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 مالية ومحاسبية

التخصص : مالية مؤسسة

من إعداد الطالبة : شنيني هاجر

بعنوان :

أثر سياسة الاستدانة على عوائد الأسهم في شركات المدرجة في السوق المالي

"دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت المالي للفترة 2010-2012 "

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 11جوان 2014.

أمام اللجنة المكونة من السادة :

الدكتور / شيخي محمد.....(أستاذ التعليم العالي _ جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

الدكتورة / زغود تبر.....(أستاذة مساعدة _ جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفة

الدكتور / لعروسي العربي.....(أستاذ مساعد_ جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية 2014/2013

الشكر

الحمد لله الذي أنار لي دروب العلم والمعرفة أعانني ووفقني على إنجاز هذا العمل وأمدني بالقوة والصبر على المواصلة

أتوجه بجزيل الشكر والإمتنان وأسمى عبارات التقدير والإحترام للأستاذة المشرفة زغود تبر على توجيهاتها ونصائحها المتواصلة وحرصها 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 عل ما سوف يقدمونه من التوجيهات والتوضيحا لإثراء هذا العمل

كما أتوجه بجزيل الشكر و الامتنان إلى كل من ساعدني من قريب أو من بعيد على إنجاز هذا العمل وأخص بالذكر الأساتذة الكرام: الياس بن ساسي، شامخي بوبكر، بوضياف عبد الباقي ، عريف محمد

شكر خاص لمن ساعدني في أنجاز هذه المذكرة من قريب أو بعيد

فإن كان هذا العمل صوابا فمن الله وإن كان خطأ فمن نفسي والشيطان وصلى الله على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين

هاجـــــر

ملخص :

هدفت هذه الدراسة إلى البحث فيما إذا كان هناك أثر لسياسة الاستدانة على عوائد الأسهم في شركات مدرجة في بورصة الكويت لقطاع الصناعة وذلك خلال فترة (2010-2012)، ولتحقيق أهداف الدراسة تم إستخدام المنهج الوصفي التحليلي للإلمام بحيثيات الجانب النظري والتطبيقي، وقد تم الإعتماد على الأسلوب الإحصائي (الانحدار الخطي البسيط) لتفسير العلاقة بين الاستدانة وعوائد الأسهم، وقد شملت عينة الدراسة على 34 مؤسسة صناعية مدرجة في بورصة الكويت.

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

الكلمات المفتاحية: مصادر تمويل، عوائد أسهم، إستدانة، شركة، نظريات.

Abstract:

This study aimed to find whether there is the impact of the policy of borrowing on the equity returns in companies listed on the Kuwait Stock Exchange for the industrial sector during the period (2010-2012) , and to achieve the objectives of the study were used descriptive analytical approach to familiarize the merits of the theory and practice has been to rely on statistical method (simple linear regression) to explain the relationship between debt and equity returns , the study sample included 34 Foundation.

The study concluded the presence of a statistically significant relationship between the proportion of long-term debt to total assets between equity returns .

Keywords:

Sources of funding , revenue shares , borrow , Inc., theories.

قائمـــــة المحتويات

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

قائمـــة الجـــــداول

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

قائمـــــة الأشكـــــال البيانية

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

قائمـــة الملاحـــق

الرقم	عنوان الملحق	الصفحة
الملحق 1	الشركات عينة الدراسة في بورصة الكويت لقطاع الصناعي	49
الملحق 2	متغيرات الدراسة	50
الملحق 3	متوسط نسبة الرفع المالي لشركات عينة الدراسة	51
الملحق4	متوسط عائد الأسهم لشركات عينة الدراسة	52
الملحق 5	متوسط إجمالي الديون إلى حقق الملكية بدلالة عوائد الأسهم لشركات عينة الدراسة	53
الملحق 6	متوسط الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات بدلالة عوائد الأسهم لشركات عينة الدراسة	54
الملحق 7	حساب متوسط نسبة الإستدانة خلال سنوات الدراسة (2012.2011.2010)	55
الملحق8	حساب متوسط عائد السهم (2010.2011.2012)	56
الملحق 9	حساب المتوسط (x_2) نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية	57
الملحق 10	جدول الإحصائي لدربن-واتسون	58

المقدمة

أ. طرح الإشكالية

إن تحقيق النمو الاقتصادي وضمان إستمراريته يعتبر من الأهداف الرئيسية للسياسات الإقتصادية في كل الدول ويرتبط هذا الأخير بدرجة كبيرة بالأداء ومردودية المؤسسات الاقتصادية التي تعتبر نواة الاقتصاد الوطني وسعيا منها لتوسيع نشاطاتها يتطلب منها توفير الموارد المالية اللازمة لدلك وقد يكون ذلك عن طريق مواردها الخاصة وهو ما يعرف بالتمويل المباشر أو من خلال اللجوء إلى الاستدانة.

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 فان 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:

ما مدى تأثير سياسة الاستدانة على عوائد الأسهم في الشركات المدرجة في سوق الكويت المالي؟

ب. 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 بناءا على مجموعة من الاعتبارات نوجزها فيما يلي:

- ✓ أرادت الباحثةفي التعمق في مجال تخصصها أكثر، من خلال الجوانب المحيطة بهذا الموضوع؛
- ✓ 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 إحصائيا 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 دعما 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 تساعدهم على تحقيق أعلى عائد ممكن.

د. حدود الدراسة : تمثلت في:

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

الحدود الزمنية : حددت المدة الزمنية للدراسة بثلاث سنوات ابتداء من 2010 . 2011 . 2012.

ذ. منهج البحث والأدوات المستخدمة :

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

كما تم اعتماد أسلوب دراسة الحالة في الفصل الثاني لأنه يوافق طبيعة موضوع البحث والدي يتضمن إسقاط ميداني على مجموعة من الشركات المدرجة في السوق الكويت المالي مستخدمين الأساليب الإحصائية والأدوات القياسية ودلك بالاستعانة ببرنامج **Eviews**، **EXCEL** .

ر. مرجعية البحث:

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

ز. صعوبات البحث :

- صعوبة تبويب المعلومة وإستخدام البرامج.
- صعوبة تطبيق منهجية **IMRAD**

س. هيكل البحث :

سعيا 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 النظريات المفسرة للهيكل تناولنا في المطلب الثاني المر دودية وأثر 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 مرد ودية، لأنها أداة لقياس الفعالية الإقتصادية لنشاط المؤسسة إلى كونها معيار إتخاذ القرارات إلى أنها وسيلة تستخدم في قياس أثر الاستدانة على المرد ودية.

وبهذا المنطلق تم تقسيم هدا الفصل إلى مبحثين، المبحث الأول إلى الإطار العام للهيكل والرفع المالي وفي المبحث الثاني تناولنا الدراسات السابقة وهدا 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 المر دودية وأنواعها؛
- إنعكاسات الرافعة على المؤسسة.

المبحث الأول: الأدبيات النظرية

تتوفر للمؤسسة جملة من المصادر التمويلية عندما تكون مصادر التمويل الذاتية غير كافية لمواجهة إحتياجاتها أو لأنها لا ترغب في إستعمال المزيد منها لأسباب تتعلق بالربحية والتوقيت مما يستدعي المفاضلة بينها سعيا منها لتكوين هيكلها المالي .

وهناك العديد من مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسة 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

أولا: 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 وأيضا 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 فانه يتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم، سواء كانت تلك العناصر طويلة الآجال أو قصيرة الآجال.[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، **الإدارةالمالية مدخل التحليل معاصر**،ط5،المكتب العربي الحديث، مصر، 2003،ص545.

3- جمال بدير الخولي، **محددات الهيكل التمويلي للمنشآت الصناعية للقطاعين 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 التجاري.[1]

- ✓ **الإئتمان المصرفي**:تعتمد المؤسسات التجارية والصناعية في ممارسة أنشطتها إعتماد كبير جدا على البنوك، وذلك في مجالات عديدة منها،تسهيل عمليات الدفع والإستيراد والتصدير إلى جانب توفير الإئتمان اللازم لتمويل إحتياجاتها في النمو والتطور.[2]
- ✓ **الإائتمان التجاري**: تقوم منشأة الأعمال بشكل عام، بشراء ما تحتاجه من مستلزمات تدخل في عملياتها وأنشطتها التشغيلية من منشآت أخر ى وتظهر قيمة هذه المستلزمات في سجلات المنشأة تحت عنوان الحسابات أو الذمم الدائنة، ويطلق على هذا النوع من التمويل مصطلح الائتمان التجاري المكتسب،ويشكل هذا المصدر النسبة الأكبر من إجمالي المديونية قصيرة الآجل.[3]
- ✓ **الأوراق التجارية**:هي عبارة عن صكوك مكتوبة طبقا لأوضاع شكلية حددها القانون تمثل نقودا تستحق الدفع في مكان معين وتقبل التداول بالطرق التجارية، وللأوراق التجارية عدة خصائص تميزها عن غيرها من الأوراق التجارية الأخرى،حيث أنها تمثل حقا نقديا،وتقبل التداول بالطرق التجارية وهي أوراق قصيرة الأجل وجرى العرف على قبولها كأداة وفاء تقوم مقام النقد.[4]

ثالثا: مصادر التمويل متوسطة الأجل: وتتمثل فيما يلي :

- ✓ **القروض المباشرة متوسطة الأجل**: تمثل هذه القروض نوعا من القروض التي تلزم المنشأة عند الحصول عليها بسداد كل من أصل القرض والفائدة المستحقة في تاريخ معين،وتخضع عملية الإقتراض في هذه الحالة لشروط الإتفاق مابين المنشأة والمقرض في ما يتعلق بمعدل الفائدة وتاريخ الاستحقاق وأسلوب السداد،وعادة تتراوح فترة الاقتراض مابين ثلاثة إلى خمسة عشر عاما.[5]
- ✓ **الإستئجار**:هو عقد يلتزم بموجبه المستأجر (lessee) بدفع مبالغ محددة بمواعيد متفق عليها لمالك (l'essor) أصل من الأصول لقاء انتفاع الأول بالخدمات التي يقدمها الأصل المستأجر لفترة معينة .

---

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

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

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

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

[5]- محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى،**الإدارة المالية التحليل المالي للمشروعات الأعمال** ، ط1، دار النشر مكتب الجامعي الحديث، مصر،ص243-.235

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

✓ **الأموال الخاصة**: و تتضمن مايلي:

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

–**الأسهم الممتازة**: هي التي تحظى بمقتضى نظام الشركة التي تصدرها[1]، وهي الأسهم التي يتقرر لحاملها أكثر مما هو مقرر لحملة الأسهم العادية مثل الأولوية في الحصول على أرباح حتى ولو لم يتبق لحملة الأسهم العادية أية حصة من الأرباح التي يتقرر توزيعها، ومن بين خصائصها حق الأولوية في الحصول على الأرباح وبنسبة محددة[2]؛

– **الأرباح المحتجزة**: هي الجزء الغيرالموزع من الأرباح على المساهمين خلال السن ة ا لمالية السابقة فادا حققت شركة ما أرباحابقيمة10 مليون ليرة واتخذت إدارة الشركة من خلال الجمعية العمومية قرار بعدم توزيع هذه الأرباح على المساهمين وهذه الأرباح تعد أرباحا محتجزة.

✓ **الاقتراض طويل الأجل**:

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

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

– **السندات**: مستند مديونية تصدره الشركة أو أية هيئة أخرى، وهو بمثابة إنفاق أو عقد بين المستثمر أو المدخر(المقرض) والشركة (المقترض) وبمقتضى هذا الإ تفاق يقرض الطرف الأول مبلغا محددا للطرف الثاني الذي يتعهد بدوره برد أصل القرض والفوائد المترتبة عليه في تواريخ المستحقات محددة سلفا وتمتد فترة استحقاق السندات عادة من 20 إلى 30 سنة[4].

---

1 جمال لعمارة، رايس حدة، **مداخلة بعنوان:تحديات السوق المالي الإسلامي**، ا لمتقى الدولي، حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، بسكرة،21-22نوفمبر، 2006.

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

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

4- محمد صالح الحناوي واخرون، **أساسيات الإدارة المالية**، ط1، الدار الجامعية لنشرو التوزيع، الاسكندرية،2001، ص45.

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 _**نسبة الرفع المالي**= إجمالي الموجودات / إجمالي

2 -**نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات**= الديون طويلة الأجل / إجمالي

3- **نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية**= إجمالي الديون / حقوق

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]

أولا : نظرية صافي الربح و النظرية التقليدية

✓ **نظرية صافي الربح :la thèorie du bènèficenet**

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]

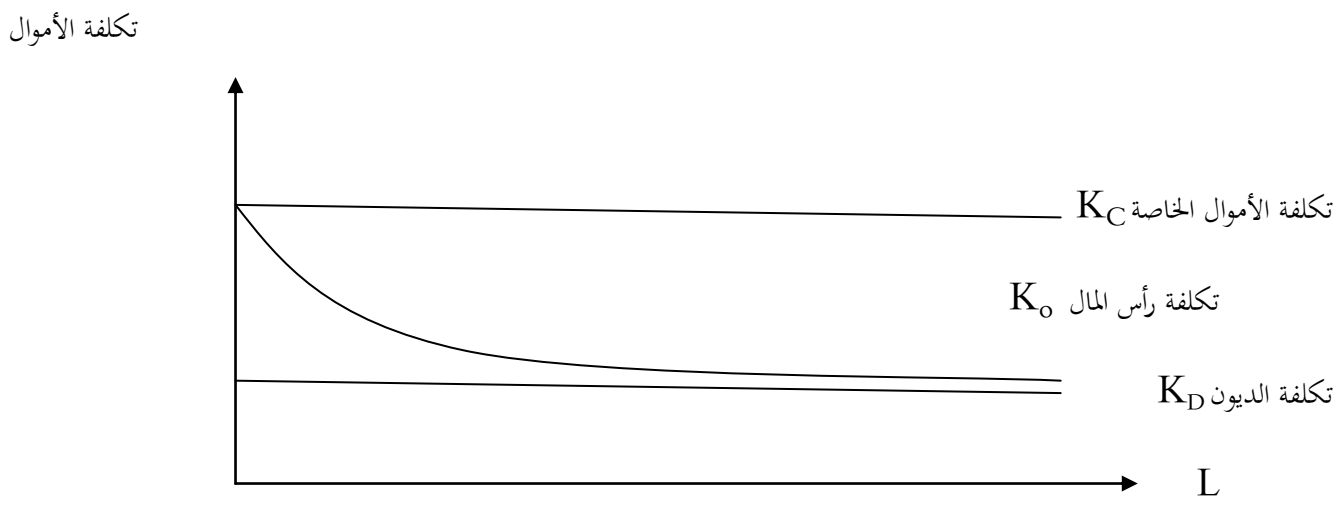
[1]Florence Delahaye, Jaqueline Delahaye, **Finance d'entreprise manuel et applications**, 2édition, DUNOD,Paris,2009p122

[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 منشوره، جامعة ورقلة، 2012، ص33.

إن نقطة ضعف هذه النظرية هو إعتمادها 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 و إنخفاض 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 هده 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



المصدر:سمية لزغم، **أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، رسالة ماستر غير منشوره، 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 تدريجيا 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

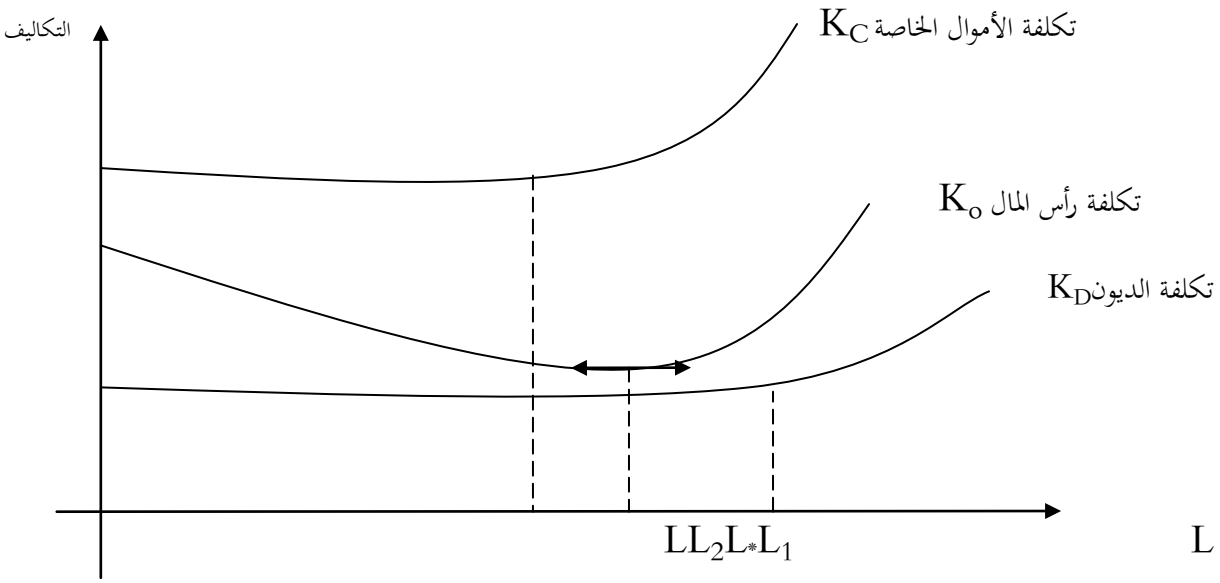
[1]. الياس بن ساسي ويوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية)** ، ط1، دار وائل لنشر،عمان، الاردن، 2006، ص ص: 347 349.

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 الاقتراض.[1]

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

1. **المرحلةالأولى**: 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 يترب عليه أن تصبح مزايا الإعتماد على القروض كمصدر رخيص الكلفة تضيع تماما مع الزيادة التي يطلبها المساهمون على معدل العائد المطلوب من قبلهم وهدا سبب زيادة خطر الإعتماد على القروض.

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



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

ويشير الشكل السابق إلى إن 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 ماستر ، غير منشوره،جامعة ورقلة،2011،ص 95-96.

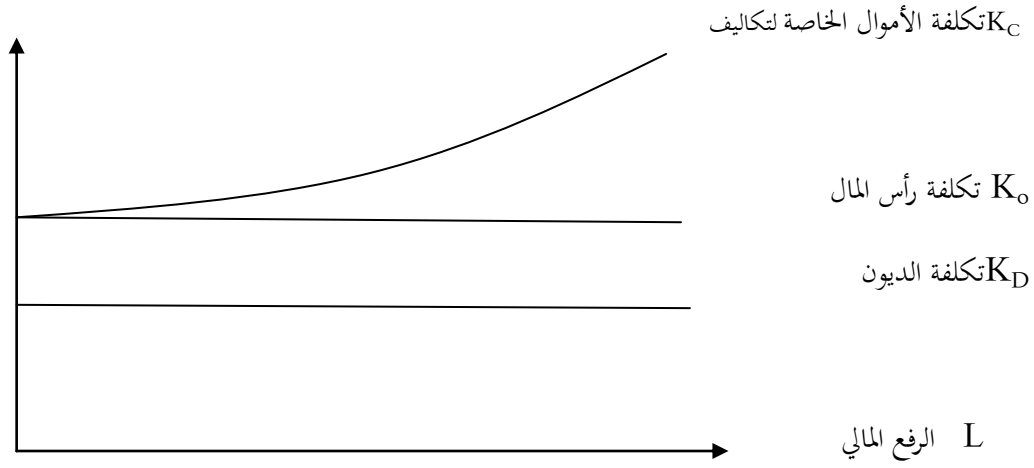
وتفسر ذلك أن الإعتماد على الإستدانة يخفض من تكلفة الأموال لأن هدا المصدر منخفض التكلفة وعلى الرغم من أن تكلفة الأموال الخاصة ترتفع بالموازرة مع زيادة الديون إلا أن الإستدانة لا تزال تساهم في تخفيض التكلفة الكلية للأموال.

ثانيا: نظرية صافي ربح الإستغلال ونموذج Modighiani 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 ، ص104

[1]. عبد الغفلو 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 الأغواط، 2012،ص57.

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 الإستدانة 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 Modighiani et miller:**

يجيب الإقتصاديان على السؤال حول أمثلية الهيكل المالي ب لا ،أي لايوجد هيكل مالي أمثل حيث يريان أن تكلفة رأس مال وقيمة المؤسسة مستقلتان عن هيكليها المالي في ظل سوق مالية كفء وغياب الجباية ويوجد تكافؤ بين مختلف أنماط التمويل [1]، غير أنه من الملاحظ إستمرار الجدل 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 مع تغير تركيبة الهيكل المالي وهو ما يتفق 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 ،غير أنه إذا كان للإستدانة تأثيرا إيجابيا على قيمة المؤسسة فأن هناك تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة. [2]

ثالثا : نظرية التوازن والمتعددة الأشكال

✓ **نظرية النوازن : la théorie de Trade-Off**

في نظرية التوازن (TOT) لم يركز الباحثون فقط على مميزات إستعمال الإستدانة 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، ص107.

[2]. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **مرجع سبق ذكره** ص348.

➢ **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 القانونية [1] 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 المصداقي 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 وباسمه [2] نرى أن علاقة الموكل والوكيل تتميز بالتعارض، حيث يحاول كل نمهما تحقيق منفعته الخاصة على حساب الآخر مما يجعل علاقتهما مصدر لتناقض فتقترح هده النظرية تفسير لسلوك 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 للصالح الشخ يستطيع إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن المؤسسات أخرى ذات مستوى أقل [3] وتقترح 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 هـ ذه 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 وتتمثل 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، وناصردادي عدون، **أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي**،ط1 دار المحمدية انشر،الجزائر، 2008،ص117.

[3]—عبد الوهاب دادن، **نحو مقاربة لتحليل المنطق المالي لنمو المؤسسات الاقتصادية** ، رسالة ماجستير ، جامعة الجزائر، 2004، ص36.

[4]. عبد الوهاب دادن، **الجدل 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 أقل [1] وتقترح هذه النظرية نموذجا 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 الحقيقة للمؤسسة إذ يؤكد الباحثون أن المسير الأحسن أداء هو الذي

- **نظرية الالتقاط التدريجي** يستطيع إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن المؤسسات أخرى ذات مستوى أقل[3] وتقترح هذه النظرية نموذجا 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 دائما 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 فان زيادة الرافعة تؤدي إلى زيادة درجة تذبذب لكل من الأرباح لكل سهم وكذلك يرتبط الرفع المالي بهيكل التمويل أي كلما زاد اعتماد الشركة على الإقتراض لتمويل إستثماراتها فان درجة الرفع المالي تزداد فيها ويكون تأثير الرفع المالي على عائد الإستثمار إيجابيا إذا ما نجحت الشركة في إستثمار الأموال المقترضة بحيث تحقق معدل عائد على الاستثمار يزيد على الفوائد المدفوعة لقاء الحصول على هذه الأموال أي أن الرفع المالي يكون في صالح الشركة إذا كان معدل عائد على الإستثمار إكبر من معدل الفائدة والعكس بالعكس.[6]

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

---

[1] –عبد الوهاب دادن، **نحو مقاربة لتحليل المنطق المالي لنمو المؤسسات الاقتصادية** ، رسالة ماجستير ، جامعة الجزائر، 2004، ص36.

[2]. عبد الوهاب دادن، **الجدل القائم حول هيكل التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مجلة الباحث،العدد السابع، جامعة ورقلة،2009، ص319.

[3] –عبد الوهاب دادن، **نحو مقاربة لتحليل المنطق المالي لنمو المؤسسات الاقتصادية** ، رسالة ماجستير ، جامعة الجزائر، 2004، ص36.

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

[5] – تبر زغود، **محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية**،رسالة،ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2009، ص109.

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

الفرع الأول:آلية أثر الرافعة المالية

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

ويعبر عن الصيغة الرياضية لأثر الرفع المالي بهذا الشكل:

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

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

R_f: مرد ودية الأموال الخاصة؛

$(R_e - i)$: الهامش بين المر دودية الإقتصادية وتكلفة الإستدانة؛

Re: المردودية الإقتصادية؛

t: معدل الضرائب على الأرباح ؛

i: تكلفة الإستدانة؛

Cp: الأموال الخاصة؛

D: الإستدانة الصافية.

- **المردودية المالية: la Rentabilité financier**

وتسمى كذلك بالعائد على حقوق الملكية أو على الأموال الخاصة، حيث تهم هذه النسبة بالدرجة الأولى المساهمين والمستثمرين المحليين بالإضافة إلى المسيرين، وهي مؤشر على قدرة المؤسسة على مكافأة المساهمين وزيادة ثروتهم الصافية الناتجة عن أنشطتها العادية سواء على شكل أربح 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 التالية[1]:

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

[1]ميلودة ميلي، **أثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة ودرجة المخاطرة**، رسالة ماستر، غير منشورة،جامعة ورقلة، 2013، ص، 16.

➢ **المرد ودية الإقتصادية: 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 المالية[1].

كما تعرف المرد ودية الإقتصادية بأنها المرد ودية 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 للمؤسسة[2] 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 للمرودية الاقتصادية ودلك من خلال التحكم في أرباحها ونتائجها وكدا حسن استغلال لمجموع أصولها وهدا يدخل ضمن إطار إستراتيجي العامة للمؤسسة، حيث إن هده النسبة تستعمل لمقياس فعالية.

الفرع الثاني: انعكاسات الرافعة على المؤسسة

أولا: حالات أثر الرافعة المالية : توجد ثلاثة حالات وهي[4]

1–رافعة مالية سالبة : وذلك عندما تكون المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الاستدانة، وفي هذه الحالة يكون اللجوء إلى الاستدانة دو تأثير سلبي على المردودية المالية ، أي أنه كلما زاد حجم الديون كلما تناقصت المردودية .

2–رافعة مالية معدومة : وذلك عندما تكون المردودية الإقتصادية معادلة لتكلفة الإستدانة أو في حالة إنعدام الديون، وفي هذه الحالة يكون أثر الإستدانة معدوم أي لايوجد فرق بين المردودية الإقتصادية والمردودية المالية فهما متساويتان.

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

---

[1]-Vernimmen Pierre, **Finance d'entreprise**,5eédition, Dalolz, parise, 2002, p324.

[2]– تبر زغود، **محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية**، مرجع سبق ذكره،2009،ص43.

[3] -Vernimmen Pierre،op.cit p309.

[4]- الياس بن ساسي، يوسف فريشي، **التسيير المالي**، مرجع سبق ذكره، ص213.

المبحث الثاني:الدرسات 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 ودلك خلال الفترة (2005 . 2009)، ولمعالجة هذا الموضوع إعتمد 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 هده الدراسة إلى عدة نتائج من أهمها أنه يوجد علاقة موجبة بين الرفع المالي و المخاطر النظامية ، وأن العلاقة قوية وموجبة بين الرفع المالي وربحية 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 إعتمد 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 (الاقتراض) 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 ينبئ 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 علي 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 من2006/1/1 إلى غاية 2008/6/1) موزعة على أربعة قطاعات مع الأخذ بعين الاعتبار درجة كفاءة السوق المالي الكويتي للأوراق المالية

ولمعالجة هذا الموضوع إعتمد 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 كفئا عند المستوى الضعيف والتوصل إلى أن الأسعار تسير عشوائيا حسب كل الاختبارات الخاصة بالتسيير العشوائي و أن للهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة.

4- دراسة غراب زينب (2011) بعنوان "الهيكل المالي وتأثيره علي 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 أن كل من الديون وأموال الخاصة من المصادر التمويلية الجيدة لها تأثير جيد على قيمة المؤسسة وهدا حسب وضعية كل مؤسسه.

[1]. علي بن الضب، **دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح علي قيمة المؤسسة المدرجة البورصة**، 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 هدا الموضوع إعتمد الباحث على التقارير المالية وإستخدم الإحصاء الوصفي ونموذج الإنحدار البسيط فتوصلت هذه الدراسة إلى أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية ونسبة حصة السهم من الأرباح وكذا لاتوجد علاقة بين الهيكل التمويلي وربحيتها أي بين المتغير المستقل (نسبة المديونية) والمتغير التابع (نسبة حصة السهم من الأرباح).

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 إعتمدت 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(2010) Kamal &others بعنوان:impact of Financial le verage on dividendpolicy[3]

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)ودلك 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 الاردنية وعلى سياساتها في توزيعات الأرباح** ، رسالة ماجستير غيرمنشورة جامعة الشرق الأوسط،2011..

1بسام 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 le verage on dividend policy** , Departement ofManagement 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، المر دودية ، 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 علها 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 تبعا لمعدل نمو النشاط تحت قيد تكلفة الإقراض .

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

4- يفسر أثر الرافعة المالية المرد ودية المالية بدلالة كل من المر دودية الاقتصادية وتكلفة الديون لأنها تؤثر باتجاهين متعاكسين ،إدا كان بإمكانها أن ترفع من مرد ودية الأموال الخاصة بالمقارنة بالمرد ودية الاقتصادية ، فأنه يمكن أن يكون لها أثر عكس في بعض الأحيان وتخفض من مردودية الأموال الخاصة بالمقارنة بالمر دودية الاقتصادية.

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

والإلمام 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 الإستدانة على عوائد الأسهم ، نوضح بعض جوانب الدراسة والممثلة 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 عالجتها الدراسة، أما المنهج الثاني فتمثل في الإعتماد على منهج دراسة حالة (دراسة عينة من تقارير) شركات بورصة الكويت لقطاع الصناعة وذلك من خلال إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي.

حيث يتكو **ن** مجتمع الدراسة من شركات المدرجة في بورصة الكويت للأوراق المالية للقطاع الصناعة للفترة الممتدة مابين 2010 إلى غاية 2012 ، وبذلك تمحورت دراسة الحالة ضمن عينة تحتوي على (34) شركه 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 الكويت 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 لشركات وفي 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 **Eviews**، **EXCEL.**

المبحث الثاني: مناقشة وتحليل النتائج

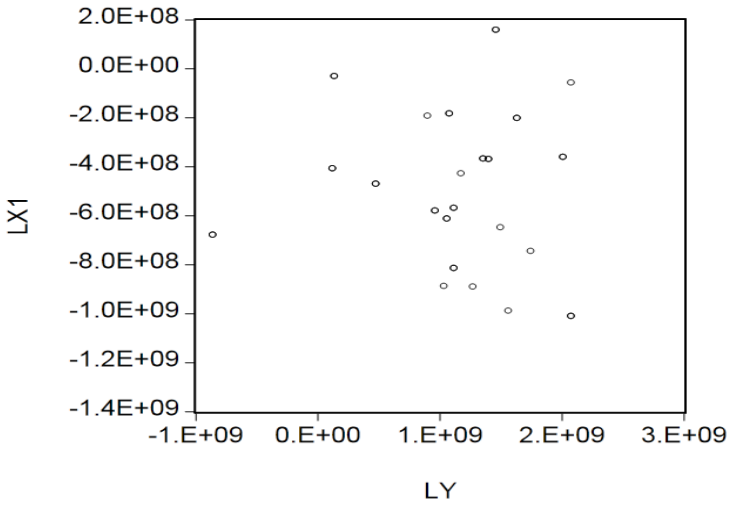
من أجل الإلمام بحيثيات الدراسة سيتم في مايلي تحليل ومناقشة النتائج، من خلال تبويب متغيرات الدراسة لتوضيح الرؤية سيتم التطرق لتعليل وتحليل مخرجات الدراسة للتالي:

- ✓ علاقة نسبة الإستدانة وعوائد الأسهم (أي نسبة الإستدانة متغير مستقل، وعوائد الأسهم متغير تابع)؛
- ✓ علاقةإجمالي 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

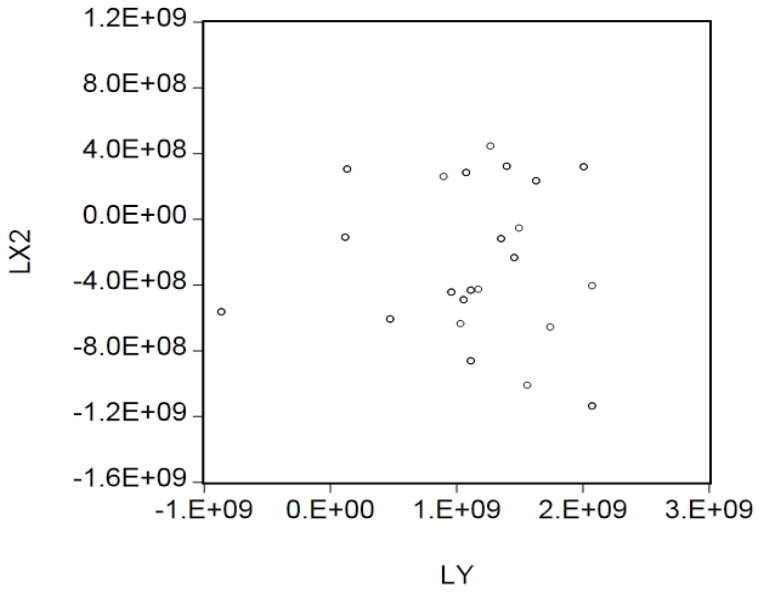
من خلال البحث عن المعلومات في بورصة الكويت وتحصلنا عن القوائم المالية فقد تم تجميعها وحسابها وعرضها في هذا المطلب الذي يتضمن عرض النتائج المتوصل إليها من خلال المعلومات المتوفرة للمتغيرات محل الدراسة والذي سنتطرق فيه إلى عرض المتغيرين أي نسبة الرفع المالي بدلالة عوائد الأسهم، ونسبة الديون طويلة الأجل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

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



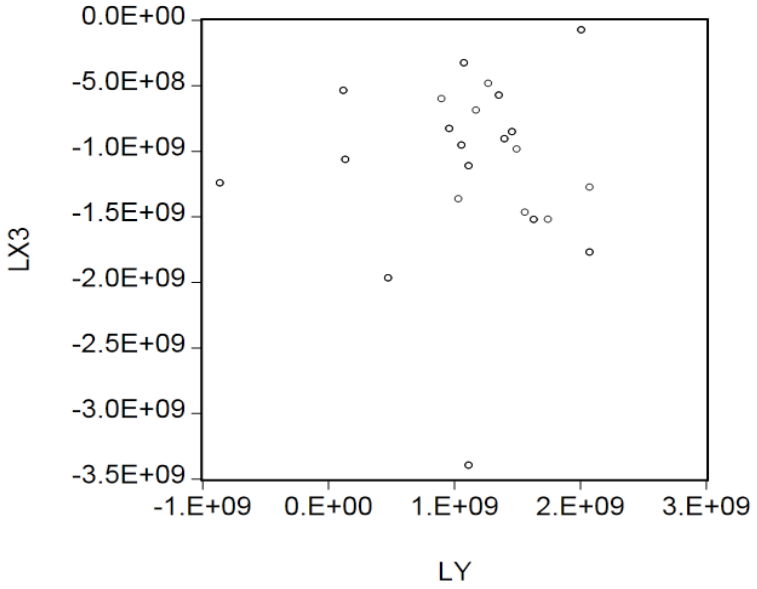
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج الإحصائي (Eviews)

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



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

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



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد 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، نسبةإجمالي الديون إلى حقوق الملكية، نسبة الديون طويلة الأجلإلى 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 إختبار 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	Mean dependent 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
Sum squared resid	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 الطالبة 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	Mean dependent 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
Sum squared resid	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 الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج الإحصائي (Eviews)

✓ **جدول رقم (3.2): نتائج إختبار النموذج الثالث الديون 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	Mean dependent 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
Sum squared resid	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 الطالبة 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 تأثر على نسبة الرفع المالي بدلالة عوائد الأسهم ومن هنا سنبدأ بتحديد المتغيرات وترميزها بحيث :

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

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 إختبار 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 الطالبة 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 تأثر 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 بـــ**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 إختبار النموذج الثاني اللوغاريتم الخطي لإجمالي الديون إلى حقوق الملكية بدلالة عوائد الأسهم

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

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 الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج الإحصائي (Eviews)

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

تعبر صياغة النموذج القياسي من أهم مراحل بناء النموذج وأصعبها، حيث يتم تحديد المتغيرات التي يمكن أن تأثر على نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات بدلالة عوائد الأسهم ومن هنا سنبدأ بتحديد المتغيرات وترميزها بحيث :

1. **المتغير التابع** :ويتمثل في عوائد الأسهم ويرمز له بـ**LOGY**؛
2. **المتغير المستقل (المفسر)** :تتمثل في :نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات ويرمز له بـ(**LOG**X3).

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

جدول رقم (6.2): نتائج إختبار النموذج 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 الطالبة 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 تليه 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 (2010-2011-2012) وهذا التدبدب 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 (LX1)، (LY) و (LX2) (LY) و (LX3)، (LY).**

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 بناءا على عدة معايير إحصائيةٍ هي :

- معنوية المعالم المقدرة (وجود دلالة إحصائية)؛
- معامل التحديد(أحسن جودة توفيق)؛

✓ **تحليل ومناقشة نتائج إختبار 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 الإحتمالية (**Prob**) تقدر ب 0.05≤0.3464 ومنه نقبل الفرضية H0 : $\beta 1 = 0$ ونرفض الفرضية H1 :$\beta 1 \neq 0$، أي أن المعلمة المقدرة لهذا النمودج تختلف معنويا عن الصفر بمستوى دلالة 5 % .

- **معامل التحديد :**

من خلال مخرجات برنامج (Eviews) والجدول رقم (2.2) نلاحظ أن معامل التحديد للنموذج المقدر قدر ب2.7 % أي أن النمودج يفسر 2.7% من التغيرات الإحتمالية على المتغير التابع، أما النسبة المتبقية وتقدر ب 97.3% تفسرها متغيرات أخرى غير مقدرة في هذا النمودج .

✓ **تحليل ومناقشة نتائج إختبار 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≤0.5762 ومنه نقبل الفرضية H0 : $\beta 1 = 0$ ونرفض الفرضية H1 :$\beta 1 \neq 0$، أي أن المعلمة المقدرة لهذا النمودج تختلف معنويا 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 النمودج يفسر 0.9% من التغيرات الإحتمالية على المتغير التابع، أما بالنسبة المتبقية وتقدر ب 99.1% تفسرها متغيرات أخرى غير مقدرة في هذا النمودج .

✓ **تحليل ومناقشة نتائج إختبار 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(X3) 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 الإحتمالية (**Prob**) تقدر ب 0.05≤0.3961 ومنه نقبل الفرضية H0 : $\beta 1 = 0$ ونرفض الفرضية H1 :$\beta 1 \neq 0$، أي أن المعلمة المقدرة لهذا النمودج تختلف معنويا 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 النمودج يفسر 2.2% من التغيرات الإحتمالية على المتغير التابع، أما بالنسبة المتبقية وتقدر 97.8% تفسرها متغيرات أخرى غير مقدرة في هذا النمودج .

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

تحليل ومناقشة نتائج إختبار النموذج الأول اللوغارتم لنسبة الرفع المالي بدلالة عوائد الأسهم بعد التعديل:

من أجل الكشف عن العلاقة بين نسبة الرفع المالي و متوسط عائد السهم أي المتغير المستقل (x1) 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 B0، B1، نقوم باختبار معنوية الإحصائية لهده المعلومات حيث نضع في كل مرة فرضية H0 ، H1 ومنه نلاحظ أن القيمة الاحتمالية(**Prob**) ,

0,05 ≥0.0360 ذات مستوى معنوية.

أي نرفض الفرضية H0 $\beta1$=0:، ونقبل الفرضية H1 :$\beta1 \neq 0$، أي تختلف معنويا على 0بمعنى أن القيمة المقدرة أن لها دلالة إحصائية في الواقع بمستوى 5 % .

- **معامل التحديد:**

يعتبر متغير نسبة الإستدانة 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 للمتغيرYمقارنة بما تمت دراسته.

- **إحصائية داربن واتسون (DW)**:من مخرجات برنامج (Eviews) الذي إستعنا 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 لـ d(d_l.d_u).

  حيث : n=34 (عدد المشاهدات) ،

  K=1(عدد المتغيرات)،

  D_l=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 الكويت المالي أي المتغير المستقل والمتغير التابع على التوالي، وبالرجوع إلى الجدول الإحصائي

(DW) نحدد 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)

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 الطالبة بالإعتماد على جدول (DW)

ومنه توجد قيمة (DW) ضمن هذا المجال [D_u .2] 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 :

$$Y=a+\boldsymbol{\beta}\,\boldsymbol{x1}+\varepsilon i \;\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\; (01).$$

$$Y = a+\boldsymbol{\beta x2}+\varepsilon i \;\ldots\ldots\ldots\ldots \quad (02)$$

$$Y = a+\boldsymbol{\beta x3}+\varepsilon i \;\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (03)$$

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؛

$(\boldsymbol{x1})$:المتغير المستقل؛

$\boldsymbol{\beta}$:المعامل؛

$\boldsymbol{\varepsilon i}$: الحد العشوائي .

أي:

وهي عبارة عن علاقة خطية لوغاريتم بين المتغير التابع (Y) والمتغير المستقل $(\boldsymbol{x1})$.

✓ **تحليل ومناقشة نتائج إختبار النموذج الثاني اللوغارتم لإجمالي الديون إلى حقوق الملكية بدلالة عوائد الأسهم:**

من أجل الكشف عن العلاقة بين إجمالي الديون إلى حقوق الملكيةو 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 المعالم ومعامل التحديد.

- **معنوية المعالم :**

من خلال النتائج المتحصل عليها من مخرجات برنامج (Eviews) للمعلومات المقدرة B0، B1، نقوم باختبار معنوية الإحصائية لهده المعلومات حيث نضع في كل مرة فرضية H0 ، H1ومنه نلاحظ أن القيمة الاحتمالية(**Prob**)

0.0000≤ 0,05 ذات مستوى معنوية.

أي نرفض الفرضية H0 $\beta1$=0:، ونقبل الفرضية H1 :$\beta1 \neq 0$، 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 الملكيةحسب 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 للمتغيرY مقارنة بما تمت دراسته.

- **إحصائية داربن واتسون (DW):**

من مخرجات البرنامج الذي إعتمدنا عليهنستخرج قيمة (DW) حيث تساوي 2.340274 وبالإستعانة بالجدول الإحصائي (DW)في الملحق رقم (11) نجد أن قيمة كل من الحد الأعلى و الأسفل d(d_l.d_u).

حيث : n=34 (عدد المشاهدات) ،

K=1(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_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 الطالبة بالإعتماد على جدول (DW)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن القيمة تقع (DW) ضمن [2، $(4 - D_u)$]، أي عدم وجود إرتباط ذاتي للأخطاء كل من المتغير المستقل والتابع من خلال الشكل (4.2) و ، وهدا 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؛

$(\boldsymbol{x2})$:المتغير المستقل؛

$\boldsymbol{\beta}$:المعامل؛

$\boldsymbol{\varepsilon i}$: الحد العشوائي .

أي: l

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

✓ **تحليل ومناقشة نتائج إختبار النموذج الثالث اللوغارتم لنسبة 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 داربن واتسون (DW):

1 –معنوية المعالم :

من خلال النتائج المتحصل عليها من مخرجات برنامج (Eviews) للمعلومات المقدرة B0، B1، نقوم باختبار معنوية الإحصائية لهده المعلومات حيث نضع في كل مرة فرضية H0 ، H1ومنه نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (**Prob**) 0,05 ≥0.0,000 ذات مستوى معنوية.

أي نرفض الفرضية H0 $\beta1=0$:، ونقبل الفرضية H1 :$\beta1 \neq 0$، 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 للمتغيرY مقارنة بما تمت دراسته.

3–إحصائية داربن واتسون (DW):

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

حيث : n=34 (عدد المشاهدات)،

K=1 (عدد المتغيرات)،

ومنه : D_l= 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 الطالبة بالإعتماد على جدول (DW)

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

ومن خلال الإختبارات السابقة للنموذج نستنتج أن النموذج يمثل العلاقة بين المتغيرين (Y) و$(\boldsymbol{x3})$ وباستخدام أسلوب الإنحدار الخطي البسيط لتقدير النموذج الذي يمثل العلاقة بين المتغيرين يكون الشكل الرياضي للمعادلة كالتالي:

حيث(Y): المتغير التابع؛

$(\boldsymbol{x3})$:المتغير المستقل؛

$\boldsymbol{\beta}$:المعامل؛

$\boldsymbol{\varepsilon i}$: الحد العشوائي .

ومما سبق نجد أن الاختبارات السابقة للنماذج الثلاثة والمتعلقة بتحليل العلاقة بين كل من نسبة الرفع المالي معبر عنهابإجمالي 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(X_3) وهو نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات المتغير التابع

(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 المتبقية60% فترجع لعوامل أخرى، وهدا 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 والدي 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 والدي 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 :

- أن قرار التمويل بالاستدانة له تأثير على العائد المحقق؛
- أن زيادة الرافعة المالية تؤدي إلى زيادة درجة تدبدب 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 و هذا ما توصلت إليه دراسة إلياس خضير الحمدوني وفائز هليل سريح الصبيحي.

خلاصة الفصل

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

- 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 أجمالي الموجودات و عوائد الأسهم أي لها علاقة طردية بين المتغيرين؛
- نقول أن العلاقة علاقة بين نسبة الرفع المالي وعوائد الأسهم .

الخاتمة

تعد دراستنا لهذا الموضوع من بين الدراسات التي تهدف لإ ظهار 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 وهدا هو هدف المستثمر لأنه يسعى جاهدا للبحث على أسهم المؤسسات التي توفر له هذه الميزة .

فهذا البحث كان لمحاولة لدراسة مامدى تأثير سياسة الاستدانة على عوائد الأسهم لشركات المدرجة في بورصة الكويت وضمن هذه الخاتمة يمكن ذكر نتائج البحث واختبار الفرضيات والتوصيات والاقتراحات وفي الأخير أفتق الدراسة .

- **إختبار فرضيات الدراسة :**

هدفت هده الدراسة إلى البحث في مدى تأثير سياسة الاستدانة على عوائد الأسهم في الشركات المدرجة في سوق الكويت المالي، ومن خلال النتائج المتوصل إليها من خلال الدراسة يمكن أن نثبت أوننفي 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 مايثبت 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 هده 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 بنسبة40% وهدا ما **أثبتته الفرضية الثالثة.**

- **نتائج الدراسة :**

بعد معالجتنا لهدا 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؛
- ✓ المردودية هي سياسة الوصول إلى الأهداف التي تسعى المؤسسة إلى تحقيق معدلات نمو مرتفعة.

2- نتائج الدراسة التطبيقية :

- ✓ لاتوجد 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 دو دلالة إحصائية بين المتغيرين أي أن نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات يفسر بنسبة 40% من التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم ؛
- ✓ لايمكن الإعتماد على نسبة الإستدانة 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 هدا الاختبار لعينة من الشركات لكل قطاع من القطعات.

- **أفاق الدراسة :**

إن البحث في مجال تمويل المؤسسة الإقتصادية لا يزال واسعا إد يمكن الخوض في مواضيع كثيرة يصلح أن تزيح الكثير من الغموض في هدا المجال الواسع والتي ندكر منها:

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

قائمة المصادر والمراجع

أولا : المصادر والمراجع باللغة العربية:

I -الكتب :

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

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

3- بالعيساوي 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 الميسرة لنشر والتوزيع، 2007.

7- فيصل محمود الشواوره، **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، الاسكندرية،2001.

9- محمد صالح الحناوي ونهال 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 و ناصردادي 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 وتكلفةالتمويل على المعدل العائد على الاستثمار**، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة غزة،فلسطين،2005.

16-تبر زغود، **محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية**،رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2009.

17- جمال بدير الخولي، **محددات الهيكل التمويلي للمنشآت الصناعية للقطاعين العام والخاص**، رسالة ماجستير غير منشورة،جامعة عين شمس، القاهرة ،1995.

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

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

20-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.

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

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

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

III – المجلات:

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، رايس حدة، **مداخلة بعنون: تحديات السوق المالي الإسلامي**،الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، بسكرة،21 - 22 نوفمبر، 2006.

ثانيا: المراجع بالغة 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- Kamal yaser &other , **lmpact of financial le verage on dividend policy** ,Departement of Management Sciences , Islamabad ,Pakistan 2010.

III– مواقع الإنترنت

بورصة الكويت:

30- تاريخ التصفح 20/3/2014 على الساعة **20:20**

http://www.kuwaitse.com/A/Stock/Companies.aspx

الملاحق

الملحق رقم (01) :الشركات عينة الدراسة في بورصة الكويت لقطاع الصناعي

الرقم الشركة	إسم الشركة
1	أجيليتي للمخازن العمومية
2	المشاريع المتحدة للخدمات الجوية
3	المعدات القابضة
4	الوطنية للتنظيف
5	اسيكو للصناعات
6	اسمنت بورتلاند
7	الكويتية لصناعة وتجارة الجبس
8	رابطة الكويت والخليج للنقل
9	الصلبوخ التجارية
10	الامتيازات الخليجية القابضة
11	الشارقة للاسمنت والتنمية الصناعية
12	الشعبية الصناعية
13	الوطنية للصناعات الاستهلاكية القابضة
14	الصناعات الهندسية الثقيلة وبناء السفن
15	الصناعات الوطنية
16	الكويتية لبناء المعامل والمقاولات
17	مجموعة الخصوصية القابضة
18	المجموعة المشتركة للمقاولات
19	رأس الخيمة لصناعات الاسمنت الأبيض والمواد الانشائية
20	اسمنت الكويتية
21	أسمنت الهلال
22	الخليج للكابلات وصناعات الكهربائية
23	صناعات التبريد والتخزين
24	المعادن والصناعات التحويلية
25	صفوان للتجارة ومقاولات
26	الكويتية لصناعة مواد البناء
27	الشركة الكويتية لصناعة مواد التغليف
28	الوطنية للميلدين
29	كي جي لوجستيك
30	مبرد للنقل
31	مشرف للتجارة والمقاولات
32	تفائس القابضة
33	هيومن سوفت القابضة
34	الخليج لصناعة الزجاج

المصدر : **http://www.kuwaitse.com/A/Stock/Companies.aspx**

تاريخ التصفح: 2014/3/20: على الساعة 20:20

الملحق رقم (02): متغيرات الدراسة

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

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على القوائم المالية لبورصة الكويت

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

الرقم الشركة	إسم الشركة	نسبة الرفع المالي
1	أجيليتي للمخازن العمومية	1,44572343
2	المشاريع المتحدة للخدمات الجوية	0,18087368
3	المعدات القابضة	0,62989642
4	الوطنية للتنظيف	0,39324203
5	اسيكو للصناعات	0,65836006
6	اسمنت بورتلاند	0,09813189
7	الكويتية لصناعة وتجارة الجبس	0,13019032
8	رابطة الكويت والخليج للنقل	0,69265343
9	الصلبوخ التجارية	0,35110775
10	الامتيازات الخليجية القابضة	0,43019219
11	الشارقة للاسمنت والتنمية الصناعية	0,24685294
12	الشعبية الصناعية	0,12936318
13	الوطنية للصناعات الاستهلاكية القابضة	0,05848883
14	الصناعات الهندسية الثقيلة وبناء السفن	0,51729756
15	الصناعات الوطنية	0,2711488
16	الكويتية لبناء المعامل والمقاولات	0,42955117
17	مجموعة الخصوصية القابضة	0,34008796
18	المجموعة المشتركة للمقاولات	0,43804534
19	رأس الخيمة لصناعات الاسمنت الأبيض والمواد الانشائية	0,21084341
20	اسمنت الكويتية	0,43112369
21	أسمنت الهلال	0,24518321
22	الخليج للكابلات وصناعات الكهربائية	0,28245642
23	صناعات التبريد والتخزين	0,21799434
24	المعادن والصناعات التحويلية	0,15395497
25	صفوان للتجارة ومقاولات	0,6308951
26	الكويتية لصناعة مواد البناء	0,26430974
27	الشركة الكويتية لصناعة مواد التغليف	0,10320537
28	الوطنية للميلدين	0,62018427
29	كي جي لوجستيك	0,22600909
30	مبرد للنقل	0,25020332
31	مشرف للتجارة والمقاولات	0,64446542
32	تفائس القابضة	0,43193665
33	هيومن سوفت القابضة	0,37490325
34	الخليج لصناعة الزجاج	0,10334674

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات المالية للبورصة الكويت.

الملحق رقم (04): متوسط عائد الشركات عينة الدراسة

الرقم الشركة	إسم الشركة	متوسط العائد (Y)
1	أجيليتي للمخازن العمومية	28,52666667
2	المشاريع المتحدة للخدمات الجوية	54,9
3	المعدات القابضة	-7,483333333
4	الوطنية للتنظيف	14,92333333
5	اسيكو للصناعات	11,86
6	اسمنت بورتلاند	117,7433333
7	الكويتية لصناعة وتجارة الجبس	10,70666667
8	رابطة الكويت والخليج للنقل	-26,29333333
9	الصلبوخ التجارية	-11,82666667
10	الامتيازات الخليجية القابضة	-11,91
11	الشارقة للاسمنت والتنمية الصناعية	-0,96
12	الشعبية الصناعية	18,4733333
13	الوطنية للصناعات الاستهلاكية القابضة	-27,4233333
14	الصناعات الهندسية الثقيلة وبناء السفن	20,626666667
15	الصناعات الوطنية	12,89333333
16	الكويتية لبناء المعامل والمقاولات	24,88333333
17	مجموعة الخصوصية القابضة	2,96666667
18	المجموعة المشتركة للمقاولات	101,14
19	رأس الخيمة لصناعات الاسمنت الأبيض والمواد الانشائية	0,136666667
20	اسمنت الكويتية	22,4
21	أسمنت الهلال	11,3333333
22	الخليج للكابلات وصناعات الكهربائية	117,6666667
23	صناعات التبريد والتخزين	-0,266666667
24	المعادن والصناعات التحويلية	12,93
25	صفوان للتجارة ومقاولات	42,46666667
26	الكويتية لصناعة مواد البناء	9,06666667
27	الشركة الكويتية لصناعة مواد التغليف	36,04
28	الوطنية للميلدين	-10,31
29	كي جي لوجستيك	31,10333333
30	مبرد للنقل	-15,27333333
31	مشرف للتجارة والمقاولات	7,86
32	تفائس القابضة	-2,826666667
33	هيومن سوفت القابضة	14,7866667
34	الخليج لصناعة الزجاج	66,9433333

المصدر :من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات المالية للبورصة الكويت.

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

الرقم الشركة	متوسط العائد (Y)	متوسط إجمالي الديون إلى حقوق 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	20,626666667	2,02643658
15	12,89333333	0,37100321
16	24,88333333	2,10471493
17	2,96666667	0,24767619
18	101,14	2,09208123
19	0,136666667	0,27397213
20	22,4	0,76327579
21	11,3333333	0,32484622
22	117,6666667	0,39433935
23	-0,266666667	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	-2,826666667	0,78584125
33	14,7866667	0,37578465
34	66,9433333	4,50091797

المصدر :من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات المالية للبورصة الكويت.

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

الرقم الشركة	متوسط العائد (Y)	متوسط الديون طويلة الاجل إلى مج الموجودات (X3)
1	28,52666667	0 ,14146546
2	54,9	0 ,0304463
3	-7,483333333	0 ,07245545
4	14,92333333	0,29253428
5	11,86	0,474352841
6	117,7433333	0,01709886
7	10,70666667	0,04352481
8	-26,29333333	0,3440772
9	-11,82666667	0,12969841
10	-11,91	0,17896023
11	-0,96	0,01636104
12	18,4733333	0,33120776
13	-27,4233333	0,0054543
14	20,626666667	0,08689785
15	12,89333333	0,07775805
16	24,88333333	0,12521393
17	2,96666667	0,01086759
18	101,14	0,19290562
19	0,136666667	0,05755215
20	22,4	0,26933042
21	11,3333333	0,11174915
22	117,6666667	0,05339364
23	-0,266666667	0,03191003
24	12,93	0,000404607
25	42,46666667	0,03031776
26	9,06666667	0,14981895
27	36,04	0,03437434
28	-10,31	,0,0008126
29	31,10333333	0,104494
30	-15,27333333	0,06447726
31	7,86	0,2527468
32	-2,826666667	0,11092522
33	14,7866667	0,20664959
34	66,9433333	0,35736374

المصدر :من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات المالية للبورصة الكويت.

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

	2010	2011	2012	متوسط نسبة الإستدانة
اسم الشركة	نسبة الإستدانة	سبة الإستدانة	نسبة الإستدانة	x1
أجيليتي للمخازن العمومية	0,3832007	3,58901059	0,36495899	1,445723427
المشاريع المتحدة للخدمات الجوية	0,19841714	0,18607263	0,15813126	0,18087368
المعدات القابضة	0,61765321	0,64566694	0,62636911	0,629896421
الوطنية للتنظيف	0,51193646	0,36184796	0,30594165	0,393242025
اسيكو للصناعات	0,65893406	0,66081357	0,65533253	0,658360056
اسمنت بورتلاند	0,10736588	0,06890423	0,11812557	0,098131895
الكويتية لصناعة وتجارة الجبس	0,21340044	0,0269455	0,15022503	0,130190321
رابطة الكويت والخليج للنقل	0,67359189	0,69458605	0,70978235	0,692653433
الصلبوخ التجارية	0,31926237	0,36248488	0,37157598	0,351107746
الامتيازات الخليجية القابضة	0,42342283	0,45015991	0,41699384	0,430192194
الشارقة للاسمنت والتنمية الصناعية	0,24099826	0,24735394	0,25220662	0,246852939
الشعبية الصناعية	0,13482919	0,18602129	0,16091592	0,129363184
الوطنية للصناعات الاستهلاكية القابضة	0,0527084	0,05551903	0,06723907	0,058488833
الصناعات الهندسية الثقيلة وبناء السفن	0,63590883	0,66057466	0,70471764	0,517297562
الصناعات الوطنية	0,29167536	0,26636182	0,2554092	0,271148797
الكويتية لبناء المعامل والمقاولات	0,53920108	0,53115837	0,53768906	0,429551173
مجموعة الخصوصية القابضة	0,18379165	0,22776483	0,18227758	0,34008796
المجموعة المشتركة للمقاولات	0,51742698	0,55216216	0,60870739	0,438045337
رأس الخيمة لصناعات الاسمنت الأبيض والمواد الانشائية	0,14820101	0,23978234	0,24454687	0,210843408
اسمنت الكويتية	0,39308412	0,43009878	0,47018815	0,431123686
أسمنت الهلال	0,24933601	0,24218257	0,24403105	0,24518321
الخليج للكابلات وصناعات الكهربائية	0,2820374	0,25967642	0,30565544	0,282456419
صناعات التبريد والتخزين	0,17040236	0,23357736	0,25000331	0,217994342
المعادن والصناعات التحويلية	0,18700192	0,15116608	0,12369691	0,15395497
صفوان للتجارة ومقاولات	0,60081466	0,64321538	0,64865526	0,630895099
الكويتية لصناعة مواد البناء	0,30170371	0,25849562	0,23272988	0,264309737
الشركة الكويتية لصناعة مواد التغليف	0,12300549	0,11878609	0,06782454	0,103205375
الوطنية للميلدين	0,57323193	0,7051516	0,58216928	0,62018427
كي جي لوجستيك	0,31077239	0,22984214	0,13741274	0,22600909
مبرد للنقل	0,24957027	0,21450657	0,28653311	0,250203315
مشرف للتجارة والمقاولات	0,67549351	0,63453286	0,62336989	0,644465419
تفائس القابضة	0,52213587	0,40574037	0,36793373	0,431936654
هيومن سوفت القابضة	0,36961722	0,3481751	0,40691743	0,374903253
الخليج لصناعة الزجاج	0,10863523	0,10126053	0,10014445	0,103346738

المصدر :من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات المالية للبورصة الكويت.

الماحق رقم(08): حساب متوسط عائد السهم (2010.2011.2012)

الرقم الشركة	عائد السهم 2010	2011 عائد السهم	2012عائد السهم	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	14,9233333
5	16,83	8,09	10,66	11,86
6	245,19	27,91	80,13	117,743333
7	14,52	6,8	10,8	10,7066667
8	-16,8	-36,03	-26,05	-26,2933333
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	18,4733333
13	-4,8	-18,47	-59	-27,4233333
14	29,59	22,18	10,11	20,6266667
15	11,84	12,29	14,55	12,8933333
16	15,56	30,19	28,9	24,8833333
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	0,13666667
20	21,68	23,08	23,94	22,9
21	10	17	7	11,3333333
22	126	173	54	117,666667
23	12,1	-40,2	27,3	-0,26666667
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	9,06666667
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	31,1033333
30	-0,89	-2,42	-42,51	-15,2733333
31	5,5	10,04	8,04	7,86
32	-18,18	3,16	6,54	-2,82666667
33	1,99	21,05	21,32	14,7866667
34	72,94	63,2	64,69	66,9433333

المصدر :من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات المالية للبورصة الكويت

الملحق رقم (09): حساب المتوسط (X_2) نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية

رقم الشركة	إجمالي الديون الى حقوق الملكية 2010	إجمالي الديون الى حقوق الملكية 2011	إجمالي الديون الى حقوق الملكية 2012	المتوسط x2 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 الطالبة بالاعتماد على البيانات المالية للبورصة الكويت

الملحق رقم (10): جدول الإحصائي لدربن- واتسون

	k=1		k=2		k=3		K=4		k=5	
n	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 **الصفحة**

الإهداء III

الشكر IV

الملخص V

قائمة المحتويات VII

قائمة الجداول VIII

قائمة الأشكال IX

قائمة الملاحق X

مقدمة ..... أ

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية 1

تمهيد 2

المبحث الأول: الأدبيات النظرية 3

المطلب الأول: مصادر التمويل في المؤسسة 4

الفرع الأول : الهيكل المالي و مصادر التمويل ..... 3.

أولا : الهيكل المالي والرفع المالي 3

ثانيا : مصادر التمويل قصيرة الأجل ..... 4.

ثالثا :مصادر التمويل متوسطة الأجل 4

رابعا: مصادر التمويل طويلة الأجل 5

الفرع الثاني : النظريات المفسرة للهيكل المالي 6

أولا : نظرية صافي الربح و نظرية التقليدية 6

ثانيا :نظرية صافي ربح الاستغلال ونموذج Modigliani et Miller. 9

ثالثا : نظرية التوازن ومتعددة الأشكال.....10

المطلب الثاني : العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم 12

الفرع الأول: آلية أثر الرافعة المالية 13

الفرع الثاني:انعكاسات الرافعة على المؤسسة 14

أولا: حالات أثر الرافعة المالية 14

المبحث الثاني: الدرسات السابقة 15

خلاصة الفصل الأول :.....18.

الفصل الثاني: الدراسات التطبيقية 19

تمهيد 20

المبحث الأول: الطريقة والأدوات 21

المبحث الثاني : مناقشة وتحليل النتائج 22

المطلب الأول: نتائج الدراسة .....22.

المطلب الثاني: مناقشة النتائج .....28.

خلاصة الفصل الثاني 38

الخاتمة 39

قائمة المصادر والمراجع 43

الملاحق 48

فهرس المحتويات .....