

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان : علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة : علوم تجارية

التخصص : تقنيات المالية في الكمية

من إعداد الطالب : زهانة نصرالدين

بعنوان :

أثر الرفع المالي على قيمة المؤسسة
"دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق عمان المالي
للفترة 2014-2016"

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ :

أمام اللجنة المكونة من السادة :

الدكتور/قريشي عبدالمجيد.....(أستاذ _ جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

الدكتور /خروبي يوسف(أستاذ محاضر-ب- _ جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرف

الدكتور /غريب الذوادي.....(أستاذ _ جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية 2016/2017

الشكر

بسم الله والصلاة والسلام على أشرف المرسلين صلى الله عليه وسلم

نبدأ بحمد الله الذي بنعمته وفضله تم إعداد هذا العمل ونسأله التوفيق فيه

أتوجه بجزيل الشكر و الامتنان وأسمى عبارات التقدير و الاحترام لأستاذ المشرفه خروبي يوسف على توجيهاته ونصائحه المتواصلة وحرصه على إنجاز هذه المذكرة ، أسأل الله أن يجعله ممن قال فيه النبي (ص): "من لا يشكر الناس لا يشكره الله"

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة حل ما سوف يقدمونه من التوجيهات والتوصيات لإثراء هذا العمل

كما أتوجه بجزيل الشكر والامتنان إلى كل من ساعدني من قريب أو من بعيد على إنجاز هذا العمل

نصرالدين

ملخص :

هدفت هذه الدراسة الى قياس أثر الرفع المالي على قيمة المؤسسة المسعرة في بورصة عمان خلال الفترة 2014-2016 و اعتمدت الدراسة على عدد من الفرضيات لاختبار العلاقة بين الرفع المالي من جهة وعائد السهم و الديون طويلة الأجل و إجمالي الديون من جهة أخرى.

ومن اجل التوصل الى نتائج الدراسة استخدم اسلوب الانحدار الخطي البسيط لأجراء اختبار فرضيات الدراسة عن طريق قياس العلاقة بين الرفع المالي من جهة وكل من نسبة إجمالي الديون الى حقوق الملكية و نسبة الديون طويلة الأجل الى مجموع الموجودات من جهة أخرى، وقد شملت عينة الدراسة على 34 مؤسسة صناعية مدرجة في بورصة عمان.

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

الكلمات المفتاحية: مصادر تمويل، عوائد أسهم، إستدانة.

Abstract:

The objective of this study is to measure the effect of the financial leverage on the value of the institution traded on the Amman Stock Exchange during the period 2014-2016.

The study relied on a number of hypotheses to test the relationship between financial leverage on the one hand, return on equity, long-term debt and total debt on the other hand.

In order to arrive at the results of the study, the simple linear regression method was used to test the hypothesis of the study by measuring the relationship between the financial leverage on the one hand and the ratio of total debt to equity and the ratio of long-term debt to total assets on the other. An industrial institution listed on the Amman Stock Exchange

The study concluded that there is a statistically significant relationship between the ratio of long-term debt to total assets and stock returns.

Keywords:

Sources of funding , revenue shares , borrow.

قائمة المحتويات

الصفحة	قائمة المحتويات
III	إهداء
IV	شكر
V	الملخص
VII	قائمة المحتويات
VIII	قائمة الجداول
IX	قائمة الأشكال البيانية
X	قائمة الملاحق
أ	مقدمة
1	الفصل الأول : الأدبيات النظرية والتطبيقية
3	المبحث الأول: الأدبيات النظرية
15	المبحث الثاني : الأدبيات التطبيقية
19	الفصل الثاني : الدراسة التطبيقية
21	المبحث الأول : الطريقة والأدوات
22	المبحث الثاني : مناقشة وتحليل النتائج
39	خاتمة
43	قائمة المصادر والمراجع
48	الملاحق
59	الفهرس

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
24	نتائج إختبارالنموذج الأول الخطي لنسبة الرفع المالي بدلالة عوائد الأسهم قبل التعديل	(1.2)
25	نتائج إختبارالنموذج الثاني الخطي لنسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية بدلالة عوائد الأسهم قبل التعديل	(2.2)
25	نتائج إختبارالنموذج الثالثالديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات بدلالة عوائد الأسهم قبل التعديل	(3.2)
26	نتائج إختبارالنموذج الأول الخطي لنسبة الرفع المالي بدلالة عوائد الأسهم بعد التعديل	(4.2)
27	نتائج إختبارالنموذج الثاني الخطي لنسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية بدلالة عوائد الأسهم بعد التعديل	(5.2)
28	نتائج إختبارالنموذج الثالثالديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات بدلالة عوائد الأسهم بعد التعديل	(6.2)

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
6	منحنى يمثل العلاقة بين نسبة الإقتراض وتكلفة رأس المال	(1.1)
7	منحنى يبين العلاقة بين تكلفة الأموال والرفع المالي حسب النظرية التقليدية	(2.1)
8	العلاقة بين تكلفة رأس المال والرفع المالي حسب نظرية صافي ربح الاستغلال	(3.1)
22	تمثيل سحابة النقاط بين المتغيرين (LX1) و(LY)	(1.2)
23	تمثيل سحابة النقاط بين المتغيرين (LX2) و(LY)	(2.2)
23	تمثيل سحابة النقاط بين المتغيرين (LX3) و(LY)	(3.2)
32	تمثيل نتيجة إختبار لمناطق القبول والرفض (DURBIN et WATSON)	(4.2)
34	تمثيل نتيجة إختبار لمناطق القبول والرفض (DURBIN et WATSON)	(5.2)
36	تمثيل نتيجة إختبار لمناطق القبول والرفض (DURBIN et WATSON)	(6.2)

قائمة الملحق

الصفحة	عنوان الملحق	الرقم
49	الشركات عينة الدراسة في بورصة عمان للقطاع الصناعي	الملحق 1
50	متغيرات الدراسة	الملحق 2
51	متوسط نسبة الرفع المالي لشركات عينة الدراسة	الملحق 3
52	متوسط عائد الأسهم لشركات عينة الدراسة	الملحق 4
53	متوسط إجمالي الديون إلى حرق الملكية بدلالة عوائد الأسهم لشركات عينة الدراسة	الملحق 5
54	متوسط الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات بدلالة عوائد الأسهم لشركات عينة الدراسة	الملحق 6
55	حساب متوسط نسبة الإستدانة خلال سنوات الدراسة (2016-2015-2014)	الملحق 7
56	حساب متوسط عائد السهم (2016-2015-2014)	الملحق 8
57	حساب المتوسط (X_2) نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية	الملحق 9
58	جدول الإحصائي لدرين- واتسون	الملحق 10

المقدمة

تعد مهمة توفير الأموال اللازمة لشركة ما من المهام الصعبة، خاصة في ظل ندرة هذه الأموال من ناحية، وتفاوت درجة تكلفتها من ناحية أخرى، فضلاً عن تفاوت درجة المخاطرة المصحوبة لكل مصدر من مصادر الأموال، وفقاً لذلك هناك مصطلحان شائعان في هذا، الأول الهيكل المالي الذي يظهر كيفية قيام الشركة بتمويل موجوداتها المختلفة، وتتضمن كل مكونات الجانب الأيسر من الميزانية، والثاني هيكل رأس المال الذي يقصد به التمويل الدائم للشركة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل، وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال لشركة ما يعد جزءاً من هيكلها المالي.

و يعتبر موضوع الإستدانة من أهم المواضيع التي تواجه المؤسسة إذ تقع على عاتقها عملية تدبير الأموال اللازمة لتمويل مختلف أنشطة المؤسسة، وذلك من خلال تحديد الكميات التي تحتاجها من الأموال ونوعيتها وعلى إدارة المؤسسة أن تقرر كيفية المزج بين هذه المصادر من حيث الكم والنوع مع الأخذ بعين الاعتبار أهم العناصر المتمثلة في تأثير المديونية على ربحية الشركة.

حيث أجريت العديد من الدراسات لمعرفة أثر سياسة الإستدانة على عوائد الأسهم ولقد أشارت هذه الدراسة إلى وجود علاقة أي كلما زاد اعتماد الشركة على الإقتراض لتمويل إستثماراتها فإن درجة الرفع المالي تزداد ويكون له تأثير أي الرفع المالي بدلالة عائد.

وبناء على ما سبق يمكن أن تبرز معالم الإشكالية من خلال النحو التالي:

كيف تؤثر سياسة الاستدانة على عوائد الأسهم في الشركات المدرجة في سوق عمان المالي؟

أ. الأسئلة الفرعية :

يتفرع التساؤل أعلاه إلى الأسئلة الفرعية التالية

- ✓ هل هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي و عوائد الأسهم ؟
- ✓ هل هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية و عوائد الأسهم ؟
- ✓ هل هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات و عوائد الأسهم ؟

ج. الفرضيات:

- ✓ وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي و عوائد الأسهم ؛
- ✓ توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي ديون إلى حقوق الملكية و عوائد الأسهم ؛
- ✓ توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات و عوائد الأسهم .

ح. مبررات اختيار الموضوع:

تم اختيار هذا الموضوع بناء على مجموعة من الاعتبارات نوجزها فيما يلي:

- ✓ أراد الباحث التعمق في مجال تخصصه أكثر؛
- ✓ يعتبر موضوع الاستدانة من أهم المواضيع في العلوم المالية؛
- ✓ تعد مسألة تمويل المؤسسة الاقتصادية ودراسة وتقييم هيكلها التمويلي من بين المواضيع الحساسة وذات الأهمية البالغة في مجال مالية المؤسسة؛
- ✓ إلحاح العديد من المختصين الخبراء على دراسة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية ضرورة ملزمة وذلك بهدف ترشيد قراراتها التمويلية؛
- ✓ محاولة التعرف أكثر على الأسواق المالية وكيفية التعامل فيها.

خ. أهداف الدراسة وأهميتها:

• الأهداف

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

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

• أهمية الدراسة:

- ✓ تظهر أهمية البحث في ربط الجانب الكمي بالجانب النظري، إذ يجمع بين النظريات والتحليل الإحصائي وهذا ما يزيد دعماً من حيث درجة الاطمئنان إلى النتائج المتوصل إليها؛
- ✓ التعرف على أثر سياسة الاستدانة على عوائد الأسهم؛
- ✓ أنها تساعد المستثمرين على فهم ومعرفة أسهم الشركات المدرجة في البورصة التي تساعد على تحقيق أعلى عائد ممكن.

د. حدود الدراسة : تمثلت في:

الحدود المكانية: لقد تمت الدراسة على عينة من الشركات المدرجة في سوق عمان المالي لقطاع الصناعي .

الحدود الزمنية : حددت المدة الزمنية للدراسة بثلاث سنوات ابتداء من 2014-2015-2016.

ذ. منهج البحث والأدوات المستخدمة :

من أجل معالجة الموضوع والوصول إلى النتائج والمرجوة إعمدت الدراسة على المنهج الوصفي وهو منهج الموافق لدراسة النظرية الذي يستدعي تجميع البيانات والمعلومات وتنظيمها وعرضها بشكل تسلسلي والإحاطة بكافة المفاهيم المتعلقة بالاستدانة والنظريات المفسرة للهيكال المالي والمر دودية ر والدراسات السابقة هذا بالنسبة للفصل الأول.

كما تم اعتماد أسلوب دراسة الحالة في الفصل الثاني لأنه يوافق طبيعة موضوع البحث والذي يتضمن إسقاط ميداني على مجموعة من الشركات المدرجة في السوق عمان المالي مستخدمين الأساليب الإحصائية والأدوات القياسية وذلك بالاستعانة ببرنامج، **EXCEL, EIEWS**.

ر. مرجعية البحث :

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

ز. صعوبات البحث :

- صعوبة جمع المعلومات حول الشركات.
- صعوبة تبويب المعلومات وإستخدام البرامج.
- صعوبة تطبيق منهجية **IMRAD**

س. هيكل البحث :

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

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية، ويندرج تحته المبحث الأول الأدبيات والنظرية حيث تم تناول في المطلب الأول مفهوم الهيكل المالي والرفع المالي ومصادر التمويل والنظريات المفسرة للهيكال تناولنا في المطلب الثاني أثر الرافعة والعلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم ، وتم تخصيص المبحث الثاني للدراسات السابقة .

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

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية

تمهيد

يعتبر العائد مقياس يسمح بمعرفة الوضعية المالية للمؤسسة، فالمستثمر يتخلى عن منفعة أو مستوى إشباع معين كان بإمكانه تحقيقه من إستهلاك حالي لبعض السلع والخدمات على أمل الحصول على عائد أو مردود يمكنه من الحصول على منفعة أو مستوى إشباع أكبر من إستهلاك مستقبلي.

لذا يكتسي الهيكل المالي أهمية كبيرة في مجال النظرية المالية، كونه يعكس قراراتها التمويلية التي تعبر عن المصادر المتاحة أمام المؤسسة من أجل الاستعمال الجيد لهذه المصادر لهدف الحصول على مردودية، لأنها أداة لقياس الفعالية الإقتصادية لنشاط المؤسسة إلى كونها معيار إتخاذ القرارات إلى أنها وسيلة تستخدم في قياس أثر الاستدانة على المردودية.

وبهذا المنطلق تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، المبحث الأول إلى الإطار العام للهيكل والرفع المالي وفي المبحث الثاني تناولنا الدراسات السابقة وهذا من خلال النقاط التالية:

- مفهوم الرفع المالي والهيكل المالي؛
- مفهوم مصادر التمويل القصيرة والمتوسط وطويلة الأجل؛
- النظريات المفسرة للهيكل المالي؛
- العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم؛
- مفهوم المردودية وأنواعها؛
- إنعكاسات الرافعة على المؤسسة.

المبحث الأول: الأدبيات النظرية

تتوفر للمؤسسة جملة من المصادر التمويلية عندما تكون مصادر التمويل الذاتية غير كافية لمواجهة احتياجاتها أو لأنها لا ترغب في إستعمال المزيد منها لأسباب تتعلق بالربحية والتوقيت مما يستدعي المفاضلة بينها سعياً منها لتكوين هيكلها المالي . وهناك العديد من مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسة والتي تنقسم إلى مصادر تمويل قصيرة الأجل متوسطة الأجل وطويلة الأجل.

المطلب الأول: مصادر التمويل في المؤسسة

يرتبط إصطلاح الهيكل المالي بالجانب الأيسر من الميزانية العمومية لأي مؤسسة، حيث يعني وصفا تفصيليا لمصادر التمويل من حيث النسبة المئوية لكل عنصر من عناصر المصادر بالنسبة لمجموعها .

الفرع الأول: الهيكل المالي ومصادر التمويل**أولاً: مفهوم الهيكل المالي والرفع المالي**

✓ مفهوم الهيكل المالي: يوجد عدة تعريفات للهيكل المالي نذكر منه :

- يمثل الهيكل المالي جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض وأيضاً سواء مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل.¹

- كما يعرف الهيكل المالي: بأنه تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأة على أموال بهدف تمويل إستمارتها ومن تم فإنه يتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخنوم، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل.² ومنه يمكن القول بأن الهيكل المالي تشكيلة من المصادر التمويل الطويلة الأجل ومتوسطة الأجل وقصيرة الأجل.

✓ تعريف الرفع المالي: هو نسبة الديون إلى الأموال الخاصة وسمي بالرفع لأنه يرفع من أرباح المؤسسة بكافة أصولها في حالة استمرارها.³

¹ - عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، ط1 الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2004 ص128.

² - منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل التحليل معاصر، ط5، المكتب العربي الحديث، مصر، 2003، ص545.

³ - جمال بدير الخولي، محددات الهيكل التمويلي للمنشآت الصناعية للقطاعات العام والخاص، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة عين شمس، القاهرة، 1995، ص10.

ثانيا: مصادر التمويل قصيرة الأجل

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

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

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

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

ثالثا: مصادر التمويل متوسطة الأجل: وتمثل فيما يلي :

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

✓ **الإستئجار:** هو عقد يلتزم بموجبه المستأجر (lessee) بدفع مبالغ محددة بمواعيد متفق عليها للمالك (l'essor) أصل من الأصول لقاء انتفاع الأول بالخدمات التي يقدمها الأصل المستأجر لفترة معينة .

¹ - عبد الحليم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، أسس مفاهيم تطبيقات، ط2، دار الهناء للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص45.

² - أمين شنتي وآخرون، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، ط1، دار البداية للنشر، عمان، 2010، ص56.

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

⁴ - بالعيساوي محمد الطاهر، الوجيز في شرح الأوراق التجارية، ط2، دار هومة لطباعة والنشر، 2008، ص8.

⁵ - محمد صالح الحناوي ونحال فريد مصطفى، الإدارة المالية التحليل المالي للمشروعات الأعمال، ط1، دار النشر مكتب الجامعي الحديث، مصر، ص235-243.

رابعاً: مصادر التمويل طويلة الأجل: وهي الجزء المكمل لمكونات الهيكل المالي وتمثل المصادر الطويلة الأجل أساساً في:

✓ الأموال الخاصة: و تتضمن مايلي:

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

- **الأسهم الممتازة:** هي التي تحظى بمقتضى نظام الشركة التي تصدرها¹، وهي الأسهم التي يتقرر لحاملها أكثر مما هو مقرر لحملة الأسهم العادية مثل الأولوية في الحصول على أرباح حتى ولو لم يتبق لحملة الأسهم العادية أية حصة من الأرباح التي يتقرر توزيعها، ومن بين خصائصها حق الأولوية في الحصول على الأرباح وبنسبة محددة²؛

- **الأرباح المحتجزة:** هي الجزء الغير الموزع من الأرباح على المساهمين خلال السنة المالية السابقة فإذا حققت شركة ما أرباحاً بقيمة 10 مليون ليرة واتخذت إدارة الشركة من خلال الجمعية العمومية قرار بعدم توزيع هذه الأرباح على المساهمين وهذه الأرباح تعد أرباحاً محتجزة.

✓ الاقتراض طويل الأجل:

تمثل المديونية ما ينبغي على المؤسسة الوفاء بقيمتها في تاريخ لاحق ويؤخذ الإقتراض طويلة الأجل صورتين أساسيتين هما القروض طويلة الأجل، السندات وفي ما يلي الملامح الرئيسية لكل منهما:

- **القروض طويلة الأجل:** هي قروض تحصل عليها المؤسسة من المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين، وقد يصل تاريخ الاستحقاق ثلاثين عاماً، ومن أهم الخصائص المميزة للقروض انه يتم الاتفاق على شروط (معدل الفائدة، تاريخ الاستحقاق، الرهانات،) بتفاوض بين المقرض والمقترض³.

- **السندات:** مستند مديونية تصدره الشركة أو أية هيئة أخرى، وهو بمثابة إنفاق أو عقد بين المستثمر أو المدخر (المقرض) والشركة (المقترض) وبمقتضى هذا الإتفاق يقرض الطرف الأول مبلغاً محدداً للطرف الثاني الذي يتعهد بدوره برد أصل القرض والفوائد المترتبة عليه في تواريخ المستحقات محددة سلفاً وتمتد فترة استحقاق السندات عادة من 20 إلى 30 سنة⁴.

1- جمال لعامرة، ريس حدة، مداخلة بعنوان: تحديات السوق المالي الإسلامي، الملتقى الدولي، حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، بسكرة، 21-22 نوفمبر، 2006.

2- فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلمية)، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 85.

3- منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، مرجع سبق ذكره، 2003، ص 562.

4- محمد صالح الحناوي واخرون، أساسيات الإدارة المالية، ط1، دار الجامعة لنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2001، ص 45.

تعتبر الإستدانة من أهم مصادر التمويل في المؤسسة إذ يتم اللجوء إليها من أجل تغطية الإحتياجات التي لم تتمكن المؤسسة من تمويلها عن طريق التمويل الذاتي.

و يمكن تعريفها بأنها الديون المالية التي تجمع كل من الديون قصيرة ومتوسطة، وطويلة الأجل المقدمة من طرف مؤسسات مقرضة.¹

ولأهمية الديون في حساب النسب المالية المتعلقة بالمخاطر والقدرة على السداد في الأجل الطويل فإن المحللون يستخدمون النسب التالية للحكم على مديونية الشركة:

$$1 \text{ - نسبة الرفع المالي} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الموجودات}}$$

$$2 \text{ - نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{إجمالي الموجودات}}$$

$$3 \text{ - نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{حقوق الملكية}}$$

الفرع الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي

بدأت الدراسات حول الهيكل المالي مع بداية الخمسينيات عندما ظهرت أول نظرية في هذا المجال التي أصبحت تعرف الآن بنظرية التقليدية للهيكل المالي ثم تلتها باقي النظريات حيث ظهرت آراء متعارضة ومتضاربة إزاء تأثير قرار التمويل على قيمة المؤسسة وبالتالي الوصول لهيكل مالي أمثل تكون فيه تكاليف الأموال في أدنى مستوياتها.²

أولاً : نظرية صافي الربح و النظرية التقليدية

✓ نظرية صافي الربح: la théorie du bènèficienet

يؤيد أصحاب هذه النظرية وجود فكرة هيكل مالي أمثل، أي أنه يرى المؤيدون لهذه النظرية أنه بإمكان المؤسسة أن ترفع في قيمتها السوقية من خلال زيادة الإعتماد على الإستدانة كمصدر للتمويل، أي أنه وحسب رأيهم تسعى المؤسسة لزيادة نسبة التمويل عن طريق المصدر الأقل تكلفة، وهذا ما يفرضه السلوك العقلاني، بما أن هناك تفاوت بين تكلفة مختلف مصادر التمويل.³

¹Florence Delahaye, Jaqueline Delahaye, **Finance d'entreprise manuel et applications**, 2^édition, DUNOD, Paris, 2009p122

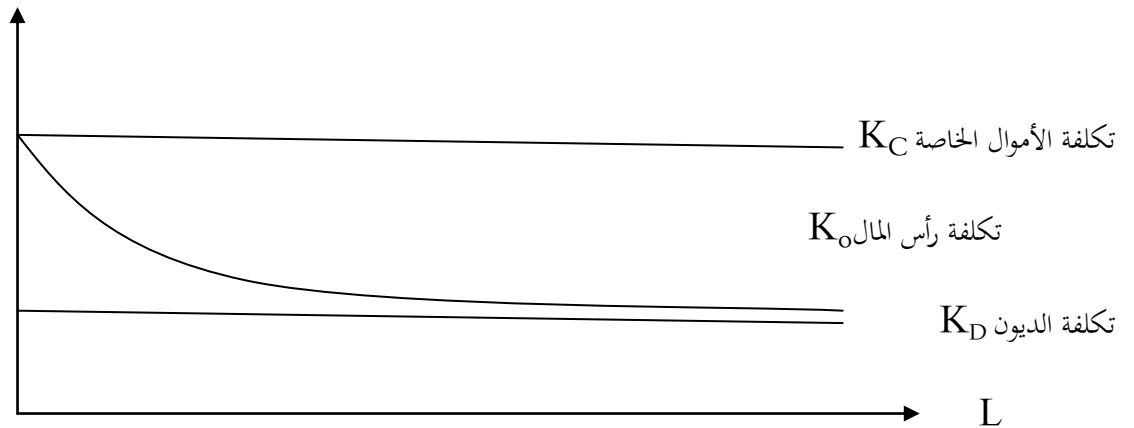
² - أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة بسكرة، 2012، ص50.

³ - سمية لزغم، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، رسالة ماستر، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2012، ص33.

إن نقطة ضعف هذه النظرية هو إتمادها على نظرية تجهل التكاليف الإضافية التي تتحملها المؤسسة عندما تحاول البحث عن الإستفادة من مزايا أثر الرافعة، مفترضة أن السوق يستمر في رسملة العوائد المنتظرة للأوراق من طرف المؤسسة، فحسب هذه النظرية فإن تكلفة رأس المال تنخفض كلما زادت قيمة الإستدانة وإنخفاض قيمة الأموال الخاصة أي كلما زادت نسبة الديون للأموال الخاصة وكلما كان إنخفاض تكلفة رأس المال يعني إرتفاع قيمة المؤسسة فإن أفضل هيكل مالي للمؤسسة في ظل هذه النظرية وهو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة من الديون.¹

الشكل رقم (1.1): منحنى يمثل العلاقة بين نسبة الإقتراض وتكلفة رأس المال

تكلفة الأموال



المصدر: سمية لزغم، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2012، ص 34.

يتضح من خلال الشكل السابق أن تكلفة الأموال الكلية تنخفض إلى أن تصل إلى تكلفة الإقتراض وبالتالي ترتفع قيمة المؤسسة أي أن الهيكل الأمثل حسب هذا المدخل هو الذي يتضمن أكبر نسبة من الديون ولو كانت 100٪.

✓ النظرية التقليدية:

إن جوهر هذا المدخل يشير إلى أن تكلفة الأموال تنخفض تدريجياً مع زيادة حجم الأموال المقترضة إلى أن تصل إلى حد معين وبعده تأخذ هذه التكلفة في الإرتفاع وعند هذا الحجم من الإقتراض والذي يتحول عنده إتجاه تكلفة الأموال نحو الإرتفاع

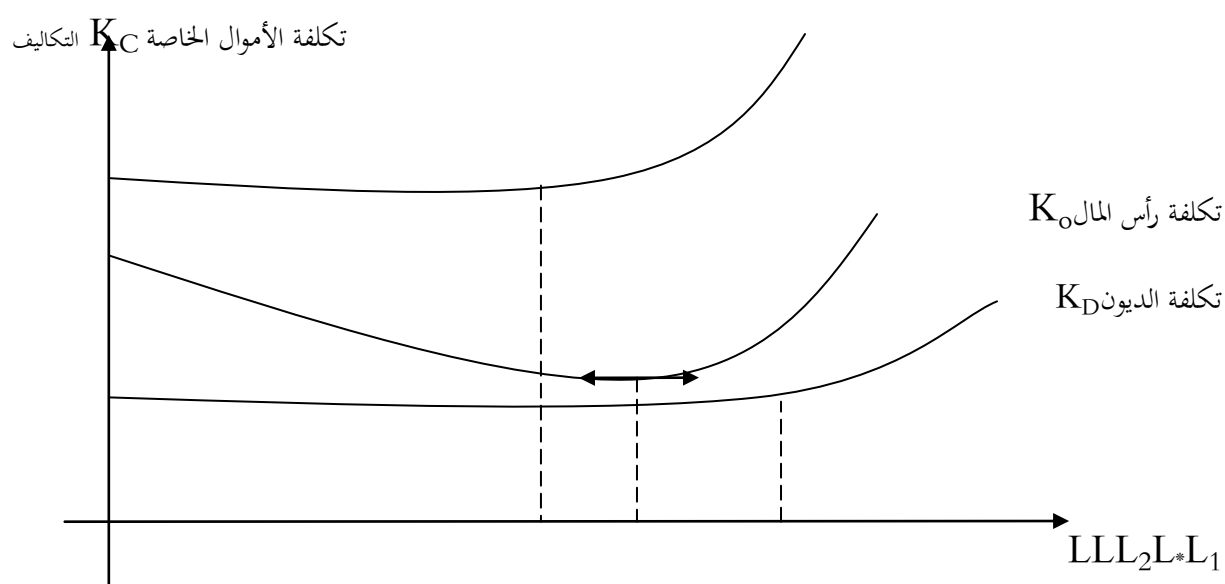
¹ الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) ، ط1، دار وائل لنشر،عمان، الاردن، 2006، ص ص: 347 349.

وبالتالي يتم تحديد نسبة الإقتراض، وتعد النظرية التقليدية وجهة نظر وسطية بين كل من مدخل أسلوب صافي الربح وعليه فإن قيمة المؤسسة يمكن أن ترتفع وتنخفض عن طريق تشكيلة مميزة من أموال المساهمين وأموال الإقتراض.¹

ووفقا للمدخل التقليدي فإن الطريقة التي تتغير بها تكلفة الأموال نتيجة التغيرات في هيكل رأسمال إلى ثلاثة مراحل:

1. المرحلة الأولى: تتصف هذه المرحلة بظهور تغيرات بطيئة على كلفة الأموال الخاصة مع كل زيادة في مقدار الإقتراض؛
2. المرحلة الثانية: في هذه المرحلة بأن الشركة قد إستخدمت نسبة من الرفع المالي بحيث لا يؤثر على القيمة السوقية للشركة؛
3. المرحلة الثالثة: هنا تتجاوز إدارة الشركة في إفتراضها نقطة الإقتراض الأمثل وهو ما يترتب عليه أن تصبح مزايا الإعتماد على القروض كمصدر رخيص الكلفة تضيع تماما مع الزيادة التي يطلبها المساهمون على معدل العائد المطلوب من قبلهم وهذا سبب زيادة خطر الإعتماد على القروض.

الشكل (1-2): منحني يبين العلاقة بين تكلفة الأموال والرفع المالي حسب النظرية التقليدية



المصدر: سمية لزغم، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، رسالة ماجستير غير منشوره، جامعة ورقلة، 2012، ص37.

ويشير الشكل السابق إلى أن تكلفة الأموال تنخفض مع أي زيادة في نسبة الاستدانة إلى أن تصل إلى النقطة (L^*) أين تأخذ التكلفة الأموال في الارتفاع .

¹ زينب غراب، الهيكل المالي وتأثيره على قيمة المؤسسة المسعرة، رسالة ماجستير، غير منشوره، جامعة ورقلة، 2011، ص95-96.

وتفسر ذلك أن الإعتماد على الإستدانة يخفض من تكلفة الأموال لأن هذا المصدر منخفض التكلفة وعلى الرغم من أن تكلفة الأموال الخاصة ترتفع بالموازاة مع زيادة الديون إلا أن الإستدانة لا تزال تساهم في تخفيض التكلفة الكلية للأموال.

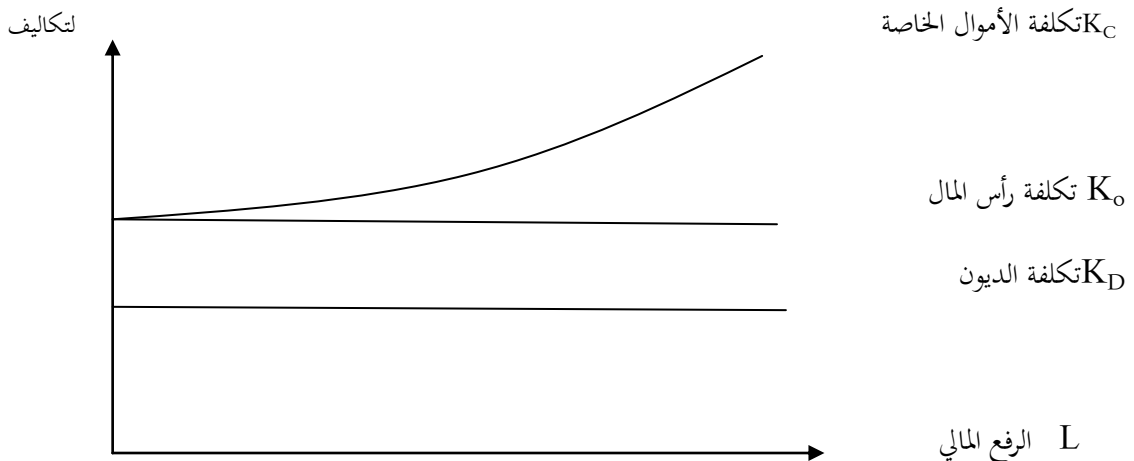
ثانيا: نظرية صافي ربح الإستغلال ونموذج Modigliani et Miller

✓ **نظرية صافي ربح الاستغلال:** يستند مؤيدو هذه النظرية على فرضية أن قيمة المؤسسة لا تتأثر بتوليفة الهيكل المالي أي أنهما مستقلين عن بعضهما وبالتالي عن تكلفة رأس المال، وتقوم هذه النظرية على الفرضيات التالية:¹

- توزيع الأرباح داخل المؤسسة يكون قبل الضريبة؛
- تكلفة الإقتراض ثابتة لا تتغير مع تغير نسبة الإقتراض، بينما تكلفة الأموال الخاصة سترتفع مع كل زيادة في نسبة الإقتراض؛
- المزايا الناجمة عن زيادة الإعتماد على الإستدانة تتلاشى نتيجة إرتفاع العائد المطلوب من المساهمين بسبب زيادة المخاطر المالية وعدم وجود ضريبة على أرباح؛
- تتحدد قيمة المؤسسة بخصم نتيجة الإستغلال بمعدل يساوي تكلفة رأس المال.

وبالتالي فإنه وحسب هذه النظرية الزيادة في تكلفة الأموال الناتجة عن الإرتفاع في تكلفة الأموال الخاصة نتيجة لزيادة نسبة الإستدانة سيعوضها إنخفاض بنفس القيمة في تكلفة الإقتراض ناتج من زيادة الإعتماد على المصدر ذو التكلفة المنخفضة نسبيا ولهذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة الأموال الكلية ثابتة وبالتبعية قيمة المؤسسة هذا ما يقودنا لإعتبار أنه لا يوجد هيكل مالي أمثل وهو ما يوضحه الشكل أدناه.²

الشكل (1-3): العلاقة بين تكلفة رأس المال والرفع المالي حسب نظرية صافي ربح الاستغلال



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، ط 02، منشأة المعارف، مصر، 2005، ص 104

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 184.

² -عمارين نوار، أثر قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية على العائد والمخاطرة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة لأغواط، 2012، ص 57.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن تكلفة التمويل عن طريق الاستدانة (K_D) ثابتة، وأن هناك علاقة طردية بين تكلفة التمويل عن طريق الأموال الخاصة (K_C) والرفع المالي (L)، وحسب فرضية مدخل صافي ربح فإن الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة سيعوضها زيادة الإعتماد على الإستهانة والتي تعتبر مصدر تمويل منخفض التكلفة، وبالتالي تبقى تكلفة الأموال الكلية (K_0) ثابتة مهما إرتفعت نسبة الاستدانة، وبالنتيجة عدم وجود هيكل مالي أمثل أي أن قيمة المؤسسة ثابتة ولا علاقة لها بمصادر التمويل.

ويعاب على هذا المدخل إهماله للمخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المقرضين مع زيادة طلب المؤسسة للقروض، كما لم يقدم أي تفسير لسلوك المستثمرين في سوق رأس المال.

وقد تبع مدخل مود غلياني وميلر نظرية صافي ربح الإستغلال في فكرة عدم وجود هيكل مالي أمثل.

✓ نموذج Modigliani et Miller:

يجيب الإقتصاديان على السؤال حول أمثلية الهيكل المالي ب لا ،أي لا يوجد هيكل مالي أمثل حيث يريان أن تكلفة رأس مال وقيمة المؤسسة مستقلتان عن هيكلها المالي في ظل سوق مالية كفاء وغياب الجباية ويوجد تكافؤ بين مختلف أنماط التمويل¹، غير أنه من الملاحظ إستمرار الجدال القائم حول تأثير الهيكل المالي على تكلفة رأس المال ، فبينما يعتقد المفكرون التقليديون وجود هيكل تمويل أمثل تنخفض عنده تكلفة رأس المال وتصل قيمة المؤسسة إلى أقصاها نجد أن M&M يرفضان هذه الفكرة، ذلك لأنهما يعتقدان أن هيكل التمويل (في ظل عدم وجود ضرائب) لا يمكن له تأثير على تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة ،حيث لايتغير معتغير تركيبة الهيكل المالي وهو مايتفق مع نظرية صافي ربح الإستغلال ويختلف مع نظرية صافي الربح،أما في ظل وجود ضريبة على ربح الشركات فيعرف كل من M&M بأن قيمة المؤسسة التي يتضمن هيكل تمويلها ديون تفوق قيمة المؤسسة،غيرأنه إذا كان للإستهانة تأثيرا إيجابيا على قيمة المؤسسة فأن هناك تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.²

ثالثا : نظرية التوازن والمتعددة الأشكال

✓ نظرية التوازن : la théorie de Trade-Off

في نظرية التوازن (TOT) لم يركز الباحثون فقط على مميزات إستعمال الإستهانة كمصدر للتمويل، بل كذلك على مشاكل الدفع والوفاء وبالديون والتي تؤدي إلى العسر المالي وبالتالي الإفلاس وكذلك تطرقوا للنزاعات بين الوكلاء وبالتالي سنتطرق لنظريتين هما: نظرية الإفلاس ونظرية الوكالة.

¹ عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي مجلة الباحث، العدد الرابع، جامعة ورقلة، 2006، ص 107.

² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره ص 348.

➤ مدخل تكلفة الإفلاس: la théorie de coûts de faillite

يؤدي عجز المؤسسة عن سداد إلتزاماتها في تواريخ إستحقاقها (الفوائد، أصل القرض) بالدائنين إلى إتخاذ إجراءات قانونية من شأنها أن تؤدي إلى إعلان إفلاس المؤسسة كل هذا يخص المؤسسة التي تعتمد في تمويلها على الأموال الخاصة والإستدانة، أما المؤسسة التي تعتمد في تمويلها على الأموال الخاصة فقط غير ملزمة أصلا بإرجاع قيمة الأسهم وحتى دفع التوزيعات إذا لم تقرر هي ذلك، ومن ثم لا تكون عرضة لمثل هذه الإجراءات القانونية¹ ومنه يمكن القول أن تكلفة الإفلاس ناتجة عن فشل المؤسسة في سداد قيمة القروض والفوائد في تواريخ الإستحقاق، الأمر الذي يؤدي بالمقرضين إلى إتخاذ إجراءات قانونية قد تنتهي بإفلاس المؤسسة، وتتضمن تكلفة الإفلاس نوعين من التكاليف المباشرة (تكاليف الإدارة وتكاليف إعادة التنظيم) وتكاليف غير مباشرة تشمل التكاليف الناتجة عن تدهور سمعة المؤسسة أي تضرر المصدقية المالية والتجارية .

➤ نظرية الوكالة: la théorie de l'agence

نعني بعلاقة الوكالة أنه بموجبه يقوم شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل من أجل القيام بمهمة نيابة عنه وباسمه² نرى أن علاقة الموكل والوكيل تتميز بالتعارض، حيث يحاول كل منهما تحقيق منفعة الخاصة على حساب الآخر مما يجعل علاقتهما مصدر لتناقض فتتفرع هذه النظرية تفسير لسلك مختلف المتعاملين المعنيين بتمويل المؤسسة وينجم عن علاقة الوكالة نوعان من تضارب المصالح فهي تؤدي إلى بروز لتناقض في المصالح بين المسير والمساهمين من جهة بتحويل ثروة مالية للمصالح الشخ يستطيع إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن المؤسسات أخرى ذات مستوى أقل³ وتقتصر هذه النظرية نموذجا لمحاولة التعبير عن وجود مؤسسة من خلال هيكلها المالي فيميز المستثمرون بين كل المؤسسات المتواجدة في السوق.⁴ صي وبين المساهمين والمدنين (المقرضين) من جهة ثانية لإعتبار أن هذه العلاقة تخضع لمبدأ عدم التناظر في المعلومة مما قد يؤدي لشكوك المقرض في نوايا المساهمين في إستخدام القرض.

✓ النظرية متعددة الأشكال

تعتبر من النظريات الحديثة التي درست الهيكل المالي في المؤسسة وقد ظهرت في منتصف السبعينيات وتمثل أساسا في نظرية الإشارة ونظرية الإلتقاط التدريجي.

¹ -رقية بوسعيد، دراسة الهياكل التمويلية للمؤسسات الكبيرة والصغيرة والمتوسطة، رسالة ماستر غير منشورة، جامعة ورقلة، 2001، ص67.

² - يوسف ماماش، وناصر دادي عدون، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، ط1 دار المحمدية انشر، الجزائر، 2008، ص117.

³ -عبد الوهاب دادن، نحو مقارنة لتحليل المنطق المالي لنمو المؤسسات الاقتصادية، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2004، ص36.

⁴ .عبد الوهاب دادن، الجدول القائم حول هيكل التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، 2009، ص319.

➤ نظرية الاستدلال أو الإشارة **la théorie du signal**: يستطيع إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن المؤسسات أخرى ذات مستوى أقل¹ وتقتصر هذه النظرية نموذجاً لمحاولة التعبير عن وجود مؤسسة من خلال هيكلها المالي فيميز المستثمرون بين كل المؤسسات المتواجدة في السوق.²

تقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم تماثل المعلومات الذي تتصف بها الأسواق المالية، بحيث أن المعلومات التي تبثها المؤسسات قد لا تكون فعلية ولا تفسر الوضعية الحقيقية للمؤسسة إذ يؤكد الباحثون أن المسير الأحسن أداء هو الذي

➤ نظرية الالتقاط التدريجي يستطيع إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن المؤسسات أخرى ذات مستوى أقل³ وتقتصر هذه النظرية نموذجاً لمحاولة التعبير عن وجود مؤسسة من خلال هيكلها المالي فيميز المستثمرون بين كل المؤسسات المتواجدة في السوق.⁴

من أجل تحديد الهيكل المالي هناك نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل التي ظهرت في منتصف الثمانينات التي تحمل في مجملها خصائص مشتركة وهي القيام دائماً بتصنيف التمويل في ظروف معينة.⁵

المطلب الثاني: العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم

تتجلى العلاقة بين العوائد (العائد على المساهمين والعائد على حق الملكية) المرتبطين بالرافعة المالية وفي ظل أي هيكل مالي نجد أن الأرباح لكل سهم والعائد على حقوق الملكية للمساهمين تزداد كلما زادت الرافعة وهكذا فإن زيادة الرافعة تؤدي إلى زيادة درجة تذبذب لكل من الأرباح لكل سهم وكذلك يرتبط الرفع المالي بهيكل التمويل أي كلما زاد اعتماد الشركة على الإقتراض لتمويل إستثماراتها فإن درجة الرفع المالي تزداد فيها ويكون تأثير الرفع المالي على عائد الإستثمار إيجابياً إذا ما نجحت الشركة في إستثمار الأموال المقترضة بحيث تحقق معدل عائد على الإستثمار يزيد على الفوائد المدفوعة لقاء الحصول على هذه الأموال أي أن الرفع المالي يكون في صالح الشركة إذا كان معدل عائد على الإستثمار أكبر من معدل الفائدة والعكس بالعكس.⁶

يمكن توضيح إثر الرفع المالي على عوائد الأسهم من خلال التطرق إلى تقنية أثر الرافعة المالية، المردودية الإقتصادية و المردودية المالية.

¹ - عبد الوهاب دادن، نحو مقارنة لتحليل المنطق المالي لنمو المؤسسات الاقتصادية، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2004، ص 36.

² - عبد الوهاب دادن، الجدول القائم حول هيكل التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، 2009، ص 319.

³ - عبد الوهاب دادن، نحو مقارنة لتحليل المنطق المالي لنمو المؤسسات الاقتصادية، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2004، ص 36.

⁴ - عبد الوهاب دادن، الجدول القائم حول هيكل التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، 2009، ص 319.

⁵ - تير زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2009، ص 109.

⁶ - محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، ط 3، دار وائل للنشر، عمان، 2010، ص 218.

الفرع الأول:آلية أثر الرافعة المالية

أثر الرافعة المالية التي تقيس بما مرودية الأموال الخاصة بدلالة المر دودية الاقتصادية وتكلفة الديون.

ويعبر عن الصيغة الرياضية لأثر الرفع المالي بهذا الشكل:

$$R_f = [R_e + (R_e - i) \frac{D}{C_p}] (1 - t)$$

حيث: D/C_p : الرفع المالي الذي يقيس تركيبة الهيكل المالي؛

R_f : مرد ودية الأموال الخاصة؛

$(R_e - i)$: الهامش بين المر دودية الاقتصادية وتكلفة الإستانة؛

R_e : المر دودية الاقتصادية؛

t : معدل الضرائب على الأرباح ؛

i : تكلفة الإستانة؛

C_p : الأموال الخاصة؛

D : الإستانة الصافية.

➤ المر دودية المالية: **la Rentabilité financier**

وتسمى كذلك بالعائد على حقوق الملكية أو على الأموال الخاصة، حيث تهم هذه النسبة بالدرجة الأولى المساهمين والمستثمرين الخليين بالإضافة إلى المسيرين، وهي مؤشر على قدرة المؤسسة على مكافأة المساهمين وزيادة ثروتهم الصافية الناتجة عن أنشطتها العادية سواء على شكل أرباح موزعة أو على شكل تخصيص في الإحتياطات من شأنه رفع القيمة الجوهرية للأسهم التي يحملونها وحتى يرضى المساهم أو المستثمر ويقبل بوضع مدخراته لدى المؤسسة يجب أن تكون مرد وديتها المالية مرتفعة وتحسب بالعلاقة التالية¹:

$$\text{المرد ودية المالية } (R_f) = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} * 100$$

¹ ميلودة ميلي، أثر الرفع المالي على مر دودية الأموال الخاصة ودرجة المخاطرة، رسالة ماستر، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2013، ص، 16.

➤ **المردودية الاقتصادية: La Rentabilité économique (Re)**

تعرف المردودية شكل عام على أنها ذلك الإرتباط بين النتائج والوسائل التي ساهمت في تحقيقها، حيث تحدد مدى مساهمة رأسمال المستثمر في تحقيق النتائج المالية¹.

كما تعرف المردودية الاقتصادية بأنها المردودية المحاسبية للأدوات الصناعية فهي تقيس فعالية الأصول الاقتصادية من خلال النتائج المحققة وبشكل مستقل عن سياسة التمويل (نمط التمويل) وبالتالي تعبر عن الأداء الصناعي والتجاري للمؤسسة².
وتحسب بالعلاقة التالية:³

حيث:

Re: المردودية الاقتصادية **AE:** الأصل الاقتصادي

R_{ex}: نتيجة الاستغلال **t:** معدل الضرائب على الأرباح

يجب على المؤسسة أن تعمل على تحقيق نسب مستحسنة للمردودية الاقتصادية وذلك من خلال التحكم في أرباحها ونتائجها وكذا حسن استغلال لمجموع أصولها وهذا يدخل ضمن إطار إستراتيجي العامة للمؤسسة، حيث إن هذه النسبة تستعمل لمقياس فعالية.

الفرع الثاني: انعكاسات الرافعة على المؤسسة

أولاً: حالات أثر الرافعة المالية: توجد ثلاثة حالات وهي⁴

1-رافعة 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 الديون كلما تناقصت المردودية.

2-رافعة مالية معدومة: وذلك عندما تكون المردودية الاقتصادية معادلة لتكلفة الإستهانة أو في حالة إنعدام الديون، وفي هذه الحالة يكون أثر الإستهانة معدوم أي لا يوجد فرق بين المردودية الاقتصادية والمردودية المالية فهما متساويتان.

3-رافعة مالية موجبة: وذلك عندما تكون المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الإستهانة، أي أن اللجوء للإستهانة مرغوب فيه بسبب ارتفاع مردودية المؤسسة، حيث كلما زادت الديون كما أدى ذلك إلى إرتفاع المردودية المالية.

¹-VernimmenPierre, **Finance d'entreprise**,5eédition, Dalolz, paris, 2002, p324.

²- تير زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مرجع سبق ذكره، 2009، ص43.

³-VernimmenPierre•op.cit p309.

⁴- الياس بن ساسي، يوسف فريشني، التسيير المالي، مرجع سبق ذكره، ص213.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

من أجل تكوين إطار مفاهيمي تستند إليه الدراسة الحالية في توضيح الجوانب الأساسية لموضوعها، فقد قمت بمسح الدراسات السابقة حول موضوع هذه الدراسة ومنها مايلي :

1- دراسة: فائز هليل سريح الصبحي و إلياس خضير الحمدوني (2012) بعنوان " العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم، دراسة في عينة من الشركات الأردنية المساهمة"¹

هدفت هذه الدراسة لإختبار العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية، وقد شملت عينة الدراسة على 262 شركة في قطاع الصناعة والخدمات وذلك خلال الفترة (2005 . 2009)، ولمعالجة هذا الموضوع إعتد الباحثان على البيانات الخاصة و الكشوفات المالية (القوائم المالية) لشركات عينة الدراسة كما إستخدمت المؤشرات المالية نسبة الرفع المالي و ربحية السهم والإحصائية معامل بيتا و أسلوب الانحدار الخطي البسيط لمعرفة العلاقة بينهما أي المتغير المستقل والتابع، فتوصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج من أهمها أنه يوجد علاقة موجبة بين الرفع المالي و المخاطر النظامية ، وأن العلاقة قوية وموجبة بين الرفع المالي و ربحية السهم.

2- دراسة مليكة زغيب و سفيان دلفوف (2012) بعنوان " تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة، دراسة حالة مجمع صيدال"²

هدفت هذه الدراسة لإختبار تأثير الإقتراض على القيمة السوقية للمنشأة من خلال إختبار علاقة بين القيمة السوقية والإقتراض وقد شملت عينة الدراسة على مجمع صيدال وذلك خلال الفترة من(2003 . 2007) من خلال تقدير تكلفة الأموال، تقدير قيمة المجمع ثم دراسة علاقة الإقتراض بالقيمة السوقية للمنشأة وفقا للسياسة التي إنتهجتها، ولمعالجة هذا الموضوع إعتد الباحثان على البيانات الخاصة والكشوفات المالية لعينة الدراسة كما إستخدمت بعض المؤشرات (تكلفة الأموال الخاصة، تكلفة الأموال المقترضة، التكلفة الوسطية المرجحة) والإحصائية (معامل الارتباط) لمعرفة أثر كل واحد من المتغيرات المستقلة (الإقتراض) على المتغير التابع (القيمة السوقية للمنشأة)، فتوصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج ، فوجدت أن معدل العائد على الاستثمار أقل من المعدل العائد على الإقتراض مما ينبىء بالصعوبات التمويلية مستقبلا و وجود علاقة عكسية قوية ذات دلالة إحصائية.

¹- فائز هليل سريح الصبحي و إلياس خضير الحمدوني، العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم، مجلة الباحث، العدد الثامن، جامعة الأنبار، العراق ، 2012.

² مليكة زغيب و سفيان دلفوف: تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة، مجلة الباحث، العدد الثاني عشر، جامعة بسكرة، 2012.

3- دراسة علي بن الضب (2009): بعنوان "دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة في فترة (2006 - 2008)"¹

هدفت هذه الدراسة لإختبار مدى تأثير قرار إختيار الهيكل المالي وقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في السوق الكويتي للأوراق المالية، وقد شملت عينة الدراسة على 60 شركة مدرجة في البورصة، وذلك خلال الفترة الممتدة من 2006/1/1 إلى غاية 2008/6/1 (موزعة على أربعة قطاعات مع الأخذ بعين الاعتبار درجة كفاءة السوق المالي الكويتي للأوراق المالية.

ولمعالجة هذا الموضوع إعتد الباحث على البيانات الخاصة والكشوفات المالية (التقارير المالية) لشركات عينة الدراسة كما إستخدم الباحث نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط وذلك بالإعتماد على سلسلة زمنية لأسعار أسهم الشركات والمعبر عنها بمؤشر السوق فتوصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج من أهمها أن السوق الكويتية تعد سوقا كفتا عند المستوى الضعيف والتوصل إلى أن الأسعار تسير عشوائيا حسب كل الاختبارات الخاصة بالتسيير العشوائي وأن للهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة.

4- دراسة غراب زينب (2011) بعنوان "الهيكل المالي وتأثيره على قيمة المؤسسة المسعرة دراسة عينة عشوائية من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة (2008 - 2012)"²

هدفت هذه الدراسة لإختبار تأثير مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة على قيمة المؤسسة المسعرة من أجل تحقيق أكبر عائد وبأقل تكلفة في البورصة في سوق قطر المالي، وقد شملت الدراسة على عينة عشوائية من (20) مؤسسة مدرجة في بورصة قطر خلال الفترة (2008 - 2010) (ولمعالجة هذا الموضوع اعتمدت الباحثة على البيانات الخاصة و الكشوفات المالية (تقارير مالية) لشركات عينة الدراسة بالإضافة إلى بعض المؤشرات منها نسبة إجمالي الديون، نسبة الديون القصيرة على الديون الطويلة. ومؤشرات إحصائية لمعرفة أثر كل واحد من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، فتوصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج من أهمها أنكل من الديون وأموال الخاصة من المصادر التمويلية الجيدة لها تأثير جيد على قيمة المؤسسة وهذا حسب وضعية كل مؤسسه.

¹ علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2009.

² غراب زينب، مرجع سبق ذكره.

5- دراسة إسلام فيصل احمد" احمد خليل (2011) بعنوان : أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياساتها في توزيعات الأرباح دراسة عينة من الشركات المساهمة الأردنية (2007- 2009)¹

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

6- دراسة بسام محمد الاغا(2005) بعنوان: اثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على المعدل العائد على الاستثمار دراسة عينة على الشركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين خلال الفترة (1990- 2003)²

هدفت هذه الدراسة لاختبار العلاقة بين الرافعة المالية وتكلفة التمويل ومعرفة مقدار تأثيرها على معدل العائد على الإستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية، وقد شملت عينة الدراسة على (15) شركات المساهمة العامة بفلسطين وذلك خلال الفترة من (1990 إلى 2003) حيث إعتدت هذه الدراسة على الإحصاء الوصفي في تحليل القوائم المالية لشركات العينة، فتوصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج من أهمها أنه يوجد علاقة عكسية بين تكلفة التمويل ومعدل العائد على الإستثمار وأثبت عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار .

7- دراسة(Kamal & others (2010) بعنوان: impact of Financial leverage on dividend policy³

هدفت هذه الدراسة لاختبار مدى تأثير الرافعة المالية على سياسة توزيع الأرباح وقد شملت عينة الدراسة على (403) شركة مدرجة في سوق كاراتشي المالي (باكستان) وذلك خلال الفترة من (2002- 2008) ، حيث اعتمدت الدراسة على الإحصاء الوصفي في تحليل الانحدار للقوائم المالية وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن الرافعة المالية لها اثر سلبي في سياسة توزيع الأرباح .

¹ إسلام فيصل احمد" احمد خليل، أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياساتها في توزيعات الأرباح، رسالة ماجستير غير منشورة جامعة الشرق الأوسط، 2011..

¹ بسام محمد الاغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على المعدل العائد على الاستثمار، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة غزة، فلسطين، 2005.

³ Kamal yaser & other , Impact of financial leverage on dividend policy , Departement of Management Sciences , Islamabad ,Pakistan 2010

خلاصة الفصل

لقد سلطنا الضوء من خلال هذا الفصل على الأدبيات النظرية فتم التطرق لمجموعة من المفاهيم المتعلقة بالهيكل التمويلي ونظرياته المفسرة ومصادر التمويل القصيرة والمتوسطة والطويلة الأجل، المردودية، والرفع المالية، المخاطر وطريق حساب المردودية، ويمكن تلخيص أهم النقاط والنتائج التي تم التوصل لها من خلال هذا المبحث فيما يلي:

1- يعتبر الهيكل المالي تشكيلة المصادر التمويل التي حصلت عليها المؤسسة على أموال أي أنه يشمل كل أنواع وأشكال التمويل من أموال ملكية أو أموال الاقتراض من مصادر قصيرة متوسطة طويلة الأجل.

2- تلجأ الشركة إلى الاستدانة الخارجية بالرغم من ارتفاع مستوى القدرة على التمويل ويتوقف حجم الاستدانة تبعاً لمعدل نمو النشاط تحت قيد تكلفة الإقراض .

3- المردودية هي سياسة للوصول إلى الأهداف إذ تسعى المؤسسة إلى تحقيق معدلات نمو مرتفعة إذ تواجه المؤسسة عدة صعوبات ومخاطر تجارية ومالية لدي في بعض الأحيان تتخلى المؤسسة عن مبدأ الاستقلالية المالية وتوسيع نطاق الاستدانة لتحسين المردودية.

4- يفسر أثر الرافعة المالية المردودية المالية بدلالة كل من المردودية الاقتصادية وتكلفة الديون لأنها تؤثر باتجاهين متعاكسين، إذا كان بإمكانها أن ترفع من مردودية الأموال الخاصة بالمقارنة بالمردودية الاقتصادية ، فإنه يمكن أن يكون لها أثر عكس في بعض الأحيان وتخفيض من مردودية الأموال الخاصة بالمقارنة بالمردودية الاقتصادية.

أما المبحث الثاني فكان بعنوان الدراسات السابقة التي لها علاقة بموضوع دراستنا، والذي تم من خلال استعراض لأهم جوانب هذه الدراسات والمتمثلة في الهدف من الدراسة ، عينتها طريقة المعالجة وكذا ذكر أهم النتائج المتوصل إليها وفي نهاية كل دراسة تم إعطاء نقد أو إبراز إحدى الجوانب المهملة في الدراسة والتي سيتم تغطيتها في دراستنا.

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية

تمهيد

بعد أن تطرقنا في الفصل السابق على المفاهيم المتعلقة بالإستدانة والمردودية ومصادر التمويل والنظريات المفسرة للهيكل المالي وكذا الدراسات السابقة للموضوع، سنحاول في هذا الفصل بإسقاط الجانب النظري لسياسة الإستدانة على عوائد الأسهم على الواقع وذلك بإجراء دراسة ميدانية لتوصل إلى نتائج الدراسة من خلال عينة من المؤسسات لقطاع الصناعي في سوق عمان المالي. والإمام أكثر بالجانب التطبيقي للدراسة إرتأينا أن نتناول من خلال هذا الفصل كل من مجتمع وعينة الدراسة وطريقة جمع و تلخيص المعطيات والتعرف بمتغيرات الدراسة وكيفية قياسها، والأدوات الإحصائية والقياسية والبرامج الدراسة المستخدمة في معالجة المعطيات المجمعة، كما سيتم عرض وتحليل وتفسير ومناقشة نتائج الدراسة.

لذلك تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين التاليين:

المبحث الأول: الطريقة والأدوات؛المبحث الثاني: تحليل ومناقشة النتائج.

المبحث الأول : الطريقة والأدوات

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

المطلب الأول : الطريقة المستخدمة في الدراسة

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

حيث يتكون مجتمع الدراسة من شركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للقطاع الصناعة للفترة الممتدة ما بين 2014 إلى غاية 2016 ، وبذلك تمحورت دراسة الحالة ضمن عينة تحتوي على (34) شركة التي تم إسقاط البحث عنها أنظر الملحق (01) وبالإعتماد على التقارير المالية السنوية للشركات التي تشكل عينة الدراسة أي (الميزانية وجدول حسابات النتائج) في بورصة عمان خلال فترة الدراسة.

من أجل التوصل لحل إشكالية الدراسة سيتم حساب نسبة الرفع المالي لكل شركة من شركات عينة الدراسة وذلك من خلال حساب متوسط نسبة الرفع المالي خلال فترة الدراسة (3سنوات)، تم إستخراج عوائد الأسهم من قائمة الدخل لكل الشركات عينة الدراسة وحساب متوسط العائد المؤسسات.

وتم حساب متوسط إجمالي الديون إلى حقوق الملكية لشركاتي الأخير حساب متوسط الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات للشركات.

المطلب الثاني: الأدوات التي إستعانت بها الدراسة

لقد تم تمثيل الإستدانة بنسبة الرفع المالي وهو المتغير المستقل في الدراسة و المتغير التابع هو عوائد الأسهم ذلك من خلال حساب متوسط الرفع المالي (X1) لكل شركة من عينة الدراسة خلال (34 شركة) أنظر للملحق رقم (07)، وتم حساب متوسط العائد (Y) للمؤسسات أنظر الملحق رقم (08)، وتم حساب متوسط إجمالي الديون إلى حقوق الملكية (X2)، أنظر الملحق رقم (09)، وفي الأخير تم حساب متوسط الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات (X3)، أنظر الملحق رقم (06)، وذلك

بالإعتماد على مخرجات **EXCEL، Eviews**.

المبحث الثاني: مناقشة وتحليل النتائج

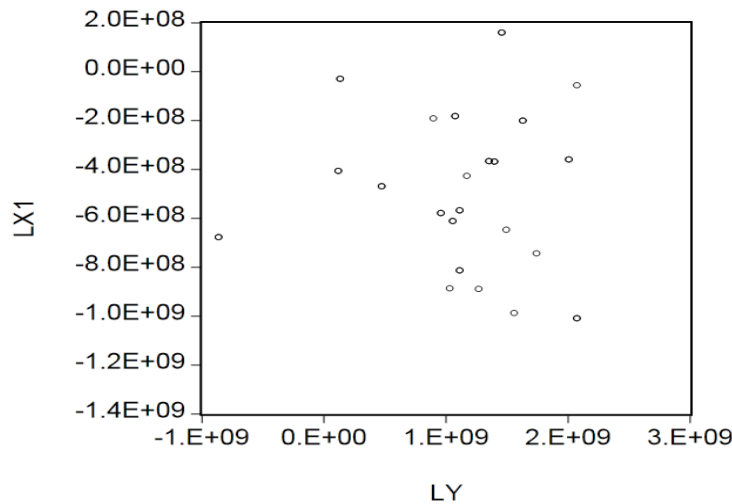
من أجل الإلمام بجيشتات الدراسة سيتم في مايلي تحليل ومناقشة النتائج، من خلال تبويب متغيرات الدراسة لتوضيح الرؤية سيتم التطرق لتعليل وتحليل مخرجات الدراسة كالتالي:

- ✓ علاقة نسبة الإستدانة وعوائد الأسهم (أي نسبة الإستدانة متغير مستقل، وعوائد الأسهم متغير تابع)؛
- ✓ علاقة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية وعوائد الأسهم (أي نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية متغير مستقل، وعوائد الأسهم متغير تابع)؛
- ✓ الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات وعوائد الأسهم (أي الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات متغير مستقل، وعوائد الأسهم متغير تابع).

المطلب الأول: عرض النتائج

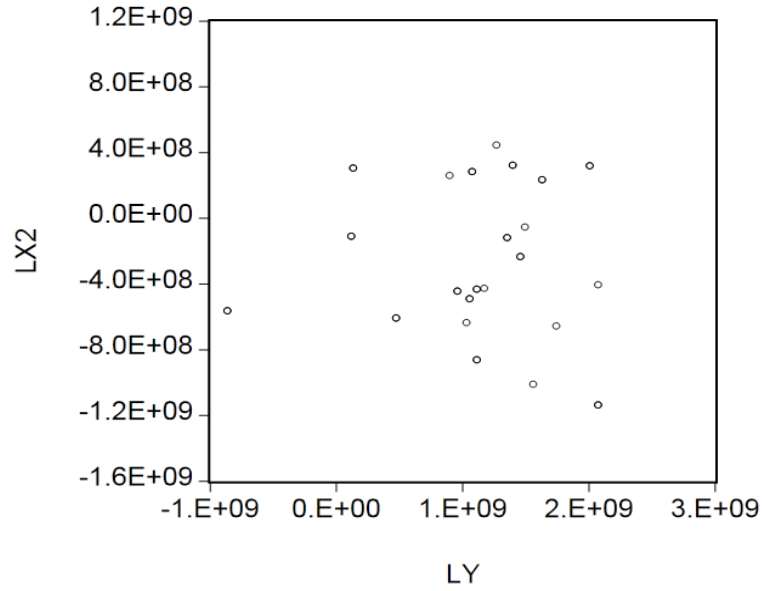
من خلال البحث عن المعلومات في بورصة الكويت وتحصلنا عن القوائم المالية فقد تم تجميعها وحسابها وعرضها في هذا المطلب الذي يتضمن عرض النتائج المتوصل إليها من خلال المعلومات المتوفرة للمتغيرات محل الدراسة والذي سنتطرق فيه إلى عرض المتغيرين أي نسبة الرفع المالي بدلالة عوائد الأسهم، ونسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات بدلالة عوائد الأسهم، وإجمالي الديون إلى حقوق الملكية بدلالة عوائد الأسهم، وكذلك تمثيل السحابة النقطية لكل المتغيرين على حدة، وعرض النماذج الإحصائية للمتغيرات محل الدراسة.

الشكل رقم: (1.2): تمثيل سحابة النقاط بين المتغيرين (LY) و (LX1)



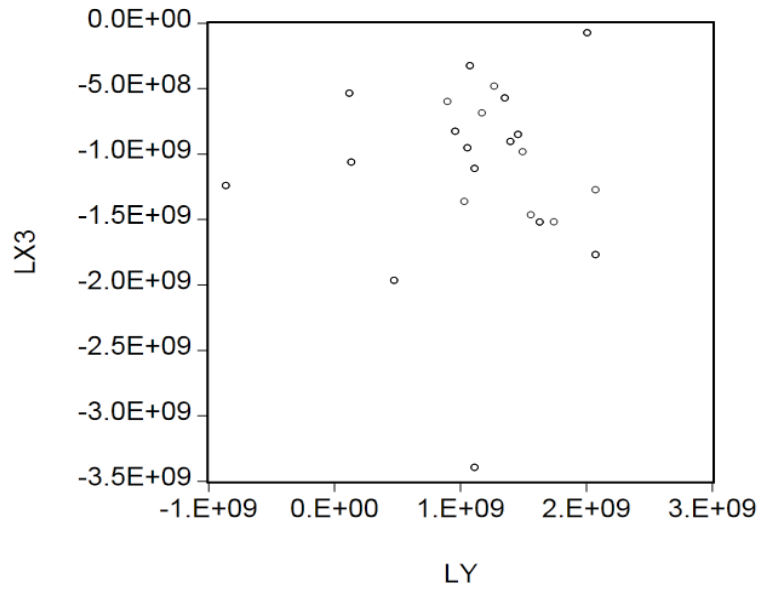
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج الإحصائي (Eviews)

الشكل رقم: (2.2): تمثيل سحابة النقاط بين المتغيرين (LX2) و (LY)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج الإحصائي (Eviews)

الشكل رقم: (3.2): تمثيل سحابة النقاط بين المتغيرين (LX3) و (LY)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج الإحصائي (Eviews)

• تقدير النموذج الخطي البسيط:

نقوم بتقدير النموذج القياسي للمتغيرين المستقل والتابع أي الاستدانة وعوائد الأسهم على التوالي وذلك باستعمال أسهل وأمثل طريقة والمتمثلة في طريقة المربعات الصغرى (MCO)، لتقدير النماذج الخطية البسيطة، لما لها من خصائص تميزها عن باقي الطرق الأخرى وسنستعمل في تقدير النموذج البرنامج الإحصائي (Eviews).

بعدما وقع اختيارنا على عدد من المتغيرات (نسبة الرفع المالي، نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية، نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات)، بدلالة المتغير التابع (عوائد الأسهم) ومن خلال بعض الدراسات السابقة التي تناولناها في الفصل الأول، يمكننا أن نتطرق في هذا المبحث إلى صياغة النموذج القياسي الخاص بالإشكالية المدروسة وتقديرها، بعد إدخال البيانات إلى البرنامج الإحصائي تظهر نتائج النماذج كالتالي:

• نتائج الدراسة قبل التعديل

✓ جدول رقم (1.2): نتائج اختبار النموذج الأول الخطي لنسبة الرفع المالي بدلالة عوائد الأسهم قبل التعديل

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 04/26/14 Time: 12:32
Sample: 1 34
Included observations: 34

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.49E+09	9.23E+08	1.615169	0.1161
X1	-2.164823	2.265164	-0.955703	0.3464
R-squared	0.027751	Meandependent var		7.37E+08
Adjusted R-squared	-0.002632	S.D. dependent var		2.79E+09
S.E. of regression	2.80E+09	Akaike info criterion		46.39864
Sumsquaredresid	2.50E+20	Schwarz criterion		46.48842
Log likelihood	-786.7768	F-statistic		0.913368
Durbin-Watson stat	1.656825	Prob(F-statistic)		0.346387

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج الإحصائي (Eviews)

جدول رقم (2.2): نتائج إختبار النموذج الثاني الخطي لإجمالي الديون إلى حقوق الملكية بدلالة عوائد الأسهم قبل التعديل

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 04/26/14 Time: 12:34
Sample: 1 34
Included observations: 34

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.58E+08	6.22E+08	1.539317	0.1336
X2	-0.156479	0.277075	-0.564751	0.5762
R-squared	0.009869	Meandependent var		7.37E+08
Adjusted R-squared	-0.021073	S.D. dependent var		2.79E+09
S.E. of regression	2.82E+09	Akaike info criterion		46.41686
Sumsquaredresid	2.55E+20	Schwarz criterion		46.50665
Log likelihood	-787.0866	F-statistic		0.318944
Durbin-Watson stat	1.644616	Prob(F-statistic)		0.576181

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على مخرجات برنامج الإحصائي (Eviews)

✓ جدول رقم (3.2): نتائج إختبار النموذج الثالث للديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات بدلالة عوائد الأسهم قبل التعديل

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 04/26/14 Time: 12:35
Sample: 1 34
Included observations: 34

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.04E+08	5.05E+08	1.195858	0.2405
X3	0.297103	0.345440	0.860071	0.3961
R-squared	0.022594	Meandependent var		7.37E+08
Adjusted R-squared	-0.007950	S.D. dependent var		2.79E+09
S.E. of regression	2.80E+09	Akaike info criterion		46.40392
Sumsquaredresid	2.52E+20	Schwarz criterion		46.49371
Log likelihood	-786.8667	F-statistic		0.739722
Durbin-Watson stat	1.611055	Prob(F-statistic)		0.396148

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على مخرجات برنامج الإحصائي (Eviews)

- نتائج الدراسة بعد التعديل
- أ. صياغة النموذج اللوغاريتم الخاص بتأثير نسبة الرفع المالي على عوائد الأسهم:
تعد صياغة النموذج القياسي من أهم مراحل بناء النموذج وأصعبها، حيث يتم تحديد المتغيرات التي يمكن أن تؤثر على نسبة الرفع المالي بدلالة عوائد الأسهم ومن هنا سنبدأ بتحديد المتغيرات وترميزها بحيث :

1. المتغير التابع: ويتمثل في عوائد الأسهم ويرمز له بـ LY؛

2. المتغير المستقل (المفسر): تتمثل في: نسبة الرفع المالي ويرمز له بـ (LX1).

✓ نتائج نسبة الرفع المالي بدلالة عوائد الأسهم: من خلال المعطيات المجمعة في ملحق رقم (02) توصلنا إلى ما يلي :

جدول رقم (4.2): نتائج اختبار النموذج الأول الخطي لنسبة الرفع المالي بدلالة عوائد الأسهم بعد التعديل

Dependent Variable: LOGY
Method: Least Squares
Date: 04/28/14 Time: 16:10
Sample: 1 34
Included observations: 23
Excluded observations: 11

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOGX1	-1.991169	0.888747	-2.240424	0.0360
R-squared	0.192913	Meandependent var		6.94E+09
Adjusted R-squared	0.154480	S.D. dependent var		3.35E+09
S.E. of regression	3.08E+09	Akaike info criterion		46.61500
Sumsquaredresid	1.99E+20	Schwarz criterion		46.71374
Log likelihood	-534.0726	F-statistic		5.019500
Durbin-Watson stat	1.796187	Prob(F-statistic)		0.036005

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على مخرجات برنامج الإحصائي (Eviews)

ب. صياغة النموذج اللوغاريتم الخاص بتأثير إجمالي الديون إلى حقوق الملكية على عوائد الأسهم:

تمثل صياغة النموذج القياسي من أهم مراحل بناء النموذج وأصعبها، حيث يتم تحديد المتغيرات التي يمكن أن تؤثر على نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية بدلالة عوائد الأسهم ومن هنا سنبدأ بتحديد المتغيرات وترميزها بحيث :

1. المتغير التابع: ويتمثل في عوائد الأسهم ويرمز له بـ $\log Y$ ؛

2. المتغير المستقل (المفسر): تتمثل في: نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية ويرمز له بـ LOG X2

✓ نتائج إجمالي الديون إلى حقوق الملكية بدلالة عوائد الأسهم: من خلال المعطيات المجمعة في ملحق رقم (05) توصلنا إلى ما يلي :

جدول رقم (5.2): نتائج اختبارالنموذج الثاني اللوغاريتم الخطي لإجمالي الديون إلى حقوق الملكية بدلالة عوائد الأسهم

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOGX2	0.787629	0.092993	8.469780	0.0000
R-squared	0.289044	Meandependent var		6.94E+09
Adjusted R-squared	-0.289044	S.D. dependent var		3.35E+09
S.E. of regression	3.80E+09	Akaike info criterion		46.99627
Sumsquaredresid	3.17E+20	Schwarz criterion		47.04564
Log likelihood	-539.4571	Durbin-Watson stat		2.340274

المصدر: من إعداد الطالبالإعتماد على مخرجات برنامج الإحصائي (Eviews)

ج. صياغة النموذج اللوغاريتم الخاص بتأثير الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات على عوائد الأسهم

تعتبر صياغة النموذج القياسي من أهم مراحل بناء النموذج وأصعبها، حيث يتم تحديد المتغيرات التي يمكن أن تؤثر على نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجوداتبدلالة عوائد الأسهم ومن هنا سنبدأ بتحديد المتغيرات وتمييزها بحيث :

1. المتغير التابع: ويتمثل في عوائد الأسهم ويرمز له بـ **LOGY**؛

2. المتغير المستقل (المفسر): تتمثل في: نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجوداتويرمز له بـ **(LOGX3)**.

نتائج الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات: من خلال المعطيات المجمعة في ملحق رقم (06) توصلنا إلى :

جدول رقم (6.2): نتائج اختبارالنموذج الثالث اللوغاريتم الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات بدلالة عوائد الأسهم

Dependent Variable: LOGY
Method: Least Squares
Date: 04/28/14 Time: 16:13
Sample: 1 34
Included observations: 23
Excluded observations: 11

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOGX3	0.860846	0.107412	8.014458	0.0000
R-squared	0.401243	Meandependent var		6.94E+09
Adjusted R-squared	-0.401243	S.D. dependent var		3.35E+09
S.E. of regression	3.96E+09	Akaike info criterion		47.07973
Sumsquaredresid	3.45E+20	Schwarz criterion		47.12910
Log likelihood	-540.4169	Durbin-Watson stat		2.148800

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على مخرجات برنامج الإحصائي (Eviews)

المطلب الثاني: تحليل ومناقشة النتائج

➤ التحليل ومناقشة :

بعد ما أدخلنا المعطيات أي متغيرات الدراسة سوف نقوم بتحليل النتائج المتوصل إليها بعد تقدير النموذج بواسطة البرنامج الإحصائي (Eviews)، من الناحية الإقتصادية ثم تلبه الناحية الإحصائية وذلك لاستنتاج العلاقات الموجودة بين المتغير التابع (عوائد الأسهم) والمتغيرات المفسرة تحصلنا على النتائج التالية التي سنتطرق لتحليلها في هذا المطلب..*

✓ تحليل علاقة الإستدانة بعوائد الأسهم:

يتضح من خلال الملحق رقم (2) أن هناك تباين كبير بين متغيرات الدراسة حيث تمثل متغيرات الدراسة في المتغير المستقل (X1) وهو نسبة الإستدانة و المتغير التابع (Y) هو عوائد الأسهم خلال ثلاثة سنوات (2014-2015-2016) وهذا التدبذب راجع لعدة عوامل تؤثر على عوائد الأسهم فمثلا توقعات النمو.

✓ تحليل الشكل رقم: (1.2) و (2.2) و (3.2) : تمثيل سحابة النقاط بين المتغيرين (LY) و (LX1)

(LY) (LX2) و (LY) (LX3).

من خلال التمثيل النقطي للمتغير المستقل (نسبة الرفع المالي، نسبة جمالي الديون إلى حقوق الملكية، ونسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات) والمتغير التابع (عوائد الأسهم)، الذي يساعدنا على صياغة العلاقة الخطية وذلك من خلال

شكل إنتشار النقاط ونلاحظ أن العلاقة بين المتغيرين أي بين $(X1)$ ، (Y) و $(X2)$ ، (Y) و $(X3)$ ، (Y) على التوالي غير واضحة لذلك سنحاول الكشف عن العلاقة بين كل متغيرين ونلجأ إلى تقدير عدد من النماذج، ثم نختار النموذج الأحسن بناء على عدة معايير إحصائية هي :

➤ معنوية المعالم المقدرة (وجود دلالة إحصائية)؛

➤ معامل التحديد (أحسن جودة توفيق)؛

✓ تحليل ومناقشة نتائج اختبار النموذج الأول قبل التعديل:

من أجل الكشف عن العلاقة بين نسبة الرفع المالي و متوسط عائد السهم أي المتغير المستقل $(X1)$ ، و المتغير التابع (Y) على التوالي سنقدر النموذج المناسب الذي يفسر العلاقة بين المتغيرين.

• معنوية المعالم :

من خلال الجدول رقم (2.2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية $(Prob)$ تقدر ب $0.05 \leq 0.3464$ ومنه نقبل الفرضية $H_0: \beta_1=0$ ونرفض الفرضية $H_1: \beta_1 \neq 0$ ، أي أن المعلمة المقدرة لهذا النموذج تختلف معنويًا عن الصفر بمستوى دلالة 5 % .

• معامل التحديد :

من خلال مخرجات برنامج (Eviews) والجدول رقم (2.2) نلاحظ أن معامل التحديد للنموذج المقدر قدر ب 2.7% أي أن النموذج يفسر 2.7% من التغيرات الاحتمالية على المتغير التابع، أما النسبة المتبقية وتقدر ب 97.3% تفسرها متغيرات أخرى غير مقدرة في هذا النموذج .

✓ تحليل ومناقشة نتائج اختبار النموذج الثاني قبل التعديل:

من خلال الجدول أعلاه نكشف عن العلاقة بين نتائج إجمالي الديون إلى حقوق الملكية و متوسط عائد السهم أي المتغير المستقل $(X2)$ و المتغير التابع (Y) على التوالي سنقدر النموذج المناسب الذي يفسر العلاقة بين المتغيرين.

• معنوية المعالم :

من خلال الجدول رقم (3.2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية $(Prob)$ تقدر ب $0.05 \leq 0.5762$ ومنه نقبل الفرضية $H_0: \beta_1=0$ ونرفض الفرضية $H_1: \beta_1 \neq 0$ ، أي أن المعلمة المقدرة لهذا النموذج تختلف معنويًا عن الصفر بمستوى دلالة 5 % .

• معامل التحديد :

من خلال مخرجات برنامج (Eviews) والجدول رقم (3.2) نلاحظ أن معامل التحديد للنموذج المقدر قدر ب 0.9 % أي أن النموذج يفسر 0.9% من التغيرات الإحصائية على المتغير التابع، أما بالنسبة المتبقية وتقدر ب 99.1% تفسرها متغيرات أخرى غير مقدرة في هذا النموذج .

✓ تحليل ومناقشة نتائج اختبار النموذج الثالث قبل التعديل:

من خلال الجدول أعلاه نكشف عن العلاقة بين نتائج الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات و متوسط عائد السهم أي المتغير المستقل (X_3) و المتغير التابع (y) على التوالي سنقدر النموذج المناسب الذي يفسر العلاقة بين المتغيرين.

• معنوية المعالم :

من خلال الجدول رقم (4.2) نلاحظ أن القيمة الإحصائية (**Prob**) تقدر ب $0.05 \leq 0.3961$ ومنه نقبل الفرضية $H_0: \beta_1 = 0$ ونرفض الفرضية $H_1: \beta_1 \neq 0$ ، أي أن المعلمة المقدرة لهذا النموذج تختلف معنويًا عن الصفر بمستوى دلالة 5% .

• معامل التحديد :

من خلال مخرجات برنامج (Eviews) والجدول رقم (3.2) نلاحظ أن معامل التحديد للنموذج المقدر قدر ب 2.2 % أي أن النموذج يفسر 2.2% من التغيرات الإحصائية على المتغير التابع، أما بالنسبة المتبقية وتقدر ب 97.8% تفسرها متغيرات أخرى غير مقدرة في هذا النموذج .

ومنه يمكن القول أن هذه النماذج الثلاثة غير مقبولة لأن (**Prob**) لا يساوي الصفر، سوف ندخل عليها **log** ليتم التعديل.

تحليل ومناقشة نتائج اختبار النموذج الأول للوغارتم لنسبة الرفع المالي بدلالة عوائد الأسهم بعد التعديل:

من أجل الكشف عن العلاقة بين نسبة الرفع المالي و متوسط عائد السهم أي المتغير المستقل (x_1) و المتغير التابع (y) على التوالي و من خلال مجموعة النماذج القياسية الخطية لإختبار النموذج المناسب الذي يفسر العلاقة بين المتغيرين، وهذا حسب مايلي :

1- معياري معنوية المعالم؛

2- معامل التحديد؛

3- إحصائية (DW).

• معنوية المعالم :

من خلال النتائج المتحصل عليها من مخرجات برنامج (Eviews) للمعلومات المقدرة B_1, B_0 ، نقوم باختبار معنوية الإحصائية لهذه المعلومات حيث نضع في كل مرة فرضية H_0, H_1 ، ومنه نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (**Prob**) ، $0.0360 \geq 0.05$ ذات مستوى معنوية.

أينرفض الفرضية $H_0: \beta_1=0$ ، ونقبل الفرضية $H_1: \beta_1 \neq 0$ ، أي تختلف معنويا على 0 بمعنى أن القيمة المقدرة أن لها دلالة إحصائية في الواقع بمستوى 5 % .

• معامل التحديد:

يعتبر متغير نسبة الإستاندة حسب النموذج المقدر والذي فسر بما يقارب 19%، من التغيرات الاحتمالية وبالتالي النسبة المتبقية ترجع إلى التغيرات المفسرة الأخرى والغير موجودة فيه.

و بالتالي تفسر أن لها متغيرات وعوامل أكثر أهمية في التفسير بالنسبة للمتغير Y مقارنة بما تمت دراسته.

• إحصائية داربن واتسون (DW): من مخرجات برنامج (Eviews) الذي استعنا به في دراستنا نستخرج قيمة (DW)

حيث تساوي 1.796187 وبالرجوع إلى الجدول الإحصائي (DW) في الملحق رقم (11) نجد أن قيمة كل من الحد الأعلى و الأدنى ل d_1, d_u .

حيث : $n=34$ (عدد المشاهدات) ،

$K=1$ (عدد المتغيرات) ،

$D_1=1.39$

$D_u=1.51$

ومن خلال المعطيات أعلاه والتي قمت بإستخراجها من النموذج الأول والذي يبين العلاقة بين نسبة الرفع المالي وعوائد الأسهم في شركات المدرجة في السوق عمان المالي أي المتغير المستقل والمتغير التابع على التوالي، وبالرجوع إلى الجدول الإحصائي

(DW) نجد القيمة المراد البحث من خلال الجدول، ونقوم بإسقاط البيانات المستخرجة من الجداول وتمثيلها في الشكل البياني.

الشكل رقم (4.2) : تمثيل نتيجة إختبار لمناطق القبول والرفض (DURBIN et WATSON)

4-المصدر: من إعداد	4-D _U	4-D _L	D _L	D _U	2	0	
P>0	?	P=0	P=0	?	P<0		الطالب بالإعتماد على جدول
ارتباط ذاتي موجب	غير محدد	عدم وجود ارتباط	عدم وجود ارتباط	غير محدد	ارتباط ذاتي سالب		

(DW)

ومنه توجد قيمة (DW) ضمن هذا المجال [2. D_U] لكل من المتغير المستقل والتابع من خلال الشكل (2.2) و(3.2) أي عدم وجود إرتباط ذاتي.

بعد ما قمنا بإختبار النموذج القياسي، وتجميع البيانات الخاصة بكل متغير، يتم تحديد الشكل الرياضي للنموذج

القياسي كما يلي : $Y = a + \beta_1 x_1 + \epsilon_i$ (01)

$$Y = a + \beta x_3 + \epsilon_i \dots\dots\dots(03)$$

وباستخدام أسلوب الإنحدار الخطي البسيط لتقدير النموذج الأول الذي يمثل العلاقة بين المتغيرين أي نسبة الرفع المالي و عوائد الأسهم يكون الشكل الرياضي للمعادلة كالتالي:

حيث (Y): المتغير التابع؛

(x1): المتغير المستقل؛

β: المعامل؛

εi: الحد العشوائي .

أي:

وهي عبارة عن علاقة خطية لوغاريتم بين المتغير التابع (Y) والمتغير المستقل (x1).

✓ تحليل ومناقشة نتائج اختبار النموذج الثاني للوغارتم لإجمالي الديون إلى حقوق الملكية بدلالة عوائد الأسهم:
من أجل الكشف عن العلاقة بين إجمالي الديون إلى حقوق الملكية و متوسط عائد السهم أي المتغير المستقل (X2) و المتغير التابع (Y) ومن خلال مجموعة النماذج القياسية الخطية والغير خطية لإختبار النموذج المناسب الذي يفسر العلاقة بين المتغيرين، وهذا حسب معياري معنوية المعامل ومعامل التحديد.

● معنوية المعامل :

من خلال النتائج المتحصل عليها من مخرجات برنامج (Eviews) للمعلومات المقدرة B1, B0، نقوم باختبار معنوية الإحصائية لهذه المعلومات حيث نضع في كل مرة فرضية H0 ، H1، ومنه نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (Prob) $0.0000 \geq 0,05$ ذات مستوى معنوية.

أي نرفض الفرضية H0 $\beta_1=0$ ، ونقبل الفرضية H1 $\beta_1 \neq 0$ ، أي تختلف معنويا على 0 بمعنى أن القيمة المقدرة أن لها دلالة إحصائية في الواقع بمستوى 5 % .

● معامل التحديد:

يعتبر متغير إجمالي الديون إلى حقوق الملكية حسب النموذج المقدر والذي فسر بما يقارب 28%، من التغيرات الاحتمالية وبالتالي النسبة المتبقية ترجع إلى التغيرات المفسرة الأخرى والغير موجودة فيه.
ومنه تفسر هذه النتيجة أن لها متغيرات وعوامل أكثر أهمية في التفسير بالنسبة للمتغير Y مقارنة بما تمت دراسته.

● إحصائية دارين واتسون (DW):

من مخرجات البرنامج الذي اعتمدنا عليه نستخرج قيمة (DW) حيث تساوي 2.340274 وبالإستعانة بالجدول الإحصائي (DW) في الملحق رقم (11) نجد أن قيمة كل من الحد الأعلى و الأسفل d_l, d_u .
حيث : $n=34$ (عدد المشاهدات) ،

$$K=1 \text{ (عدد المتغيرات) ،}$$

$$D_l=1.39$$

$$D_u= 1.51$$

ومن خلال إستخراجنا للمعطيات من الجداول من أجل إبراز العلاقة بين إجمالي الديون إلى حقوق الملكية بدلالة عوائد الأسهم، وبالرجوع إلى الجدول الإحصائي (DW) نحدد القيمة المراد البحث من خلال الجدول، ونقوم بإسقاط البيانات المستخرجة من الجداول وتمثيلها في الشكل البياني كالتالي:

الشكل رقم (5.2) : تمثيل نتيجة اختبار لمناطق القبول والرفض (DURBIN et WATSON)

0	$d_u d_l$	2	$4 - D_L$	$4 - D_U$	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

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على جدول (DW)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن القيمة تقع (DW) ضمن $[2, 4 - D_U]$ ، أي عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء كل من المتغير المستقل والتابع من خلال الشكل (4.2) و ، وهذا يؤكد أن النموذج جيد.

وباستخدام أسلوب الإنحدار الخطي البسيط لتقدير النموذج الذي يمثل العلاقة بين المتغيرين أي إجمالي الديون إلى حقوق الملكية بدلالة عوائد الأسهم يكون الشكل الرياضي للمعادلة كالتالي:

حيث (Y): المتغير التابع؛

(x2): المتغير المستقل؛

المعامل؛ β

ϵ_i : الحد العشوائي .

أي:

وهي عبارة عن علاقة خطية لوغاريتم بين المتغير التابع (Y) والمتغير المستقل (x2).

✓ تحليل ومناقشة نتائج اختبار النموذج الثالث اللوغاريتمية لمتنسية الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات بدلالة

عوائد الأسهم

من أجل الكشف عن العلاقة بين نتائج الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات متوسط عائد السهم أي المتغير المستقل (X3) و المتغير التابع (Y) على التوالي من خلال مجموعة النماذج القياسية الخطية والغير خطية لإختبار النموذج المناسب الذي يفسر العلاقة بين المتغيرين، وهذا حسب عدة حالات:

1- معنوية المعالم

2- معامل التحديد.

3- إحصائية دارين واتسون (DW):

1- معنوية المعالم :

من خلال النتائج المتحصل عليها من مخرجات برنامج (Eviews) للمعلومات المقدرة B0، B1، نقوم باختبار معنوية الإحصائية لهذه المعلومات حيث نضع في كل مرة فرضية H0، H1، ومنه نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (Prob) $0,05 \geq 0,000$ ذات مستوى معنوية.

أي نرفض الفرضية H0 $\beta_1=0$ ، ونقبل الفرضية H1 $\beta_1 \neq 0$ ، أي أنها تختلف معنويا على 0 بمعنى أن القيمة المقدرة أن لها دلالة إحصائية في الواقع بمستوى 5 % .

2- معامل التحديد:

يعتبر متغير الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات حسب النموذج المقدر والذي فسر بما يقارب 40%، من التغيرات الاحتمالية وبالتالي النسبة المتبقية 60% ترجع إلى عوامل المفسرة الأخرى . وبالتالي تفسر أن لها متغيرات وعوامل أكثر أهمية في التفسير بالنسبة للمتغير Y مقارنة بما تمت دراسته.

3- إحصائية دارين واتسون (DW):

من مخرجات البرنامج الذي إستعنا به نستخرج قيمة (DW) حيث تساوي 2.148800 وبالرجوع إلى الجدول الإحصائي ل (DW) في الملحق رقم (11) نجد أن قيمة كل من الحد الأعلى و الأدنى ل d_1, d_u .

حيث : $n=34$ (عدد المشاهدات)،

$K=1$ (عدد المتغيرات)،

ومنه : $D_1= 1.39$ ، $D_u = 1.51$.

الشكل رقم (6.2) : تمثيل نتيجة اختبار لمناطق القبول والرفض (DURBIN et WATSON)

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	

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على جدول (DW)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن القيمة تقع (DW) ضمن $[2, (4 - D_U)]$ ، أي عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، لكل من المتغير المستقل والتابع من خلال الشكل (4.2) وهذا يؤكد أن النموذج جيد.

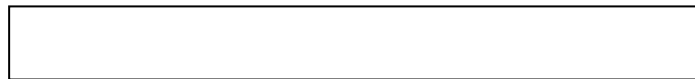
ومن خلال الإختبارات السابقة للنموذج نستنتج أن النموذج يمثل العلاقة بين المتغيرين (Y) و (X3) وباستخدام أسلوب الإنحدار الخطي البسيط لتقدير النموذج الذي يمثل العلاقة بين المتغيرين يكون الشكل الرياضي للمعادلة كالتالي :

حيث (Y): المتغير التابع؛

(X3): المتغير المستقل؛

β : المعامل؛

ϵ_i : الحد العشوائي .



ومما سبق نجد أن الاختبارات السابقة للنماذج الثلاثة والمتعلقة بتحليل العلاقة بين كل من نسبة الرفع المالي معبر عنها بإجمالي الديون إلى حقوق الملكية ونسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات وبين متغير الدراسة وهو عوائد الأسهم، نستنتج أن النموذج الثالث والذي يمثل العلاقة بين المتغيرين أي المتغير المستقل (X3) وهو نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات المتغير التابع و (Y) عوائد الأسهم هو الأفضل من بين النماذج الأخرى وهو يصلح لتمثيل العلاقة عند مستوى معنوية أقل من 5 % أي بدرجة ثقة 95% وهذا يدل على أن النموذج صالح لتمثيل العلاقة المذكورة، وأن قيمة معامل التحديد R^2 قد بلغ 40% من التغيرات الحاصلة في ربحية السهم الواحد وهي نسبة مقبولة وذات دلالة إحصائية أما النسبة المتبقية 60% فترجع لعوامل أخرى، وهذا ما يثبت أن العلاقة طردية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات وعوائد الأسهم.

أما النموذج الذي يأتي في المرتبة الثانية وهو النموذج الثاني والذي يمثل العلاقة بين المتغيرين أي المتغير المستقل (X_2) وهو إجمالي الديون إلى حقوق الملكية والمتغير التابع عوائد الأسهم وهو يصلح لتمثيل العلاقة عند مستوى معنوية أقل من 5 % أي بدرجة ثقة 95%، إن قيمة معامل التحديد R^2 قد بلغت 28% من التغيرات الحاصلة في ربحية السهم وهي نسبة شبه ضعيفة مقارنة بالنموذج الثالث وأما القيمة المتبقية فتقدر بنسبة 72% فتعود لعوامل أخرى، ومنه يمكن القول أن العلاقة طردية بين إجمالي الديون إلى حقوق الملكية وعوائد الأسهم.

أما عن النموذج الأخير والذي يوضح العلاقة بين المتغيرين، أي نسبة الرفع المالي وهو متغير مستقل و عوائد الأسهم أي متغير تابع وهذا النموذج هو الضعيف لأن له معامل التحديد 19% وأما البقية المتبقية 81% ترجع لعوامل أخرى أي ليس لها دلالة إحصائية أي لها علاقة عكسية بين نسبة الرفع المالي وعوائد الأسهم.

الإستنتاج :

من خلال النتائج المتوصل إليها نستنتج مايلي :

- أنقرار التمويل بالاستدانة له تأثير على العائد المحقق؛
- أن زيادة الرافعة المالية تؤدي إلى زيادة درجة تذبذب أرباح الأسهم؛
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي وعوائد الأسهم ، أي ليست لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 % .
- نستنتج أن نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات وعوائد الأسهم أن لها علاقة ذات دلالة إحصائية أي علاقة قوية .

خلاصة الفصل

يعتبر هذا الفصل محاولة بسيطة لتحسيد أهم ما تم التطرق إليه في الفصل النظري على أرض الواقع، من خلال دراسة تأثير سياسة الاستدانة على عوائد الأسهم في بورصة عمان لقطاع الصناعة، وذلك من البحث عن النماذج التي تفسر لعلاقة بين الاستدانة على عوائد الأسهم ويمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل إليها كما يلي:

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي وعوائد الأسهم ، أي ليست لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 % ؛
- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات وعوائد الأسهم أي لها علاقة طردية بين المتغيرين؛
- نقول أن العلاقة عكسية بين نسبة الرفع المالي وعوائد الأسهم .

الختمة

تعد دراستنا لهذا الموضوع من بين الدراسات التي تهدف لإظهار جانب من جوانب المؤسسة، حيث أن بقاء المؤسسة واستمرارها بشكل أساسي يرجع إلى استخدام الأمثل من الموارد المتاحة لديها من أموال خاصة أو إستدانة سواء قصيرة الأجل ، متوسطة الأجل ، طويلة الأجل، من أجل تعظيم العائد وهذا هو هدف المستثمر لأنه يسعى جاهدا للبحث على أسهم المؤسسات التي توفر له هذه الميزة .

فهذا البحث كان محاولة لدراسة مامتتأثير سياسة الاستدانة على عوائد الأسهم لشركات المدرجة في بورصة عمان وضمن هذه الخاتمة يمكن ذكر نتائج البحث واختبار الفرضيات والتوصيات والاقتراحات وفي الأخير أفاق الدراسة .

● إختبار فرضيات الدراسة :

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في مدى تأثير سياسة الاستدانة على عوائد الأسهم في الشركات المدرجة في سوق عمان المالي، ومن خلال النتائج المتوصل إليها من خلال الدراسة يمكن أن نثبت أو ننفى فرضيات الدراسة التالية :

✓ **حسب الفرضية الأولى :** وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي و عوائد الأسهم، من خلال

إيجاد النموذج الأول الذي يفسر العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم وبالتالي عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين

المتغيرين أي توجد علاقة عكسية بين المتغيرين من خلال ما دل عليه النموذج وهذا ما ينفي الفرضية الأولى؛

✓ **حسب الفرضية الثانية:** توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي ديون و عوائد الأسهم، ومن خلال إيجاد

النموذج الثاني والذي يفسر العلاقة بين المتغيرين وهو نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية بدلالة عوائد الأسهم و وبالتالي

وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين ولكن بنسبة قليلة هذا ما يثبت الفرضية الثانية؛

✓ **حسب الفرضية الثالثة:** توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات و عوائد

الأسهم حيث يشير النموذج الثالث الذي يفسر العلاقة بين المتغيرين أي المتغير المستقل وهو نسبة الديون طويلة الأجل

إلى مجموع الموجودات والمتغير التابع عوائد الأسهم، أي أن هذه النسبة تؤثر في ربحية السهم كما أن العلاقة قوية طردية ذو

دلالة إحصائية بين المتغيرين أي أن نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات يفسر بنسبة 40% وهذا ما أثبتته

الفرضية الثالثة.

• نتائج الدراسة :

بعد معالجة هذا البحث وعلى ضوء الفرضيات السابقة تم التوصل إلى النتائج التالية:

1- نتائج الجانب النظري :

- ✓ يتكون الهيكل المالي من مختلف مصادر التمويل ؛
- ✓ بينت النظريات المالية الحديثة أن هناك تأثير لمصادر التمويل على قيمة المؤسسة وبالتالي هناك هيكل مالي أمثل يمكن الوصول إليه ؛
- ✓ أن قرار التمويل بالاستدانة يؤثر على العائد المحقق؛
- ✓ المرادودية هي سياسة الوصول إلى الأهداف التي تسعى المؤسسة إلى تحقيق معدلات نمو مرتفعة.

2- نتائج الدراسة التطبيقية :

- ✓ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي وعوائد الأسهم أي ليست لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية %5
- ✓ وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات؛
- ✓ وجود علاقة قوية ذو دلالة إحصائية بين المتغيرين أي أن نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات يفسر بنسبة 40% من التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم ؛
- ✓ لا يمكن الاعتماد على نسبة الإستهانة كأحد مؤشرات الدالة على عوائد الأسهم وذلك لعدم وجود دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي وعوائد الأسهم.

• التوصيات :

- على ضوء النتائج المستوحات من الدراسة والفرضيات يمكن الخروج بمجموعة من الإقتراحات والتي قد تساهم إلى حد ما في تجاوز العقوبات في إشكالية التمويل في المؤسسات الإقتصادية بشكل عام والمؤسسات في القطاع الصناعي بشكل خاص نذكر منها :
- ✓ الإعتماد على مصادر التمويل الداخلي في المقام الأول لسهولة الحصول عليها وعدم تحمل تكاليف تحصيلها، ثم اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجي لتغطية العجز المتبقي في الإحتياجات؛
- ✓ إعادة إجراء الدراسة مع وضع الأولوية لنموذج الهيكل المالي مع العمل على مراعاة العوامل المؤثرة في الهيكل المالي؛
- ✓ تجب ضرورة تقليل إهتمام الشركة بالقرارات التمويلية عن طريق الاستدانة؛

- ✓ على الشركات عدم الإفراط في اللجوء إلى الإستدانة وذلك للمساهمة في تحسين العوائد؛
- ✓ إجراء دراسة حول العوامل المحددة لعوائد الأسهم.
- ✓ نوصي بإجراء هذا الاختبار لعينة من الشركات لكل قطاع من القطاعات.

● أفاق الدراسة :

إن البحث في مجال تمويل المؤسسة الإقتصادية لا يزال واسعاً إذ يمكن الخوض في مواضيع كثيرة يصلح أن تزيح الكثير من الغموض في هذا المجال الواسع والتي نذكر منها:

- ✓ إجراء الدراسة باستخدام طرق وأساليب أخرى من أجل ضبط نتائج الدراسة؛
- ✓ تطبيق هذه الدراسة على قطاعات أخرى وبورصات من أجل تعميم النتائج؛
- ✓ إجراء هذه الدراسة باستخدام نسب الرفع المالي أخرى مثل: نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية، ومعدل تغطية الفوائد.

قائمة المصادر

والمراجع

I- الكتب :

- 1- الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، ط1، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2006.
- 2 - أيمن شنطي وآخرون، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، ط1، دار البداية للنشر، عمان، 2010.
- 3- باليساوي محمد الطاهر، الوجيز في شرح الأوراق التجارية، ط2، دار هومة للنشر، 2008.
- 4- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، ط1، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2004.
- 5- عبد الحليم كراجة وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، أسس مفاهيم . تطبيقات، ط2، دار الهناء للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 6- عدنان تايه النعيمي و ياسين كاسب خراشة، أساسيات في الإدارة المالية، ط1، دار المسيرة لنشر والتوزيع، 2007.
- 7- فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلمية)، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 8- محمد صالح الحناوي و آخرون، أساسيات الإدارة المالية، ط1، الدار الجامعية لنشر و التوزيع، الإسكندرية، 2001.
- 9- محمد صالح الحناوي ونحال فريد مصطفى، الإدارة المالية التحليل المالي للمشروعات الأعمال، ط1، دار النشر مكتب الجامعي الحديث، مصر، 2008.
- 10- محمد مطر، الإتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، ط3، دار وائل للنشر، عمان، 2010.
- 11- منير ابراهيم هندي، الادارة المالية مدخل تحليل معاصر، ط5، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية.
- 12- يوسف ماماش وناصر دادي عدون، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، ط1، دار المحمدية لنشر، الجزائر، 2008.

II- الرسائل الجامعية:

- 13- أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية ، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة بسكرة، 2012.
- 14- إسلام فيصل احمد" احمد خليل، أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الاردنية وعلى سياساتها في توزيعات الأرباح، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة الشرق الأوسط، 2011.
- 15- بسام محمد الاغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على المعدل العائد على الاستثمار، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة غزة، فلسطين، 2005.
- 16- تير زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2009.
- 17- جمال بدير الخولي، محددات الهيكل التمويلي للمنشآت الصناعية للقطاعات العام والخاص، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة عين شمس، القاهرة، 1995.
- 18- عبد الوهاب دادن، نحو مقارنة لتحليل المنطق المالي لنمو المؤسسات الاقتصادية ، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2004.
- 19- علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح علي قيمة المؤسسة المدرجة البورصة، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2009.
- 20- عمار بن نوار، أثر قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية على العائد والمخاطرة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الأغواط، 2012.
- 21 رقية بوسعيد، دراسة الهياكل التمويلية للمؤسسات الكبيرة والصغيرة والمتوسطة، رسالة ماستر غير منشورة، جامعة ورقلة، 2001.

المصادر و المراجع

- 22- زينب غراب، الهيكل المالي وتأثيره على قيمة المؤسسة المسعرة، رسالة ماجستير ، غير منشوره، جامعة ورقلة، 2011.
- 23- سمية لزغم، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، رسالة ماجستير ، غير منشوره، جامعة ورقلة، 2012.
- 24- ميلودة ميلي، أثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة ودرجة المخاطرة، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2013.

III - المجالات:

25. عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، مجلة الباحث العدد الرابع، جامعة ورقلة، 2006.
- 26 عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هيكل التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، 2009.
- 27- فائز هليل سريح الصبحي و إلياس خضير الحمدوني، العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم، مجلة الباحث، العدد الثامن، جامعة الأنبار، العراق ، 2012.
- 28- مليكة زغيب و سفيان دلفوف، تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة، مجلة الباحث، العدد الثاني عشر، جامعة بسكرة، 2012.

IV- الملتقيات:

- 29- جمال لعمارة، ريس حدة، مداخلة بعنوان: تحديات السوق المالي الإسلامي، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، بسكرة، 21- 22 نوفمبر، 2006.

ثانيا: المراجع باللغة الاجنبية:

-I الكتب :

31-Florence Delahaye, Jaqueline Delahaye, **Finance d'entreprise manuel et applications**, 2édition, DUNOD,Paris,2009.

32-Vernimmen Pierre, **Finance d'entreprise**,5eédition, Dalolz, parise, 2002.

-II الرسائل الجامعية:

33- Kamalyaser&other , **Impact of financial le verageon dividendpolicy** ,Departement ofManagement Sciences , Islamabad ,Pakistan 2010.

-III مواقع الإنترنت

بورصة عمان:

30-تاريخ التصفح 25/04/2017 على الساعة 14:30

http://www.ase.com.jo/ar/company_historical

الملاحق

الملحق رقم (01): الشركات عينة الدراسة في بورصة عمان للقطاع الصناعي

الرقم الشركة	إسم الشركة
1	دار الدواء
2	الحياة الدوائية
3	العربية للمبيدات
4	المتكاملة للمشاريع المتعددة
5	للؤلؤة
6	العربية الاستثمارية
7	العالمية الكيماوية
8	الاقبال للطباعة
9	لوطنية للدواجن
10	سنيورة
11	الدولية للأغذية
12	القرية
13	لاتحاد للسجائر
14	البوتاس العربية
15	الشمالية
16	لمناصير للحديد
17	ترافكو
18	صناعات السيليكا
19	تعديتكو
20	القدس الخرسانية
21	جوايكو
22	الكابلات المتحدة
23	الوطنية للكوابل
24	العربية الكهربائية
25	النساجون العرب
26	الزبي لصناعة الألبسة
27	عقاري
28	شرق أوسط دوائية
29	فيلادلفيا للأدوية
30	الوطنية للكورين
31	المتصدرة
32	دار الغذاء
33	العصر للاستثمار
34	الأساس

http://www.ase.com.jo/ar/company_historical

المصدر :

تاريخ التصفح: 2017/04/25: على الساعة 14:30

الملحق رقم (02): متغيرات الدراسة

X1	Y	رقم الشركة
1,44572343	28,52666667	01
0,18087368	54,9	02
0,62989642	-7,483333333	03
0,39324203	14,92333333	04
0,65836006	11,86	05
0,09813189	117,7433333	06
0,13019032	10,70666667	07
0,69265343	-26,29333333	08
0,35110775	-11,82666667	09
0,43019219	-11,91	10
0,24685294	-0,96	11
0,12936318	18,4733333	12
0,05848883	-27,4233333	13
0,51729756	20,62666667	14
0,2711488	12,89333333	15
0,42955117	24,88333333	16
0,34008796	2,96666667	17
0,43804534	101,14	18
0,21084341	0,136666667	19
0,43112369	22,4	20
0,24518321	11,3333333	21
0,28245642	117,6666667	22
0,21799434	-0,266666667	23
0,15395497	12,93	24
0,6308951	42,46666667	25
0,26430974	9,06666667	26
0,10320537	36,04	27
0,62018427	-10,31	28
0,22600909	31,10333333	29
0,25020332	-15,27333333	30
0,64446542	7,86	31
0,43193665	-2,826666667	32
0,37490325	14,7866667	33
0,10334674	66,9433333	34

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على القوائم المالية لبورصة عمان

الملحق رقم (03): متوسط نسبة الرفع المالي لشركات عينة الدراسة

نسبة الرفع المالي	إسم الشركة	الرقم الشركة
1,44572343	دار الدواء	1
0,18087368	الحياة الدوائية	2
0,62989642	العربية للمبيدات	3
0,39324203	المتكاملة للمشاريع المتعددة	4
0,65836006	للؤلؤة	5
0,09813189	العربية الاستثمارية	6
0,13019032	العالمية الكيماوية	7
0,69265343	الإقبال للطباعة	8
0,35110775	لوطنية للدواجن	9
0,43019219	سنيورة	10
0,24685294	الدولية للأغذية	11
0,12936318	القرية	12
0,05848883	لاتحاد للسجائر	13
0,51729756	البوتاس العربية	14
0,2711488	الشمالية	15
0,42955117	لمناصير للحديد	16
0,34008796	ترافكو	17
0,43804534	صناعات السيليكا	18
0,21084341	تعدينكو	19
0,43112369	القدس الخرسانية	20
0,24518321	جوايكو	21
0,28245642	الكابلات المتحدة	22
0,21799434	الوطنية للكوابل	23
0,15395497	العربية الكهربائية	24
0,6308951	النساجون العرب	25
0,26430974	الزبي لصناعة الألبسة	26
0,10320537	عقاري	27
0,62018427	شرق أوسط دوائية	28
0,22600909	فيلاذلفيا للأدوية	29
0,25020332	الوطنية للكورين	30
0,64446542	المتصدرة	31
0,43193665	دار الغذاء	32
0,37490325	العصر للاستثمار	33
0,10334674	الأساس	34

المنصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البيانات المالية للبورصة عمان.

الملحق رقم (04): متوسط عائد الشركات عينة الدراسة

متوسط العائد (Y)	إسم الشركة	الرقم الشركة
28,52666667	دار الدواء	1
54,9	الحياة الدوائية	2
-7,483333333	العربية للمبيدات	3
14,92333333	المتكاملة للمشاريع المتعددة	4
11,86	للؤلوة	5
117,7433333	العربية الاستثمارية	6
10,70666667	العالمية الكيماوية	7
-26,29333333	الاقبال للطباعة	8
-11,82666667	لوطنية للدواجن	9
-11,91	سنيورة	10
-0,96	الدولية للأغذية	11
18,4733333	القرية	12
-27,4233333	لاتحاد للسجائر	13
20,626666667	البوتاس العربية	14
12,89333333	الشمالية	15
24,88333333	لمناصير للحديد	16
2,96666667	ترافكو	17
101,14	صناعات السيليكا	18
0,136666667	تعدينكو	19
22,4	القدس الخرسانية	20
11,3333333	جوايكو	21
117,6666667	الكابلات المتحدة	22
-0,266666667	الوطنية للكوابل	23
12,93	العربية الكهربائية	24
42,46666667	النساجون العرب	25
9,06666667	الزبي لصناعة الألبسة	26
36,04	عقاري	27
-10,31	شرق أوسط دوائية	28
31,10333333	فيلادلفيا للأدوية	29
-15,27333333	الوطنية للكورين	30
7,86	المتصدرة	31
-2,826666667	دار الغذاء	32
14,7866667	العصر للاستثمار	33
66,9433333	الأساس	34

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البيانات المالية للبورصة عمان.

الملحق رقم (05): متوسط إجمالي الديون إلى حقوق الملكية بدلالة العائد لشركات عينة الدراسة

الرقم الشركة	متوسط العائد (Y)	متوسط إجمالي الديون بالحقوق الملكية (X2)
1	28,52666667	0,58526528
2	54,9	0,22132539
3	-7,483333333	6,73407079
4	14,92333333	0,77926077
5	11,86	1,92718744
6	117,7433333	0,07332679
7	10,70666667	0,23233877
8	-26,29333333	2,26119456
9	-11,82666667	0,46421364
10	-11,91	0,75611052
11	-0,96	0,32781119
12	18,4733333	2,79249121
13	-27,4233333	0,06216994
14	20,62666667	2,02643658
15	12,89333333	0,37100321
16	24,88333333	2,10471493
17	2,96666667	0,24767619
18	101,14	2,09208123
19	0,13666667	0,27397213
20	22,4	0,76327579
21	11,3333333	0,32484622
22	117,6666667	0,39433935
23	-0,26666667	0,28116884
24	12,93	0,13800036
25	42,46666667	1,71804027
26	9,06666667	0,36132951
27	36,04	0,097858
28	-10,31	1,77955095
29	31,10333333	0,3028792
30	-15,27333333	0,33575389
31	7,86	1,82431717
32	-2,82666667	0,78584125
33	14,7866667	0,37578465
34	66,9433333	4,50091797

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البيانات المالية للبورصة عمان.

الملحق رقم (06): متوسط الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات بدلالة عوائد الأسهم لشركات عينة الدراسة

متوسط الدينون طويلة الاجل إلى مج الموجودات (X3)	متوسط العائد (Y)	الرقم الشركة
0,14146546	28,52666667	1
0,0304463	54,9	2
0,07245545	-7,483333333	3
0,29253428	14,92333333	4
0,474352841	11,86	5
0,01709886	117,7433333	6
0,04352481	10,70666667	7
0,3440772	-26,29333333	8
0,12969841	-11,82666667	9
0,17896023	-11,91	10
0,01636104	-0,96	11
0,33120776	18,4733333	12
0,0054543	-27,4233333	13
0,08689785	20,62666667	14
0,07775805	12,89333333	15
0,12521393	24,88333333	16
0,01086759	2,96666667	17
0,19290562	101,14	18
0,05755215	0,136666667	19
0,26933042	22,4	20
0,11174915	11,3333333	21
0,05339364	117,6666667	22
0,03191003	-0,266666667	23
0,000404607	12,93	24
0,03031776	42,46666667	25
0,14981895	9,06666667	26
0,03437434	36,04	27
,0,0008126	-10,31	28
0,104494	31,10333333	29
0,06447726	-15,27333333	30
0,2527468	7,86	31
0,11092522	-2,826666667	32
0,20664959	14,7866667	33
0,35736374	66,9433333	34

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البيانات المالية للبورصة عمان.

الملحق رقم (07): حساب متوسط نسبة الإستدانة خلال سنوات الدراسة

متوسط نسبة الإستدانة	2016	2015	2014	اسم الشركة
x1	نسبة الإستدانة	سبة الإستدانة	نسبة الإستدانة	
1,445723427	0,36495899	3,58901059	0,3832007	دار الدواء
0,18087368	0,15813126	0,18607263	0,19841714	الحياة الدوائية
0,629896421	0,62636911	0,64566694	0,61765321	العربية للمبيدات
0,393242025	0,30594165	0,36184796	0,51193646	المتكاملة للمشاريع المتعددة
0,658360056	0,65533253	0,66081357	0,65893406	للؤلوة
0,098131895	0,11812557	0,06890423	0,10736588	العربية الاستثمارية
0,130190321	0,15022503	0,0269455	0,21340044	العالمية الكيماوية
0,692653433	0,70978235	0,69458605	0,67359189	الاقبال للطباعة
0,351107746	0,37157598	0,36248488	0,31926237	لوطنية للدواجن
0,430192194	0,41699384	0,45015991	0,42342283	سنيورة
0,246852939	0,25220662	0,24735394	0,24099826	الدولية للأغذية
0,129363184	0,16091592	0,18602129	0,13482919	القرية
0,058488833	0,06723907	0,05551903	0,0527084	لاتحاد للسجائر
0,517297562	0,70471764	0,66057466	0,63590883	البوتاس العربية
0,271148797	0,2554092	0,26636182	0,29167536	الشمالية
0,429551173	0,53768906	0,53115837	0,53920108	لمناصير للحديد
0,34008796	0,18227758	0,22776483	0,18379165	ترافكو
0,438045337	0,60870739	0,55216216	0,51742698	صناعات السيليكا
0,210843408	0,24454687	0,23978234	0,14820101	تعدينكو
0,431123686	0,47018815	0,43009878	0,39308412	القدس الخرسانية
0,24518321	0,24403105	0,24218257	0,24933601	جوايكو
0,282456419	0,30565544	0,25967642	0,2820374	الكابلات المتحدة
0,217994342	0,25000331	0,23357736	0,17040236	الوطنية للكوابل
0,15395497	0,12369691	0,15116608	0,18700192	العربية الكهربائية
0,630895099	0,64865526	0,64321538	0,60081466	النساجون العرب
0,264309737	0,23272988	0,25849562	0,30170371	الزبي لصناعة الألبسة
0,103205375	0,06782454	0,11878609	0,12300549	عقاري
0,62018427	0,58216928	0,7051516	0,57323193	شرق أوسط دوائية
0,22600909	0,13741274	0,22984214	0,31077239	فيلادلفيا للأدوية
0,250203315	0,28653311	0,21450657	0,24957027	الوطنية للكورين
0,644465419	0,62336989	0,63453286	0,67549351	المتصدرة
0,431936654	0,36793373	0,40574037	0,52213587	دار الغذاء
0,374903253	0,40691743	0,3481751	0,36961722	العصر للاستثمار
0,103346738	0,10014445	0,10126053	0,10863523	الأساس

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البيانات المالية للبورصة عمان.

الملحق رقم (08): حساب متوسط عائد السهم (2016.2015.2014)

الرقم الشركة	عائد السهم 2014	عائد السهم 2015	عائد السهم 2016	متوسط عائد السهم
1	24,22	26,94	34,42	28,5266667
2	42	28,85	93,85	54,9
3	-3,55	-7,4	-11,5	-7,48333333
4	13,55	13,87	17,35	14,92333333
5	16,83	8,09	10,66	11,86
6	245,19	27,91	80,13	117,7433333
7	14,52	6,8	10,8	10,7066667
8	-16,8	-36,03	-26,05	-26,29333333
9	-16,8	-7,66	-11,02	-11,8266667
10	-15,97	-12,99	-6,77	-11,91
11	-0,06	-0,08	-0,04	-0,06
12	21	17,55	16,87	18,47333333
13	-4,8	-18,47	-59	-27,42333333
14	29,59	22,18	10,11	20,6266667
15	11,84	12,29	14,55	12,89333333
16	15,56	30,19	28,9	24,88333333
17	9,35	31,45	31,1	23,9666667
18	101,52	105,2	96,7	101,14
19	0,18	0,15	0,08	0,1366667
20	21,68	23,08	23,94	22,9
21	10	17	7	11,33333333
22	126	173	54	117,66667
23	12,1	-40,2	27,3	-0,2666667
24	-6,54	-2,87	-19,87	-9,76
25	37,1	42,1	48,2	42,4666667
26	6,7	6,3	14,2	9,0666667
27	22,82	52,88	32,42	36,04
28	-17,29	-12,95	-0,69	-10,31
29	27,14	32,75	33,42	31,10333333
30	-0,89	-2,42	-42,51	-15,27333333
31	5,5	10,04	8,04	7,86
32	-18,18	3,16	6,54	-2,8266667
33	1,99	21,05	21,32	14,7866667
34	72,94	63,2	64,69	66,94333333

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البيانات المالية للبورصة عمان

الملحق رقم (09): حساب المتوسط (X₂) نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية

رقم الشركة	إجمالي الديون إلى حقوق الملكية 2014	إجمالي الديون إلى حقوق الملكية 2015	إجمالي الديون إلى حقوق الملكية 2016	المتوسط X ₂ نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية
1	0,57470145	0,62127292	0,55982146	0,58526528
2	0,18783363	0,24753167	0,22861086	0,22132539
3	16,7645822	1,61542666	1,82220351	6,73407079
4	0,72184407	1,04891356	0,56702469	0,77926077
5	1,90134722	1,93198393	1,94823119	1,92718744
6	0,13394829	0,0120287	0,07400338	0,07332679
7	0,17678213	0,27129488	0,24893929	0,23233877
8	2,44568986	2,0636494	2,27424441	2,26119456
9	0,59128227	0,23276838	0,56859025	0,46421364
10	0,71524774	0,73437322	0,8187106	0,75611052
11	0,33726779	0,31752004	0,32864576	0,32781119
12	2,9108389	0,15584112	5,3107936	2,79249121
13	0,07208607	0,05564116	0,05878258	0,06216994
14	2,38658897	1,74656479	1,94615597	2,02643658
15	0,34301956	0,41178204	0,35820804	0,37100321
16	1,16304636	4,0182083	1,13289012	2,10471493
17	0,22290887	0,22517738	0,29494232	0,24767619
18	2,36921526	1,92547872	1,9815497	2,09208123
19	0,33253504	0,1739859	0,31539545	0,27397213
20	0,88746252	0,64767481	0,75469005	0,76327579
21	0,32280565	0,33215395	0,31957904	0,32484622
22	0,44020715	0,39389188	0,34891903	0,39433935
23	0,33333922	0,2054042	0,30476312	0,28116884
24	0,00143461	0,2325793	0,17998718	0,13800036
25	1,84620736	1,50510201	1,80281142	1,71804027
26	0,30332197	0,43205688	0,34860969	0,36132951
27	0,01851776	0,140258	0,13479824	0,097858
28	1,38799814	1,56658508	2,38406964	1,77955095
29	0,15930301	0,4508995	0,29843511	0,3028792
30	0,40160674	0,3325698	0,27308512	0,33575389
31	1,65512493	2,08160245	1,73622412	1,82431717
32	0,58211257	1,09264503	0,68276616	0,78584125
33	0,00686121	0,58633841	0,53415435	0,37578465
34	3,87786279	5,54608215	4,07880896	4,50091797

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البيانات المالية للبورصة عمان

الملحق رقم (10): جدول الإحصائي لدرين- واتسون

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

قائمة المحتويات

المحتويات بالصفحة

III.....	الإهداء.....
IV.....	الشكر.....
V.....	الملخص.....
VII.....	قائمة المحتويات.....
VIII.....	قائمة الجداول.....
IX.....	قائمة الأشكال.....
X.....	قائمة الملاحق.....
أ.....	مقدمة.....
1.....	الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية.....
2.....	تمهيد.....
3.....	المبحث الأول: الأدبيات النظرية.....
4.....	المطلب الأول: مصادر التمويل في المؤسسة.....
3.....	الفرع الأول : الهيكل المالي و مصادر التمويل.....
3.....	أولا : الهيكل المالي والرفع المالي.....
4.....	ثانيا : مصادر التمويل قصيرة الأجل.....
4.....	ثالثا :مصادر التمويل متوسطة الأجل.....
5.....	رابعا: مصادر التمويل طويلة الأجل.....
6.....	الفرع الثاني : النظريات المفسرة للهيكل المالي.....

6.....	أولا : نظرية صافي الربح و نظرية التقليدية
9.....	ثانيا : نظرية صافي ربح الاستغلال ونموذج. et Miller Modigliani
10.....	ثالثا : نظرية التوازن ومتعددة الأشكال.....
12.....	المطلب الثاني : العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم.....
13.....	الفرع الأول: آلية أثر الرافعة المالية.....
14.....	الفرع الثاني: انعكاسات الرافعة على المؤسسة.....
14.....	أولا: حالات أثر الرافعة المالية.....
15.....	المبحث الثاني: الدراسات السابقة.....
18.....	خلاصة الفصل الأول:
19.....	الفصل الثاني: الدراسات التطبيقية.....
20.....	تمهيد.....
21.....	المبحث الأول: الطريقة والأدوات.....
22.....	المبحث الثاني : مناقشة وتحليل النتائج.....
22.....	المطلب الأول: نتائج الدراسة.....
28.....	المطلب الثاني: مناقشة النتائج.....
38.....	خلاصة الفصل الثاني.....
39.....	الخاتمة.....
43.....	قائمة المصادر والمراجع.....
48.....	الملاحق.....
.....	فهرس المحتويات.....