

جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان : علوم اقتصادية والتسيير وعلوم تجارية

الشعبة: علوم مالية ومحاسبية

التخصص: مالية المؤسسة

من إعداد الطالبة : حليمة بن خريدة

بعنوان :

## تأثير الاستدانة على عوائد الأسهم

" حالة بورصة الجزائر للفترة (2000-2014) "

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 25 ماي 2016

أمام اللجنة المكونة من السادة :

(أستاذ مساعد "أ"، جامعة ورقلة) رئيسا

أ/ محمد الأخضر قريشي

(أستاذ محاضر "أ"، جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا

د/ محمد زرقون

(أستاذ مساعد "أ"، جامعة ورقلة) مناقشا

أ/ حياة بزقاري

السنة الجامعية 2015/2016



جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان : علوم اقتصادية والتسيير وعلوم تجارية

الشعبة: علوم مالية ومحاسبية

التخصص: مالية المؤسسة

من إعداد الطالبة : حليمة بن خريدة

بعنوان :

# تأثير الاستدانة على عوائد الأسهم

" حالة بورصة الجزائر للفترة (2000-2014) "

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 25 ماي 2016

أمام اللجنة المكونة من السادة :

(أستاذ مساعد "أ"، جامعة ورقلة) رئيسا

أ/ محمد الأخضر قريشي

(أستاذ محاضر "أ"، جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا

د/ محمد زرقون

(أستاذ مساعد "أ"، جامعة ورقلة) مناقشا

أ/ حياة بزقاري

السنة الجامعية 2015/2016

## الإهداء

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

وصلى الله على سيدنا مُحَمَّد وعلى آله وصحبه الكرام

في مقاعد النجاح والتميز

وأرواح هزها الشوق فسارت دون قيد إلى مراتب السمو

سارت بكل جد

واتخذت حروف الرقي عدة لتحصيل التفوق والعلو

خلت فكرا من ليال أسقت ثمارها من نهر الاجتهاد حتى ارتقت بكل فخر واشتياق

اهدي ثمرة عملي إلى روح تحت قدميها الجنان إلى نبض حنان أهداني الأمان، إلى شمعة أضاءت دجية أيامي، إلى "أمي" التي عجزت كل الكلمات عن ذكر اسمها، إلى من حملتني صغيرا وربتني وسقتني حبهما.

إلى "أبي" إلى رفيقا وصديقا وفيما أسعد أيامي ورسم ضحكات عانقت أيامي، إلى من ساندي وكان معي بكل خطوة أخطوها.

إلى إخوتي "نبيل، صفاء، وسام، مُحَمَّد ناجي، إيناس"، إلى فرحة بأيامي عائلتي الصغيرة، إلى عائلتي الكبيرة، إلى من تربطني معم أي صلة أو قرابة، إلى كل من يعرفني ولكل من اعرفه من بعيد أو قريب، إلى سند كان معي دوما ابن خالتي "محمود مصطفى"

إهداء إليكم يا فخرا لا يبدأ إلا بكم ولا ينتهي إلا بكم، فروحي تحتفي بكم على أريكة الرقي لتشرقوا كشمس أضاءت ما بين السماء والأرض فهنيئا لنا بكم "سعاد ، صليحة، خديجة، سهير، سارة، سمية، هلاء، حليلة، فتيحة، هاجر، ..."

إهداء لزملائي وزميلاتي بدفعة 2016/2015 ماستر مالية المؤسسة ولكل الأساتذة الكرام وإهداء خاص لصارة جازولي، حليلة

ومريم قريشي، فيروز.

## الشكر

شكرا لمن أهدى قلبي نورا

شكرا لمن جعل دربي نورا

الشكر الأول والأخير لله عز وجل والذي وفقنا لإتمام هذا العمل المتواضع، وسخر لنا من عباده من يعيننا على انجازه، اخص منهم بالذكر الأستاذ مُجَّد زرقون على قبوله الإشراف على هذا العمل وثانيا على توجيهاته ونصائحه ، فله مني جزيل الشكر والعرفان.

كما اخص بالشكر الأستاذ السعيد هتهات، طالب الدكتوراه شنين عبد النور، احمد بضياف، عبد الغني دادن، الياس بن ساسي، إسماعيل بن قانة، مُجَّد لخضر قريشي، بوزيد عصام، خير الدين قريشي، غريب بولرباح، محي الدين طرفاوي والى جميع الأساتذة الذين قدموا لنا نصحا وعونا والى جميع الأساتذة الذين رافقونا في الأطوار التعليمية المختلفة.

كما أتقدم بشكري الخالص إلى موسى لملولي، عرابة الحاج، أنور، حساني المولدي، أعضاء مكتبه جامعة قاصدي مرياح و اخص بالذكر مُجَّد الأمين بن عريمة وسفيان عطاوات على كل دقيقة ضاعت من وقتهم معي.

اشكر الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة على قراءتهم المذكرة وقبولهم المناقشة.

اسأل الله أن يرزقهم من فضله وينزلهم مراتب الأنبياء.

حليمة

تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر أشكال الاستدانة ممثلة بمجموعة من النسب (الاستدانة الإجمالية الاستدانة طويلة الأجل الاستدانة قصيرة الأجل الرفع المالي) على عوائد أسهم شركتي صيدال وفندق الأوراسي المدرجتين ببورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى 2014، ولمعالجة إشكالية الدراسة واختبار فرضياتها استخدمنا نموذج السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data، بالاعتماد على Eviews7.

خلصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين كل من الاستدانة (الإجمالية، طويلة الأجل) وعوائد أسهم مؤسستي صيدال وفندق الأوراسي، كما أظهرت نتائج هذه الدراسة وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي وعوائد أسهم هاتين المؤسستين، أما فيما يخص الاستدانة قصيرة الأجل فقد توصلنا لعدم وجود أي علاقة بينها وبين عوائد أسهم المؤسسات محل الدراسة.

**الكلمات المفتاحية :** استدانة إجمالية، استدانة طويلة الأجل استدانة قصيرة الأجل رفع المالي، عائد السهم، سلسلة زمنية مقطعية.

**Abstract:**

This study aims to measure the impact of the debt represented by a set of ratios (total debt, long-term debt, short-term debt, leverage financial) on the earnings per share of saidal institution and Aurassi hotel. That are in served in the Algerian stock exchange in the period from 2000 to 2014, to treat this problematic shidy and select its hypo theses we used the time series model Panel Data, Depending on the Eviews7.

The result of this study shows that there is an inverse relation ship between (total , short-term) and the earnings per share of saidal institution and aurassi hotel, the result study short also that there is an inverse relation ship of statistically significant between leverage financial and earning per share of this two institutions, concerning the short-term debt we have found that there is no relation ship between cit and the earnings per share of this two institutions.

**Key words .:** total debt, long-term debt, short-term dept, leverage financial, panel data.

## قائمة المحتويات

III	الإهداء
IV	الشكر
V	الملخص
VI	قائمة المحتويات
VII	قائمة الجداول
VIII	قائمة الأشكال البيانية
IX	قائمة الاختصارات والرموز
X	قائمة الملاحق
أ	مقدمة
1	الفصل الأول: الأدبيات النظرية لكل من الاستدانة وعوائد الأسهم
3	المبحث الأول : الأدبيات النظرية لعائد السهم والاستدانة
10	المبحث الثاني : مراجعة الدراسات السابقة
17	الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لأثر الاستدانة على عوائد الأسهم لبعض الشركات المدرجة ببورصة الجزائر
19	المبحث الأول : الطريقة والأدوات
22	المبحث الثاني : عرض نتائج الدراسة التطبيقية ومناقشتها
40	الخاتمة
44	قائمة المراجع
47	الملاحق
56	الفهرس

## قائمة الجداول

14	..... يلخص الدراسات السابقة باللغة العربية	الجدول رقم (1.1)
14	..... يلخص الدراسات السابقة باللغة الأجنبية	الجدول رقم (2.1)
19	..... يوضح عدد الشركات المدرجة ببورصة الجزائر من 2000 إلى 2014	الجدول رقم (1.2)
20	..... يوضح الشركات المدرجة ببورصة الجزائر في سنة 2014	الجدول رقم (2.2)
21	..... يوضح طرق حساب النسب المستخدمة في الدراسة	الجدول رقم (3.2)
23	..... يوضح نتائج نماذج الانحدار لـEPS بدلالة TDOA	الجدول رقم (4.2)
24	..... يوضح اختبار LM لـEPS بدلالة TDOA	الجدول رقم (5.2)
25	..... يوضح نتائج نموذج الانحدار التجميعي لـEPS بدلالة TDOA	الجدول رقم (6.2)
27	..... يوضح نتائج نماذج الانحدار لـEPS بدلالة LTDOA	الجدول رقم (7.2)
28	..... يوضح اختبار LM لـEPS بدلالة LTDOA	الجدول رقم (8.2)
28	..... يوضح نتائج نموذج الانحدار التجميعي لـEPS بدلالة LTDOA	الجدول رقم (9.2)
31	..... يوضح نتائج نماذج الانحدار لـEPS بدلالة TDOAS	الجدول رقم (10.2)
32	..... يوضح المعادلات غير الخطية لتمثيل العلاقة بين EPS و STDOA	الجدول رقم (11.2)
33	..... يوضح نتائج نماذج الانحدار لـEPS بدلالة LF	الجدول رقم (12.2)
34	..... يوضح المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين EPS و LF	الجدول رقم (13.2)
34	..... يوضح اختبار LM للمتغير التابع EPS بدلالة LF	الجدول رقم (14.2)
35	..... يوضح نتائج نموذج الانحدار التجميعي لـEPS بدلالة LF	الجدول رقم (15.2)



## قائمة الأشكال البيانية

23	..... يوضح التمثيل الانتشاري لـEPS بدلالة TDOA	الشكل رقم (1.2)
26	..... يوضح مناطق القبول والرفض لاختبار (Durbin-Watson) لـEPS بدلالة TDOA	الشكل رقم (2.2)
27	..... يوضح التمثيل الانتشاري لـEPS بدلالة LTDOA	الشكل رقم (3.2)
30	..... يوضح مناطق القبول والرفض لاختبار (Durbin-Watson) لـEPS بدلالة LTDOA	الشكل رقم (4.2)
31	..... يوضح التمثيل الانتشاري لـEPS بدلالة STDOA	الشكل رقم (5.2)
33	..... يوضح التمثيل الانتشاري لـEPS بدلالة LF	الشكل رقم (6.2)
37	..... يوضح مناطق القبول والرفض لاختبار (Durbin-Watson) لـEPS بدلالة LF	الشكل رقم (7.2)

## قائمة الاختصارات والرموز

الرمز / الاختصار	الدلالة باللغة الأجنبية	الدلالة باللغة العربية
EPS	Earning Per Share	نصيب السهم العادي من الأرباح
TDOA	Total Debt On Assets	إجمالي الديون على إجمالي الأصول
LTDOA	Long- Term Debt Assets	الديون طويلة الأجل على الأصول
STDOA	Short- Term Debt Assets	الديون قصيرة الأجل على الأصول
LF	Leverage Financial	الرفع المالي
PL	Panel Data	بيانات السلاسل الزمنية المقطعية
PRM	Pooled Regression Model	نموذج الانحدار التجميعي
FEM	Fixed Effects Model	نموذج التأثيرات الثابتة
REM	Random Effects Model	نموذج التأثيرات العشوائية
LM	Test Multiplier LaGrange	اختبار مضاعف لاغرونج
TH	Hausman Test	اختبار هوسمان

## قائمة الملاحق

48	..... يوضح متغيرات الدراسة	(01) الملحق رقم
49	..... يوضح جداول اختبارات النماذج لعائد السهم بدلالة الاستدانة الإجمالية	(02) الملحق رقم
50	..... يوضح جداول اختبارات النماذج لعائد السهم بدلالة الاستدانة طويلة الأجل	(03) الملحق رقم
51	..... يوضح جداول اختبارات النماذج لعائد السهم بدلالة الاستدانة قصيرة الأجل	(04) الملحق رقم
52	..... يوضح جداول اختبارات المعادلات غير خطية لتمثيل العلاقة بين عائد السهم والاستدانة قصيرة الأجل	(05) الملحق رقم
53	..... يوضح جداول اختبارات النماذج لعائد السهم بدلالة الرفع المالي	(06) الملحق رقم
54	..... يوضح جداول اختبارات النماذج خطية لعائد السهم بدلالة الرفع المالي	(07) الملحق رقم
55	..... يوضح الجدول الإحصائي لدرين واتسون (Durbin- Watson stat)	(08) الملحق رقم

# المقدمة

أ. توطئة

تعتبر المؤسسة الاقتصادية النواة الرئيسية داخل النشاط الاقتصادي والأداة المفضلة لخلق الثروة في المجتمع، حيث تقوم بممارسة عدة وظائف (تمويل، تموين، إنتاج، تسويق)، إلا أن مزاوتها لأي وظيفة يتولد عنه احتياجات تلجأ إلى تغطيتها بالبحث عن مصادر تمويلية ملائمة.

يعتبر هدف تعظيم الربح من أهم الأهداف التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها، وبما أن المؤسسات الاقتصادية في الدول النامية لا تزال تحت الاقتصاد المغلق ولعله السبب الرئيسي الذي حال دون وجود سوق مالي نشط، والذي أدى إلى عدم القدرة للحصول على الأموال من مصادرها، لذلك تعتبر الاستدانة من أهم مصادر التمويل التي تعظم من ربحية المؤسسة، لاستفادتها من مزايا الوفر الضريبي، حيث أن تكلفة الفوائد تخصم من وعاء الربح الخاضع للضريبة، مما يجعلها مصدرا مفضلا للتمويل عن غيره من المصادر الأخرى، من هذا المنطلق يمكن طرح الإشكالية التالية :

ب. الإشكالية الرئيسية :

ما تأثير أشكال الاستدانة على عوائد أسهم الشركات المدرجة ببورصة الجزائر ؟

ويمكن تقسيم هذه الإشكالية إلى الأسئلة الفرعية التالية :

1. هل توجد علاقة بين الاستدانة الإجمالية و ربحية أسهم الشركات المدرجة ببورصة الجزائر ؟
2. ما هي طبيعة العلاقة بين الاستدانة طويلة الأجل و ربحية أسهم الشركات المدرجة ببورصة الجزائر؟
3. ما هي درجة تأثير الاستدانة قصيرة الأجل على ربحية أسهم المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر؟
4. هل يوجد تأثير للرفع المالي على ربحية سهم المؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر؟

ت. الفرضيات :

ويمكننا الإجابة عن الأسئلة الفرعية السابقة بالفرضيات التالية:

1. هناك علاقة بين الاستدانة الإجمالية مقاسه ب (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول) و ربحية أسهم الشركات المدرجة ببورصة الجزائر.
2. هناك علاقة طردية ذات دلالة بين الاستدانة طويلة الأجل مقاسه ب (الديون طويلة الأجل إلى الأصول) و ربحية أسهم الشركات المدرجة ببورصة الجزائر.
3. هناك تأثير ضعيف للاستدانة قصيرة الأجل مقاسه ب (الديون قصيرة الأجل إلى الأصول) على ربحية أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.
4. يوجد تأثير للرفع المالي مقاسه ب (الديون إلى الأموال الخاصة) على ربحية أسهم الشركات المدرجة ببورصة الجزائر.

ث. مبررات اختيار الموضوع :

تتمثل مبررات اختيارنا موضوع الدراسة فيما يلي:

- محاولة التعرف على أشكال الاستدانة نظرا لأهميتها بالنسبة للشركات الاقتصادية وهذا بحكم التخصص؛
- الرغبة الشخصية بالربط بين مالية المؤسسة ومالية الأسواق؛
- نوع من الفضول العلمي للتعرف أكثر على السوق المالي وعدم الاكتفاء بكل ما هو نظري.

ج. أهمية الدراسة :

تنبع أهمية هذه الدراسة من كون الاستدانة أهم مصدر من مصادر التمويل في ظل غياب أسواق مالية متطورة، لذلك جاءت هذه الدراسة للوقوف على مساهمة الاستدانة كمصدر تمويل خارجي والذي من شأنه تعظيم ربحية المساهمين.

ح. أهداف الدراسة:

تتمثل أهداف الدراسة الحالية ما يلي:

- قياس تأثير أشكال الاستدانة على عوائد أسهم شركتي صيدال والأوراسي المدرجة ببورصة الجزائر؛
- محاولة الإحاطة بالمفاهيم النظرية المتعلقة بمتغيرات الدراسة المتمثلة في عائد السهم والاستدانة.

خ. حدود الدراسة :

يتم هنا التطرق إلى الحدود المكانية والزمنية

الحدود المكانية : أجريت الدراسة على عينة مكونة من شركتين (شركة صيدال وفندق الأوراسي) مدرجتين ببورصة الجزائر.

الحدود الزمنية : تمت الدراسة خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى 2014.

د. منهجية الدراسة والأدوات المستخدمة :

لقد قمنا في هذه الدراسة بالاعتماد على المنهج الوصفي، للإجابة على إشكالية الدراسة وتساؤلاتها ونفي أو إثبات الفرضيات، إضافة للإحاطة بمختلف الأدبيات النظرية وأهم الدراسات السابقة الخاصة بالموضوع، وذلك باستخدام أسلوب المسح المكتبي من خلال الإطلاع على مجموعة من الكتب والمقالات والرسائل الجامعية التي لها علاقة بمتغيرات الدراسة، كما تم الاعتماد على أسلوب دراسة الحالة في الدراسة التطبيقية لموضوع البحث.

أما بالنسبة للأدوات المستخدمة في الدراسة تمثلت في الأسلوب الإحصائي Data Panel بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews7.

ذ. صعوبات البحث :

- صعوبة الحصول البيانات والتقارير المالية للسنوات قبل سنة 2011؛
- صعوبة استخدام الأسلوب الإحصائي وذلك لاستخدامه لأول مرة.

ر. هيكـل الدراسة :

من اجل الوصول إلى أهداف الدراسة والإشكالية الرئيسية تم تقسيم البحث إلى فصلين بعد عرض المقدمة، يتمثل الفصل الأول في الأدبيات النظرية لكل من الاستدانة وعوائد الأسهم، أما الفصل الثاني تمثل في الدراسة التطبيقية لأثر الاستدانة على عوائد الأسهم لبعض الشركات الاقتصادية المدرجة لبورصة الجزائر.

قمنا بتقسيم الفصل الأول إلى مبحثين حيث تناولنا في المبحث الأول الأدبيات النظرية الخاصة بعائد السهم وأهم مؤشرات قياسه بالإضافة للاستدانة وأهم تصنيفاتها، أما المبحث الثاني فقد تم فيه عرض الدراسات السابقة الخاصة بالموضوع محل البحث وما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة.

أما فيما يخص الفصل الثاني تم تقسيمه إلى مبحثين، في المبحث الأول تم عرض منهجية وأدوات الدراسة أما في المبحث الثاني تم التطرق إلى عرض وتحليل وتفسير نتائج الدراسة التطبيقية ومناقشتها وصولاً إلى الخاتمة التي تناولت النتائج وأهم التوصيات التي خلصت بها الدراسة.

الفصل الأول

الأدبيات النظرية

لكل من الاستدانة وعوائد الأسهم



تمهيد :

تعتبر الاستدانة من أهم المواضيع بالنسبة للمؤسسات مهما كان حجمها (صغيرة، متوسطة، كبيرة)، وطبيعة نشاطها خاصة في ظل كثرة الاحتياجات المالية وصعوبة الحصول على الأموال اللازمة للقيام بمشاريعها الاستثمارية، حيث نجد أن بعض الشركات بالرغم من قدرتها على تمويل نفسها من مصادر داخلية تقوم باللجوء إلى الاستدانة، سعياً منها لتعظيم ربحية مساهميها ويتوقف ذلك على مدى استفادتها من المزايا المتوفرة عند اللجوء إلى هذا المصدر، وذلك بتحقيق وفورات ضريبية من خلال تقليل الربح الخاضع للضريبة.

ومن هذا المنطلق قمنا بالتطرق إلى أهم العناصر النظرية الخاصة بعوائد الأسهم والاستدانة حيث قمنا بتقسيم الفصل الأول إلى مبحثين هي كالآتي :

✓ المبحث الأول : الأدبيات النظرية لعائد السهم والاستدانة

✓ المبحث الثاني : مراجعة الدراسات السابقة

## المبحث الأول : الأدبيات النظرية لعائد السهم والاستدانة

نحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى أهم المفاهيم النظرية المتعلقة بعائد السهم والاستدانة.

### المطلب الأول : الإطار النظري لعائد السهم

إن للعائد أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين في الأسهم، حيث سنحاول في هذا المطلب التعرف على الأسهم بالإضافة إلى عائد السهم واهم مؤشرات قياسه.

### الفرع الأول : تعريف السهم وأنواعه

قبل التطرق إلى عائد السهم سيتم التعرف على السهم واهم أنواعه.

#### أولاً: تعريف السهم :

يمثل السهم حصة عينية أو نقدية للمساهم في رأسمال الشركة،<sup>1</sup> سواء تم إصدار هذه الأسهم عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأسمالها،<sup>2</sup> كما أنه يعطي حامله الحق في استرجاع قيمة السهم وذلك مع الاستفادة من توزيع الأرباح أو تحمل الخسائر.<sup>3</sup>

#### ثانياً : أنواع السهم

يمكن تقسيم السهم إلى نوعين رئيسيين وهما :

- 1 - **السهم العادي** : يمثل أداة ملكية وليس اقتراضاً وصاحب الأسهم العادية يحصل على الربح بعد قيام الشركة بمسئولياتها وتكون مسؤولية المساهم بقدر عدد الأسهم التي يحملها؛<sup>4</sup>
- 2 - **السهم الممتاز** : وهي أحد أنواع الأسهم، سميت بالممتازة لأنها تمكن حاملها من الحصول على عدد من الامتيازات في ما يخص الأولوية في الحصول على توزيعات الأرباح وعند التصفية.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> دانه بسام مجد يوسف، تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، كلية العلوم الإدارية والمالية، الأردن، 2008، ص 22.

<sup>2</sup> حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ص 12.

<sup>3</sup> إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي دروس وتطبيقات، الجزء الأول، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان، 2011، ص 442.

<sup>4</sup> دانه بسام مجد يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 28.

<sup>5</sup> بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010، ص 15.

## الفرع الثاني : تعريف عائد السهم

سيتم في هذا الفرع التعرف على عائد السهم واهم مؤشرات قياسه.

### تعريف عائد السهم

هناك عدة مفاهيم لعائد السهم من بينها ما يلي:

**تعريف 1** : يعتبر العائد مؤشر أساسي للاستثمار بالأسهم العادية ومقياس لترتيبها والمفاضلة فيما، بينها وتوقيت هذا العائد يخضع لسياسة الشركة في توزيع وطبيعة التشريعات في البلد المعني.<sup>1</sup>

**تعريف 2** : العائد على السهم هو المبلغ أو نسبة الأرباح المحققة من الاستثمار أو المحفز المكافئ لكل استثمار 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 المترتب على الاستثمار خلال مدة زمنية معينة.<sup>2</sup>

يمكن تعريف عائد السهم بناء على التعريفين السابقين على انه نسبة من الأرباح المحققة من قبل الشركة وهي المكافأة المنتظرة من قبل المستثمرين في أسهم تلك الشركة نتيجة تخليه عن منفعة حالية أو استهلاك حالي.

### الفرع الثالث : مؤشرات قياس عائد السهم

هي مؤشرات تمكن المستثمر من تقييم الشركة وأدائها في الماضي وفرصها المستقبلية لتحقيق عوائد أكبر لمستثمريها كالتالي:

**1. نصيب السهم من الأرباح المحققة (ربحية السهم) (EPS)** : ويقصد بها حصة السهم العادي من الأرباح، وتقاس بصافي الربح بعد الضريبة مطروحا منه توزيعات الأسهم الممتازة مقسوما على الوسط المرجح لعدد الأسهم العادية.<sup>3</sup>

$$\text{EPS} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة} - \text{توزيعات الاسهم الممتازة}}{\text{الوسط الحسابي المرجح لعدد الاسهم العادية}}$$

**1. نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPS)** : وتمثل حصة كل سهم عادي من الأرباح التي توزع على حملة الأسهم العادية في نهاية العام، سواء تم توزيعها في صورة نقد أو أي أصل آخر أو في صورة أسهم مجانية.<sup>4</sup> ويجسب بموجب الصيغة التالية<sup>5</sup>:

$$\text{DPS} = \frac{\text{الأرباح الموزعة للتوزيع}}{\text{عدد الاسهم العادية}}$$

<sup>1</sup> صباح أسامة علي شراب، اثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006، ص59.

<sup>2</sup> فريدة السايح، محاولة قياس اثر الرفع المالي على عوائد الأسهم، مذكرة ماستر، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2014، ص07.

<sup>3</sup> محمد طلال ناصر الدين، اثر الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية السهم العادي للشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2011، صص.07-08.

<sup>4</sup> إسلام فيصل أحمد، أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياساتها في توزيع الأرباح، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2011، ص10.

<sup>5</sup> فريدة السايح، مرجع سبق ذكره، ص 08.

2. **مردود السهم العادي (YPS)** : تشير هذه النسبة إلى نسبة العائد من توزيعات الأرباح للسهم الواحد إلى القيمة السوقية للسهم،<sup>1</sup> وهو من أهم المقاييس التي قد تمكن المستثمر من الإقبال أو العزوف عن شراء سهم معين حسب اعتبارات خاصة لدى المستثمر والذي يمكن حسابه كالتالي<sup>2</sup> :

$$\frac{\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة}}{\text{القيمة السوقية للسهم العادي}} = \text{الربح الجاري}$$

3. **مضاعف السهم العادي (PER)** : يستخدم لتقييم مدى التضخم أو الانكماش الحادث في الأسعار السوقية للسهم، وبالتالي يفيد في التنبؤ بحركة الأسعار. وتحدد هذه النسبة بالمعادلة التالية<sup>3</sup> :

$$\frac{\text{السهم السوقية السعر}}{\text{EPS}} = \text{PER}$$

كما يمكن تحديدها بمعادلة أخرى باستخدام (DPS) بدلا من (EPS) وذلك بالمعادلة التالية<sup>4</sup> :

$$\frac{\text{السعر السوقي للسهم}}{\text{DPS}} = \text{PER}$$

4. **عائد الاحتفاظ بالسهم (HPR)** : ويقيس هذا المؤشر معدل نمو أو اضمحلال ثروة حامل السهم. وتحدد بالمعادلة التالية:

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

ويقصد بالقيمة الإجمالية لدخل السهم من جميع المصادر إيراد السهم (EPS) مضافا إليه المكاسب الرأسمالية المحققة من تقلب سعره السوقي.<sup>5</sup>

حيث أن في هذه الدراسة قمنا بالاعتماد على صيغة نصيب السهم العادي (ربحية السهم EPS) للتعبير عن عائد السهم باعتباره أكثر المعطيات التي يتم الحديث عنها خلال إعلان الأرباح، وهو يوفر للمستثمرين نظرة ثاقبة عن صحة أرباح الشركة وغالبا يؤثر على سعر السهم بعد الإعلان السعر، وعموما يعتبر المتغير المهم في تحديد سعر السهم، وهو احد المكونات الرئيسية المستخدمة في تقييم السعر إلى الأرباح هذا من جهة، بالإضافة لعدم انتظام توزيعات الشركات المدرجة في بورصة الجزائر بالإضافة إلى عدم اختلاف الأسعار اليومية لأسهم هاته الشركات وعدم وجود فوارق كبيرة بين أسعار الإغلاق والافتتاح وهذا من جهة أخرى.

<sup>1</sup> محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، الطبعة الأولى، 2011، ص54.

<sup>2</sup> أمجد إبراهيم البراجنة، اختبار العلاقة بين توزيع الإرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2009، ص49.

<sup>3</sup> فريدة السايح، مرجع سابق، ص 08.

<sup>4</sup> محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، دار وائل للنشر، الطبعة الرابعة، 2006، ص.ص268-269.

<sup>5</sup> المرجع السابق، ص.ص269-270.

## المطلب الثاني : الإطار العام للاستدانة

تعتبر الاستدانة موردا ضروريا ومهما في الشركات الاقتصادية، حيث تلجأ الأخيرة إليها عندما تكون غير قادرة على تمويل نفسها، أو لنقص الموارد المالية لديها، في حين نجد بعض الشركات تعتمد اللجوء إلى الاستدانة لتحقيق مزايا لا تتوفر عند تمويل نفسها من مصادر داخلية، حيث سنتطرق من خلال هذا المطلب إلى تعريف الاستدانة، وتصنيفاتها، وعلاقتها بعوائد الأسهم.

### الفرع الأول : تعريف الاستدانة

سنقوم بعرض بعض التعاريف للاستدانة ومنها :

**تعريف 1 :** الاستدانة هي كلمة مخصصة للعمليات المالية التي تجمع مباشرة بين هيئة مالية، سواء كان بنك أو مؤسسة مالية والمقرض<sup>1</sup> سواء أشخاص طبيعيين أو معنويين، ويتم الحصول على الديون من المؤسسات الائتمانية أو من الأسواق المالية في شكل سندات.<sup>2</sup>

**تعريف 2 :** تعتبر الاستدانة مصدر تمويل خارجي، وتعرف على أنها تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال بهدف تمويل استثماراتها ومن ثم فهي تتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخوضم سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل و قصيرة الأجل.<sup>3</sup>

**تعريف 3 :** هي التمويل بالقروض المصرفية من البنوك ومؤسسات الإقراض مقابل دفع فوائد على المبالغ المقرضة أو من خلال إصدار الشركة سندات تم بيعها لجمهور المستثمرين.<sup>4</sup>

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف الاستدانة على أنها مصدر تمويل خارجي تستخدمه المؤسسة لتمويل جزء من أصولها، حيث أن الاستدانة تكون في شكل قروض عند اللجوء للبنك أو إصدار أوراق مالية في حال اللجوء لأسواق المال.

### الفرع الثاني : تصنيفات الاستدانة

توجد عدة أشكال للاستدانة نظرا لتعدد مصادرها واستخدامات القروض وآجال استحقاقها ومن أهمها نجد:

#### أولا : الدعوة العامة للادخار

تعتبر الاستدانة بواسطة الدعوى العامة للادخار وسيلة من وسائل التمويل خاصة بالنسبة للمؤسسات الكبرى والهيئات العامة.<sup>5</sup> حيث نجد تقنيتين للدعوى العامة للادخار، وهما كالأتي<sup>6</sup>:

<sup>1</sup> بنجاز يعدل فريدة، تقنيات وسياسات التمويل المصرفي، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008، ص 108.

<sup>2</sup> Dov ogien, gestion financière de l'entreprise, DUNOD, Paris, 2008, p113

<sup>3</sup> أحلام حول، تقييم سياسة الاستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011، ص 12.

<sup>4</sup> محمد قاسم خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص 109.

<sup>5</sup> إلياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، 2011، ص 266.

<sup>6</sup> راضية بوزنادة، تقييم سياسة الاستدانة في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، ص 06.

1. إصدار سندات طويلة الأجل : وهي الشكل الممتاز للاستدانة بواسطة الادخار العام، وهي عملية بموجبها يتم تجزئة القرض إلى عدة أقساط حيث يسمح بزيادة فعالية الاستدانة وتركيزها الناتج عن تعدد المساهمات المالية لمبلغ محدد؛
2. إصدار سندات قصيرة الأجل : وهي عملية مالية بموجبها تطرح المؤسسة ورقة مالية (أذونات سندات الخزينة، شهادات الإيداع) يدفع بموجبها المقرض مبالغ مالية ويتعهد المصدر بتسديد مبلغها والفوائد عند تاريخ الاستحقاق.

### ثانيا : الاقتراض من البنوك والوسطاء الماليين

هي عبارة عن قروض مقدمة من البنوك والمؤسسات المصرفية حيث تلجأ إليه عادة المؤسسات التي لا تستطيع الحصول على تمويل عن طريق الأسواق المالية والغير مؤهلة لدخولها.

1. تمويل طويل والمتوسط الأجل (دورة الاستثمار) : هناك نوعين من وسائل التمويل طويل ومتوسط الأجل والتي يمكن تقسيمها إلى وسائل تقليدية والنوع الثاني الائتمان الإيجاري الذي يعتبر من الوسائل الحديثة.
- 1.1. وسائل التمويل التقليدية الطويلة والمتوسطة المدى : والتي تتمثل في القروض الطويلة الأجل والقروض المتوسطة الأجل.

1.1.1. القروض الطويلة الأجل : وهي القروض التي تمنح لتمويل الاستثمارات الطويلة الأجل مثل البناء، التشييدات الصناعية، استصلاح الأراضي وهي قروض تزيد مدتها عن 07 سنوات.<sup>1</sup>

1.1.2. القروض المتوسطة الأجل : تمثل نوعا من القروض التي تلتزم المنشأة عند الحصول عليها بسداد كل من أصل القرض والفائدة المستحقة في تاريخ معين،<sup>2</sup> حيث تتراوح مدته من سنتين إلى سبع سنوات كحد أقصى.

1.2. الائتمان الإيجاري : هو عقد إيجار الممتلكات المنقولة والغير منقولة للاستخدام المهني، جنبا إلى جنب مع خيار الشراء بسعر ثابت مقدما.<sup>3</sup>

2. تمويل قصير الأجل ( القروض الموجهة لتمويل الاستغلال) : تلجأ المؤسسات إلى هذا النوع من المصادر لتمويل الاحتياجات المؤقتة الخاصة بدورة الاستغلال وعلى الأغلب مدته تكون لسنة واحدة، حيث تقسم القروض القصيرة إلى عدة تقسيمات كالآتي :

2.1. القروض العامة : هي قروض تلجأ إليها المؤسسة لمواجهة صعوبات مالية مؤقتة، وتعتبر من القروض العامة لأنها موجهة لتمويل الأصول المتداولة بصفة إجمالية، حيث يمكن ذكر أهم هذه القروض كما يلي:

2.1.1. تسهيلات الصندوق : تلجأ المؤسسة إلى هذا النوع من التمويل عندما تكون في حالة توسع ولا تستطيع الموازنة بين نفقاتها و تحصيلاتها، حيث يرفع الحد الائتماني ويشترط التسديد الدوري لهذه القروض ورقم الأعمال الشهري كسقف ائتماني وتكون هذه الصيغة برخصة من البنك بعد الموافقة على الملف المقدم له، وتكون سارية لمدة سنة قابلة للتجديد.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> شهرزاد برجى، إشكالية استغلال مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير في التسيير الدولي للمؤسسات، غير منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2012، ص125.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، المكتب الجامعي الحديث، دار الهناء للتجليد الفني، 2008، ص 234.

<sup>3</sup> Jacqueline et Florence Delahaye, *finance d'entreprise*, 2<sup>e</sup> édition, Dunod, Paris, 2009, P351.

<sup>4</sup> علي بن الظب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، الجزائر، 2009، ص73.

- 2.1.2. **المكشوف** : يستعمل لتمويل نشاط المؤسسة وذلك للاستفادة من الظروف التي يتيحها السوق مثل انخفاض سعر سلعة معينة، أو لتجنب بعض الصعوبات الناجمة عن عدم الانتظام في توريد سلعة معينة مثلاً.<sup>1</sup>
- 2.1.3. **قرض الموسم** : هو تسليف على الحساب الجاري للمؤسسة، ويعطى لتلك المؤسسات التي يكون هناك فارق كبير بين من مدخلاتها وزمن مخرجاتها، أي التي تمارس نشاطاً فصلياً أو موسمياً.<sup>2</sup>
- 2.2. **القروض الخاصة** : هي قروض غير موجهة لتمويل الأصول المتداولة بصفة عامة، وإنما توجه لتمويل أصل معين من بين هذه الأصول.<sup>3</sup>

### الفرع الثالث : علاقة الاستدانة بعوائد الأسهم

يمكننا معرفة العلاقة بين الاستدانة وعوائد الأسهم من خلال الرفع المالي، الذي لا يكون إلا باعتماد الشركة على الاستدانة، حيث أن فكرة الرفع المالي تقوم على مبدأ تحسین الربحية عن طريق الاقتراض بكلفة ثابتة منخفضة نسبياً وتشغيل الأموال المقترضة في عمليات المنشأة لتحقيق عائد أفضل من كلفة الاقتراض.<sup>4</sup> وهنا سيتم التطرق للمردودية والرفع المالي :

#### أولاً : المردودية

يمكن تقسيم المردودية إلى مردودية اقتصادية ومردودية مالية :

1. **المردودية الاقتصادية** : تهتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيسي وتستبعد الأنشطة الثانوية وتلك ذات الطابع الاستثنائي، حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال من جدول حسابات النتائج والأصول الاقتصادية من الميزانية.

ويمكن قياسها بمعدل المردودية الاقتصادية المحدد بالعلاقة التالية<sup>5</sup>:

$$\text{معدل المردودية الاقتصادية (Re)} = \frac{\text{نتيجة الاستغلال بعد الضريبة}}{\text{الأصول الاقتصادية}}$$

2. **المردودية المالية** : تهتم المردودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة وتدخل في مكوناتها كافة العناصر والتدفقات المالية، حيث نأخذ النتيجة الصافية من جدول حسابات النتائج والأموال الخاصة من الميزانية، ويمكن حسابها بالعلاقة التالية<sup>6</sup> :

$$\text{مردودية الاموال الخاصة (Rcp)} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الاموال الخاصة}}$$

<sup>1</sup> الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة السادسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007، ص 59.

<sup>2</sup> سليمان ناصر، التقنيات البنكية وعمليات الائتمان، ديوان المطبوعات الجامعية، 2012، الجزائر، ص 33.

<sup>3</sup> الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 62.

<sup>4</sup> وليد احمد صافي و شقيري نوري موسى، الرافعة المالية وأثرها في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة ودرجة المخاطرة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 21، جامعة الإسراء الخاصة، ص 08.

<sup>5</sup> الياس بن ساسي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 281.

<sup>6</sup> المرجع السابق، ص 283.

## ثانياً : الرفع المالي و درجته

سنحاول الإشارة إلى مفهوم الرافعة المالية، وأهم حالاتها كما يلي :

1. الرفع المالي : هو اعتماد الشركة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت سواء كانت قروضا، أم سندات، أم أسهم الممتازة) مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك،<sup>1</sup> ويعرف أيضاً بأنه الاستعانة بأموال الآخرين لتحقيق أرباح إضافية يستفيد منها ملاك الشركة.<sup>2</sup> وتحسب بالصيغة التالية<sup>3</sup> :

$$\frac{\text{الدين}}{\text{الأموال الخاصة}} = \text{الرفع المالي}$$

2. درجة اثر الرفع المالي : تقيس درجة الرافعة المالية تأثير الاستدانة على مردودية الأموال الخاصة. فهو يوضح الشروط التي تستطيع من خلالها المؤسسة تحسين مردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية) بواسطة رفع مستوى الاستدانة داخل الهيكل المالي.<sup>4</sup>

3. حالات الرفع المالي : يمكن التمييز بين ثلاث حالات للرفع المالي موضحة فيما يلي<sup>5</sup> :
  - أ. الرفع المالي الجيد : هو الحالة التي يتحقق فيها عائد من أموال الاقتراض أكبر من تكلفة الاقتراض؛
  - ب. الرفع المالي المتوسط : هو الحالة التي يتحقق فيها عائد من أموال الاقتراض مساويا لتكلفة الاقتراض؛
  - ت. الرافعة مالية سالبة : وذلك عندما تكون المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الاستدانة، وفي هذه الحالة يكون اللجوء إلى الاستدانة ذو تأثير سلبي على المردودية المالية، أي أنه كلما زاد حجم الدين كلما تناقصت المردودية.

## المبحث الثاني : مراجعة الدراسات السابقة

سننتظر في هذا المبحث إلى أهم الدراسات السابقة التي تناولت موضوع بحثنا كما سيتم التطرق إلى تقييم الدراسة الحالية من خلال التطرق إلى أوجه الاختلاف والتشابه بين الأخيرة والدراسات السابقة.

## المطلب الأول : عرض الدراسات السابقة باللغة العربية والأجنبية

سيتم في هذا المطلب عرض الدراسات السابقة باللغة العربية وباللغة الأجنبية.

<sup>1</sup> بسام مجّد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، مذكرة ماجستير، إدارة أعمال، غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2005، ص80.

<sup>2</sup> جميل حسن النجار، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، مجلة جامعة الأزهر، بغزة، سلسلة العلوم الإنسانية 2013، المجلد 15 العدد 1 ، جامعة القدس المفتوحة، 2013 ، ص 286.

<sup>3</sup>Zahra babaei et d'autres, **Correlation between Financial Leverage and Firm Value in Companies Listed in Tehran Stock Exchange**, Research Journal of Finance and Accounting, ISSN 2222, 2013, p 42.

<sup>4</sup>أحلام لجول، مرجع سبق ذكره، ص 48.

<sup>5</sup>محي الدين طرفاوي، دراسة تأثير سياسة الاستدانة على الأداء المالي للشركات البترولية الجزائرية، مذكرة ماستر في علوم التسيير، منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2015، ص 09.



## الفرع الأول : الدراسات باللغة العربية

سيتم في هذا الفرع عرض الدراسات السابقة باللغة العربية كما يلي :

أولا : جميل حسن النجار، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، مجلة جامعة الأزهر بغزة، سلسلة العلوم الإنسانية 2013.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار اثر الرفع لمالي ممثلة بمجموعة من مؤشرات الأداء المحاسبية على الأداء المالي لعينة مكونة من (20) شركة مدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة الممتدة من 2004 إلى 2011 بالاعتماد على نماذج الانحدار لتحليل البيانات واختبار الفرضيات، حيث خلصت هذه الدراسة لوجود اثر سلبي للرفع المالي على القيمة السوقية. ثانيا : الياس بن ساسي و ذهيبه بن عبد الرحمان، قرار الرفع في رأس المال نقدا تحت تأثير الأداء المالي و البورصي، مجلة الباحث بورقلة، العدد 13 / 2013.

جاء هذا المقال لتوضيح ما مدى تأثير الأداء المالي والبورصي على قرارات الرفع في رأس المال نقدا لعينة مكونة من (36) شركة صناعية مدرجة بسوق عمان للأوراق المالية لسنة 2008، وتم الاعتماد في هذا المقال على أساليب الانحدار اللوجستي والانحدار الشرطي، حيث تم التوصل إلى أن هناك تأثير ايجابي للأداء البورصي وتأثير سلبي للأداء المالي على احتمالات إصدار الشركات الصناعة الأردنية لأسهم جديدة بدلا من اللجوء للاستدانة.

ثالثا : الياس خيضر الحمدوني وفائز هليل سريح الصبيحي، العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، 2012.

هدفت هذه الدراسة لاختبار العلاقة بين الرفع المالي الممثلة بدرجة الرافعة المالية بكل من المخاطر النظامية الممثلة بمعامل بيتا وربحية السهم الواحد لعينة مشكلة من 262 شركة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية مقسمة على قطاع الصناعة والخدمات وذلك بتحليل القوائم والتقارير المالية للفترة الممتدة من 2005 إلى 2009 بالاعتماد على الانحدار الخطي البسيط، حيث توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة موجبة بين الرفع المالي والمخاطر النظامية وان هناك علاقة موجبة قوية بين الرفع المالي وعوائد الأسهم.

رابعا : بسام مُجَّد الأغا، اثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، مذكرة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2005.

هدفت هذه الدراسة لمعرفة العلاقة بين الرافعة المالية وتكلفة التمويل من جهة ومعدل العائد على الاستثمار من جهة، لعينة مكونة من (15) شركة مدرجة بسوق فلسطين خلال الفترة الممتدة من 1999 إلى 2003، بالاعتماد على المنهج الوصفي لتحليل القوائم المالية حيث خلصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين تكلفة التمويل المقترض وتكلفة مصادر التمويل من جهة ومعدل العائد على الاستثمار من جهة أخرى، ووجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار.

خامسا : مُجَّد طلال ناصر الدين، اثر كل من الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية السهم العادي للشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان، مذكرة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، 2011.

هدفت الدراسة للكشف عن اثر الرافعة التشغيلية والمالية على ربحية السهم العادي لعينة شركات المساهمة المكونة من 50 شركة والموزعة على قطاع البنوك والقطاع الصناعي والخدمي المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة الممتدة من سنة 2005 الى 2009، وذلك باستخدام الأساليب الإحصائية الوصفية بالإضافة إلى الانحدار والارتباط وتحليل التباين المشترك (ANCOVA)، وتم التوصل من خلال الدراسة انه لا وجود لعلاقة أو تأثير للرفع التشغيلي والمالي على ربحية لسهم العادي قى القطاعات الثلاث (البنوك، الصناعي، الخدمي).

سادسا : إسلام فيصل احمد، اثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياستها في توزيعات الأرباح، مذكرة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، 2011.

هدفت هذه الدراسة للكشف عن اثر الهيكل التمويلي الممثل بنسبة المديونية على ربحية شركات المساهمة المدرجة في سوق عمان المالي وعلى سياستها في توزيع الأرباح ممثلة بنصيب السهم العادي من الأرباح، حيث اعتمدت علة البيانات المنشورة لعينة الشركات المشكلة من 75 شركة خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2009، بالإضافة إلى استخدام الباحث لأساليب الإحصاء الوصفي والانحدار البسيط وذلك باستخدام (spss – version 18)، حيث توصلت الدراسة إلى انه لا وجود لعلاقة بين الهيكل وربحية الشركات في توزيع أرباحها.

سابعا : حامد احمد محمود المحادين، اثر المزيج التمويلي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان، مذكرة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، 2010.

هدفت هذه الدراسة للكشف عن اثر المزيج التمويلي ممثل بنسبة المديونية على القيمة السوقية لعينة مكونة من (25) شركة في قطاع التأمين ممثلة بأسعار أسهمها في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2004 إلى 2009 حيث قام بالاعتماد على بعض المتغيرات الوسيطة للمساعدة على قياس الأثر ، واعتمد الباحث على أساليب الإحصاء الوصفي والانحدار الخطي البسيط والمتعدد وتحليل المسار بالإضافة إلى تحليل التباين الأحادي (ANOVA) باستخدام spss- (version17) وبرنامج (Amos Study- version-7)، وخلصت الدراسة إلى عدم وجود اثر ذو دلالة إحصائية بين المزيج التمويلي و القيمة السوقية بالإضافة إلى وجود اثر ذو دلالة إحصائية بين المزيج التمويلي والمتغيرات الوسيطة مجتمعة على القيمة السوقية لشركات التأمين.

### الفرع الثاني : الدراسات باللغة الأجنبية

سيتم في هذا الفرع عرض الدراسات باللغة الأجنبية كما يلي :

أولا : دراسة (Aivazian and others) بعنوان : تأثير الرفع المالي على قرارات الاستثمار-النموذج الكندي.

**The Impact of Leverage on Firm Investment –Canadian evidenc, Journal of Corporate Finance, 2005**

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة تأثير الرفع المالي على القرارات الاستثمارية للشركة لعينة مكونة من (863) شركة كندية خلال الفترة الممتدة من سنة 1982 إلى سنة 1999، حيث اعتمدت هذه الدراسة على نموذج ( Alternative empirica )

(Models) و (Instrumental Variable Approach)، حيث توصلت هذه الدراسة إلى أن الرفع المالي يؤثر سلباً على معدل العائد على الاستثمار وخصوصاً على الشركات ذات النمو المنخفض.

ثانياً : دراسة (Nima Sepehr Sadeghian and others) بعنوان : سياسة الاستدانة وأداء الشركات-الأدلة التجريبية من بورصة طهران.

**Debt Policy and Corporate Performance: Empirical Evidence From Tehran Stock Exchange Companies, International of Economics and Finance, vol 4, No 11, 2012.**

هدف باحثو هذه الدراسة لمعرفة العلاقة بين سياسة الاستدانة المقاسة بمجموعة من النسب (إجمالي الديون، ديون طويلة الأجل، ديون قصيرة الأجل) وأداء الشركات لعينة من الشركات المدرجة في بورصة طهران خلال الفترة الممتدة من سنة 2006 إلى 2011، بالاعتماد على نماذج الانحدار لمعرفة لعلاقة بين سياسة الاستدانة والأداء المالي، حيث توصلت الدراسة إلى أن زيادة الديون (الإجمالي، الطويلة، القصيرة) يؤثر سلباً على أداء الشركات.

ثالثاً : دراسة (Sana Tauseef and others) بعنوان : تأثير التمويل بالاستدانة على الأداء المالي للشركات.

**Effect Of Debt Financing on Corporaite Financial Performance : Evidence From Textile Firms In Pakistan, Pakistan, 2015.**

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة تأثير التمويل بالاستدانة على الأداء المالي الممثل بالعائد على حقوق الملكية لعينة مكونة من 95 شركة في مجال الغزل والنسيج في باكستان خلال الفترة الممتدة من 2002 إلى 2007، حيث تم الاعتماد في هذه الدراسة على بيانات Panel لمعرفة التأثير، وفي الأخير خلصت الدراسة إلى أن هناك نسبة تأثير الديون على هذه الشركات تقدر ب 56%، كما أن نمو المبيعات في الشركة له تأثير كبير على العائد على حقوق الملكية وان الحجم ليس له تأثير كبير عليها.

رابعاً : دراسة (Vijayaand others) بعنوان : رافعة الشركات وأثرها على الربحية.

**Corporate Leverage and its Impact on Profitability, Indian Journal of applied Research, Volum 4, Issue 10, 2014.**

هدف الباحثان من خلال هذه الدراسة لمعرفة تأثير الرافعة على الربحية لعينة مكونة من 07 شركات مدرجة بالبورصة، للفترة الممتدة من 1995 إلى 2009، وتم الاعتماد في هذه الدراسة على نماذج Panel، حيث خلصت هذه الدراسة لجود اثر كبير للرفع المالي على ربحية الشركات.

### المطلب الثاني : تقييم الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها

سيتم التطرق في هذا المطلب التطرق لأوجه التشابه والاختلاف بين الدراسات السابقة بالإضافة إلى موقع الدراسة الحالية منها .

الفرع الأول : تقييم الدراسات السابقة

نجد أن هناك أوجه تشابه وأوجه اختلاف بين الدراسات المعروضة في المطلب السابق، كما أن لكل دراسة طريقتها في المعالجة ومعرفة التأثير أو العلاقة، حيث اختلفت النسب المعبرة عن المتغير التابع والمستقل من دراسة إلى أخرى، كما نجد أن هناك اختلاف من حيث عينة الدراسة، فهناك من قام بدراسة شركات من قطاع ما أو شركة مدرجة في بورصة ما سواء لفترة مدتها سنة أو أكثر، ولهذا سوف نقوم بتلخيص أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة بالجدولين في الصفحة الموالية :

الجدول رقم (1.1) : يلخص الدراسات السابقة باللغة العربية

لدراسة	الهدف	العينة	فترة الدراسة	النتائج
جميل حسن النجار	اختبار اثر الرفع لمالي على الأداء المالي.	20 شركة	من 2004 إلى 2011	وجود اثر سلبي للرفع المالي على القيمة السوقية.
الياسين ساسي وذهبية	لتوضيح مامدى تأثير الأداء المالي والبورصي على قرارات الرفع في رأس المال نقدا.	36 شركة	سنة 2008	أن هناك تأثير ايجابي للأداء البورصي وتأثير سلبي للأداء المالي على احتمالات إصدار الشركات الصناعة الأردنية لأسهم جديدة بدلا من اللجوء للاستدانة.
الياس خيضر وفائز هليل	لاختبار العلاقة بين الرفع المالي وكل من المخاطر النظامية وربحية السهم الواحد.	262 شركة	من 2005 إلى 2009	هناك علاقة موجبة بين الرفع المالي والمخاطر النظامية وان هناك علاقة موجبة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم.
بسام محمد الأغا	العلاقة بين الرافعة المالية وتكلفة التمويل من جهة ومعدل العائد على الاستثمار من جهة.	15 شركة	من 1999 إلى 2003	وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار.
محمد طلال ناصر الدين	الكشف عن اثر الرافعة التشغيلية والمالية على ربحية السهم العادي.	50 شركة	من 2005 إلى 2009	لاوجود لعلاقة أو تأثير للرفع التشغيلي والمالي على ربحية لسهم العادي في قطاع البنوك والصناعة والخدمي.
إسلام فيصل احمد	الكشف عن اثر الهيكل التمويلي على ربحية شركات المساهمة	75 شركة	من 2007 إلى 2009	عدم وجود علاقة بين الهيكل وربحية الشركات في أرباحها.
حامد احمد محمود المحادين	للكشف عن اثر المزيح التمويلي على القيمة السوقية.	25 شركة	من 2004 إلى 2009	لا وجود لأثر ذو دلالة بين المزيح التمويلي و القيمة السوقية ووجود اثر ذو دلالة إحصائية بين المزيح التمويلي والمتغيرات الوسيطة مجتمعة على القيمة السوقية لشركات التأمين.

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على الدراسات السابقة

الجدول رقم (2.1) : يلخص الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

الدراسة	الهدف من الدراسة	العينة	فترة الدراسة	النتائج
Aivazian and others	دراسة تأثير الرفع المالي على القرارات الاستثمارية للمؤسسة.	863 شركة	من 1982 إلى 1999	الرفع المالي يؤثر سلبا على معدل العائد على الاستثمار وخصوصا على الشركات ذات النمو المنخفض.
Nima Sepehr and others	معرفة العلاقة المحتملة بين سياسة الاستدانة على وأداء الشركات.	-	من 2006 إلى 2011	زيادة الديون يؤثر سلبا على أداء الشركات.
Sana Tauseef and others	معرفة تأثير التمويل بالاستدانة على الأداء المالي.	95 شركة	من 2002 إلى 2007	تأثير الديون على هذه الشركات تقدر ب 56%، كما أن نمو المبيعات في الشركة له تأثير كبير على العائد على حقوق الملكية وان الحجم ليس له تأثير كبير عليها.
Vijaya and others	معرفة تأثير الرافعة على الربحية.	07 شركات	من 1995 إلى 2009	وجود اثر كبير للرفع المالي على ربحية المؤسسات.

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على الدراسات السابقة

من خلال الجدول رقم (1.1) والجدول رقم (2.1) بالإضافة إلى ما تم عرضه من الدراسات السابقة نجد أن معظمها هدفت إلى دراسة تأثير الرفع المالي على الأداء المالي، إلا أنها اختلفت بتمثيله، فمنها من اختارت مؤشرات السيولة للتعبير عن الأداء المالي ومنها من اعتمدت على مؤشرات الربحية، أما في هذه الدراسة سنعتمد على عائد السهم الممثل بربحية السهم.

أما فيما يخص الأساليب الإحصائية فنجد أن الدراسات العربية اعتمدت على نماذج الانحدار والارتباط أما فيما يخص الدراسات الأجنبية فنجد أن (Sana) اختبرت دراستها بنماذج Panel Data، كما هو الحال بالنسبة لدراسة (Vijaya)، وهو الأسلوب المتبع في الدراسة الحالية.

أجريت دراستنا على عينة من الشركات الاقتصادية المدرجة بالبورصة وهو نفس مجتمع معظم الدراسات السابقة، في حين اختلفت بعض الدراسات من ناحية العينة والمجتمع، فدراسة (إسلام فيصل) كانت لعينة مدرجة بقطاع البنوك، أما دراسة (Aivazian) فقد طبقت على عينة من الشركات الكندية، كما نجد أن دراسة (Sana) كانت لعينة من شركات الغزل والنسيج في باكستان.

الفرع الثاني : موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

من خلال المقارنة بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة نجد أن معظم الدراسات ركزت على دراسة تأثير الرفع المالي ومعرفة تأثير الديون وتمثيله بنسبة واحدة، في حين كانت دراستنا اشتمل من الدراسات السابقة سواء العربية أو الأجنبية لقياس اثر أشكال الاستدانة بالاعتماد على عدة نسب (الاستدانة الإجمالية، الاستدانة طويلة الأجل، الاستدانة قصيرة الأجل، الرفع المالي) ثم التركيز على أحد الأسواق في طور التأسيس بخلاف الأسواق الناضجة أو حتى الناشئة.

كما أننا اعتمدنا على نماذج البانل لقياس الأثر والعلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، الذي يأخذ بعين الاعتبار المعلومات ذات البعد الزمني في السلسلة الزمنية كذلك البعد المقطعي في الوحدات المختلفة، وهو الذي لم تعتمد عليه أي من الدراسات العربية.

### خلاصة الفصل الأول

لقد قسمنا الفصل الأول إلى مبحثين، حيث تم التطرق في المبحث الأول إلى الأدبيات النظرية للمتغير التابع والمتمثل في عائد السهم والمتغير المستقل المتمثل في الاستدانة، أين تم عرض أهم المفاهيم الخاصة بعائد السهم وأهم المؤشرات التي تمكننا من قياسه، باعتباره مهم بالنسبة للمستثمرين في الأوراق المالية، كما تطرقنا إلى الاستدانة بعرض مفهومها وأهم تصنيفاتها سواء باللجوء إلى البنوك والهيئات المالية أو إصدار أوراق مالية طويلة الأجل وأخيرا ليس آخرا تم التطرق إلى الرفع المالي الذي يربط لنا بين الاستدانة وعائد السهم ويوضح طبيعة العلاقة بينهما.

كما تم التطرق في المبحث الثاني إلى أهم الدراسات السابقة والتي تناولت متغيرات بحثنا بشكل جزئي أو كلي، والذي تم فيه استعراض لأهم جوانب هذه الدراسات أهمها الهدف من الدراسة، العينة التي كانت تطبق عليها الدراسة خلال فترة زمنية معينة، أهم الأساليب التي تمت بها معالجة البيانات الخاصة بكل دراسة ونتائج التي خلصت إليها الدراسة بالإضافة لذلك تم عرض أوجه التشابه والاختلاف بين دراستنا والدراسات السابقة.

## الفصل الثاني

الدراسة التطبيقية لأثر الاستدانة

على عوائد الأسهم لبعض

الشركات الاقتصادية المدرجة

ببورصة الجزائر



## تمهيد

بعد تطرقنا في الفصل الأول إلى الأدبيات النظرية الخاصة بعائد السهم واهم مؤشرات قياسه، المفاهيم الخاصة بالاستدانة، أهم تصنيفاتها بالإضافة إلى أهم الدراسات السابقة التي تناولت موضوع بحثنا، سنحاول من خلال هذا الفصل إسقاط كل ما هو نظري على الدراسة التطبيقية لأثر الاستدانة على عوائد أسهم شركتي صيدال وفندق الأوراسي المدرجتين ببورصة الجزائر.

ولإثراء موضوع الدراسة الحالية أكثر قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، حيث تناولنا في المبحث الأول الطريقة والأدوات الذي تم فيه عرض مجتمع وعينة الدراسة، مصادر البيانات، متغيرات الدراسة بالإضافة إلى الأساليب والأدوات الإحصائية المعتمدة، أما المبحث الثاني فقد خصص لعرض وتحليل، مناقشة النتائج.

**المبحث الأول : الطريقة والأدوات**

تم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين، بحيث يتم التطرق في المطلب الأول إلى الطريقة التي يتم اعتمادها في الدراسة، كما سنتطرق في المطلب الثاني إلى الأدوات المعتمدة في الدراسة ومعالجتها.

**المطلب الأول : الطريقة المتبعة في الدراسة**

سنقوم في هذا المطلب بعرض لمجتمع وعينة الدراسة بالإضافة إلى متغيراتها ( المتغير التابع، المتغيرات المستقلة) وكيفية قياسها والتطرق إلى أهم مصادر بيانات الدراسة.

**الفرع الأول : مجتمع وعينة الدراسة**

سنقوم في هذا الفرع بتحديد مجتمع الدراسة وإعطاء لمحة عنه بالإضافة إلى عينة الدراسة.

**أولا : مجتمع الدراسة**

يشمل مجتمع الدراسة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة الممتدة من 2000 إلى 2014.

إن عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر في تطور بداية من سنة 2000 إلى سنة 2007 ليصبح عددها ثلاثة عشر شركة بعدما كان هناك شركتين، حيث شهد عددها انخفاضا بدءا من سنة 2008 ليصبح في سنة 2014 أربع شركات وتمثل هذه الشركات في شركة صيدال للصناعات الصيدلانية وفندق الاوراسي و اليانس للتأمينات وأخيرا روبية لإنتاج وتوزيع المشروبات ومختلف العصائر ويمكن توضيح عدد الشركات المدرجة ببورصة الجزائر في الجدول التالي:

**الجدول رقم (1.2) : يوضح عدد الشركات المدرجة ببورصة الجزائر من 2000 إلى 2014**

السنة	عدد الشركات	السنة	عدد الشركات	السنة	عدد الشركات	السنة	عدد الشركات
2000	02	2004	12	2008	11	2012	05
2001	02	2005	13	2009	11	2013	05
2002	08	2006	13	2010	05	2014	04
2003	11	2007	13	2011	05		

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على منشورات وبلاغات موقع بورصة الجزائر

سنقوم بتوضيح هذه المؤسسات وطبيعة أسهمها والقطاع الذي تنتمي إليه في الجدول التالي:

### الجدول رقم (2.2) : بوضوح الشركات المدرجة ببورصة الجزائر في سنة 2014

الرقم	اسم الشركة	تاريخ الدخول للبورصة	القطاع	طبيعة الأسهم
01	صيدال	17 جويلية 1999	الصناعات الصيدلانية	أسهم عادية
02	الاوراسي	20 جانفي 2000	الفندقة	أسهم عادية
03	ان سي أ رويبة	03 جوان 2013	الصناعات الغذائية	أسهم عادية
04	اليانس للتأمينات	07 مارس 2011	التأمينات	أسهم عادية

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على منشورات بورصة الجزائر

### ثانيا: عينة الدراسة

تتكون عينة الدراسة من شركتين مدرجتين في بورصة الجزائر خلال الفترة (2000-2014) وتمثلت عينة الدراسة في صيدال المتخصصة في المجال الصيدلاني بالإضافة لشركة فندق الاوراسي، حيث تم اختيار شركتين من أصل أربع شركات للاعتبارات التالية :

- نظرا لتغطية الشركتين لفترة الدراسة الممتدة من 2000 إلى 2014؛
- أن لا تكون قد قامت بعملية اندماج أو اتحاد خلال فترة الدراسة؛
- أن لم تقم الشركة بتوقيف تداول أسهمها خلال فترة الدراسة.

### الفرع الثاني: مصادر بيانات الدراسة

اعتمدنا لإجراء هذه الدراسة على مجموعة من المعطيات والبيانات، والتي تقسم إلى بيانات أولية وبيانات ثانوية.

### أولا: البيانات الثانوية

وهي جميع البيانات التي قمنا بالحصول عليها لإعداد الجانب النظري بمنهجية معتمدة، كما قمنا بمراجعة الدراسات السابقة التي كانت تدرس بشكل جزئي أو كلي متغيرات الدراسة الحالية (عائد السهم والاستدانة)، وذلك بالاعتماد على مختلف كتب التخصص والتي تتضمن متغيرات الدراسة والمجلات والمقالات بالإضافة إلى الرسائل الجامعية.

### ثانيا : البيانات الأولية

هي البيانات التي قمنا على أساسها بإعداد الجانب التطبيقي للدراسة وتتمثل في :

- مختلف التقارير السنوية والمتمثلة في القوائم المالية لشركة صيدال وشركة فندق الاوراسي للفترة (2000-2014)؛
- التقارير والنشرات والبلاغات الصادرة عن بورصة الجزائر.

الفرع الثالث : تحديد متغيرات الدراسة وحسابها

من أجل تحقيق هدف الدراسة واختبار الإشكالية الرئيسية قمنا بالاعتماد على مجموعة من المتغيرات المستقلة والمتماثلة في نسب الاستدانة، الرفع المالي بالإضافة إلى المتغير التابع عائد السهم والممثل بربحية السهم (نصيب السهم العادي من الأرباح).

أ. المتغير التابع : يتمثل المتغير التابع في عائد السهم الذي تم تمثيله بنصيب السهم العادي من الأرباح (ربحية السهم العادي) والتي تظهر نصيب كل مساهم من ربحية الشركة بعد خصم الضرائب.

ب. المتغيرات المستقلة : لقد قمنا بتمثيل الاستدانة بعدة نسب وهي الآتي:

1. الاستدانة الإجمالية (إجمالي الديون / إجمالي الأصول) : هذه النسبة تبين قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة وطويلة الأجل؛<sup>37</sup>
2. الرفع المالي (إجمالي الديون/ الأموال الخاصة) : يقيس الرفع المالي الأثر الإيجابي أو السلبي للدين على ربحية الشركة؛<sup>38</sup>
3. الاستدانة الطويلة الأجل (الديون طويلة الأجل/ الأموال الخاصة) : تساعدنا في معرفة ما مدى قدرة الاستدانة طويلة الأجل في تمويل أصول الشركة، كما توضح؛
4. الاستدانة القصيرة الأجل (الديون قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول) : تبين لنا ما مدى مساهمة الاستدانة قصيرة الأجل في تمويل أصول الشركة.

ويمكن تلخيص ما سبق في الجدول التالي :

جدول رقم (3.2) : يوضح طرق حساب النسب المستخدمة في الدراسة

النسبة	حسابها
ربحية السهم EPS	النتيجة الصافية/ عدد الأسهم
نسبة إجمالي الديون TDOA	إجمالي الديون/ الأصول
نسبة الديون طويلة الأجل LTDOA	الديون طويلة الأجل/الأصول
نسبة الديون قصيرة الأجل STDOA	الديون قصيرة الأجل/ الأصول
نسبة الرفع المالي LF	إجمالي الديون/ الأموال الخاصة

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على الشرح السابق

<sup>37</sup> سامح مجّد، القوائم المالية وتقييم المشروعات، إدارة أعمال، موقع الإدارة والهندسة الصناعية، 2010، ص22.

<sup>38</sup> Dov ogien, gestion financiere de l'entreprise, dunod,Paris, 2008, p80.

الفرع الرابع : تجميع وتلخيص المعطيات

من اجل الوصول إلى أهداف الدراسة واختبار مدى صحة فرضياتها، قمنا بجمع وتلخيص جميع المعطيات اللازمة، وتمثلت هذه المعطيات في القوائم المالية التي تمكننا من حساب نسب المديونية المستعملة في الدراسة وحساب عائد السهم الممثل بربحية السهم، بالاعتماد على برنامج Excel للمساعدة في حساب هذه النسب.

المطلب الثاني : الأدوات المستخدمة في الدراسة

لوصول إلى أهداف الدراسة وتقدير دراسة التأثير بين المتغيرات المستقلة ممثلة بمجموعة من النسب والمتغير التابع، تم الاعتماد على مجموعة من البرامج الإحصائية ومنها Excel 2007 و Evieus7، حيث قمنا باختبار التأثير بين هذه المتغيرات بالاعتماد على الأسلوب الإحصائي Panel Data من خلال استخدام ثلاث نماذج وهي نموذج الانحدار التجميعي (PRM)، نموذج الآثار الثابتة (FEM)، نموذج التأثيرات العشوائية (REM)، وللمفاضلة بين هذه النماذج تم القيام باختبارين : الاختبار الأول هو اختبار مضاعف لاغرونج (LM) الذي يفاضل لنا بين نموذج الانحدار التجميعي من جهة ونموذج الآثار الثابتة والعشوائية من جهة أخرى، أما الاختبار الثاني هو اختبار هوسمان (Hausman) الذي يفاضل بين نموذج الانحدار العشوائي والثابت في حال تم رفض نموذج الانحدار التجميعي.

المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة التطبيقية ومناقشتها

بعدما تناولنا في المبحث الأول للطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة، سنحاول في هذا المبحث التطرق إلى عرض نتائج الدراسة بالإضافة إلى تحليلها ومناقشتها، بالاعتماد على البرامج القياسية لمعرفة العلاقة والأثر بين متغيرات الدراسة واختبار مدى صحة الفرضيات.

المطلب الأول : عرض نتائج الدراسة التطبيقية

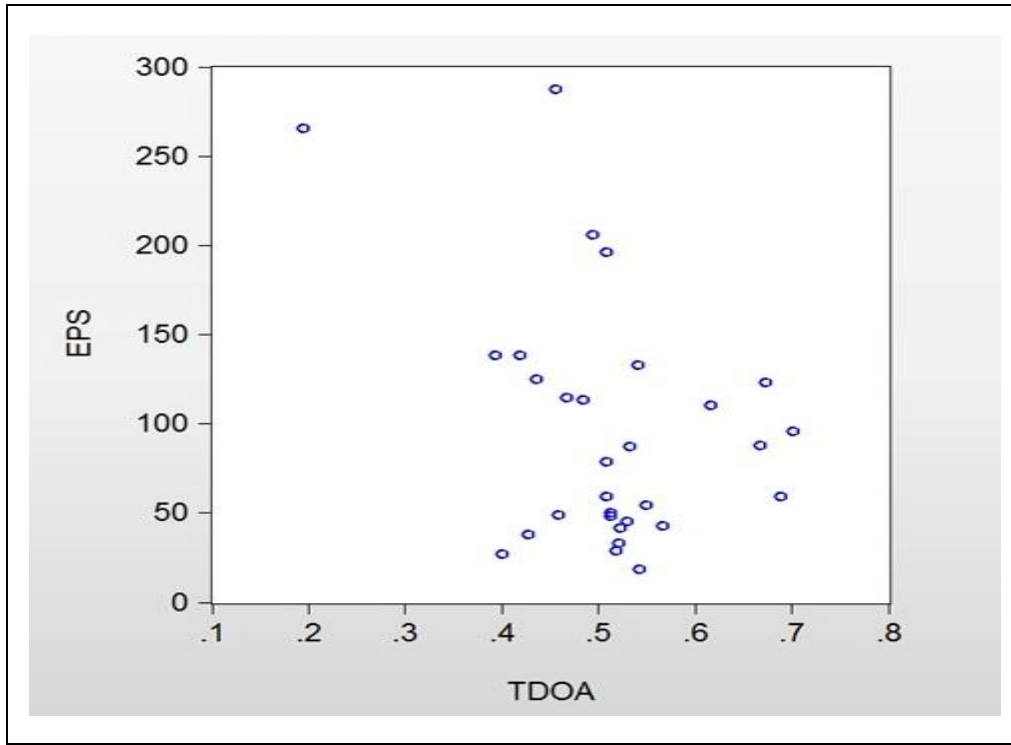
بعد الحصول على التقارير المالية للشركات محل الدراسة، تم القيام بضبط وحساب النسب المستخدمة والملائمة للدراسة وكذا العرض الوصفي للمتغير المستقل والمتغير التابع.

سيتم تخصيص هذا الجزء من الدراسة لنمذجة العلاقة بين المتغير التابع (EPS) والمتغير المستقل ممثل بمجموعة من النسب (STDOA, LFTDOA, LTDOA)، كما سيتم عرض التمثيل الانتشاري للمتغير التابع بدلالة المتغيرات المستقلة لتوضيح نوع العلاقة إن كانت خطية (الانتشار النقطي على شكل خط مستقيم) أو غير ذلك (آسية)، إلا انه في بعض الأحيان لا تكون العلاقة واضحة ولا نستطيع تمييزها لهذا سنقوم بعدة اختبارات، واختيار النموذج الأحسن والذي يبين العلاقة والتأثير بين متغيرات الدراسة.

■ صياغة العلاقة بين الاستدانة ممثلة بـ TDOA وعائد السهم EPS

سيتم في هذه النقطة صياغة العلاقة بين المتغير التابع (عائد السهم) والمتغير المستقل (الاستدانة الإجمالية)، من خلال اختبار العلاقة بعدة نماذج واختيار النموذج الأمثل الذي يوضح التأثير بين هذين المتغيرين.

الشكل رقم (1.2) : يوضح التمثيل الانتشاري لـ EPS بدلالة TDOA



المصدر : من إعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews7

نظرا لعدم وضوح العلاقة بين المتغيرين من خلال الشكل الانتشاري سنقوم باختبارات نعرضها في جداول كالتالي :

الجدول رقم (4.2) : يوضح نتائج نماذج الانحدار لـ EPS بدلالة TDOA

النموذج	المعالم المقدرة		المعنوية الكلية	R <sup>2</sup>	DW
	Prob(B <sub>0</sub> )	Prob(B <sub>1</sub> )	Prob(F)		
النموذج التجميعي	0.0012	0.0438	0.043753	0.137396	0.662592
النموذج الثابت	0.0041	0.1010	0.086739	0.165648	0.721168
النموذج العشوائي	0.0012	0.0441	0.137396	0.137396	0.662592

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على الملحق رقم (02)

اختبار النموذج الأحسن

نقوم هنا باختبارات المفاضلة بين نماذج الانحدار التي تساعدنا باختيار النموذج الأحسن لتمثيل العلاقة.

اختبار LM :

يسمح لنا هذا الاختبار بالمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي من جهة ونموذج الانحدار للآثار الثابتة والعشوائية من جهة أخرى.

نقبل نموذج الانحدار التجميعي:  $H_0$

نقبل نموذج الآثار الثابتة والعشوائية:  $H_1$

الجدول رقم (5.2) : يوضح اختبار LM لـ EPS بدلالة TDOA

Lagrange multiplier (LM) test for panel data			
Date: 04/22/16 Time: 02:04			
Sample: 2000 2014			
Total panel observations: 30			
Probability in ()			
Null (no rand. effect)	Cross-section	Period	Both
Alternative	One-sided	One-sided	
Breusch-Pagan	0.333416 (0.5637)	3.492754 (0.0616)	3.826170 (0.0505)

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews7

من خلال نتائج الجدول رقم (5.2) نجد أن  $Prob = 0.5637 > 0.05$  حيث أن في هذه الحالة نقبل الفرضية  $H_0$  (النموذج الانحدار التجميعي) ونرفض الفرضية  $H_1$  (نموذج الآثار الثابتة والعشوائية)، ومنه النموذج الأحسن هو نموذج الانحدار التجميعي.

## الجدول رقم (6.2) : يوضح نتائج نموذج الانحدار التجميعي لـ EPS بدلالة TDOA

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/22/16 Time: 02:17				
Sample: 2000 2014				
Periods included: 15				
Cross-sections included: 2				
Total panel (balanced) observations: 30				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	226.2725	62.52588	3.618861	0.0012
TDOA	-253.3999	119.9905	-2.111832	0.0438
R-squared	0.137396	Mean dependent var		96.63144
Adjusted R-squared	0.106588	S.D. dependent var		68.81031
S.E. of regression	65.03982	Akaike info criterion		11.25222
Sum squared resid	118445.0	Schwarz criterion		11.34563
Log likelihood	-166.7833	Hannan-Quinn criter.		11.28210
F-statistic	4.459836	Durbin-Watson stat		0.662592
Prob(F-statistic)	0.043753			

المصدر : من

إعداد الطالبة

## بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews7

## 1. اختبار جودة النموذج :

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0$$

$$H_1: \text{omous } (\beta_j \neq 0)$$

من خلال نتائج الجدول رقم (6.2) نجد أن  $\text{Prob-F} = 0.04375 < 0.05$  حيث انه في هذه الحالة نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية

$H_1$  ومنه وجد معلمة تختلف عن الصفر، أي أن هناك دلالة إحصائية للنموذج عند مستوى معنوية 5%

## 2. اختبار معنوية الإحصائية لمعاملات النموذج

سنقوم باختبار المعنوية الإحصائية لمعاملات النموذج.

المعنوية الإحصائية لـ  $\beta_0$  :

$$H_0: \beta_0 = 0$$

$$H_1: \beta_0 \neq 0$$

انطلاقا من الجدول (6.2) نلاحظ أن  $\text{Prob } \beta_0 = 0.012 < 0.05$  ومنه نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$ ، أي

أن المعلمة المقدرة  $\beta_0$  تختلف معنويا عن الصفر، ومنه يمكننا قبول الفرضية  $H_1$  وان لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوي 5%.



المعنوية الإحصائية  $\beta_1$  :

$$H_0: \beta_1 = 0$$

$$H_1: \beta_1 \neq 0$$

انطلاقا من الجدول (6.2) نلاحظ أن  $\text{Prob } \beta_1 = 0.0438 < 0.05$  ومنه نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$ ، أي أن المعلمة المقدرة  $\beta_1$  تختلف معنويا عن الصفر ومنه يمكننا قبول الفرضية  $H_1$ ، أي أن المعلمة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوي 05%.

1. اختبار جودة التوفيق :

نلاحظ انطلاقا من الجدول رقم (6.2) أن المتغير المستقل يفسر 13.74 % من التغيرات الكلية للمتغير التابع وهذا معناه أن النسبة المتبقية هي 86.26 % تفسرها متغيرات أخرى غير مقدرة في النموذج.

2. اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء :

باستخدام اختبار داربون واتسون يمكننا اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى، وذلك باستخراج القيمة المحسوبة من الجدول رقم (6.2) والمقدرة بـ 0.66259، بالإضافة إلى استخراج القيمة الأعلى  $d_u$  وأدنى قيمة  $d_l$  من الجدول الإحصائي لداربون واتسون.

$$\text{حيث: } n = 30 \text{ (عدد المشاهدات)} \quad K = 1 \text{ (عدد المتغيرات)}$$

$$d_u = 1.49 \text{ (أعلى قيمة)} \quad d_l = 1.35 \text{ (أدنى قيمة)}$$

الشكل رقم (2.2) : يوضح مناطق القبول والرفض لاختبار (Durbin-Watson) لـ EPS بدلالة TDOA

0	$d_L$	$d_U$	2	$4-d_u$	$4-d_L$	4
$P > 0$	?	$P = 0$	$P = 0$	?	$P < 0$	
ارتباط ذاتي موجب	غير محدد	عدم وجود ارتباط	عدم وجود ارتباط	غير محدد	ارتباط ذاتي سالب	
	1.35	1.49		2.51	2.65	

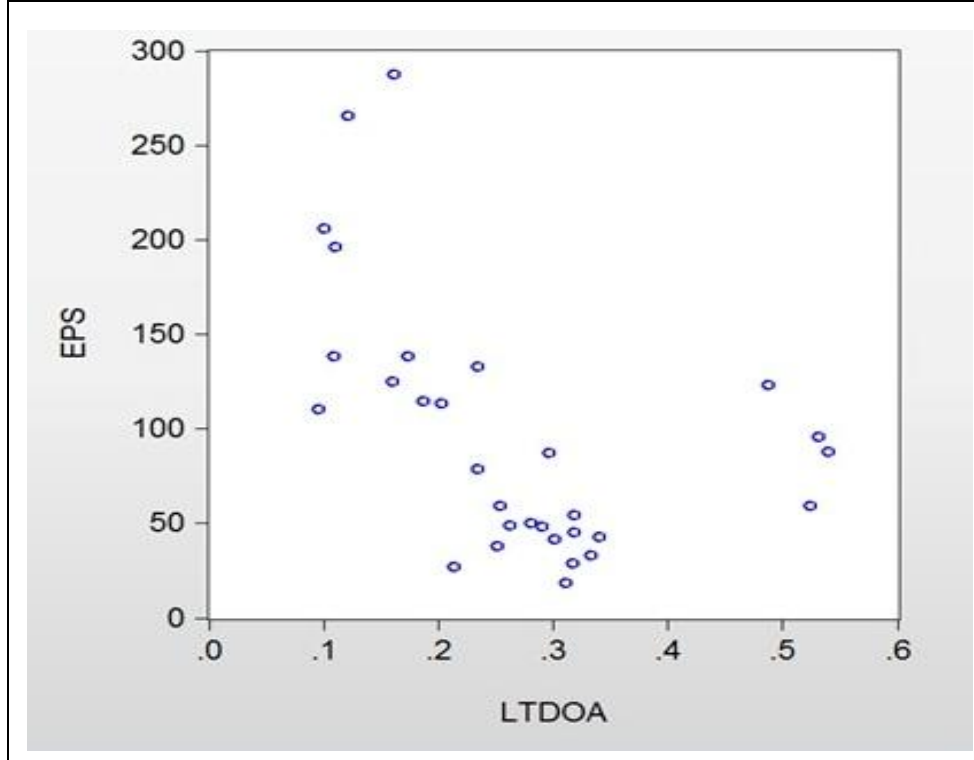
المصدر : من إعداد الطالبة بناء على الملحق رقم (08)

نلاحظ من الشكل رقم (2.2) أن القيمة المحسوبة تقع داخل المجال  $[0, d_l]$ ، أي وجود ارتباط ذاتي للأخطاء بين المتغير المستقل TDOA والمتغير التابع EPS.

■ **صياغة العلاقة بين الاستدانة ممثلة بـ LTDOA وعائد السهم EPS**

نقوم هنا بتمثيل العلاقة بين المتغير التابع (عائد السهم) والمتغير المستقل (الاستدانة طويلة الأجل)، من خلال اختبار العلاقة بعدة نماذج واختيار النموذج الأمثل الذي يوضح التأثير بين هذين المتغيرين.

الشكل رقم (3.2) : يوضح التمثيل الانتشاري لـ EPS بدلالة LTDOA



المصدر : من إعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews7

نظرا لعدم وضوح العلاقة بين المتغيرين في الشكل الانتشاري السابق سنقوم باختبارات نعرضها في جداول كالآتي:

الجدول رقم (7.2) : يوضح نتائج نماذج الانحدار لـ EPS بدلالة LTDOA

النموذج	المعالم المقدرة		المعنوية الكلية	R <sup>2</sup>	DW
	Prob(B <sub>0</sub> )	Prob(B <sub>1</sub> )	Prob(F)		
النموذج التجميعي	0.0000	0.0062	0.006166	0.238615	1.195952
النموذج الثابت	0.0000	0.0214	0.023042	0.243681	1.196486
النموذج العشوائي	0.0000	0.0069	0.006166	0.238615	1.195952

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على الملحق رقم (03)

**اختبار LM:**

نقبل نموذج الانحدار التجميعي:  $H_0$

نقبل نموذج الآثار الثابتة والعشوائية:  $H_1$

**الجدول (8.2) : يوضح اختبار LM لـ EPS بدلالة LTDOA**

Lagrange multiplier (LM) test for panel data			
Date: 04/22/16 Time: 02:04			
Sample: 2000 2014			
Total panel observations: 30			
Probability in ()			
Null (no rand. effect)	Cross-section	Period	Both
Alternative	One-sided	One-sided	
Breusch-Pagan	0.905082 (0.3414)	5.308048 (0.0212)	6.213130 (0.0127)

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews7

من خلال نتائج الجدول رقم (8.2) نجد أن  $Prob = 0.3414 > 0.05$ ، حيث انه في هذه الحالة نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض الفرضية  $H_1$  أي نرفض نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية، ونقبل نموذج الانحدار التجميعي.

**الجدول رقم (9.2) : يوضح نتائج نموذج الانحدار التجميعي لـ EPS بدلالة LTDOA**

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/22/16 Time: 02:21				
Sample: 2000 2014				
Periods included: 15				
Cross-sections included: 2				
Total panel (balanced) observations: 30				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	168.6157	26.73882	6.306025	0.0000
LTDOA	-267.8423	90.41765	-2.962279	0.0062
R-squared	0.238615	Mean dependent var		96.63144
Adjusted R-squared	0.211423	S.D. dependent var		68.81031
S.E. of regression	61.10484	Akaike info criterion		11.12740
Sum squared resid	104546.4	Schwarz criterion		11.22081
Log likelihood	-164.9110	Hannan-Quinn criter.		11.15728
F-statistic	8.775095	Durbin-Watson stat		1.195952
Prob(F-statistic)	0.006166			

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews7

1. معنوية النموذج :

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0$$

$$H_1: \text{oumois } (\beta_j \neq 0)$$

من خلال نتائج الجدول رقم (9.2) نجد أن  $\text{Prob-F} = 0.006166 < 0.05$ ، في هذه الحالة نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$  ومنه وجود معلمة تختلف عن الصفر، بمعنى هناك معنوية ذات دلالة إحصائية للنموذج عند مستوى معنوية 5%.

2. معنوية المعالم المقدرة:

سنقوم بتقدير المعالم المقدرة للمتغير التابع والمستقل.

المعنوية الإحصائية ل  $\beta_0$  :

$$H_0: \beta_0 = 0$$

$$H_1: \beta_0 \neq 0$$

انطلاقاً من الجدول (9.2) نلاحظ أن  $\text{Prob } \beta_0 = 0.000 < 0.05$  ومنه نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$ ، أي أن المعلمة المقدرة  $\beta_0$  تختلف معنوياً عن الصفر ومنه يمكننا قبول الفرضية  $H_1$ ، يعني وجود دلالة إحصائية عند مستوى معنوي 5%.

المعنوية الإحصائية ل  $\beta_1$  :

$$H_0: \beta_1 = 0$$

$$H_1: \beta_1 \neq 0$$

انطلاقاً من الجدول (9.2) نلاحظ أن  $\text{Prob } \beta_0 = 0.0062 < 0.05$  ومنه نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$ ، أي أن المعلمة المقدرة  $\beta_0$  تختلف معنوياً عن الصفر ومنه يمكننا قبول الفرضية  $H_1$ .

جودة التوفيق :

نلاحظ انطلاقاً من الجدول رقم (9.2) أن المتغير المستقل يفسر 23.86% من التغيرات الكلية للمتغير التابع وهذا معناه أن النسبة المتبقية هي 76.14% تفسرها متغيرات أخرى غير مقدرة في النموذج.

### 3. الارتباط الذاتي للأخطاء :

باستخدام اختبار داربون واتسون يمكننا اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى، وذلك باستخراج القيمة المحسوبة من الجدول رقم (9.2) والمقدرة ب 1.195952، بالإضافة إلى استخراج أعلى قيمة  $d_u$  وأدنى قيمة  $d_l$  من الجدول الإحصائي لداربون واتسون.

$$\text{حيث: } n=30 \text{ (عدد المشاهدات) } \quad K=1 \text{ (عدد المتغيرات)}$$

$$D_u=1.49 \text{ (أعلى قيمة) } \quad d_l=1.35 \text{ (أدنى قيمة)}$$

الشكل رقم (4.2): يوضح مناطق القبول والرفض لاختبار (Durbin-Watson) لـ EPS بدلالة LTDOA

0	$d_U$	$d_L$	02	$4-d_L$	$4-d_U$	4
	$P > 0$	?	$P = 0$	$P=0$	?	$P < 0$
	ارتباط ذاتي موجب	غير محدد	عدم وجود ارتباط	عدم وجود ارتباط	غير محدد	ارتباط ذاتي سالب
	1.35	1.49		2.51	2.65	

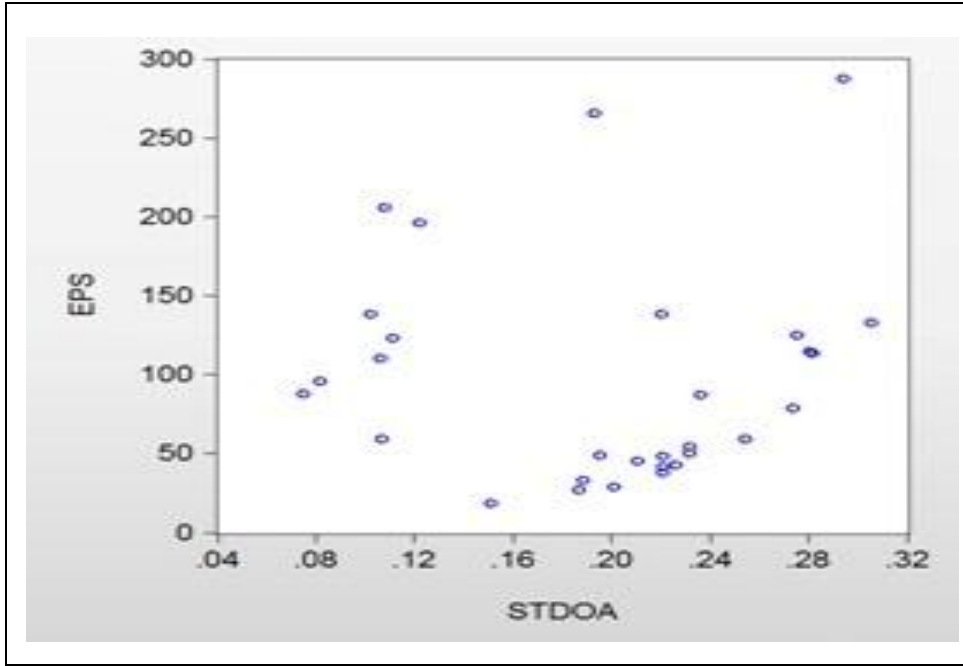
المصدر : من إعداد الطالبة بناء على الملحق رقم (08)

نلاحظ من الشكل رقم (4.2) أن القيمة المحسوبة تقع داخل المجال  $[0, d_l]$ ، أي وجود ارتباط ذاتي للأخطاء بين المتغير المستقل LTDOA والمتغير التابع EPS.

#### ▪ صياغة العلاقة بين الاستدانة ممثلة بـ STDOA وعائد السهم EPS

سيتم هنا التعرف على طبيعة العلاقة والتأثير بين المتغير التابع (عائد السهم) والمتغير المستقل (الاستدانة قصيرة الأجل)، من خلال اختبار العلاقة بعدة نماذج واختيار النموذج الأمثل الذي يوضح التأثير بين هذين المتغيرين.

الشكل رقم (5.2) : يوضح التمثيل الانتشاري ل EPS بدلالة STDOA



المصدر : من إعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews7

قبل التعديل

سنقوم باختبار العلاقة بين الاستدانة قصيرة الأجل وربحية السهم.

الجدول رقم (10.2) : يوضح نتائج نماذج الانحدار ل EPS بدلالة STDOA

النموذج	المعالم المقدرة		المعنوية الكلية	R <sup>2</sup>	DW
	Prob (B <sub>0</sub> )	Prob (B <sub>1</sub> )	Prob (F)		
النموذج التجميعي	0.0205	0.9785	0.978548	0.000026	0.881089
النموذج الثابت	0.0182	0.9747	0.341069	0.076588	0.954845
النموذج العشوائي	0.181	0.9781	0.978548	0.000026	0.881089

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على الملحق رقم (04)

بعد التعديل

بعدما قمنا باستخراج النتائج الأولية السابقة لاختبار النماذج للمتغير المستقل (الاستدانة قصيرة الأجل) لاحظنا عدم وجود معنوية إحصائية لهذه النماذج، وعليه سنقوم بتقدير المعادلات غير خطية التي تمكننا من اختيار النموذج الأحسن والذي يمثل العلاقة.

الجدول رقم (11.2) : يوضح المعادلات غير الخطية لتمثيل العلاقة بين EPS و STDOA

النموذج	صيغة المعادلة	المعالم المقدرة		المعنوية الكلية	R <sup>2</sup>	DW
		Prob(B <sub>0</sub> )	Prob(B <sub>1</sub> )	Prob(F)		
النموذج التجميعي	EPS=β <sub>0</sub> +LOG(stdoa)	0.1709	0.7367	0.736748	0.004100	0.930759
	LOG EPS=β <sub>0</sub> + stdoa	0.0000	0.9194	0.919439	0.000372	0.795014
	LOG EPS =β <sub>0</sub> +LOG(stdoa)	0.0000	0.5799	0.579928	0.011076	0.836544
النموذج الثابت	EPS=β <sub>0</sub> +LOG(stdoa)	0.1797	0.6868	0.314121	0.082200	1.020000
	LOG EPS=β <sub>0</sub> + stdoa	0.0000	0.9170	0.582807	0.039203	0.827436
	LOG EPS =β <sub>0</sub> +LOG(stdoa)	0.0000	0.5509	0.488907	0.051626	0.876232
النموذج العشوائي	EPS=β <sub>0</sub> +LOG(stdoa)	0.1617	0.7310	0.736748	0.004100	0.930759
	LOG EPS=β <sub>0</sub> + stdoa	0.0000	0.9193	0.919439	0.000372	0.795014
	LOG EPS =β <sub>0</sub> +LOG(stdoa)	0.0000	0.5789	0.579928	0.011076	0.836544

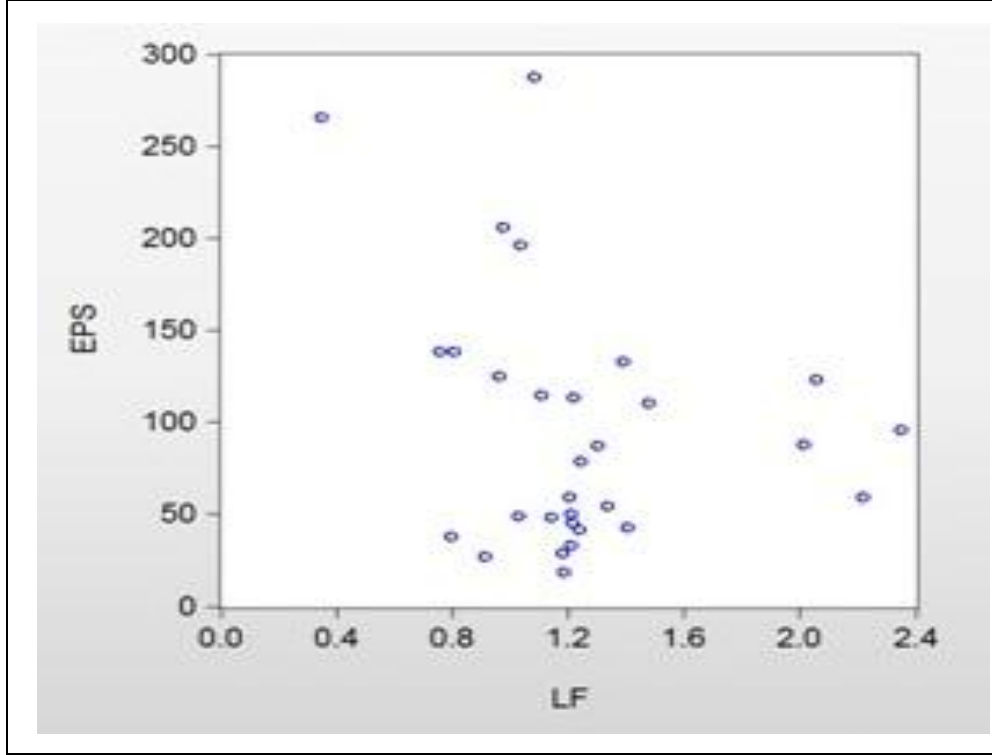
المصدر : من إعداد لطالبة على الملحق رقم (05)

نلاحظ من الجدول رقم (11.2) أن جميع القيم الاحتمالية لإحصائية فيشر أكبر من 0.05 لجميع النماذج، ومنه لا يوجد علاقة بين عائد السهم والاستدانة قصيرة الأجل.

■ صياغة العلاقة بين الاستدانة ممثلة ب LF وعائد السهم EPS

سنقوم باختبار العلاقة بين التابع (عائد السهم) والمتغير المستقل (الرفع المالي)، من خلال اختبار العلاقة بعدة نماذج واختيار النموذج الأمثل الذي يوضح التأثير بين هذين المتغيرين.

الشكل رقم (6.2) : يوضح التمثيل الانتشاري ل EPS بدلالة LF



المصدر : من إعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews7

قبل التعديل

سنقوم بعرض نتائج نماذج الانحدار الخاصة بالعلاقة بين عائد السهم والرفع المالي.

الجدول رقم (12.2) : يوضح نتائج نماذج الانحدار ل EPS بدلالة LF

النموذج	المعالم المقدرة		المعنوية الكلية	R <sup>2</sup>	DW
	Prob(B <sub>0</sub> )	Prob(B <sub>1</sub> )	Prob(F)		
النموذج التجميعي	0.0006	0.1566	0.156585	0.070360	0.825063
النموذج الثابت	0.0033	0.3582	0.221995	0.105499	0.884959
النموذج العشوائي	0.0005	0.1562	0.156585	0.070360	0.825063

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على الملحق رقم (06)



من خلال نتائج الجدول رقم (12.2) نلاحظ أن القيم الاحتمالية لإحصائية فيشر أكبر من 0.05 لجميع النماذج، ومنه لا يوجد علاقة بين عائد السهم والاستدانة قصيرة الأجل.

**بعد التعديل**

بعدها قمنا باستخراج النتائج الأولية السابقة لاختبار النماذج للمتغير التابع (عائد السهم) بدلالة المتغير المستقل (الرفع المالي) لاحظنا عدم وجود معنوية إحصائية لهذه النماذج، وعليه سنقوم بتقدير المعادلات غير خطية التي تمكننا من اختيار النموذج الأحسن والذي يمثل العلاقة.

**الجدول رقم (13.2) : يوضح المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين EPS و LF**

	صيغة المعادلة	المعالم المقدرة		المعنوية الكلية	R <sup>2</sup>	DW
		Prob(B <sub>0</sub> )	Prob(B <sub>1</sub> )	Prob(F)		
النموذج التجميعي	EPS=β <sub>0</sub> +LOG(lf)	0.0000	0.0357	0.035712	0.148135	0.769046
النموذج الثابت	EPS=β <sub>0</sub> +LOG(lf)	0.0000	0.0963	0.083436	0.168044	0.809074
النموذج العشوائي	EPS=β <sub>0</sub> +LOG(lf)	0.0000	0.0368	0.035712	0.148135	0.769046

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على الملحق رقم (07)

**اختبار LM :**

H<sub>0</sub> نقبل نموذج الانحدار التجميعي :

H<sub>1</sub> نقبل نموذج الآثار الثابتة والعشوائية :

**الجدول رقم (14.2) : يوضح اختبار LM للمتغير التابع EPS بدلالة LF**

Lagrange multiplier (LM) test for panel data			
Date: 04/22/16 Time: 02:04			
Sample: 2000 2014			
Total panel observations: 30			
Probability in ( )			
Null (no rand. effect)	Cross-section	Period	Both
Alternative	One-sided	One-sided	
Breusch-Pagan	0.524986 (0.4687)	3.440109 (0.0636)	3.965095 (0.0465)

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews7

من خلال نتائج الدول رقم (14.2) نجد أن  $\text{Prob} = 0.4687 > 0.05$  حيث انه في هذه الحالة نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض الفرضية  $H_1$  أي نرفض نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية، والنموذج الأحسن هو نموذج الانحدار التجميعي.

الجدول رقم (15.2) : يوضح نتائج نموذج الانحدار التجميعي لـ EPS بدلالة LF

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/22/16 Time: 02:42				
Sample: 2000 2014				
Periods included: 15				
Cross-sections included: 2				
Total panel (balanced) observations: 30				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	108.5236	12.97288	8.365420	0.0000
LOG(LF)	-73.39972	33.26374	-2.206598	0.0357
R-squared	0.148135	Mean dependent var		96.63144
Adjusted R-squared	0.117712	S.D. dependent var		68.81031
S.E. of regression	64.63366	Akaike info criterion		11.23969
Sum squared resid	116970.3	Schwarz criterion		11.33310
Log likelihood	-166.5953	Hannan-Quinn criter.		11.26957
F-statistic	4.869075	Durbin-Watson stat		0.769046
Prob(F-statistic)	0.035712			

المصدر : مخرجات Eviews7

### 1. معنوية النموذج :

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0$$

$$H_1: \text{oumois}(\beta_j \neq 0)$$

من خلال نتائج الجدول رقم (15.2) نجد أن  $\text{Prob-F} = 0.0357 < 0.05$  حيث انه في هذه الحالة نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$  ومنه وجد معلمة تختلف عن الصفر، أي أن هناك دلالة إحصائية للنموذج عند مستوى معنوية 5%.

1. معنوية المعالم المقدرة :

المعنوية الإحصائية ل  $\beta_0$  :

$$H_0: \beta_0 = 0$$

$$H_1: \beta_0 \neq 0$$

انطلاقا من الجدول (15.2) نلاحظ أن  $\text{Prob } \beta_0 = 0.0357 < 0.05$  ومنه نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$ ، أي أن المعلمة المقدرة  $\beta_0$  تختلف معنويا عن الصفر ومنه يمكننا قبول الفرضية  $H_1$  وان لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوي 5%.

المعنوية الإحصائية ل  $\beta_1$  :

$$H_0: \beta_1 = 0$$

$$H_1: \beta_1 \neq 0$$

انطلاقا من الجدول (15.2) نلاحظ أن  $\text{Prob } \beta_1 = 0.0000 < 0.05$  ومنه نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$ ، أي أن المعلمة المقدرة  $\beta_1$  تختلف معنويا عن الصفر ومنه يمكننا قبول الفرضية  $H_1$  وان لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوي 5%.

2. جودة التوفيق :

نلاحظ انطلاقا من الجدول رقم (15.2) أن المتغير المستقل يفسر 14.81% من التغيرات الكلية للمتغير التابع وهذا معناه أن النسبة المتبقية هي 85.19% تفسرها متغيرات أخرى غير مقدرة في النموذج.

الارتباط الذاتي للأخطاء :

باستخدام اختبار داربون واتسون يمكننا اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى، وذلك باستخراج القيمة المحسوبة من الجدول رقم (15.2) والمقدرة بـ 0.7690446، بالإضافة إلى استخراج القيمة أعلى  $d_{ii}$  وادني قيمة  $d_i$  من الجدول الإحصائي لداربون واتسون.

حيث:  $n = 30$  (عدد المشاهدات)  $K = 1$  (عدد المتغيرات)

$D_{ii} = 1.49$  (أعلى قيمة)  $d_i = 1.35$  (ادني قيمة)

الشكل رقم (7.2) : يوضح مناطق القبول والرفض لاختبار (Durbin-Watson) لـ EPS بدلالة LF

0	$d_U$	$d_L$	02	$4-d_L$	$4-d_U$	4
P > 0		?	P = 0	P = 0	?	P < 0
ارتباط ذاتي موجب		غير محدد	عدم وجود ارتباط	عدم وجود ارتباط	غير محدد	ارتباط ذاتي سالب
	1.35	1.49		2.51	2.65	

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على الملحق رقم (08)

نلاحظ من الشكل رقم (7.2) أن القيمة المحسوبة تقع داخل المجال  $[0, d_U]$ ، أي وجود ارتباط ذاتي للأخطاء بين المتغير المستقل LF والمتغير التابع EPS.

المطلب الثاني : تحليل نتائج الدراسة التطبيقية ومناقشتها

إن النتائج التي تم التوصل إليها تمكننا من معرفة نسب الاستدانة، التي تساهم في التأثير وإعطاء أحسن قدرة تفسيرية لعوائد أسهم بعض الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، وباعتبار نسب الاستدانة من النسب أو المؤشرات الهامة التي تعكس الأداء المالي للشركة، وبالتالي سيتم عرض النتائج وفق الأسئلة التي تم طرحها في المقدمة حتى تكون نتائج الدراسة متسلسلة ومنهجية، حيث تناولنا في الجانب التطبيقي دراسة اثر نسب الاستدانة على عوائد الأسهم واختبار العلاقة العكسية أو الطردية وكذا القدرة التفسيرية لهذه المؤشرات، وذلك باستخدام نماذج الانحدار الخطية والغير خطية بالاعتماد على أسلوب السلاسل الزمنية للبيانات المقطعية، التي أظهرت أن جميع النسب لها دلالة إحصائية مع وجود تباين في القدرة التفسيرية لهذه النسب ماعدا الاستدانة قصيرة الأجل التي لم تعطي أي تأثير ذو دلالة إحصائية على عوائد الأسهم وبناء على النتيجة المتوصل إليها سنقوم بتحليل ومناقشة النتائج لكل نسبة على حدى وفق النقاط التالية:

- أظهرت النتائج التطبيقية عن وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الاستدانة الإجمالية وعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر عند مستوى معنوية 5%، حيث تميزت بقدرة تفسيرية بلغت 13.74 بالمائة، وهذا دليل على أن هذه الشركات تتميز بوضعية مثقلة بالديون، أي أن الاعتماد على الديون بشكل كبير أدى إلى انخفاض عائد السهم.
- نلاحظ كذلك من نتائج الدراسة التطبيقية وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الاستدانة طويلة الأجل وعائد السهم عند مستوى معنوية 5%، والتي أعطت أكبر قدرة تفسيرية من بين مؤشرات الدراسة والتي بلغت 23.86 بالمائة ويرجع هذا إلى الاعتماد الكبير من قبل هذه الشركات على الاستدانة طويلة الأجل في تمويل أصولها الثابتة والمتداولة وهذا يعني أن هذه الشركات لا تحقق مبدأ التوازن المالي.
- كما كشفت الدراسة التطبيقية عن عدم وجود علاقة عند مستوى معنوية 5%، بين الديون قصيرة الأجل وعائد السهم لبعض الشركات المدرجة ببورصة الجزائر، و يمكن إرجاع سبب انعدام هذه العلاقة هو عدم اعتماد هاته الشركات على هذا المصدر نظرا للمخاطر الكبيرة التي تنجر عنه من ارتفاع معدلات الفائدة ومخاطر عدم السداد.

■ بالاعتماد على النتائج المتوصل إليها نجد أن هناك علاقة غير خطية عكسية بين الرفع المالي وربحية السهم عند مستوى معنوية 5%، بقدرة تفسيرية قدرت بـ 14.81 بالمائة، حيث أن اعتماد الشركات على هذا الحجم الكبير من الديون يؤثر على قدرة الشركة على تسديد ما عليها من التزامات، مما يلزمها بتخفيض مصروفاتها من أجل توفير السيولة لخدمة الديون، وفي الأخير يمكننا تفسير هذه العلاقة بزيادة تكاليف التمويل التي تتحملها الشركات محل الدراسة نتيجة المبالغة في استخدام الرفع المالي مما أثر سلباً على ربحية سهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

وعلى العموم توصلت الدراسة الحالية إلى أن الاستدانة الممثلة بـ (الاستدانة الإجمالية، الاستدانة طويلة الأجل، الرفع المالي) من أكثر النسب المعبرة عن الاستدانة التي تفسر لنا التغير في عوائد أسهم الشركات محل الدراسة مقارنة بالاستدانة القصيرة الأجل التي لا تفسر أي تغير في عوائد الأسهم والتي لم يكن لها أي علاقة بهذا الأخير، وبالتالي النتيجة المتحصل عليها تتوافق نوعاً ما مع دراسة (Nima) التي توصلت إلى أن هناك علاقة عكسية بين نسب الاستدانة الممثلة بـ (الاستدانة الإجمالية والطويلة الأجل) والأداء المالي، كما توصلت دراستنا إلى وجود علاقة عكسية بين الاستدانة الإجمالية، الاستدانة طويلة وعوائد السهم للشركات محل الدراسة، أما فيما يخص الرفع المالي فقد توصلنا في الدراسة الحالية إلى وجود علاقة عكسية بين الرفع المالي وعوائد أسهم الشركات محل الدراسة، وهذا ما يتوافق مع العلاقة العكسية بين الرفع المالي ومعدل العائد على الاستثمار المتوصل لها من قبل (Aivazian)، وهو المتوصل إليه من خلال دراسة (بسام مُجَدِّ الأغا)، كما هو الحال بالنسبة للعلاقة المتوصل إليها من قبل (جميل حسن النجار) وهذه العلاقة بين كل من الرفع المالي والقيمة السوقية.

خلاصة الفصل الثاني

لقد خصص هذا الفصل للدراسة التطبيقية التي من خلالها نحاول معرفة اثر الاستدانة المعبر عنها بعدة نسب (الاستدانة الإجمالية، الاستدانة الطويلة الأجل الاستدانة القصيرة الأجل الرفع المالي) على عائد السهم المعبر عنه بربحية السهم لبعض الشركات المدرجة ببورصة الجزائر (صيدال والاوراسي)، واختبار مدى صحة فرضيات الدراسة والتي تم عرضها من قبل في مقدمة البحث.

ولاختبار ما سبق ومعرفة الأثر قمنا بالاعتماد على طريقة منهجية وبعض أدوات جمع المعطيات التي ساعدتنا في حساب مختلف النسب اللازمة والمعبرة عن متغيرات الدراسة، ثم القيام بتلخيصها ومعالجتها بالاعتماد على الأسلوب الإحصائي Panel Data ومن ثم اختبار فرضيات الدراسة.

حيث كشفت دراستنا عن وجود علاقة لكنها عكسية بين الاستدانة (الطويلة الإجمالية) وعائد السهم وعلاقة عكسية بين الاستدانة طويلة الأجل وعائد السهم كما هو الحال بالنسبة للرفع المالي أما بخصوص الاستدانة القصيرة الأجل لم يكن لها أي علاقة بعائد السهم.

الخاتمة

تم القيام في هذه الدراسة باختبار اثر نسب الاستدانة (الاستدانة الإجمالية، الاستدانة طويلة الأجل، الاستدانة قصيرة الأجل والرفع المالي)، وقدرتها على تفسير التغيرات في عوائد أسهم بعض الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة الممتدة (2000 إلى 2014)، حيث تم تقسيم البحث أو الدراسة إلى فصلين، الفصل الأول المتعلق بالأدبيات النظرية ومراجعة الدراسات السابقة، أما الفصل الثاني خاص بالدراسة التطبيقية حيث خلصت الدراسة إلى ما يلي:

### 1. نتائج اختبار الفرضيات :

من خلال هذه الدراسة بشقيها النظري والتطبيقي لموضوع اثر الاستدانة على عوائد الأسهم لبعض الشركات المدرجة في بورصة الجزائر توصلنا إلى جملة من النتائج التالية نوجزها فيما يلي :

أ - بالنسبة للفرضية الأولى والمتمثلة في " هناك علاقة بين الاستدانة الإجمالية مقاسه بنسبة (إجمالي الديون/الأصول) وعوائد أسهم بعض الشركات المدرجة ببورصة الجزائر" فقد تم إثباتها من خلال النتائج التالية :

- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاستدانة الإجمالية وعائد السهم لبعض الشركات المدرجة في بورصة الجزائر عند مستوى معنوية 5%؛
- وجود علاقة عكسية بين الاستدانة الإجمالية وعائد السهم، حيث انه كلما زادت الاستدانة الإجمالية بوحدة واحدة انخفض عائد سهم الشركات محل الدراسة ب 253.40 وحدة؛
- اعتماد الشركات محل الدراسة بشكل كبير على الديون وهو ما يفسر العلاقة العكسية بين الاستدانة الإجمالية وعائد السهم أي أن الشركتين محل الدراسة تعتمد على التمويل الخارجي أكثر من التمويل الذاتي وهو ما ينطبق على الواقع من ناحية ارتفاع تكاليف التمويل.

ب - بالنسبة للفرضية الثانية والمتمثلة في "هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الاستدانة طويلة الأجل ممثلة بنسبة (الديون طويلة الأجل الأصول) على ارتفاع ربحية سهم الشركات المدرجة ببورصة الجزائر" فقد تم نفيها من خلال النتائج التالية :

- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية عكسية عند مستوى معنوية 5% بين الاستدانة طويلة الأجل وعائد السهم، حيث انه كلما زادت الاستدانة طويلة الأجل بوحدة واحدة انخفض عائد سهم الشركات محل الدراسة ب 267.8423 وحدة؛
- إعطاء هذه العلاقة لأكبر قدرة تفسيرية قدرت ب 23.86%؛
- الاعتماد الكبير من قبل المؤسسات محل الدراسة على الاستدانة طويلة الأجل في تمويل أصولها الثابتة والمتداولة بمعنى أن هذه الشركات لا تحقق مبدأ التوازن المالي؛
- الشركات محل الدراسة تعتمد بشكل كبير على الاستدانة طويلة الأجل وهو ما يجعل تكلفة هذا النوع من التمويل كبيرة بحيث ينعكس على تخفيض عائد سهم د لهذه الشركات؛
- الإفراط في استخدام الاستدانة طويلة الأجل من قبل الشركات محل الدراسة هو ما أدى إلى ارتفاع تكاليف هذا النوع من مصادر التمويل، وبالتالي انخفاض نتيجة الدورة للشركة ومنه عائد أسهمها.



ت - بالنسبة للفرضية الثالثة والمتمثلة في " هناك تأثير ضعيف للاستدانة قصيرة الأجل مقاسه بنسبة (الديون القصيرة الأجل/ الأصول) على عوائد أسهم بعض الشركات المدرجة في بورصة الجزائر" فقد تم نفيها من خلال النتائج التالية :

- عدم وجود علاقة بين الاستدانة قصيرة الأجل وعائد السهم للشركات محل الدراسة؛
  - إتباع الشركات محل الدراسة لسياسة تمويلية متحفظة وذلك بعدم الاعتماد على الديون قصيرة الأجل بشكل كبير، بهدف التقليل من مخاطر ارتفاع معدلات الفائدة لهذا النوع من التمويل بالإضافة إلى مخاطر عدم القدرة على السداد.
- ث - بالنسبة للفرضية الرابعة والمتمثلة في "يوجد اثر للرفع المالي مقاسا بنسبة (الديون / الأموال الخاصة) على عوائد أسهم بعض الشركات المدرجة ببورصة الجزائر" فقد تم إثباتها من خلال النتائج التالية :
- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي وعائد السهم لبعض الشركات المدرجة في بورصة الجزائر عند مستوى معنوية 5%.
  - وجود علاقة غير خطية عكسية بين الرفع المالي وعائد السهم، حيث انه كلما زاد الرفع المالي بوحدة واحدة انخفض عائد سهم الشركات محل الدراسة ب 73.40 وحدة،
  - الاعتماد بشكل كبير على الديون من قبل الشركات محل الدراسة هو ما يفسر العلاقة العكسية وانخفاض عائد السهم،
  - ارتفاع تكاليف التمويل التي تتحملها الشركات محل الدراسة نتيجة المبالغة في استخدام الرفع المالي وهو ما يؤثر سلبا على عائد السهم؛
  - من الناحية النظرية نجد أن زيادة الاعتماد على الاستدانة يؤدي إلى ارتفاع تكلفتها التي تخفض لنا من معدلات المردودية (معدلات التكاليف أكبر من معدلات المردودية) ومنه وجود رافعة مالية سالبة.

## 2. توصيات الدراسة:

بناء على النتائج المتوصل إليها نقدم بعض التوصيات التي نرى أن بإمكان الشركات محل الدراسة الاستفادة منها وهي كالتالي:

- يجب على إدارة الشركات محل الدراسة إعادة النظر في السياسة التمويلية التي تتبعها والتي تعتمد فيها بشكل كبير على الاستدانة وجعل الأخيرة في حدودها المثلى للاستفادة منها كمصدر للتمويل، يعظم لها من عائد أسهمها ويقلل لها من المخاطر؛
- العمل على خلق التوازن بين مصادر التمويل سواء تمويل داخلي أو خارجي؛
- محاولة التركيز على نسبة الاستدانة طويلة الأجل نظرا لتأثيرها الكبير على عائد السهم للشركات محل الدراسة مقارنة بالنسب الأخرى، ومحاولة الموازنة بين الاستدانة طويلة الأجل و الاستدانة قصيرة الأجل؛
- اعتماد التحليل بواسطة تقنية الرافعة المالية لمعرفة الحد الأمثل للاستدانة الذي سينعكس إيجابا على عائد السهم.

### 3. آفاق الدراسة:

نظرا لأهمية التمويل في الشركات الاقتصادية وخصوصا الاستدانة باعتبارها مصدر مهم من مصادر التمويل نرى أن هذا الموضوع يستحق التعمق والبحث فيه أكثر لذا قمنا باقتراح بعض الدراسات التي يمكن أن تكون دراسات مستقبلية ومنها :

- إجراء نفس دراستنا لكن على أن تكون دراسة مقارنة بين شركتي صيدال والاوراسي المدرجتين في بورصة الجزائر؛
- محاولة إدراج متغيرات أخرى كنسب تغطية الديون والفوائد.

## قائمة المراجع

الكتب :

1. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة السادسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.
2. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2011.
3. بخراز يعدل فريدة، تقنيات وسياسات التمويل المصرفي، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008.
4. راضية بوزنادة، تقييم سياسة الاستدانة في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر.
5. سامح مَّجْد، القوائم المالية وتقييم المشروعات، إدارة أعمال، موقع الإدارة والهندسة الصناعية، 2010.
6. سليمان ناصر، التقنيات البنكية وعمليات الائتمان، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2012.
7. عبد الرحمن توفيق، منهج المحاسبة التطبيقية (أساسيات التحليل المالي)، مركز الخبرات المهنية للإدارة، القاهرة، 2008.
8. محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، كلية التجارة، جامعة عين شمس، سنة النشر مجهولة.
9. مَّجْد صالح الحناوي، نحال فريد مصطفى، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، المكتب الجامعي الحديث، دار الهدى للتجليد الفني، 2008.
10. مَّجْد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، 2010.
11. مَّجْد مطر، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، دار وائل للنشر، الطبعة الرابعة، 2006.

البحوث الجامعية :

مذكرات ماجستير

12. إسلام فيصل أحمد، أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياستها في توزيع الأرباح مذكرة ماجستير، غير منشورة، في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن.
13. أمجد إبراهيم البراجنة، اختبار العلاقة بين توزيع الإرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2009.
14. بسام مَّجْد الاغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، مذكرة ماجستير، إدارة أعمال غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2005.
15. بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة منتوري قسنطينة، 2010.
16. دانه بسام مَّجْد يوسف، تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة أعمال، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، كلية العلوم الإدارية والمالية، 2008.
17. شهرزاد برججي، إشكالية استغلال مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2012.

18. صباح أسامة علي شراب، اثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006.
19. علي بن الظب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الإرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009.
20. محمد طلال ناصر الدين، اثر الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية السهم العادي للشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2011.

### مذكرات ماستر

21. أحلام لحول، تقييم سياسة الاستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011.
22. فريدة السايح، محاولة قياس اثر الرفع المالي على عوائد الأسهم، مذكرة ماستر، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2014.
23. محي الدين طرفاوي، دراسة تأثير سياسة الاستدانة على الأداء المالي للشركات البترولية الجزائرية، مذكرة ماستر في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2015.

### المجلات

24. جميل حسن النجار، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، مجلة جامعة الأزهر، بغزة، سلسلة العلوم الإنسانية، المجلد 15 العدد 1، جامعة القدس المفتوحة، 2013.
25. وليد أحمد صافي، شقيري نوري موسى، الرافعة المالية وأثرها في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة ودرجة المخاطرة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 21، جامعة بغداد، 2009.

### المراجع باللغة الفرنسية

#### الكتب :

26. Dov ogien, **gestion financière de l'entreprise**, DUNOD, Paris, 2008.
27. Jacqueline, **florence Delahaye**, finance d'entreprise, 2<sup>e</sup> édition, Dunod, Paris, 2009.

#### المقالات

28. Aivazian and others, **The impact of leverage on firm investment –Canadian evidenc**, Journal of Corporate Finance, 2005
29. Nima Sepehr Sadeghian and others, **Debt Policy and Corporate Performance: Empirical Evidence From Tehran Stok Exchange Companies**, International of Economics and Finance, vol 4, No 11, 2012.
30. Sana Tauseef and others, **Effect Of Debt Financing on Corporaite Financial Performance : Evidence From Textile Firms In Pakistan**, Pakistan, 2015.

31. Vijaya lakshmi and others, **Corporate Leverage and its Impact on Profitability**, **Indian Journal of applied Research**, Volum 4, Issue 10, 2014.

الملاحق

## الملحق رقم (01) : متغيرات الدراسة

	Année	EPS	TDOA	LTDOA	STDOA	LF
AURASSI	2000	27.110922	0.40009092	0.21337345	0.18671745	0.91168632
	2001	37.9810901	0.42755353	0.25174336	0.22079986	0.79600025
	2002	48.7339238	0.45812517	0.26257646	0.19554871	1.0307219
	2003	48.2290897	0.51183645	0.29087094	0.22096551	1.14118528
	2004	45.6231457	0.52929255	0.31884126	0.21045129	1.2149004
	2005	43.0555201	0.56642078	0.34063146	0.22578932	1.40383181
	2006	54.7483833	0.55000891	0.31850566	0.23150325	1.33555564
	2007	87.2149771	0.5327557	0.2964537	0.236302	1.30207973
	2008	132.860111	0.54023692	0.23457475	0.30566218	1.3901535
	2009	287.500037	0.45565893	0.16157956	0.29407937	1.08291054
	2010	110.219192	0.61650629	0.09585228	0.10637441	1.47783272
	2011	206.048032	0.49426288	0.10082591	0.10791331	0.97731183
	2012	196.516095	0.50879603	0.11059756	0.12200506	1.03581414
	2013	265.814733	0.19410555	0.12103373	0.19331096	0.3488382
2014	138.594269	0.41900051	0.10838033	0.10241571	0.75729854	
SAIDAL	2000	29.0053333	0.51862343	0.31743123	0.2011922	1.18052106
	2001	33.1355551	0.52093984	0.33251222	0.18842762	1.20936661
	2002	41.64698	0.52216347	0.30125594	0.22090753	1.23839586
	2003	50.311568	0.51182856	0.28023517	0.23159339	1.20818191
	2004	59.4156815	0.50878166	0.2543176	0.25446406	1.2062161
	2005	78.8103291	0.50773916	0.23420364	0.27353552	1.24596936
	2006	113.276885	0.48425177	0.20281836	0.28143341	1.21859243
	2007	114.650253	0.46732689	0.1866449	0.280682	1.10556093
	2008	124.871053	0.43519328	0.15970624	0.27548704	0.96313663
	2009	138.326876	0.39339662	0.17331308	0.22008354	0.80736315
	2010	18.7920559	0.54242509	0.31131428	0.15116164	1.18543453
	2011	95.9787574	0.70118657	0.53150762	0.08192834	2.34656984
	2012	87.9801221	0.66783778	0.53995047	0.07509368	2.0105772
	2013	59.4758631	0.68910266	0.5245026	0.10692591	2.21649585
2014	123.016225	0.67275034	0.48713171	0.11124077	2.05577092	



الملحق رقم (02) : جداول اختبارات النماذج لعائد السهم بدلالة الاستدانة الإجمالية

الجدول رقم (03)

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 04/22/16 Time: 02:17				
Sample: 2000 2014				
Periods included: 15				
Cross-sections included: 2				
Total panel (balanced) observations: 30				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	226.2725	62.62182	3.613317	0.0012
TDOA	-253.3999	120.1746	-2.108597	0.0441
Effects Specification			S.D.	Rho
Cross-section random			0.000000	0.0000
Idiosyncratic random			65.13962	1.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.137396	Mean dependent var	96.63144	
Adjusted R-squared	0.106588	S.D. dependent var	68.81031	
S.E. of regression	65.03982	Sum squared resid	118445.0	
F-statistic	4.459836	Durbin-Watson stat	0.662592	
Prob(F-statistic)	0.043753			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.137396	Mean dependent var	96.63144	
Sum squared resid	118445.0	Durbin-Watson stat	0.662592	

الجدول رقم (02)

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/22/16 Time: 02:17				
Sample: 2000 2014				
Periods included: 15				
Cross-sections included: 2				
Total panel (balanced) observations: 30				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	206.6754	65.89045	3.136651	0.0041
TDOA	-215.0948	126.6760	-1.697992	0.1010
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.165648	Mean dependent var	96.63144	
Adjusted R-squared	0.103844	S.D. dependent var	68.81031	
S.E. of regression	65.13962	Akaike info criterion	11.28558	
Sum squared resid	114565.6	Schwarz criterion	11.42570	
Log likelihood	-166.2837	Hannan-Quinn criter.	11.33041	
F-statistic	2.680227	Durbin-Watson stat	0.721168	
Prob(F-statistic)	0.086739			

الجدول رقم (01)

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/22/16 Time: 02:17				
Sample: 2000 2014				
Periods included: 15				
Cross-sections included: 2				
Total panel (balanced) observations: 30				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	226.2725	62.52588	3.618861	0.0012
TDOA	-253.3999	119.9905	-2.111832	0.0438
R-squared	0.137396	Mean dependent var	96.63144	
Adjusted R-squared	0.106588	S.D. dependent var	68.81031	
S.E. of regression	65.03982	Akaike info criterion	11.25222	
Sum squared resid	118445.0	Schwarz criterion	11.34563	
Log likelihood	-166.7833	Hannan-Quinn criter.	11.28210	
F-statistic	4.459836	Durbin-Watson stat	0.662592	
Prob(F-statistic)	0.043753			

الجدول رقم (04)

Lagrange multiplier (LM) test for panel data				
Date: 04/22/16 Time: 02:04				
Sample: 2000 2014				
Total panel observations: 30				
Probability in ()				
Null (no rand. effect)	Cross-section	Period	Both	
Alternative	One-sided	One-sided		
Breusch-Pagan	0.333416	3.492754	3.826170	
	(0.5637)	(0.0616)	(0.0505)	
Honda	-0.577422	1.868891	0.913207	
	(0.7182)	(0.0308)	(0.1806)	
King-Wu	-0.577422	1.868891	0.075297	
	(0.7182)	(0.0308)	(0.5300)	
GHM	--	--	3.492754	
	--	--	(0.0744)	

الملحق رقم (03) : جداول اختبارات النماذج لعائد السهم بدلالة الاستدانة طويلة الأجل

الجدول رقم (03)

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 04/22/16 Time: 02:21				
Sample: 2000 2014				
Periods included: 15				
Cross-sections included: 2				
Total panel (balanced) observations: 30				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	168.6157	27.13875	6.213099	0.0000
LTDOA	-267.8423	91.76999	-2.918626	0.0069
Effects Specification				
		S.D.	Rho	
Cross-section random		2.48E-07	0.0000	
Idiosyncratic random		62.01876	1.0000	
Weighted Statistics				
R-squared	0.238615	Mean dependent var	96.63144	
Adjusted R-squared	0.211423	S.D. dependent var	68.81031	
S.E. of regression	61.10484	Sum squared resid	104546.4	
F-statistic	8.775095	Durbin-Watson stat	1.195952	
Prob(F-statistic)	0.006166			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.238615	Mean dependent var	96.63144	
Sum squared resid	104546.4	Durbin-Watson stat	1.195952	

الجدول رقم (02)

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/22/16 Time: 02:21				
Sample: 2000 2014				
Periods included: 15				
Cross-sections included: 2				
Total panel (balanced) observations: 30				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	163.5453	29.64225	5.517306	0.0000
LTDOA	-248.9762	101.9302	-2.442614	0.0214
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.243681	Mean dependent var	96.63144	
Adjusted R-squared	0.187658	S.D. dependent var	68.81031	
S.E. of regression	62.01876	Akaike info criterion	11.18739	
Sum squared resid	103850.8	Schwarz criterion	11.32751	
Log likelihood	-164.8109	Hannan-Quinn criter.	11.23222	
F-statistic	4.349616	Durbin-Watson stat	1.196486	
Prob(F-statistic)	0.023042			

الجدول رقم (01)

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/22/16 Time: 02:21				
Sample: 2000 2014				
Periods included: 15				
Cross-sections included: 2				
Total panel (balanced) observations: 30				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	168.6157	26.73882	6.306025	0.0000
LTDOA	-267.8423	90.41765	-2.962279	0.0062
R-squared	0.238615	Mean dependent var	96.63144	
Adjusted R-squared	0.211423	S.D. dependent var	68.81031	
S.E. of regression	61.10484	Akaike info criterion	11.12740	
Sum squared resid	104546.4	Schwarz criterion	11.22081	
Log likelihood	-164.9110	Hannan-Quinn criter.	11.15728	
F-statistic	8.775095	Durbin-Watson stat	1.195952	
Prob(F-statistic)	0.006166			

الجدول رقم (04)

Lagrange multiplier (LM) test for panel data				
Date: 04/22/16 Time: 02:04				
Sample: 2000 2014				
Total panel observations: 30				
Probability in ()				
Null (no rand. effect)	Cross-section	Period	Both	
Alternative	One-sided	One-sided		
Breusch-Pagan	0.905082	5.308048	6.213130	
	(0.3414)	(0.0212)	(0.0127)	
Honda	-0.951358	2.303920	0.956406	
	(0.8293)	(0.0106)	(0.1694)	
King-Wu	-0.951358	2.303920	-0.324229	
	(0.8293)	(0.0106)	(0.6271)	
GHM	--	--	5.308048	
	--	--	(0.0282)	

الملحق رقم (04) : جداول اختبارات النماذج لعائد السهم بدلالة الاستدانة قصيرة الأجل

الجدول رقم (03)

Dependent Variable: EPS Method: Panel EGLS (Cross-section random effects) Date: 05/13/16 Time: 09:30 Sample: 2000 2014 Periods included: 15 Cross-sections included: 2 Total panel (balanced) observations: 30 Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	97.65276	38.90573	2.509984	0.0181
STDOA	9-5.180888	186.8742	-0.027724	0.9781
Effects Specification				
	S.D.	Rho		
Cross-section random	0.000000	0.0000		
Idiosyncratic random	68.52807	1.0000		
Weighted Statistics				
R-squared	0.000026	Mean dependent var	96.63144	
Adjusted R-squared	-0.035687	S.D. dependent var	68.81031	
S.E. of regression	70.02736	Sum squared resid	137307.3	
F-statistic	0.000736	Durbin-Watson stat	0.881089	
Prob(F-statistic)	0.978548			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.000026	Mean dependent var	96.63144	
Sum squared resid	137307.3	Durbin-Watson stat	0.881089	
			0.000026	

الجدول رقم (02)

Dependent Variable: EPS Method: Panel Least Squares Date: 04/22/16 Time: 02:25 Sample: 2000 2014 Periods included: 15 Cross-sections included: 2 Total panel (balanced) observations: 30				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	97.80868	38.90587	2.513982	0.0182
STDOA	-5.971825	186.8750	-0.031956	0.9747
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.076588	Mean dependent var	96.63144	
Adjusted R-squared	0.008187	S.D. dependent var	68.81031	
S.E. of regression	68.52807	Akaike info criterion	11.38700	
Sum squared resid	126794.6	Schwarz criterion	11.52712	
Log likelihood	-167.8050	Hannan-Quinn criter.	11.43183	
F-statistic	1.119685	Durbin-Watson stat	0.954845	
Prob(F-statistic)	0.341069			

الجدول رقم (01)

Dependent Variable: EPS Method: Panel Least Squares Date: 04/22/16 Time: 02:25 Sample: 2000 2014 Periods included: 15 Cross-sections included: 2 Total panel (balanced) observations: 30				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	97.65276	39.75694	2.456245	0.0205
STDOA	-5.180888	190.9627	-0.027130	0.9785
R-squared	0.000026	Mean dependent var	96.63144	
Adjusted R-squared	-0.035687	S.D. dependent var	68.81031	
S.E. of regression	70.02736	Akaike info criterion	11.39999	
Sum squared resid	137307.3	Schwarz criterion	11.49340	
Log likelihood	-168.9998	Hannan-Quinn criter.	11.42987	
F-statistic	0.000736	Durbin-Watson stat	0.881089	
Prob(F-statistic)	0.978548			

الملحق رقم (05): جداول اختبارات المعادلات غير خطية لتمثيل العلاقة بين عائد السهم والاستنادة قصيرة الأجل

الجدول رقم (03)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.032782	0.563473	7.157015	0.0000
LOG(STD0A)	-0.181214	0.323592	-0.560007	0.5799

R-squared	0.011076	Mean dependent var	4.339931
Adjusted R-squared	-0.024242	S.D. dependent var	0.698924
S.E. of regression	0.707345	Akaike info criterion	2.209745
Sum squared resid	14.00944	Schwarz criterion	2.503158
Log likelihood	-31.14617	Hannan-Quinn criter.	2.23628
F-statistic	0.313608	Durbin-Watson stat	0.836544
Prob(F-statistic)	0.579928		

الجدول رقم (02)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.378947	0.403752	10.84564	0.0000
STDOA	-0.197921	1.939323	-0.102057	0.9194

R-squared	0.000372	Mean dependent var	4.339931
Adjusted R-squared	-0.035329	S.D. dependent var	0.698924
S.E. of regression	0.711163	Akaike info criterion	2.220511
Sum squared resid	14.16109	Schwarz criterion	2.313924
Log likelihood	-31.30766	Hannan-Quinn criter.	2.250394
F-statistic	0.010416	Durbin-Watson stat	0.795014
Prob(F-statistic)	0.919439		

الجدول رقم (01)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	78.23312	55.67018	1.405297	0.1709
LOG(STD0A)	-10.85474	31.97034	-0.339525	0.7367

R-squared	0.004100	Mean dependent var	96.63144
Adjusted R-squared	-0.031468	S.D. dependent var	68.81031
S.E. of regression	69.88457	Akaike info criterion	11.39591
Sum squared resid	136747.9	Schwarz criterion	11.48932
Log likelihood	-168.9386	Hannan-Quinn criter.	11.42579
F-statistic	0.115278	Durbin-Watson stat	0.930759
Prob(F-statistic)	0.736748		

الجدول رقم (06)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.009274	0.562351	7.129489	0.0000
LOG(STD0A)	-0.195083	0.322961	-0.604045	0.5509

R-squared	0.051626	Mean dependent var	4.339931
Adjusted R-squared	-0.018624	S.D. dependent var	0.698924
S.E. of regression	0.705403	Akaike info criterion	2.234543
Sum squared resid	13.43500	Schwarz criterion	2.374663
Log likelihood	-30.51815	Hannan-Quinn criter.	2.279369
F-statistic	0.734887	Durbin-Watson stat	0.876232
Prob(F-statistic)	0.488907		

الجدول رقم (05)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.380075	0.403097	10.86606	0.0000
STDOA	-0.203642	1.936179	-0.105177	0.9170

R-squared	0.039203	Mean dependent var	4.339931
Adjusted R-squared	-0.031967	S.D. dependent var	0.698924
S.E. of regression	0.710007	Akaike info criterion	2.247557
Sum squared resid	13.61098	Schwarz criterion	2.387677
Log likelihood	-30.71335	Hannan-Quinn criter.	2.292382
F-statistic	0.550841	Durbin-Watson stat	0.827436
Prob(F-statistic)	0.582807		

الجدول رقم (04)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	75.02118	54.46466	1.377429	0.1797
LOG(STD0A)	-12.74974	31.27935	-0.407609	0.6888

R-squared	0.082200	Mean dependent var	96.63144
Adjusted R-squared	0.014215	S.D. dependent var	68.81031
S.E. of regression	68.31948	Akaike info criterion	11.38091
Sum squared resid	126023.9	Schwarz criterion	11.52103
Log likelihood	-167.7136	Hannan-Quinn criter.	11.42573
F-statistic	1.209092	Durbin-Watson stat	1.020000
Prob(F-statistic)	0.314121		

الجدول رقم (09)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.032782	0.561925	7.176726	0.0000
LOG(STD0A)	-0.181214	0.322703	-0.561549	0.5789

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.000000	0.0000
diosyncratic random	0.705403	1.0000

Weighted Statistics			
R-squared	0.011076	Mean dependent var	4.339931
Adjusted R-squared	-0.024242	S.D. dependent var	0.698924
S.E. of regression	0.707345	Sum squared resid	14.00944
F-statistic	0.313608	Durbin-Watson stat	0.836544
Prob(F-statistic)	0.579928		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.011076	Mean dependent var	4.339931
Sum squared resid	14.00944	Durbin-Watson stat	0.836544

الجدول رقم (08)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.901753	0.175062	10.86330	0.0000
STDOA	-0.085956	0.840868	-0.102223	0.9193

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.000000	0.0000
diosyncratic random	0.308352	1.0000

Weighted Statistics			
R-squared	0.004100	Mean dependent var	1.884808
Adjusted R-squared	-0.035329	S.D. dependent var	0.303539
S.E. of regression	0.308854	Sum squared resid	2.670946
F-statistic	0.010416	Durbin-Watson stat	0.795014
Prob(F-statistic)	0.919439		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.000372	Mean dependent var	1.884808
Sum squared resid	2.670946	Durbin-Watson stat	0.795014

الجدول رقم (07)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	78.23312	54.42343	1.437490	0.1617
LOG(STD0A)	-10.85474	31.25435	-0.347303	0.7310

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.000000	0.0000
diosyncratic random	68.31948	1.0000

Weighted Statistics			
R-squared	0.004100	Mean dependent var	96.63144
Adjusted R-squared	-0.031468	S.D. dependent var	68.81031
S.E. of regression	69.88457	Sum squared resid	136747.9
F-statistic	0.115278	Durbin-Watson stat	0.930759
Prob(F-statistic)	0.736748		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.004100	Mean dependent var	96.63144
Sum squared resid	136747.9	Durbin-Watson stat	0.930759

الملحق رقم (06) : جداول اختبارات النماذج لعائد السهم بدلالة الرفع المالي

الجدول رقم (03)

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 04/22/16 Time: 02:44				
Sample: 2000 2014				
Periods included: 15				
Cross-sections included: 2				
Total panel (balanced) observations: 30				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	108.5236	13.05565	8.312386	0.0000
LOG(LF)	-73.39972	33.47597	-2.192609	0.0368
Effects Specification				
		S.D.	Rho	
Cross-section random		0.000000	0.0000	
Idiosyncratic random		65.04603	1.0000	
Weighted Statistics				
R-squared	0.148135	Mean dependent var	96.63144	
Adjusted R-squared	0.117712	S.D. dependent var	68.81031	
S.E. of regression	64.63366	Sum squared resid	116970.3	
F-statistic	4.869075	Durbin-Watson stat	0.769046	
Prob(F-statistic)	0.035712			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.148135	Mean dependent var	96.63144	
Sum squared resid	116970.3	Durbin-Watson stat	0.769046	

الجدول رقم (02)

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/22/16 Time: 02:44				
Sample: 2000 2014				
Periods included: 15				
Cross-sections included: 2				
Total panel (balanced) observations: 30				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	106.7341	13.24412	8.058981	0.0000
LOG(LF)	-62.35451	36.18645	-1.723145	0.0963
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.168044	Mean dependent var	96.63144	
Adjusted R-squared	0.106418	S.D. dependent var	68.81031	
S.E. of regression	65.04603	Akaike info criterion	11.28271	
Sum squared resid	114236.6	Schwarz criterion	11.42283	
Log likelihood	-166.2406	Hannan-Quinn criter.	11.32753	
F-statistic	2.726819	Durbin-Watson stat	0.809074	
Prob(F-statistic)	0.083436			

الجدول رقم (01)

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/22/16 Time: 02:42				
Sample: 2000 2014				
Periods included: 15				
Cross-sections included: 2				
Total panel (balanced) observations: 30				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	108.5236	12.97288	8.365420	0.0000
LOG(LF)	-73.39972	33.26374	-2.206598	0.0357
R-squared	0.148135	Mean dependent var	96.63144	
Adjusted R-squared	0.117712	S.D. dependent var	68.81031	
S.E. of regression	64.63366	Akaike info criterion	11.23969	
Sum squared resid	116970.3	Schwarz criterion	11.33310	
Log likelihood	-166.5953	Hannan-Quinn criter.	11.26957	
F-statistic	4.869075	Durbin-Watson stat	0.769046	
Prob(F-statistic)	0.035712			

الجدول رقم (04)

Lagrange multiplier (LM) test for panel data			
Date: 04/22/16 Time: 02:04			
Sample: 2000 2014			
Total panel observations: 30			
Probability in ()			
Null (no rand. effect)	Cross-section	Period	Both
Alternative	One-sided	One-sided	
Breusch-Pagan	0.524986 (0.4687)	3.440109 (0.0636)	3.965095 (0.0465)
Honda	-0.724559 (0.7656)	1.854753 (0.0318)	0.799168 (0.2121)
King-Wu	-0.724559 (0.7656)	1.854753 (0.0318)	-0.221096 (0.5875)
GHM	--	--	3.440109 (0.0766)

الملحق رقم (07) : جداول اختبارات النماذج غير خطية لعائد السهم بدلالة الرفع المالي

الجدول رقم (03)

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 04/22/16 Time: 02:44				
Sample: 2000 2014				
Periods included: 15				
Cross-sections included: 2				
Total panel (balanced) observations: 30				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	108.5236	13.05565	8.312386	0.0000
LOG(LF)	-73.39972	33.47597	-2.192609	0.0368
Effects Specification				
		S.D.	Rho	
Cross-section random		0.000000	0.0000	
Idiosyncratic random		65.04603	1.0000	
Weighted Statistics				
R-squared	0.148135	Mean dependent var	96.63144	
Adjusted R-squared	0.117712	S.D. dependent var	68.81031	
S.E. of regression	64.63366	Sum squared resid	116970.3	
F-statistic	4.869075	Durbin-Watson stat	0.769046	
Prob(F-statistic)	0.035712			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.148135	Mean dependent var	96.63144	
Sum squared resid	116970.3	Durbin-Watson stat	0.769046	

الجدول رقم (02)

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/22/16 Time: 02:44				
Sample: 2000 2014				
Periods included: 15				
Cross-sections included: 2				
Total panel (balanced) observations: 30				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	106.7341	13.24412	8.058981	0.0000
LOG(LF)	-62.35451	36.18645	-1.723145	0.0963
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.168044	Mean dependent var	96.63144	
Adjusted R-squared	0.106418	S.D. dependent var	68.81031	
S.E. of regression	65.04603	Akaike info criterion	11.28271	
Sum squared resid	114236.6	Schwarz criterion	11.42283	
Log likelihood	-166.2406	Hannan-Quinn criter.	11.32753	
F-statistic	2.726819	Durbin-Watson stat	0.809074	
Prob(F-statistic)	0.083436			

الجدول رقم (01)

Dependent Variable: EPS				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/22/16 Time: 02:42				
Sample: 2000 2014				
Periods included: 15				
Cross-sections included: 2				
Total panel (balanced) observations: 30				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	108.5236	12.97288	8.365420	0.0000
LOG(LF)	-73.39972	33.26374	-2.206598	0.0357
R-squared	0.148135	Mean dependent var	96.63144	
Adjusted R-squared	0.117712	S.D. dependent var	68.81031	
S.E. of regression	64.63366	Akaike info criterion	11.23969	
Sum squared resid	116970.3	Schwarz criterion	11.33310	
Log likelihood	-166.5953	Hannan-Quinn criter.	11.26957	
F-statistic	4.869075	Durbin-Watson stat	0.769046	
Prob(F-statistic)	0.035712			

الجدول رقم (04)

Lagrange multiplier (LM) test for panel data				
Date: 04/22/16 Time: 02:04				
Sample: 2000 2014				
Total panel observations: 30				
Probability in ()				
Null (no rand. effect)	Cross-section	Period	Both	
Alternative	One-sided	One-sided		
Breusch-Pagan	0.524986	3.440109	3.965095	
	(0.4687)	(0.0636)	(0.0465)	
Honda	-0.724559	1.854753	0.799168	
	(0.7656)	(0.0318)	(0.2121)	
King-Wu	-0.724559	1.854753	-0.221096	
	(0.7656)	(0.0318)	(0.5875)	
GHM	--	--	3.440109	
	--	--	(0.0766)	

الملحق رقم (08) : الجدول الإحصائي لدرين - واتسون (Durbin- Watson stat)

n	k=1		k=2		k=3		K=4		k=5	
	$d_L$	$d_U$	$d_L$	$d_U$	$d_L$	$d_U$	$d_L$	$d_U$	$d_L$	$d_U$
15	1.08	1.36	0.95	1.54	0.82	1.75	0.69	1.97	0.56	2.21
16	1.10	1.37	0.98	1.54	0.86	1.73	0.74	1.93	0.62	2.15
17	1.13	1.38	1.02	1.54	0.90	1.71	0.78	1.90	0.67	2.10
18	1.16	1.39	1.05	1.53	0.93	1.69	0.82	1.87	0.71	2.06
19	1.18	1.40	1.08	1.53	0.97	1.68	0.86	1.85	0.75	2.02
20	1.20	1.41	1.10	1.54	1.00	1.68	0.86	1.85	0.75	2.02
21	1.22	1.42	1.13	1.54	1.03	1.67	0.93	1.81	0.83	1.96
22	1.24	1.43	1.15	1.54	1.05	1.66	0.96	1.80	0.86	1.94
23	1.26	1.44	1.17	1.54	1.08	1.66	0.99	1.79	0.90	1.92
24	1.27	1.45	1.19	1.55	1.10	1.66	1.01	1.78	0.93	1.90
25	1.29	1.45	1.21	1.55	1.12	1.66	1.04	1.77	0.95	1.89
26	1.30	1.46	1.22	1.55	1.14	1.65	1.06	1.76	0.98	1.88
27	1.32	1.47	1.24	1.56	1.16	1.65	1.08	1.76	1.01	1.86
28	1.33	1.48	1.26	1.56	1.18	1.65	1.10	1.75	1.03	1.85
29	1.34	1.48	1.27	1.56	1.20	1.65	1.12	1.74	1.05	1.84
30	1.35	1.49	1.28	1.57	1.21	1.65	1.14	1.74	1.07	1.83
31	1.36	1.50	1.30	1.57	1.23	1.65	1.16	1.74	1.09	1.83
32	1.37	1.50	1.31	1.57	1.24	1.65	1.18	1.73	1.11	1.82
33	1.38	1.51	1.32	1.58	1.26	1.65	1.19	1.73	1.13	1.81
34	1.39	1.51	1.33	1.58	1.27	1.65	1.21	1.73	1.15	1.81
35	1.40	1.52	1.34	1.58	1.28	1.65	1.22	1.73	1.16	1.80
36	1.41	1.52	1.35	1.59	1.29	1.65	1.24	1.73	1.18	1.80
37	1.42	1.53	1.36	1.59	1.31	1.66	1.25	1.72	1.19	1.80
38	1.43	1.54	1.37	1.59	1.32	1.66	1.26	1.72	1.21	1.79
39	1.43	1.54	1.38	1.60	1.33	1.66	1.27	1.72	1.22	1.79
40	1.44	1.54	1.39	1.60	1.34	1.66	1.29	1.72	1.23	1.79
45	1.48	1.57	1.43	1.62	1.38	1.67	1.34	1.72	1.29	1.78
50	1.50	1.59	1.46	1.63	1.42	1.67	1.38	1.72	1.34	1.77
65	1.53	1.60	1.49	1.64	1.45	1.68	1.41	1.72	1.38	1.77
70	1.58	1.64	1.55	1.67	1.52	1.70	1.49	1.74	1.46	1.77
75	1.60	1.65	1.57	1.68	1.54	1.71	1.51	1.74	1.49	1.77
80	1.61	1.66	1.59	1.69	1.56	1.72	1.53	1.74	1.51	1.77
85	1.62	1.67	1.60	1.70	1.57	1.72	1.55	1.75	1.52	1.77
90	1.63	1.68	1.61	1.70	1.59	1.73	1.57	1.75	1.54	1.78
95	1.64	1.69	1.62	1.71	1.60	1.73	1.58	1.75	1.56	1.78
100	1.65	1.69	1.63	1.72	1.61	1.74	1.59	1.76	1.57	1.78

الفهرس



III	الإهداء
IV	الشكر
V	الملخص
VI	قائمة المحتويات
VII	قائمة الجداول
VIII	قائمة الأشكال البيانية
IX	قائمة الاختصارات والرموز
X	قائمة الملاحق
أ	مقدمة
1	الفصل الأول : الأدبيات النظرية لكل من الاستدانة وعوائد الأسهم
02	تمهيد
03	المبحث الأول : الأدبيات النظرية لعائد السهم والاستدانة
03	المطلب الأول : الإطار النظري لعائد السهم
03	الفرع الأول : تعريف السهم وأنواعه
04	الفرع الثاني : تعريف عائد السهم
04	الفرع الثالث : مؤشرات قياس عائد السهم
05	المطلب الثاني : الإطار العام للاستدانة
06	الفرع الأول : تعريف الاستدانة
06	الفرع الثاني : تصنيفات الاستدانة
08	الفرع الثالث : علاقة الاستدانة بعوائد الأسهم
10	المبحث الثاني : مراجعة الدراسات السابقة
10	المطلب الأول : عرض الدراسات السابقة باللغة العربية والأجنبية
10	الفرع الأول : الدراسات باللغة العربية
12	الفرع الثاني : الدراسات باللغة العربية
13	المطلب الثاني : تقييم الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها
13	الفرع الأول : تقييم الدراسات السابقة

15	..... الفرع الثاني : موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة
16	..... خلاصة الفصل الأول
17	..... الفصل الثاني : الدراسة التطبيقية لأثر الاستدانة على عوائد الأسهم لبعض الشركات المدرجة ببورصة الجزائر
18	..... تمهيد
19	..... المبحث الأول : الطريقة والأدوات
19	..... المطلب الأول : الطريقة المتبعة في الدراسة
19	..... الفرع الأول : مجتمع عينة الدراسة
20	..... الفرع الثاني : مصادر بيانات الدراسة
21	..... الفرع الثالث : تحديد متغيرات الدراسة الحالية وحسابها
22	..... الفرع الرابع : تجميع وتلخيص المعطيات
22	..... المطلب الثاني : الأدوات المستخدمة في الدراسة
22	..... المبحث الثاني : عرض نتائج الدراسة التطبيقية ومناقشتها
22	..... المطلب الأول : عرض نتائج الدراسة التطبيقية
37	..... المطلب الثاني : تحليل نتائج الدراسة التطبيقية ومناقشتها
39	..... خلاصة الفصل الثاني
40	..... الخاتمة
44	..... قائمة المراجع
47	..... الملاحق
56	..... الفهرس