0000	9	78
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-1.83220	0.0335	9	78
ADF - Fisher Chi-square	31.4446	0.0256	9	78
PP - Fisher Chi-square	28.7267	0.0518	9	81

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Null Hypothesis: Stationarity
Series: D(DA)
Date: 05/10/16 Time: 20:33
Sample: 2006 2015
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 81
Cross-sections included: 9

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	8.08255	0.0000
Heteroscedastic Consistent Z-stat	15.7337	0.0000

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.
** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate results on D(DA)

Panel unit root test: Summary
Series: D(DA)
Date: 05/10/16 Time: 20:33
Sample: 2006 2015
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-13.4205	0.0000	9	70
Breitung t-stat	-2.41413	0.0079	9	61
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-2.32345	0.0101	9	70
ADF - Fisher Chi-square	51.8943	0.0000	9	70
PP - Fisher Chi-square	91.7337	0.0000	9	72

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Null Hypothesis: Stationarity
Series: DP
Date: 05/10/16 Time: 20:35
Sample: 2006 2015
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 90
Cross-sections included: 9

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	5.78308	0.0000
Heteroscedastic Consistent Z-stat	9.38326	0.0000

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test,

Panel unit root test: Summary
Series: DP
Date: 05/10/16 Time: 20:34
Sample: 2006 2015
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-4.20471	0.0000	9	77
Breitung t-stat	-1.72925	0.0419	9	68
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-0.34854	0.3637	9	77
ADF - Fisher Chi-square	24.9081	0.1275	9	77
PP - Fisher Chi-square	30.1948	0.0356	9	81

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Null Hypothesis: Stationarity
Series: D(DP)
Date: 05/10/16 Time: 20:38
Sample: 2006 2015
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 81
Cross-sections included: 9

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	12.6837	0.0000
Heteroscedastic Consistent Z-stat	16.7516	0.0000

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.
** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate results on D(DP)

Panel unit root test: Summary
Series: D(DP)
Date: 05/10/16 Time: 20:37
Sample: 2006 2015
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-14.9314	0.0000	9	71
Breitung t-stat	-3.74864	0.0001	9	62
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-2.52042	0.0059	9	71
ADF - Fisher Chi-square	54.6332	0.0000	9	71
PP - Fisher Chi-square	87.9798	0.0000	9	72

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: DA
Date: 05/10/16 Time: 20:30
Sample: 2006 2015
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
Total number of observations: 69
Cross-sections included: 9

Method	Statistic	Prob.**
Breitung t-stat	0.75714	0.7755

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Null Hypothesis: Stationarity
Series: DA
Date: 05/10/16 Time: 20:31
Sample: 2006 2015
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 90
Cross-sections included: 9

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	5.81715	0.0000
Heteroscedastic Consistent Z-stat	9.84375	0.0000

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.
** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Panel unit root test: Summary
Series: DA
Date: 05/10/16 Time: 20:29
Sample: 2006 2015
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-4.23602	0.0000	9	78
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-1.83220	0.0335	9	78
ADF - Fisher Chi-square	31.4446	0.0256	9	78
PP - Fisher Chi-square	28.7267	0.0518	9	81

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Null Hypothesis: Stationarity
Series: D(DA)
Date: 05/10/16 Time: 20:33
Sample: 2006 2015
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 81
Cross-sections included: 9

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	8.08255	0.0000
Heteroscedastic Consistent Z-stat	15.7337	0.0000

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.
** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate results on D(DA)

Panel unit root test: Summary
Series: D(DA)
Date: 05/10/16 Time: 20:33
Sample: 2006 2015
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-13.4205	0.0000	9	70
Breitung t-stat	-2.41413	0.0079	9	61
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-2.32345	0.0101	9	70
ADF - Fisher Chi-square	51.8943	0.0000	9	70
PP - Fisher Chi-square	91.7337	0.0000	9	72

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Null Hypothesis: Stationarity
Series: DP
Date: 05/10/16 Time: 20:35
Sample: 2006 2015
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 90
Cross-sections included: 9

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	5.78308	0.0000
Heteroscedastic Consistent Z-stat	9.38326	0.0000

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test,

Panel unit root test: Summary
Series: DP
Date: 05/10/16 Time: 20:34
Sample: 2006 2015
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-4.20471	0.0000	9	77
Breitung t-stat	-1.72925	0.0419	9	68
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-0.34854	0.3637	9	77
ADF - Fisher Chi-square	24.9081	0.1275	9	77
PP - Fisher Chi-square	30.1948	0.0356	9	81

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Null Hypothesis: Stationarity
Series: D(DP)
Date: 05/10/16 Time: 20:38
Sample: 2006 2015
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 81
Cross-sections included: 9

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	12.6837	0.0000
Heteroscedastic Consistent Z-stat	16.7516	0.0000

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.
** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate results on D(DP)

Panel unit root test: Summary
Series: D(DP)
Date: 05/10/16 Time: 20:37
Sample: 2006 2015
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-14.9314	0.0000	9	71
Breitung t-stat	-3.74864	0.0001	9	62
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-2.52042	0.0059	9	71
ADF - Fisher Chi-square	54.6332	0.0000	9	71
PP - Fisher Chi-square	87.9798	0.0000	9	72

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق7: نتائج اختبار التكامل المشترك

Pedroni Residual Cointegration Test
Series: D(DP) D(DA) D(EPS) D(LDA) D(LDP)
Date: 04/09/16 Time: 19:45
Sample: 2006 2015
Included observations: 90
Cross-sections included: 8 (1 dropped)
Null Hypothesis: No cointegration
Trend assumption: No deterministic trend
Automatic lag length selection based on SIC with a max lag of 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)

Prob.	Weighted Statistic	Prob.	Statistic	
0.9880	-2.256520	0.9339	-1.505474	Panel v-Statistic
0.9940	2.514869	0.9932	2.466595	Panel rho-Statistic
0.3634	-0.349316	0.8202	0.916269	Panel PP-Statistic
0.3771	-0.313000	0.8191	0.911800	Panel ADF-Statistic

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)

Prob.	Statistic	
0.9999	3.777562	Group rho-Statistic
0.4194	-0.203349	Group PP-Statistic
0.7055	0.540322	Group ADF-Statistic

الملحق 8 : تقدير معادلة نموذج var

System: UNTITLED
Estimation Method: Least Squares
Date: 05/08/16 Time: 20:28
Sample: 2009 2015
Included observations: 60
Total system (unbalanced) observations 299

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	
0.8237	-0.222981	0.176985	0.039464	C(1)
0.0078	-2.681924	0.191834	-0.514485	C(2)
0.3050	-1.027814	1.206920	-1.240489	C(3)
0.7848	-0.273299	1.051383	-0.287342	C(4)
0.0274	1.352731	0.135846	0.183763	C(5)
0.7916	-0.264549	0.133414	-0.035295	C(6)
0.1748	-2.257681	1.110800	-2.507833	C(7)
0.4741	0.716833	1.498006	1.073821	C(8)
0.4757	-0.714344	0.160848	-0.114901	C(9)
0.6153	0.503137	0.215704	0.108529	C(10)

درجة التأخير

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: D(EPS) D(DA) D(DP) D(LDA) D(LDP)
Exogenous variables:
Date: 05/08/16 Time: 20:23
Sample: 2006 2015
Included observations: 41

HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
-1.244550*	-0.580170*	-1.625031	1.36e-07	NA	58.31313	1
-0.982828	0.345933	-1.743789*	1.27e-07*	41.48639*	85.74768	2
-0.516808	1.476835	-1.858248	1.57e-07	29.48325	108.9941	3
0.087904	2.745425	-1.434019	2.58e-07	20.90095	129.3974	4

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

الفهرس	الصفحة
الإهداء	III
الشكر والتقدير	IV
الملخص	V
قائمة المحتويات	VII
قائمة الجداول	VIII
قائمة الأشكال البيانية	IX
قائمة الاختصارات	X
قائمة الملاحق	XI
قائمة الإختصارات والرموز	X
مقدمة	أ
الفصل الأول :الأدبيات النظرية والتطبيقية للرفع المالي وعوائد الأسهم	1
تمهيد	2
المبحث الأول: الأدبيات النظرية للرفع المالي وعوائد الأسهم	3
المطلب الأول: مفهوم الرفع وأساسياته	3
الفرع الأول: مفهوم الرفع المالي	3
الفرع الثاني: أشكال الرفع المالي	4
الفرع الثالث: نسب الرفع المالي	5
المطلب الثاني:عائد السهم	7
الفرع الأول:مفهوم عائد السهم	8
الفرع الثاني:أشكال عائد السهم وطرق حسابها	8
الفرع الثالث: العلاقة بين الرفع المالي و العائد على السهم	10
المبحث الثاني: الدراسات السابقة	10
المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية	10
المطلب الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية	13
المطلب الثالث: موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة	14
خلاصة الفصل	16

الفصل الثاني: الدراسة القياسية للرفع المالي وعوائد الأسهم	17
تمهيد	18
المبحث الأول: الطريقة والأدوات	19
المطلب الأول: الطريقة المستخدمة في الدراسة في الدراسة	19
الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة	19
الفرع الثاني: متغيرات الدراسة	20
الفرع الثالث: طريقة جمع البيانات	21
المطلب الثاني: الأدوات التي استعانت بها الدراسة	22
الفرع الأول:نماذج السلاسل الزمنية المقطعية	22
الفرع الثاني:إإختبارات جذر الوحدة و علاقات التكامل المتزامن	26
الفرع الثالث:صياغة نموذج الدراسة	27
المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها	28
المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة	28
الفرع الأول: التمثيل النقطي لمتغيرات الدراسة	28
الفرع الثاني: تقدير نماذج بانل	30
الفرع الثالث: إختبارات المفاضلة بين نماذج الدراسة	30
الفرع الرابع: إختبارات الإستقرارية و التكامل المشترك	34
المطلب الثاني: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة	38
الفرع الأول: تحليل نتائج المفاضلة بين النماذج	38
الفرع الثاني: تحليل نتائج تقديرنموذج التأثيرات الثابتة	39
الفرع الثالث: تحليل الإستقرارية والتكامل المشترك	40
الفرع الرابع: تحليل نتائج الإنحدار الذاتي	41
خلاصة الفصل	43
الخاتمة	45
قائمة المراجع	49
قائمة الملاحق	53
الفهرس	62