

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة-

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي

الميدان: علوم اقتصادية، وعلوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة: علوم التسيير

التخصص: مالية المؤسسة

من إعداد الطالب: قريدة السايح

بعنوان:

محاولة قياس أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم

دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة 2010-2012.

نوقشت و أجزيت علنا بتاريخ: 2014/06/18

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الأستاذ/شماخي بوبكر (أستاذ مساعد-ب-جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

الدكتور/غريب بولرباح (أستاذ محاضر جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

الدكتور/ مرزوقي مرزوقي (أستاذ محاضر جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

الموسم الجامعي: 2013/2014

الإهداء

الحمد لله الذي أعانني على انجاز هذا العمل المتواضع اهديه:

إلى من وهبني الحياة, منحني الحب والحنان, ربني بلطف وعلمتني كلمة الشرف والحياة إلى أمي
الغالية. رحمها الله وأسكنها فسيح جنانه

إلى أعظم الرجال صبورا ورمزا للعباء, غلى الذي تعب كثيرا من أجل راحتي وأفنى حياته من أجل تعليمي
أبي العزيز رحمه الله وأسكنه فسيح جنانه

إلى من حملهم ساعد أبي و حضنهم ساعدي أمي إلى أخواتي: فاطمة, مباركة, مسعودة, نصيرة, عمورة,
حدة, خيرة, صليحة, صابرة.

إلى خالي مبروك رحمه الله, خالي أحمد وخالاتي, فاطنة وخضرة

إلى أخوتي التي لم تلدهم أمي, عبد الحلیم خالد, العيد, فؤاد, أشرف, أحمد, الهاشمي, معمر, لمين, بشير,
مختار

إلى زملاء المهنة روايح ميلود, أحمد بن مداح, هند عاشوري

إلى كل عائلة قريدة وكل الأهل والأحباب

إلى زملاء الدفعة وإلى الأستاذ المشرف د: غريب بولرباح

السايق

شكر و عرفان

الشكر لله عز وجل الذي وهبني نعمة العلم ووفقني على انجاز هذه الدراسة وأمدني بالقوة والصبر على المواصلة حفظا للجميل وتقديرا للامتنان, أتقدم بجزيل الشكر أسمى عبارات التقدير و الإحترام للأستاذ المشرف د. غريب بولرباح على توجيهاته ونصائحه المتواصلة وحرصه على انجاز هذه المذكرة و أسأل الله أن يجعله ممن قال فيهم

(من المؤمنين رجال صدقوا ما وعدوا الله عليه)

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة على ما سوف يقدمونه من توجيهات وإثراء هذا العمل, شكر خاص إلى مولود روابح وأحمد قريدة على المساعدة في إنجاز هذا العمل

شكر خاص لكل ساعد في إنجاز هذه المذكرة من قريب أو بعيد

وصلى الله على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين .

ملخص:

تهدف هذه الدراسة في شقها النظري إلى التعرف على المفاهيم الأساسية للرفع المالي ومدى تأثيره على عائد السهم وصولاً إلى المخاطر المالية التي لها علاقة بهذه الدراسة مع محاولة إعطاء الصورة المثالية لهيكل رأس المال، حيث إتمدت الدراسة على عدد من الفرضيات لإختبار العلاقة بين الرفع المالي مقاس بنسبة المديونية (DR) من جهة والمخاطر النظامية (Beta) والمخاطر الكلية (δ) وربحية السهم الواحد (EPS) من جهة أخرى. بالتطبيق على عينة متكونة من 31 شركة من الشركات العامة المساهمة في سوق دبي للأوراق المالية للفترة من 2010-2012 .

ومن أجل التوصل إلى نتائج الدراسة تم استخدام أسلوب الإنحدار الخطي البسيط لإجراء إختبار فرضيات الدراسة، حيث أشارت نتائج البحث إلى أن نسبة الرفع المالي ذات دلالة معنوية وفسرت 0.76% من التغيرات التي تحصل في المخاطر النظامية وفسرت 0.55% من التغيرات التي تحصل في المخاطر الكلية للشركات، كما وأشارت نتائج البحث إلى أن الرفع المالي مقاس بنسبة المديونية لها تأثير في عائد السهم من الأرباح المحققة حيث فسرت 30.7% وهي علاقة قوية وموجبة.

الكلمات المفتاحية: الرفع المالي - عائد السهم - المخاطر النظامية - المخاطر الكلية.

Abstract:

This study aimed at its theoretical part to identify the basic concepts of financial leverage and its effect on earnings per share and access to financial risks that have to do with this study with an attempt to give a perfect picture of the structure of the capital, where the study relied on a number of hypotheses to test the relationship between financial leverage measured by indebtedness (DR) and systemic risk (Beta) and the overall risk (δ) and earnings per share (EPS) on the other. Applied on a sample composed of 31 companies, public joint stock companies in the Dubai market for the period from 2010 to 2012.

In order to get the results of the study method, it was used a simple linear regression to test the hypotheses of the study, which indicated the search results that the percentage of leverage of significant semantic and interpreted the 0.76% of the changes that occur in systemic risk and explained 0.55% of the changes that occur in the overall risk for companies, also pointed out that the results Leverage measured by debt have an impact on the earnings per share achieved as interpreted by 30.7%, which is a strong and positive.

Keywords: Financial Leverage - Earnings Per Share - systemic risk - the overall risk

قائمة المحتويات

الصفحة	قائمة المحتويات
III	الإهداء
IV	الشكر
V	الملخص
VI	قائمة المحتويات
VII	قائمة الجداول
VII	قائمة الأشكال البيانية
VIII	قائمة الملاحق
أ	المقدمة
	الفصل الأول : الاطار النظري
1	تمهيد
2	المبحث الأول: الأدبيات النظرية
13	المبحث الثاني: النظريات التطبيقية
	الفصل الثاني : الدراسة الميدانية
20	المبحث الأول: الطريقة والأدوات
30	المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج
38	خاتمة
41	قائمة المراجع
44	الملاحق
58	الفهرس

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
22	توزيع الشركات حسب القطاع وحجم العينة	1.2
24	نسب الرفع المالي للشركات عينة الدراسة	2.2
25	يوضح متغيرات الدراسة	3.2
30	تأثير الرفع المالي على المخاطر النظامية للشركات عينة الدراسة	4.2
31	تأثير الرفع المالي على المخاطر الكلية	5.2
32	تأثير الرفع المالي على عوائد الأسهم	6.2

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	قائمة الأشكال البيانية	الرقم
06	الهيكل الأمثل لرأس المال	1.1
27	سحابة النقاط لأثر الرفع المالي على المخاطر النظامية	1.2
28	سحابة النقاط لأثر الرفع المالي على المخاطر الكلية	2.2
29	سحابة النقاط لأثر الرفع المالي على عوائد السهم	3.2

قائمة الملاحق

الصفحة	العنوان	الرقم
44	نسبة الرفع المالي وربحية السهم في نهاية السنة (2010)	1
45	نسبة الرفع المالي وربحية السهم في نهاية السنة (2011)	2
46	المخاطر النظامية والكلية للشركات عينة الدراسة	3
47	نسبة الرفع المالي وربحية السهم في نهاية السنة (2012)	4
48	نتائج الانحدار لسنة 2010 بين المتغير (X) و (Y1)	5
49	نتائج الانحدار لسنة 2011 بين المتغير (X) و (Y1)	6
50	نتائج الانحدار لسنة 2012 بين المتغير (X) و (Y1)	7
51	نتائج الانحدار لسنة 2010 بين المتغير (X) و (Y2)	8
52	نتائج الانحدار لسنة 2011 بين المتغير (X) و (Y2)	9
53	نتائج الانحدار لسنة 2012 بين المتغير (X) و (Y2)	10
54	نتائج الانحدار لسنة 2010 بين المتغير (X) و (Y3)	11
55	نتائج الانحدار لسنة 2011 بين المتغير (X) و (Y3)	12
56	نتائج الانحدار لسنة 2012 بين المتغير (X) و (Y3)	13

توطئة

تعتبر مسألة التمويل في المؤسسة من أعقد المسائل التي يواجهها المسير المالي، إذ تقع على عاتقه مسؤولية تدبير الأموال اللازمة لتمويل مختلف أنشطة المؤسسة، وهذا باختيار طرق التمويل المناسبة وذلك بتحديد البدائل المتاحة و ثم مقارنة تكلفة كل بديل واختيار الأقل تكلفة ، فضلا عن تفاوت درجة المخاطرة المصحوبة لكل مصدر من مصادر الأموال.

يعد القرار الإستراتيجي الأصعب الذي يواجه المديرين الماليين دائما هو تحديد هيكل رأس المال الأنسب مع الأخذ بعين الاعتبار جملة من العناصر أهمها ، تأثير المديونية على ربحية الشركة وقيمتها، ومستوى الدين ومدى تناسبه مع وضعية الشركة، وانطلاقا من هذا المفهوم تبرز أهمية الرفع المالي (lev rage) كأحد الأساليب التي تلجأ إليها الشركات لتحسين أرباحها، لذلك تعد العلاقة بين الرفع المالي وتكلفة التمويل من الظواهر المالية الهامة، حيث تمثل الرافعة المالية مدى اعتماد الشركة على القروض في تمويل أصولها، في حين تمثل تكلفة التمويل أدنى معدل عائد على الأصول بحيث تحققه لإرضاء المستثمرين.

أ- الإشكالية العامة:

وبناء على ما سبق يمكن أن تبرز معالم الإشكالية من خلال التساؤل الجوهرية الذي يأتي على النحو

التالي:

ما مدى تأثير الرفع المالي على عوائد الأسهم؟ وماهي العلاقة الإحصائية القائمة بينهما في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة دبي؟

ب- الإشكالية الجزئية:

تندرج تحت هذه الإشكالية التساؤلات التالية:

- 1- ما مدى تأثير الرفع المالي على المخاطر النظامية والكلية للشركات المدرجة ضمن بورصة دبي؟
- 2- هل العلاقة إيجابية للرفع المالي مع عائد السهم في الشركات المدرجة في بورصة دبي؟

ج- فرضيات الدراسة:

تستند الدراسة إلى ثلاثة فرضيات أساسية هي :

1. لا يوجد أثر دال إحصائي للرفع المالي مقياس بنسبة المديونية (DR) على المخاطر النظامية مقاسة بمعامل بيتا (β).
2. لا يوجد أثر دال إحصائي للرفع المالي مقياس بنسبة المديونية (DR) على المخاطر الكلية مقاسة بالإنحراف المعياري (δ).
3. لا يوجد أثر دال إحصائي للرفع المالي مقياس بنسبة المديونية (DR) على الربحية مقاسة بربحية السهم (EPS).

د- مبررات إختيار الموضوع:

تم إختيار موضوع الدراسة لعدة أسباب يمكن إيجازها فيما يلي:

- الأهمية التي يكتسبها هذا الموضوع خاصة من قبل المستثمرين الماليين؛
- الأهمية البالغة لمصادر التمويل وضرورة عمل بحوث ودراسات حولها بإعتبارها المحرك الأساسي لأنشطة الإستثمار؛
- يعتبر موضوع الرفع المالي من الظواهر المالية الهامة والشغل الشاغل لكثير من المسيرين الماليين؛
- يلقي هذا الموضوع إهتماما كبيرا لتماشيه مع مجال التخصص؛

و- أهداف الدراسة وأهميتها:

الأهداف:

تهدف الدراسة إلى التأكد إحصائيا من إمكانية وجود أثر للرفع المالي مقياس بنسبة المديونية على عائد السهم في عينة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية، أي وجود علاقة بين حجم التكاليف والعائد وهذا لتعظيم العوائد مع الأخذ بعين الإعتبار المخاطر الناجمة عن عملية الإستثمار، ويمكن تلخيص أهداف الدراسة إلى مايلي:

- دراسة إمكانية وجود علاقة بين الرفع المالي و المخاطر النظامية؛
- دراسة إمكانية وجود علاقة بين الرفع المالي والمخاطر الكلية؛
- دراسة إمكانية وجود علاقة عكسية بين الرفع المالي وكل من المخاطر النظامية والمخاطر الكلية؛
- إيجاد نوع العلاقة بين الرفع المالي و عائد السهم؛

أهمية الدراسة:

تتبع أهمية الدراسة من أهمية العملية الاستثمارية في حد ذاتها، إذ أن القرار الاستثماري في العادة يقوم على أساس المبادلة ما بين العائد والمخاطرة من جهة، ومدى قدرة المؤسسة على التحكم في الاستدانة ، وكذلك الوقوف على اثر عملية الرفع المالي على الأرباح التي يحققها المساهمون.

هـ- حدود الدراسة:

تقتصر الدراسة في جانبها النظري على أساسيات الرفع المالي وعلاقته ببيكل التمويل وكذا دراسة العائد من خلال المفهوم والشكل، مروراً بالمخاطر المتعلقة بتأثير الرفع المالي على عائد السهم.

وتجري الدراسة الميدانية في بورصة دبي للأوراق المالية بالإعتماد على معطيات سنوية من خلال المنشورات الخاصة بكل شركة خلال الفترة: 2010-2011-2012، حيث تمت دراسة كل الشركات التي تتوفر فيها شروط الدراسة.

ي- منهج البحث والأدوات المستخدمة:

بالنظر إلى طبيعة الدراسة والمتمثلة في إختبار مدى تأثير الرفع المالي على عوائد الأسهم، وبغية الوصول إلى الأهداف المرجوة في هذه الدراسة، سنحاول إستخدام المنهج المناسب لهذه الدراسة، حيث تم إستخدام المنهج الاستقرائي من خلال عرض الإطار العام لأساسيات الرفع المالي وعائد السهم وهذا في الفصل الأول، أما في الفصل الثاني فسوف يتم إستخدام المنهج الوصفي التحليلي في دراسة الحالة وذلك لدراسة العلاقة بين الرفع المالي وعائد السهم مستخدمين الأساليب الإحصائية والأدوات القياسية وذلك بالإستعانة ببرنامج .spss

ذ- مرجعية الدراسة:

لقد تم الإعتماد في إنجاز هذه الدراسة في جانب الأدبيات النظرية والتطبيقية على الكتب باللغة العربية واللغة الأجنبية، ومذكرات ماجستير، وكذا المنتديات والمواقع الإلكترونية، وفي جانب الدراسة الميدانية تم الإعتماد، على التقارير المالية والمنشورات السنوية الصادرة عن بورصة دبي للأوراق المالية.

ر- صعوبات الدراسة:

- صعوبة نقل المعلومات وتلخيصها وهذا راجع لأخذ عينة كبيرة من الشركات المدرجة في بورصة دبي التي تتوفر فياه شروط الدراسة (31 شركة) وذلك خلال ثلاث سنوات.
- نقص في بعض المراجع الخاصة بالدراسة خاصة من الناحية التطبيقية.

ن- هيكل الدراسة:

تمت معالجة الدراسة ضمن فصلين، الفصل الأول تمثل في الجانب النظري والفصل الثاني تمثل في الدراسة الميدانية، ويمكن عرض هيكل الدراسة كما يلي:

الفصل الأول: النظريات الأدبية والتطبيقية

تناولنا في هذا الفصل في مبحثه الأول الجانب النظري من الدراسة والتمثل في المفاهيم الأساسية للرفع المالي وعلاقته بمشكل التمويل، والعائد على السهم وهذا من خلال تعريفه وطرق حسابه وكذا المخاطر المتعلقة بالدراسة.

أما في المبحث الثاني فقد تطرقنا الى جملة من الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع.

الفصل الثاني: الدراسة الميدانية

وتم التطرق في هاته الدراسة من خلال مبحثين، المبحث الأول تم فيه عرض الطريقة المنتهجة والأدوات المستخدمة في إنجاز هذه الدراسة، أما في المبحث الثاني فتم اختبار الفرضيات المطروحة ومناقشة النتائج المتحصل عليها وصولا الى التوصيات والنتائج.

تمهيد:

يعد موضوع تقييم العلاقة بين هيكل رأس المال والعائد على الأسهم في الشركات من المواضيع الأكثر تعقيدا وصعوبة والتي تفرض على المدير المالي للشركة التعامل معها بحذر ودقة، وذلك بسبب تعدد أهداف وطرق حسابها، التي يتوقف عليها العديد من القرارات الاستثمارية التي تتعلق بقياس جودة وفعالية مصادر التمويل، ومرودية المشاريع الاستثمارية، حيث نحاول في هذا الفصل التطرق في المبحث الأول الى الإطار العام للدراسة من خلال المفاهيم الأساسية للرفع المالي وعائد السهم، وفي المبحث الثاني تناولنا الدراسات السابقة، وهذا من خلال النقاط التالية:

- مفهوم الرفع المالي وأساسيته؛
- أهم أشكال ونسب الرفع المالي؛
- مفهوم عائد السهم وأهم مقاييسه ؛
- مفهوم المخاطر وأهم أنواعها.

المبحث الأول: النظريات الأدبية للرفع المالية وعوائد الأسهم

المطلب الأول: ماهية الرفع المالي وأساسياته

أولاً: مفهوم الرفع في الإدارة المالية:

قبل التطرق لتعريف الرفع المالي نحاول أن نعرف معنى الرفع فهو يعني في علم الطبيعة والفيزياء استخدام أشياء صغيرة لرفع أشياء ثقيلة نسبياً، أما في علم الإدارة المالية فيقصد بالرفع استخدام التكاليف الثابتة للتأثير على العائد المتوقع.

ثانياً: تعريف الرفع المالي: Financial leverage

هناك عدة تعاريف جاءت في هذا المجال من بينها:

تعريف (برجهام وواستون ، 1993): الرافعة المالية أو عامل الرفع المالي على أنها نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، أو إلى إجمالي قيمة الشركة.¹

تعريف (هندي منير إبراهيم، 2008): الرافعة المالية هي درجة اعتماد المنشأة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت (سواء كانت قروضاً، أم سندات، أم أسهماً ممتازة) مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك كما يؤثر على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها.²

من خلال التعاريف السابقة نخلص إلى أن الرفع المالي يشير إلى استخدام أموال الغير في التمويل بهدف زيادة أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب وهو عبارة عن نسبة القروض إلى مجموع الخصوم لذا فهو يعتمد على الإقراض لتمويل عمليات الشركة بغية تحقيق عائد يترتب عليه زيادة أرباح الملاك.

ثالثاً: أشكال الرفع المالي:

هناك أنواع متعددة من مصادر التمويل ويمكن التمييز بين القروض على أساس موعد سداد القرض وهي كما يلي:

¹ - برجهام و وستون (1993) (التمويل الإداري). ترجمة (عبد الرحمن، النعماني عبد الفتاح): دار المريخ - الرياض، ص: 230.

² - هندي منير إبراهيم (الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر) ط5 المكتب العربي الحديث الإسكندرية 2008، ص: 614.

أ: القروض طويلة الأجل:

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

والسبب الرئيسي للاقتراض طويل الأجل هو تأمين الشركة للتمويل اللازم لها، والمصدر البديل للاقتراض طويل الأجل هو الزيادة في رأس المال، وهناك أسباب تجعل الشركة تلجأ إلى الاقتراض منها .

- عدم القدرة على طرح أسهم جديدة أو التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة
- عدم تأثير الاقتراض في السيطرة الحالية على إدارة الشركة
- يعطي مرونة أكثر من القروض قصيرة الأجل
- ضعف الطلب في السوق المالي واحتمالات عدم تغطية الإصدار
- كونه أقل كلفة من إصدار السهم
- يوفر للشركة الاقتراض قصير الأجل.¹

ب: القروض قصيرة الأجل

يقصد بالقروض قصيرة الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها الشركة من الغير وتلتزم بإرجاعها في فترة لاتزيد عن عام، وهناك مسألتان مهمتان في هذا الشأن والتي تهتم بهما إدارة الشركة، المسألة الأولى تتعلق بالمدى الذي يمكن أن تذهب إليه الشركة في الاعتماد على هذا النوع من القروض وهذا الأمر يتوقف على هيكل الموجودات للشركة كما يتوقف على ميل الإدارة في تحمل المخاطر، أما المسألة الأخرى و الخاصة بكيفية المفاضلة بين مصادر التمويل قصيرة الأجل وهناك اعتباران رئيسان في هذا الصدد هما التكلفة التي تتحملها الشركة ومدى إمكانية الاعتماد على المصادر في تزويد الشركة بالاحتياجات المطلوبة في الوقت الذي تظهر فيه الاحتياجات.²

¹ - عقل مفلح محمد (مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي)، المستقبل للنشر، الأردن، 2000، ص:139

² - هندي منير إبراهيم (الفكر الحديث في الإستثمار)، ط2، منشأة المعارف للنشر، الإسكندرية . مصر 2004، ص:528

رابعاً: نسب الرفع المالي:

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

1- نسبة الرفع المالي:

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

2- نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات:

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

3- نسبة الديون إلى حقوق الملكية:

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

4- نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية:

$$\text{نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{ديون طويلة الأجل}}{\text{حقوق الملكية}} \quad 1$$

5- نسبة عدد مرات تغطية الفوائد:

$$\text{معدل تغطية الفوائد} = \frac{\text{صافي الربح قبل الفوائد و الضرائب}}{\text{مجموع الفوائد و الأقساط}}$$

¹ - حداد فايز سليم، (الإدارة المالية)، ط3، المستقبل للنشر، الاردن، 2010، ص:75

6- درجة الرفع المالي:

$$\text{درجة الرفع المالي عند التغير في EPS} = \frac{\Delta\%EPS}{\Delta\%EBIT} \times 1$$

خامسا: مزايا وعيوب الرفع المالي:

1- المزايا:

- تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين تكلفة الإقتراض والعائد على الإستثمار
- المحافظة على السيطرة في إدارة المؤسسة لأن الدائنين ليس لهم الحق في التصويت
- المقرضين لا يشاركون في الأرباح عدا ما يدفع لهم على شكل فوائد.
- الاستفادة من ميزة أن الفوائد المدفوعة تنزل من الدخل الخاضع لضريبة.
- في فترات التضخم فإن للإقتراض ميزة كون المؤسسة اقتترضت أموال ذات قوة شرائية مرتفعة وإعادتها ولكن بقوة شرائية منخفضة.
- الإقتراض حكمه يمكن المؤسسة من بناء سمعة في الأسواق المالية، وهذا أمر هي بحاجة إليه دائما خاصة عندما تحتاج إلى المزيد من الإقتراض.²

2- العيوب (المخاطر):

- أما في حالة كون العائد على الموجودات أقل من تكلفة الإقتراض فإن للرفع المالي السلبيات التالية:
- إنخفاض العائد على حقوق المساهمين بسبب كون العائد على الإستثمار أقل من تكلفة الإقتراض.
 - إحتمال تدخل الدائنين وسيطرتهم على إدارة المنشأة.
 - في الحالات التي يكون فيها التضخم منخفضا أي معدل التضخم أقل من معدل الفائدة على أموال الإقتراض، فيتم الوفاء بالأموال التي قوتها الشرائية أعلى من القوة الشرائية للأموال المقترضة.³

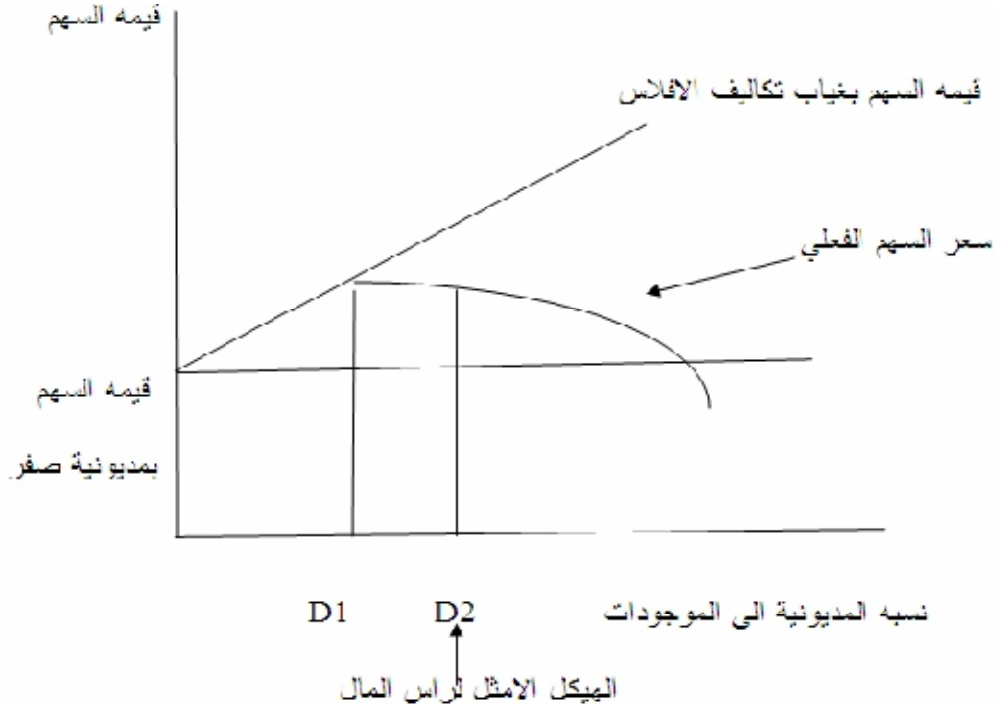
¹ - النعيمي، عدنان تايه، والتيممي، أرشد فؤاد، (الإدارة المالية)، اليازوري العلمية للنشر، الأردن، 2009، ص:446

² - وليد أحمد صايفي، د. شقيري نوري موسى، (الرافعة المالية وأثرها في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة)، دراسة ميدانية على الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، جامعة الأسراء الخاصة، عمان، الأردن 2010، ص:08

³ - السعيد، جمعة فرحات، (الأداء المالي لمنظمات الأعمال - التحديات الراهنة) - دار المريخ، الرياض، المملكة العربية السعودية، سنة(2000)ص:91.

- في حالات التأخر في الوفاء بالالتزامات المالية فإن هذا سيؤثر على السمعة الإئتمانية للشركة ويحد من قدرتها على الاقتراض في المستقبل.

الشكل رقم (1-1) يوضح الهيكل الأمثل لرأس المال



المصدر: برجهام وواستون التمويل الإداري (2000) ص 480

يشير الشكل رقم (1) إلى أن قيمة السهم تبدأ بالتصاعد طردياً باستخدام الديون إلى أن تصل D1 إذ أن D1 تمثل الحد الفاصل التي عندها تبدأ تكاليف الإفلاس بالظهور وبعد D1 فإن التكاليف المتعلقة بالإفلاس تصبح أكثر أهمية وتقلل من المنافع الضريبية باستخدام الدين ضمن المدى ما بين D1 وD2 التكاليف المتعلقة بالإفلاس للمستوى نفسه إلى أن تصل إلى D2. بعدها فإن التكاليف المتعلقة بالإفلاس تزيد من المنافع الضريبية لذلك بعد هذه النقطة وعند زيادة المديونية فإن قيمة الشركة تقل ونتيجة لذلك تكون D2 هي هيكل رأس المال الأمثل.¹

¹ - (برجهام وواستون)، (2000) (التمويل الإداري). ترجمة (عبد الرحمن، النعماني عبد الفتاح): دار المريخ - الرياض، ص: 480

المطلب الثاني: عائد السهم (العائد على الإستثمار)

يكاد عائد السهم (العائد على الإستثمار) أن يكون أشهر الأدوات المالية المستخدمة في تقييم الجدوى الإقتصادية للمشروعات فهو يمثل النسبة بين الأموال المكتسبة (الأرباح أو الخسائر) و الأموال المستثمرة (رأس المال في شكل نقود أو أصول)، والعائد على الأسهم ليس محددًا بمدة زمنية لكن غالبًا ما يستخدم لقياس العائد خلال السنة المالية ويسمى في هذه الحالة العائد السنوي على الإستثمار.

1- مفهوم عائد السهم:

هناك عدة مفاهيم لعائد السهم أو العائد على الإستثمار من بينها مايلي:

أ- العائد على السهم هو المبلغ أو نسبة الأرباح المحققة من الإستثمار أو المحفز والمكافئ لكل إستثمار يقوم به المستثمر، ويعبر عن قدرة الموجودات على تحقيق دخل معبر عنه كنسبة عائد، وهذه النسبة تكشف ربحية الشركة في عملياتها التشغيلية وغير التشغيلية أو هو الربح أو الخسارة المترتبة على الإستثمار خلال مدة زمنية معينة.¹

ب- العائد على الأسهم هو عائد متوقع وهو تقدير للتدفقات النقدية المتوقعة من الإستثمار في حين يعد العائد المحقق فعلا هو حصيلة الإيرادات الناتجة عن عملية الإستثمار وبالتالي فإن الإختلاف بين المتوقع والمحقق يعد مخاطر موضوعية يزداد حجمها ويقل بإرتفاع و إنخفاض مستوى الإختلاف بين المتحقق و المتوقع.²

من خلال التعريفين السابقين نخلص إلى تعريف شامل لعائد السهم:

ويقصد به تلك المكافأة التي ينتظرها المستثمر أو الشركة مقابل التحلي عن منفعة حاضرة على أمل الحصول على منفعة أكبر في المستقبل، من خلال حصة الأرباح الناتجة عن إستثمار الأسهم العادية مع الإستعداد لتحمل المخاطر.

2- أشكال عائد السهم وطرق حسابه:

أ- عائد السهم من الأرباح المحققة: EPS

¹ - Gangadhar.v.& Ramesh babu .G.(investment managemnt).anmol pulications.PVT. LTD (2006). P ;28.

² - Gitmon. L.Lawnece.(principles of managerial al finance).9ed.USA.2000. P ;238

- يحدد عائد السهم العادي من الأرباح المحققة بعد طرح نصيب حملة الأسهم الممتازة من الأرباح وفق الصيغة التالية:

$$\text{عائد السهم العادي} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة} - \text{نصيب حملة الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

ب- عائد السهم من الأرباح الموزعة: DPS

- يفسر هذا المؤشر ما سوف يحصل عليه المساهم من أرباح موزعة ويحسب بموجب الصيغة التالية:

$$\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة} = \frac{\text{الأرباح المعدة للتوزيع}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

ج- العائد الجاري للسهم: YPS

- يعكس هذا المؤشر تكلفة الفرصة البديلة بين الاستمرار في الاحتفاظ بالسهم أو بيعه و التحول إلى أداة استثمارية أخرى. ويحسب بالعلاقة التالية:

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

د- العائد لفترة الإقتناء: HPR

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

$$\text{العائد لفترة الإقتناء} = \frac{\text{القيمة الإجمالية لدخل السهم من جميع المصادر}^1}{\text{سعر شراء السهم}}$$

و- عائد فترة الاحتفاظ:

- ويقيس لنا العائد المحقق خلال فترة الاحتفاظ بالسهم ويحسب بالعلاقة التالية:

$$R_t = \frac{D + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

¹ - منتديات جامعة الجزيرة الخاصة - <http://techinc.yoo7.com> - تاريخ التصفح: 2014/05/17

حيث أن:

D: التدفقات الجارية (العائد الجاري).

Pt: سعر السهم في التاريخ t (البيع).

Pt-1: سعر السهم في التاريخ t-1 (الشراء)

المطلب الثالث: المخاطر المتعلقة بأثر الرفع المالي على عوائد الأسهم

يتعرض المستثمر في الأوراق المالية عموماً إلى أنواع من المخاطر تتباين درجتها وقوتها وفقاً لنوع الإستثمار وزمنه، وشكل الأداة الاستثمارية وقناعة المستثمر في تحمل هذه المخاطر ناتجة عن رغبته في تحقيق عائد متوقع نتيجة عملية الإستثمار.

1- تعريف المخاطر:

وهي حالة عدم التأكد من حتمية الحصول على العائد أو من زمنه أو من إنتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة، وتنشأ في الإستثمار لأن إحتمال تحقيق العائد مرهون بعوامل خارج سيطرة المستثمر.

2- أنواع المخاطر:

تصنف المخاطر من وجهات نظر عديدة وحسب عدة معايير، سنقتصر على تصنيفها حسب مصادرها كما يلي:

1-2- مخاطر نظامية:

وهي ذلك الجزء من المخاطر التي يتعرض لها الإستثمار وتؤثر على السوق ككل وبذلك تسمى أحياناً بمخاطر السوق، حيث تؤثر على السوق بشكل عام ولا يمكن التقليل والتخلص منها من خلال التنويع وترتبط بأحداث بشكل منتظم على معظم المؤسسات مثل مخاطر التضخم والركود الاقتصادي، وارتفاع أسعار الفائدة¹.

2-2- مخاطر غير النظامية:

¹ - محمد طنبب، محمد عبيدات، (الإدارة المالية في القطاع الخاص)، ط 1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2009، ص: 11

وتسمى ذلك النوع بالمخاطر الخاصة، أو غير السوقية، والتي يمكن التخلص منها من خلال التنويع، وهذه المخاطر تختص بشركة ما أو قطاع معين والتي تتأثر بأحداث يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين.¹

3- مقاييس المخاطر:

يمكن قياس مخاطر السهم بطرق متعددة منها:

3-1- الانحراف المعياري:

هو أحد مقاييس التشتت وهو الجذر التربيعي للتباين (variance) أو هو مجموع مربع انحرافات القيم عن وسطها الحسابي. و الانحراف المعياري يقس المخاطر الكلية التي تتكون من المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية، ويمكن حسابه بالمعادلة التالية:

$$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^n p_i (R_i - R)^2}$$

حيث :

δ : الانحراف المعياري،

P_i : احتمال حدوث العوائد،

R_i : العوائد المحتملة للسهم،

R : متوسط القيمة المتوقعة للعوائد،

N : عدد العوائد المحتملة.

أما القيمة المتوقعة للعوائد فتحسب كما يلي:

¹ - محمد خصاونة، (أساسيات الإدارة المالية)، ط1، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص ص:106-107

$$R = \sum_{i=1}^n P_i \cdot R_i$$

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

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

حيث أن:

R: المتوسط الحسابي للعوائد التاريخية.

3-2- التباين:

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

$$V = \sum_{i=1}^n p_i (R_i - R)^2$$

حيث أن:

V: التباين.

P_i: احتمال حدوث العوائد.

R_i: العوائد المتوقعة.

R: المتوسط الحسابي للعوائد خلال الفترة n.¹

¹ - دريد كمال آل شبيب، (إدارة المحافظ الإستثمارية)، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2010، ص: 71-72

3-3- معامل بيتا:

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

ويحسب وفق العلاقة التالية:

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)} = \frac{r_{im} \cdot \delta_i \cdot \delta_m}{\delta_m^2}$$

حيث أن:

β : معامل بيتا.

$Cov(R_i, R_m)$: التباين المشترك بين عائد السهم R_i و عائد السوق R_m

$Var(R_m)$: تباين عائد السوق.

ويحسب التباين المشترك وفق العلاقة التالية:

$$Cov(R_i, R_m) = r_{im} \cdot \delta_i \cdot \delta_m$$

حيث أن:

r_{im} : معامل الارتباط بين عائد السهم وعائد السوق.

δ_i : الانحراف المعياري للعائد المتوقع للسهم i

δ_m : الانحراف المعياري لعائد السوق.¹

¹ - محمد طنبب(مرجع سبق ذكره)، ص125

المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية

من أجل إعطاء صورة واضحة للمفاهيم التي تستند إليها الدراسة الحالية في توضيح الجوانب الأساسية لموضوعها، فقد قام الطالب بمسح الدراسات السابقة حول موضوع الدراسة، التي لها علاقة بهذا الموضوع ومن هذه الدراسات مايلي:

المطلب الأول: الدراسات السابقة

أ- الدراسات باللغة العربية:

1- دراسة (المخامرة، 1992) بعنوان أثر التحول من السوق الموازي إلى السوق النظامي على

الرفع المالي ومحدداته في الشركات المساهمة العامة الأردنية.

تناولت هذه الدراسة موضوع الرفع المالي ومحدداته (الحجم، والرفع التشغيلي و الربحية) واشتملت عينة الدراسة على أحد عشر شركة أردنية مساهمة عامة، مدرجة في سوق عمان المالي (1981-1989) وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الربحية (معدل العائد على الإستثمار) والرفع المالي، وقد فسر الباحث تلك النتيجة بأن الشركات التي كانت ربحيتها مرتفعة لجأت إلى أرباحها المعاد استثمارها مصدرا للتمويل بدلا من الإعتماد على التمويل بالدين، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية والرافعة التشغيلية، وقد فسر الباحث ذلك بأن درجة الرفع التشغيلي المرتفعة تجعل الشركات تبتعد عن التمويل بالدين، لتجنب المخاطر المالية وبالتالي تقلل من مخاطرتها الكلية، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية وحجم الشركة.¹

2- دراسة (أبو فرحة 2001) بعنوان العلاقة بين المخاطر النظامية وكل من الرفع التشغيلي

والرفع المالي.

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين المخاطر النظامية وكل من الرفع التشغيل والرفع المالي في محاولة منها لفهم هذه العلاقات مما تساهم في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب للشركات ويساعد المستثمرين في تشكيل محافظهم الاستثمارية وتمت هذه الدراسة في الأردن على عينة مكونة من (38)

¹ - المخامرة، وجدي رقيق، (أثر التحول من السوق الموازي إلى السوق النظامي على الرفع المالي ومحدداته في الشركات المساهمة العامة الأردنية). رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، (1992).

شركة مساهمة عامة في قطاع الصناعة والخدمات عام (1984-199)، وقد توصلت الدراسة فيما يتعلق بالشركات الصناعية إلى وجود علاقة موجبة ليست ذات دلالة إحصائية بين المخاطر النظامية والرافعة المالية، ووجود علاقة إيجابية وليست ذات دلالة إحصائية بين المخاطر النظامية والرافعة التشغيلية.¹

3-دراسة(الآغا، 2005) بعنوان اثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الإستثمار.

سعت هذه الدراسة لتقييم العلاقة بين الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الإستثمار، حيث شملت هذه الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين الإعتماد على مصادر التمويل (المملوكة و المقترضة) وتكلفة هذه المصادر، كما توصلت لعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية.²

4-دراسة (د.وليد أحمد صافي ود.شقيري نوري موسى) بعنوان: الرافعة المالية وأثرها في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة ودرجة المخاطرة

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الرفع المالي بدلالة (درجة الرفع المالي DFL، ونسبة الدين إلى حقوق الملكية D/E) في كل من المخاطرة(الكلية مقاسه بالانحراف المعياري للعوائد، والمخاطرة النظامية مقاسه بمعامل بيتا) والربحية معبرا عنها بنصيب السهم العادي من الأرباح المحققة EBS، وذلك بالتطبيق على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وقد امتدت فترة الدراسة من عام 1999-2006، وكان حجم العينة 31 شركة صناعية، وأشارت نتائج البحث الى أن درجة الرفع المالي DFL ذات دلالة معنوية حيث فسرت ب: 33.2% من المتغيرات التي تحصل في المخاطر الكلية للشركات، وبالمقابل فإن نسبة الدين إلى حقوق الملكية فسرت ب: 16.2% وليست ذات دلالة معنوية، إلا أن DFL و D/E لهما أثر ذو دلالة معنوية في المخاطر النظامية للشركات،

¹ أبو فرحة، حنان. (العلاقة بين المخاطر النظامية وكل من الرفع التشغيلي والمالي). رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الأعمال، الجامعة الأردنية. (2001).

² الآغا، محمد بسام،(أثر كل من الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الإستثمار). رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين(2005).

كما و أشارت نتائج البحث إلى أن DFL و D/E يؤثران في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة وأن 40.1%-53% من التغيرات في EBS تعزى للرفع المالي.¹

5- دراسة (بداح محسن السبيعي) بعنوان: العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الإستثمار في الشركات المساهمة الكويتية. (دراسة إختبارية)

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم طبيعة العلاقة بين عناصر الهيكل المالي ممثلاً بنسبة الرفع المالي من جهة والعائد على الإستثمار من جهة أخرى، وذلك على مستوى كل قطاع من القطاعات الرئيسة الثلاثة للاقتصاد الكويتي (المالي، والصناعي، والخدمي). ولتحقيق هدف الدراسة واختبار الفرضيات فإن الباحث تعامل مع نوعين من البيانات هم البيانات الثانوية و البيانات الأولية، وتم تحليل بيانات لعينة عددها (54) شركة من الشركات المساهمة العامة الكويتية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية وذلك على مدار الفترة الزمنية 2009-2011.

ومن أبرز نتائج هذه الدراسة وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الإستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية المدرجة ضمن القطاعات الثلاثة وأن هذه العلاقة موجبة، لكن بالنسبة للقطاعات فرادى كانت العلاقة الأقوى بين المتغيرين للقطاع الصناعي يليه القطاع الخدمي ثم بعد ذلك القطاع المالي.

وعلى ضوء تلك النتائج أوصت الدراسة بأن تراعي الإدارة في الشركات المساهمة العامة الكويتية لدى اتخاذ قراراتها التمويلية بين إختيار التركيبة المثلى لهيكل رأس المال الذي يجعل التكلفة المرجحة للأموال عند حدها الأدنى، والموازنة بين تكلفة الحصول على الأموال من جهة وعنصر مخاطر الرفع المالي من جهة أخرى.²

6- دراسة (الحسيني، 1994) بعنوان: أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على قرارات الاستثمار

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على قرارات الاستثمار، وأجريت على خمس شركات تابعة للقطاع الصناعي المختلط بالعراق، وكان من أهم نتائجها: أن تكلفة التمويل

¹ - وليد أحمد صائغ، د. شقيري نوري موسى، (الرافعة المالية وأثرها في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة)، دراسة ميدانية على الصناعة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، جامعة الأسراء الخاصة، عمان، الأردن 2010.

² - بداح محسن السبيعي (العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الإستثمار في الشركات المساهمة الكويتية) رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، الكويت 2012.

محددا هاما في مستوى معدل العائد على الإستثمار للشركات المذكورة، أي أن الدراسة خلصت إلى أنه توجد علاقة بين تكلفة التمويل ومعدل العائد على الإستثمار.¹

ب- الدراسات باللغة الأجنبية

1-دراسة (Aivazian &Ge,2003) بعنوان: تأثير الرافعة المالية على قرارات الإستثمار-النمذج الكندي.

The impact of leverage on firm investmmt-Canadian evidenc.

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الرافعة المالية على قرارات الإستثمار. وأجريت على(863) شركة كندية وغطت الفترة من 1982 حتى 1999 لهذه الشركات، استخدمت هذه الدراسة نموذج: (Alternative empirica Models). بالإضافة إلى نموذج : (Instrumental Variable Approach).

لمعالجة العلاقة بين الرافعة المالية و الإستثمار، وأظهرت نتائج الدراسة أن هناك تأثير سلبي للرافعة المالية على معدل العائد على الإستثمار، وهي أكثر سلبية للشركات ذات فرص النمو المنخفض مقارنة بالشركات ذات فرص النمو العالية.²

2-دراسة راف وزملائه (Raff et al,2002) بعنوان: دليل جديد على تأثير الرافعة المالية على مخاطرة بيتا.

New Evidence On The of Financial Leverage On Beta Risk

هدفت الدراسة إلى قياس أثر الرافعة المالية على درجة المخاطرة باستخدام السلاسل الزمنية، و أجريت هذه الدراسة على(348) شركة مساهمة عامة بالولايات المتحدة الأمريكية، معتمدة على البيانات المنشورة لهذه الشركات بين الفترة 1979-1985. كما اعتبرت الدراسة أن الرافعة المالية تساوي مجموع الديون إلى حقوق الملكية واستنتجت الدراسة أن متوسط نسبة الرافعة للشركات محل الدراسة هي) 39.8%.³

¹ - الحسيني، بشير أحمد، (أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على قرارات الإستثمار)، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة المستنصرية، بغداد:1994

² - Aivazian &Ge, (The impact of leverage on firm investment)-Canadian evidence, (2003).

³ - Raff.w.Brooks R.D. ,kee Ho Yew,(New evidennce on the impact of financial leverage on beta risk):USA(2002).

3- دراسة (Mandelker, G., and Rahee) بعنوان: أثر كل من الرفع التشغيلي

والرفع المالي على مخاطر الأسهم.

The impact of: Operating and Financial Leverage on Equity Risks

اختبرت هذه الدراسة أثر كل من الرفع التشغيلي والرفع المالي على مخاطر الأسهم , تمت هذه الدراسة على قطاع الخدمات وقطاع الصناعة في أمريكا خلال الفترة 1975- 1987 حيث تم اخذ (48) شركة منها (38) شركة صناعية و (10) شركات خدمية , و خلصت الدراسة إلى أن العلاقة بين كل من الرفع المالي والتشغيلي والمخاطر - بيتا كانت ضعيفة , وإنها تختلف من صناعة إلى أخرى.¹

المطلب الثاني: ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

يتضح مما أتضح من الدراسات السابقة أن هناك تبايناً في وجهات النظر في علاقة الرفع المالي بمعدل العائد على الإستثمار وكذا علاقته بتكلفة التمويل والقيمة السوقية للمؤسسة، إضافة لذلك فإن معظم هذه الدراسات أجريت في الدول الغربية أو الدول الصناعية حتى ولم يسعفنا الوقت لذكرها ، وهذا لأن بيئة هذه الدول تختلف اختلافاً واضحاً عن بيئة الدول العربية، إلا أنه هناك نقاط تشابه ونقاط اختلاف بين هذه الدراسة والدراسات السالفة الذكر وتمثل فيما يلي:

نقاط التشابه:

- تناولت هذه الدراسة مع الدراسات الأخرى موضوع الرافعة المالية وعلاقتها بعوائد الأسهم.
- هناك تشابه في وجهات النظر حول طرق التحليل بالاعتماد على أدوات التحليل.
- إتمدت أغلب الدراسات بما فيها هذه الدراسة مناهج التحليل الوصفي لإبراز طبيعة العلاقة بين المتغيرات.
- أجريت هذه الدراسة بيانات الشركات المسعرة في البورصة كما هو الحال بالنسبة للدراسات السابقة.

نقاط الاختلاف:

¹ - Darrt.A.F and Mukherjee.T.k, (The Impact of Degree of operating And Financial Leverage On Equity Risk), Financil Economic, vol:4, No:2,p:141-155,USA(1995).

تتميز هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات بأنها:

- تعالج هذه الدراسة محاولة قياس أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم مع إبراز العلاقة بين الرفع المالي وكل من المخاطر النظامية المتمثلة في بيتا ، و المخاطر الكلية المتمثلة في δ ، وربحية السهم .EPS.
 - تعالج هذه الدراسة عينة من الشركات تمثل كل القطاعات الموجودة ضمن بورصة دبي للأوراق المالية على خلاف الدراسات السابقة التي شملت قطاع أوقطاعين من القطاعات الموجودة في البورصة.
 - تهدف هذه الدراسة على إيجاد نوع العلاقة الإحصائية بين نسبة الرفع المالي ممثلاً بنسبة المديونية على خلاف الدراسات السابقة التي أجريت على إحتساب درجة الرفع المالي ونسبة الدين إلى حقوق الملكية.
 - تميزت هذه الدراسة بأنها تعد الدراسة الأولى التي تدرس علاقة الرفع المالي بعوائد الأسهم في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة دبي للأوراق المالية.
- وفي ضوء هذه النتائج يمكن القول أن الدراسات السابقة تنسجم بل وتتكامل في كثير من الجوانب، إذ ركزت الدراسات على ضرورة قياس أثر الرفع المالي على ربحية السهم وبعض الدراسات على المخاطر النظامية منها والكلية في المؤسسات المسعرة في البورصة، الى أن جاءت هذه الدراسة لتعزز هذه الاتجاه وتقويه بأخذها أثر الرفع المالي على عائد السهم ودرجة المخاطرة.

خلاصة الفصل:

تم التركيز في هذا الفصل على مفهوم الرفع المالي وعلاقته بعائد السهم أو ربحية الشركة، لذلك يعبر عنه أنه استخدام أموال الغير (قروض أو أسهم ممتازة) إذ أن كلاهما له تكلفة ثابتة مالية ويجب على الشركة الالتزام بدفعها، أي بمعنى آخر أن الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل الشركة فكلما زاد الاعتماد على المصادر الخارجية للتمويل تزداد درجة الرفع المالي، ويصبح الرفع المالي فعالا إذا استطاعت الشركة استثمار الأموال المقترضة بمعدل يزيد عن تكلفة أموال الاقتراض، وإذا لم تنجح الشركة في ذلك فإنها ستتعرض لخطر أكبر وتحقق خسارة أكبر مما يعني فقدان ميزة استخدام الرفع المالي بهيكل الشركة التمويلي.

تمهيد:

لقد تطرقنا في الأدبيات النظرية إلى أهم العناصر التي يجب مراعاتها في الإدارة المالية، وفي هذا الفصل سوف نتطرق إلى الدراسة الميدانية من خلال إسقاط الجانب النظري على الواقع وذلك بإجراء دراسة ميدانية على عينة من الشركات المدرجة في بورصة دبي محاولة منا تحديد العلاقة بين المتغيرين الرفع المالي والعائد لدى الشركات المساهمة العامة في سوق دبي للأوراق المالية.

إن بحثنا المتعلق بموضوع أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم، مثله مثل أي بحث علمي، يتطلب تحديد الإطار المنهجي للدراسة الميدانية، طالما أن هذا الإطار يعتبر أساس تنظيم الأفكار والمعلومات من أجل البحث عن الحقائق والوصول الى النتائج كما أنه يسمح بدراسة الموضوع بطريقة سهلة وواضحة.

وهذا الفصل يتكون من مبحثين، سيتناول الأول الطريقة والأدوات وهذا من خلال تحديد مجتمع وعينة الدراسة ثم تليها مرحلة جمع البيانات وترجمتها في شكل جداول تبرز معالم الدراسة من خلال المتغيرات، أما في المبحث الثاني فسيتم عرض النتائج ومناقشتها بالاعتماد على مخرجات البرنامج الاحصائي (SPSS) بالإضافة الى برنامج الإكسل في حساب النسب وقيم الانحراف المعياري .

المبحث الأول: الطريقة و الأدوات

المطلب الأول: الطريقة

أولاً: مجتمع الدراسة وعينتها

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية في نهاية كل من السنوات 2010-2011-2012 والبالغ عددها 66 شركة.

أما عينة الدراسة فتم اختيارها بأسلوب عشوائي من بين الشركات العاملة في القطاعات الرئيسية (المالي، و الصناعي، والخدمي)، حيث تم تطبيق هذه الدراسة على القطاعات الثلاثة، وتم إستبعاد الشركات التالية من عينة الدراسة:

- 1- الشركات التي يكون تداول أسهمها غير مستمر خلال فترة الدراسة.
- 2- الشركات التي إندمجت مع شركة أخرى خلال فترة الدراسة.
- 3- الشركات التي بياناتها غير متوفرة خلال فترة الدراسة.
- 4- الشركات التي عملت على تجزئة أسهمها خلال فترة الدراسة

وبمراجعة هذه الأسس فقد تم تحليل بيانات 31 شركة من الشركات التي إستوفت الشروط السابقة الذكر، والملحق رقم (1) يبين أسماء هذه الشركات التي خضعت لبياناتها وقوائمها المالية المنشورة على مدار السنوات 2010-2011-2012 للتحليل الإحصائي، من أجل التعرف على طبيعة أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم ، والجدول رقم (1) يبين توزيع الشركات حسب القطاع وحجم العينة.

الجدول رقم (1-2)

توزيع الشركات حسب القطاع وحجم العينة

عدد الشركات			القطاع
من حجم العينة %	عينة الدراسة	الكلية	
50	15	30	القطاع المالي
18.5.	5	5	القطاع الصناعي
30.5	10	31	قطاع الخدمات
100	31	66	المجموع الكلي للشركات

المصدر: من إعداد الطالب

لكي نصل إلى النتائج المرجوة من هذه الدراسة سوف نتبع المراحل التالية من خلال البيانات المجمعة من التقارير المالية للشركات عينة الدراسة :

- سوف نقوم بحساب نسبة الرفع المالي لكل شركة من شركات عينة الدراسة وذلك من خلال قسمة إجمالي الديون على إجمالي الموجودات لكل سنة من السنوات الثلاث لفترة الدراسة؛
- حساب العائد للشركات عينة الدراسة ؛
- حساب معامل بيتا (المخاطر النظامية)، والانحراف المعياري (المخاطر الكلية) لكل شركة؛
- بناء النماذج التي تفسر العلاقة بين متغيرات الدراسة؛
- إختبار النماذج التي تم بناؤها، وإختبار النماذج التي تمثل العلاقة بين متغيرات الدراسة؛
- الإجابة على فرضيات الدراسة، ومناقشة النتائج.

ومن خلال المراحل السابقة الذكر نستطيع معرفة طبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة، بحيث نرسم للرفع المالي (X) وهو المتغير المستقل في هذه الدراسة ونرمز لمعامل بيتا (β) بالرمز (Y1) بحيث يعتبر المتغير التابع في الفرضية الأولى، ونرمز للانحراف المعياري (δ) بالرمز (Y2) حيث يعتبر المتغير التابع في الفرضية الثانية، ونرمز لعائد السهم بالرمز (Y3) بحيث يعتبر المتغير التابع في الفرضية الثالثة.

ومن خلال دراسة العلاقة بين (X) و (Y1) يمكننا الاجابة على الفرضية الأولى.

ومن خلال دراسة العلاقة بين (X) و (Y2) يمكننا الاجابة على الفرضية الثانية.

ومن خلال دراسة العلاقة بين (X) و (Y3) يمكننا الإجابة على الفرضية الثالثة.

المطلب الثاني: الأدوات

1- لقد تم تمثيل نسبة الرفع المالي بنسبة المديونية (إجمالي الديون / إجمالي الأصول) وهو المتغير المستقل في الدراسة وذلك من خلال حساب نسبة الرفع المالي لكل شركة من عينة الدراسة خلال ثلاث سنوات انظر الملحق رقم (1)، وتم استنتاج العائد السنوي من خلال التقارير المالية السنوية المنشورة للشركات عينة الدراسة أنظر الملحق رقم (2) وتم تقدير معامل بيتا (β) من خلال بيتا السوق لكل شركة من شركات عينة الدراسة المدرجة في البورصة أنظر الملحق رقم (3)، وتم حساب الانحراف المعياري (δ) من خلال معادلة الانحراف السابقة الذكر.

2- بعد تمثيل المتغيرات وإعطائها الصورة الواضحة لطبيعة العلاقة تم عرضها في شكل نسب كما هو موضح في الجدول رقم (3)، ولغرض اختبار فرضيات الدراسة تم إجراء الدراسة التطبيقية باستخدام الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية والإنسانية (SPSS) بالإضافة إلى استخدام الأساليب الإحصائية التالية:

1- الإحصاء الوصفي (Descriptive)، المتوسطات الحسابية، وأعلى قيمة ، وأقل قيمة.

2- معامل الارتباط.

3- تحليل الانحدار البسيط.

4- تحليل التباين المشترك (ANCOVA).

الجدول رقم (2-2): يوضح نسب الرفع المالي للشركات عينة الدراسة خلال السنوات الثلاث.

الشركة	نسبة DR 2010	نسبة DR 2011	نسبة DR 2011	متوسط DR
اجلبتي للمحازن	0,3832007	0,35890099	0,36495899	0,11963366
الشركة العربية للطيران	0,15589785	0,026212	0,00323721	0,00873733
شركة دبي الإسلامية	0,71259589	0,75365333	0,75166668	0,25121778
المجموعة العربية للتأمين	0,70807302	0,7247668	0,69656467	0,24158893
آرامكس	0,21031744	0,23937081	0,24642692	0,07979027
الشركة العربية الإسكندرية للتأمين	0,20766279	0,20214769	0,23109869	0,06738256
شركة ديار للتطوير	0,45624143	0,43179554	0,40550116	0,14393185
بنك دبي الإسلامي	0,88321814	0,88769258	0,88926872	0,29589753
دبي للإستثمار	0,34987927	0,32887876	0,31278809	0,10962625
دريك أندسكل انترنشيونال	0,47813711	0,57685908	0,5693668	0,19228636
الإمارات للاتصالات الكاملة	1,37880281	0,61897009	0,26562955	0,20632336
مصرف الإمارات الإسلامي	0,91061107	0,89102601	0,92963609	0,29700867
بنك الإمارات للإستثمار	0,81912787	0,86204245	0,84061724	0,28734748
شركة إمار العقارية	0,49923418	0,47399255	0,46330841	0,15799752
الإمارات للمرطبات	0,4187577	0,51337983	0,44383331	0,17112661
الشركة الخليجية للإستثمارات العامة	0,67110426	0,77234205	0,8112635	0,25744735
شركة هيستر تليكوم القابضة	0,34544383	0,37650174	0,47325953	0,12550058
شركة الإستثمارات المالية الدولية	0,75859679	0,773939	0,80706679	0,25797967
شركة المزاي القابضة	0,631225	0,65535968	0,60262997	0,21845323
الشركة الوطنية للتبريد المركزي	0,80688057	0,55956178	0,4787451	0,18652059
شركة الأغذية المتحدة	0,31860986	0,37287275	0,45718959	0,12429092
شركة الإتحاد العقارية	0,73422302	0,73991552	0,71811554	0,24663851
بنك دبي التجاري	0,84734483	0,83468794	0,81683786	0,27822931
شركة المدينة للإستثمارات	0,5091606	0,49436577	0,04831248	0,16478859
مصرف عجمان ش	0,68869344	0,75040844	0,80779596	0,25013615
مصرف السودان للسلام	0,24664824	0,26993791	0,28473822	0,0899793
ارابتك القابضة	0,6425938	0,61711014	0,62629088	0,20570338
مجموعة بنك المشرق	0,85402953	0,83841953	8,1854332	0,27947318
مصرف السلام البحرين	0,7421279	0,76525668	0,75977852	0,25508556
شركة الوطنية للاسمنت	0,06561955	0,09853932	0,16654605	0,03284644
مجموعة الصناعات الوطنية القابضة	0,60990206	0,65219226	0,62255106	0,21739742

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على الملاحق (1) و(2) و(3)

الجدول رقم (2-3): يوضح متغيرات الدراسة

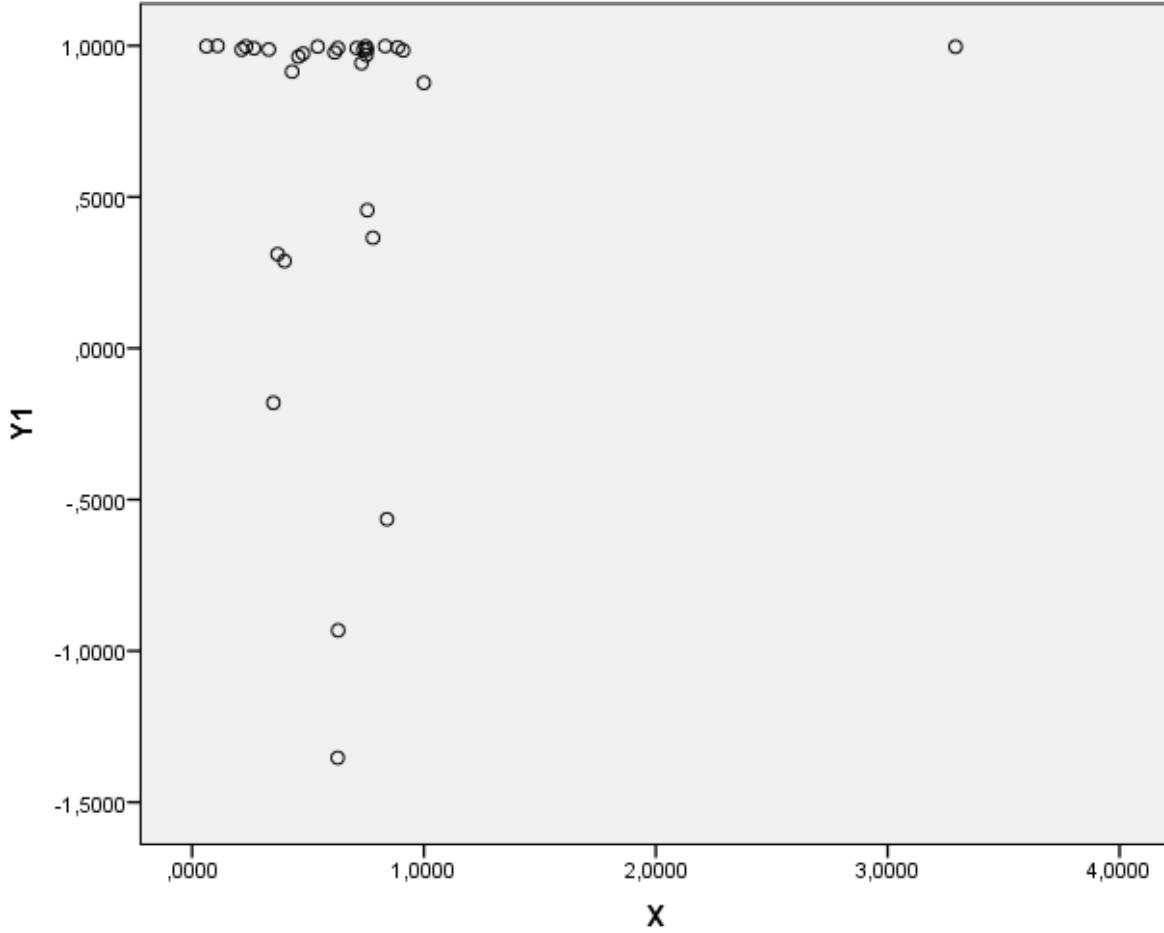
(DR) x	(β) y1	(δ) y2	(EPS) y3	الشركة
0,3690	0,3111	0,6889	28,7600	اجيلتي للمخازن
0,0618	0,9980	0,0020	0,0733	الشركة العربية للطيران
0,7393	0,9870	0,0130	0,0167	شركة دبي الإسلامية
0,7098	0,9919	0,0081	0,0567	المجموعة العربية للتأمين
0,2320	0,9979	0,0021	0,1500	آرامكس
0,2136	0,9870	0,0130	0,1367	الشركة العربية الأسكندرية للتأمين
0,4312	0,9141	0,0859	0,3070	شركة ديار للتطوير
0,8867	0,9943	0,0057	0,2567	بنك دبي الإسلامي
0,3305	0,9874	0,0126	0,1267	دبي للاستثمار
0,5415	0,9968	0,0032	0,0680	دريك أندسكل انترنشيونال
0,7545	0,9874	0,0126	0,3267	الإمارات للاتصالات الكاملة
0,9104	0,9841	0,0159	-0,0340	مصرف الإمارات الإسلامي
0,8406	-0,5648	1,5648	37,7670	بنك الإمارات للاستثمار
0,4788	0,9740	0,0260	0,2133	شركة إمار العقارية
0,4587	0,9633	0,0367	-0,0737	الإمارات للمرطبات
0,7516	0,9688	0,0312	-0,4367	الشركة الخليجية للاستثمارات العامة
0,3984	0,2884	0,7116	-2,6133	شركة هيستر تليكوم القابضة
0,7799	0,3650	0,6350	-31,9433	شركة الإستثمارات المالية الدولية
0,6297	-0,9320	1,9320	-15,3733	شركة المزاي القابضة
0,6151	0,9777	0,0223	0,1767	الشركة الوطنية للتبريد المركزي
0,3996	0,8771	0,1229	1,1500	شركة الأغذية المتحدة
0,7308	0,9424	0,0576	0,0233	شركة الإتحاد العقارية
0,8330	0,9984	0,0016	0,4133	بنك دبي التجاري
0,3506	-0,1802	1,1802	-12,5133	شركة المدينة للاستثمارات
0,7490	0,9977	0,0023	0,0150	مصرف عجمان ش
0,2671	0,9912	0,0088	0,3083	مصرف السودان للسلام
0,6287	0,9919	0,0081	0,1567	ارابتك القابضة
0,2926	0,9966	0,0034	0,0640	مجموعة بنك المشرق
0,7557	0,4563	0,5437	2,4333	مصرف السلام البحرين
0,1102	0,9992	0,0008	0,1833	شركة الوطنية للاسمنت
0,6282	-1,3532	2,3532	-9,3333	مجموعة الصناعات الوطنية القابضة

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على الملاحق رقم (1) و(2) و(3) و(4)

كشفت بيانات الجدول رقم(3) السابقة والخاصة بعينة الدراسة مايلي:

- 1- تتراوح نسبة الرفع المالي بين(0.62) لكل من شركة أرابتك القابضة ومجموعة الصناعات الوطنية القابضة وهذا يدل على إعتقاد هاتين الشركتين على الديون بنسب كبيرة في تمويل هيكلها المالي، كذلك بالنسبة لكل من شركة دبي الإسلامية والمجموعة العربية للتأمين حيث تتراوح بين(0.70) إلى (0.74).
- 2- تراوحت النسبة بين (0.70)و(0.75)في كل من مصرف عجمان ومصرف السلام البحريني، وكذلك بين بنك دبي الإسلامي ومصرف الإمارات الإسلامي، حيث تتراوح بين (0.85) و(0.90) وهي نسب مرتفعة ولعل العنصر الأساسي في تحديد قيمة هذه النسب يعود إلى طبيعة عمل القطاع المصرفي، حيث تشكل الديون(ودائع العملاء) المصدر الأكبر لتمويل أنشطة تلك البنوك.
- 3- جاءت نسب العائد على السهم العادي(EPS) المحققة في كل من بنك الإمارات للإستثمار ومصرف السلام البحريني مرتفعة مقارنة مع البنوك الأخرى، حيث بلغت في الأولى(37.76) وفي الثانية(2.43)،وهذا يدل على أن هذين البنكين نجحا في الاستفادة من مزايا المتاجرة بالملكية لأنهما حققا النسبتين الأعلى وهذا ما يؤشر كذلك أنهما نجحا في إستخدام ودائع العملاء في تحسين ربحيتهما على عكس البنوك الأخرى التي لم تستطع تحقيق هذه الميزة.
- 4- بلغت نسبة الرفع المالي في كل من شركة أجليتي للمخازن (0.36) ونسبة(0.39) في شركة الأغذية المتحدة، في حين حققت عوائد أفضل من باقي الشركات، حيث حققت الأولى(28.76) وحققت الثانية(1.15)، من الملاحظ أن هذه الشركات تمكنت من تحقيق مزايا المتاجرة بالملكية لذلك حققت هذه العوائد المرتفعة مقارنة مع الغالبية العظمى التي فشلت في إستثمار الأموال التي حصلت عليها من الديون، فحققت عوائد منخفضة على أسهمها، لا بل أن بعضها تجاوز فشله هذا الحد فحققت عوائد سالبة وذلك مثل كلمن:مجموعة الصناعات الوطنية القابضة بنسبة(-9.33) وشركة المدينة للاستثمارات بنسبة(-12.51) وشركة الإستثمار المالية الدولية بنسبة(-31.94) مما يعني أن الإدارة في مثل هاته الشركات فشلت في مجال إدارة الموجودات/إجمالي الديون،فدفعت فوائد على القروض تتجاوز إلى حد كبير العوائد المحققة من الموجودات التي مولتها عن طريق تلك القروض.

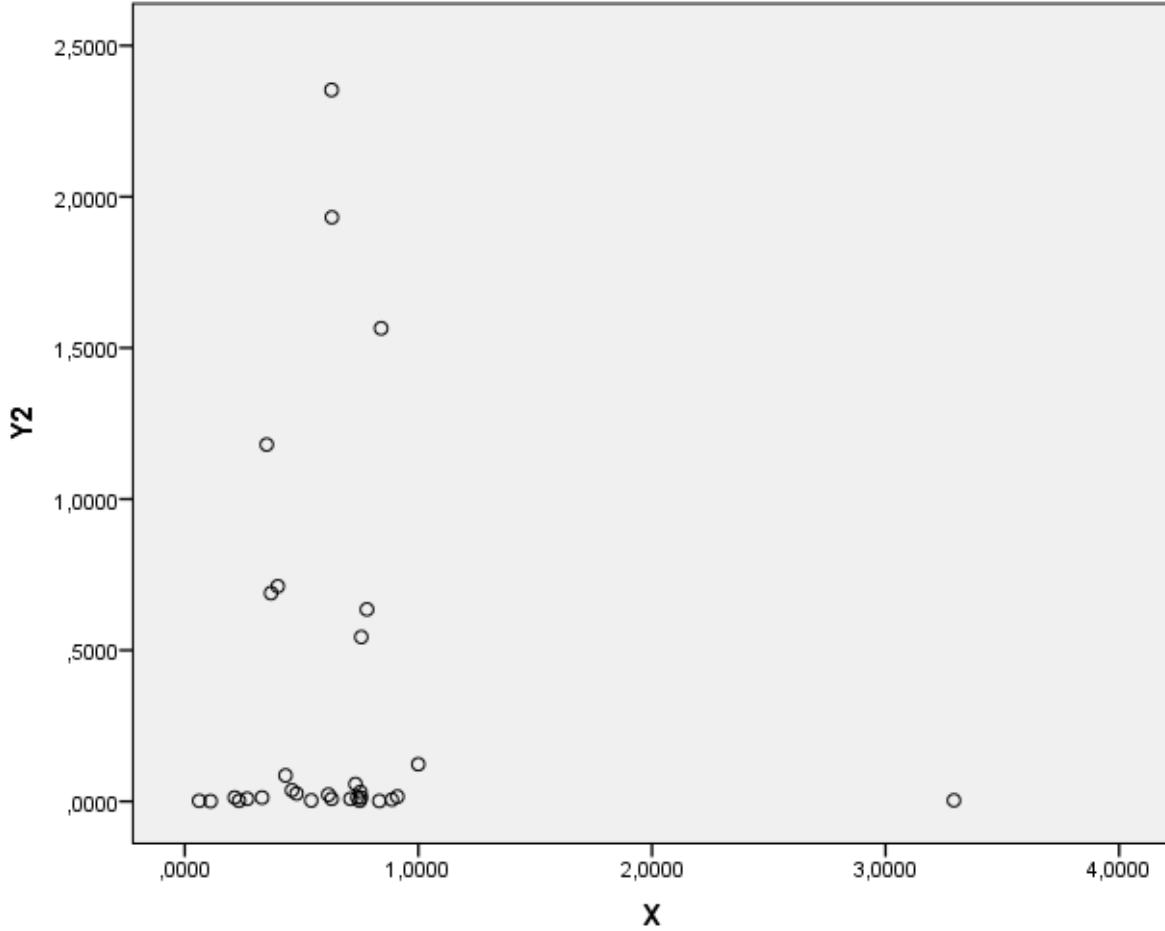
الشكل رقم (2-1): يوضح تمثيل سحابة النقاط بين المتغيرين (X) و(Y1)



المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي (SPSS).

من خلال سحابة النقاط نلاحظ أنه يوجد علاقة بين الإعتقاد على الديون في تمويل الهيكل المالي والمخاطر النظامية المتمثلة في بيتا لكنها غير واضحة وعليه سنحاول الكشف على العلاقة بتقدير النموذج القياسي الخطي من أجل معرفة طبيعة العلاقة بشكل دقيق.

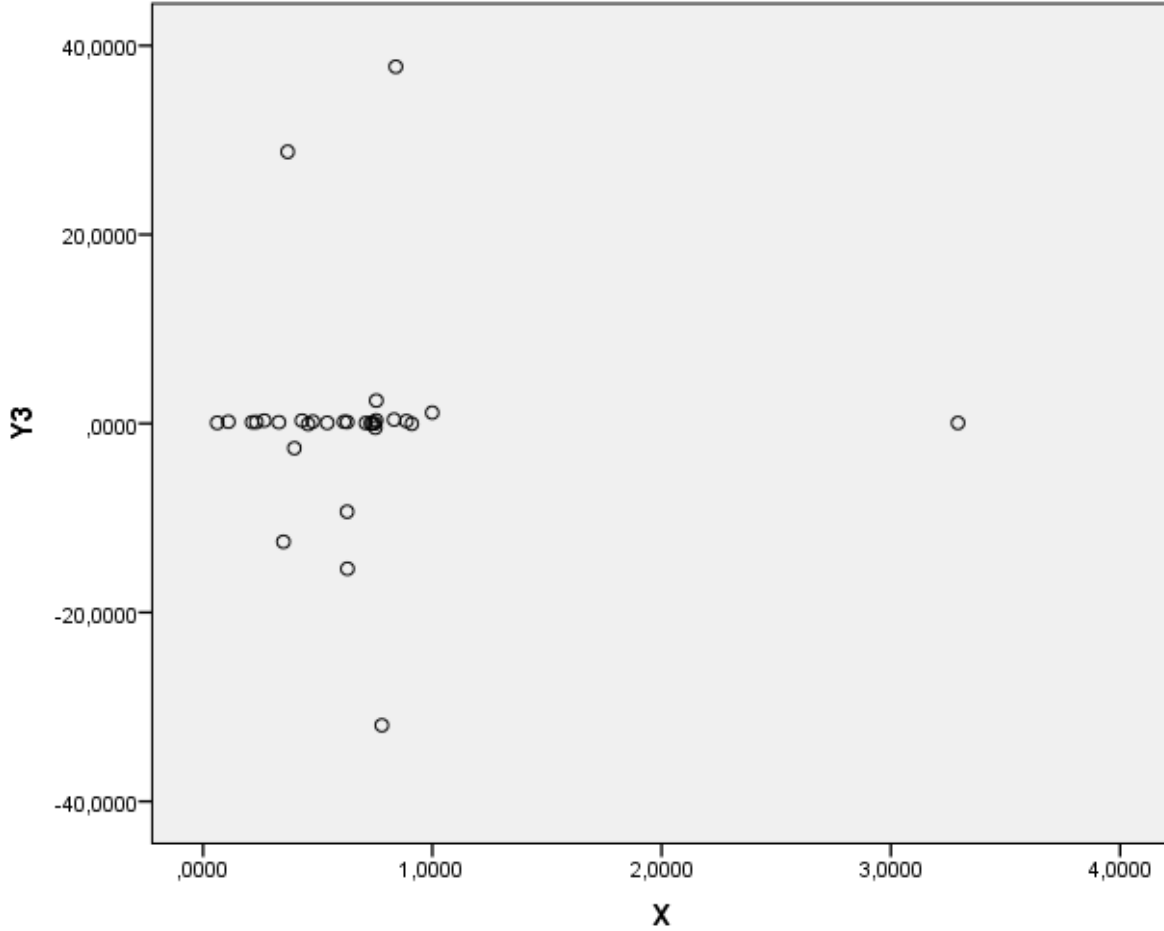
الشكل رقم (2-2): يوضح تمثيل سحابة النقاط بين المتغيرين (X) و(Y2).



المصدر: من إعداد الطالب إعتقادا على مخرجات البرنامج الإحصائي (SPSS).

من خلال تمثيل المتغيرات بسحابة النقاط نلاحظ أن العلاقة بين المتغيرين واضحة الى درجة ما وعليه يجب الكشف عن طبيعة هذه العلاقة من خلال إستخدام النموذج المناسب.

الشكل رقم (2-3): يوضح تمثيل سحابة النقاط بين المتغيرين (X) و (Y3)



المصدر: من إعداد الطالب إعتقادا على مخرجات البرنامج الإحصائي (SPSS).

من خلال التمثيل البياني لسحابة النقاط بين المتغير المستقل الرفع المالي والمتغير التابع عائد السهم يتبادر لنا وجود علاقة بين المتغيرين ولكنها ليس بالشكل الدقيق لذلك سوف نحاول الكشف عن تلاك العلاقة منة خلال استخدام النموذج المعتمد في هذه الدراسة.

المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج

المطلب الأول: عرض النتائج

أولاً: نتائج تأثير الرفع المالي على المخاطر النظامية

لكي نتمكن من دراسة طبيعة العلاقة وقوتها ودلالاتها بين المتغير المستقل DR، و المتغير التابع Beta تم تحليل البيانات لتقدير النموذج التالي الذي يمثل العلاقة المفترضة.

$$\beta = \alpha + bDR + \epsilon_i$$

حيث أن:

α : ثوابت المعادلة

b : مقدرات العلاقة المفترضة بين المتغيرين.

جدول رقم (2-4)

نتائج مدى تأثير الرفع المالي على المخاطر النظامية للشركات عينة الدراسة في سوق دبي المالي.

	المتغير التابع	Beta			
	المتغير المستقل	(Debt Ratio)			
		2010	2011	2012	المتوسط
Coefficients		0.235	0.289	0.185	0.236
T		3.435	3.051	2.880	3.122
Sig(p)		0.02	0.05	0.007	0.0256
R ²		0.006	0.011	0.006	0.0076
F		0.807	0.883	0.047	0.579
Sig(P)		0.676	0.575	0.684	0.645

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على الملحق رقم (5) و(6) و(7)

ثانياً: نتائج تأثير الرفع المالي على المخاطر الكلية

من خلال النموذج التالي يتبين لنا طبيعة العلاقة بين الرفع المالي والمخاطر الكلية الممثلة ب: (δ)

$$\delta = \alpha + bDR + \epsilon_i$$

حيث أن:

α : ثوابت المعادلة

b : مقدرات العلاقة المفترضة بين المتغيرين.

ϵ_i : حد الخطأ

جدول رقم (2-5)

المتغير التابع	St.Dev
المتغير المستقل	(Debt Ratio)

	2010	2011	2012	المتوسط
Coefficients	0.235	0.289	0.185	0.236
T	0.820	0.405	2.515	1.246
Sig(p)	0.419	0.688	0.018	0.375
R ²	0.078	0.011	0.076	0.055
F	0.154	0.117	0.466	0.2456
Sig(P)	0.676	0.575	0.684	0.645

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على الملحق رقم (8) و(9) و(10)

ثالثاً: نتائج تأثير الرفع المالي على عوائد الأسهم من خلال النموذج التالي نتعرف على طبيعة العلاقة بين الرفع المالي DR، وعائد السهم EPS.

$$EPS = \alpha + bDR + \epsilon_i$$

حيث أن:

α : ثوابت المعادلة

b : مقدرات العلاقة المفترضة بين المتغيرين.

ϵ_i : حد الخطأ

جدول رقم (2-6)

نتائج العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم للشركات عينة الدراسة في سوق دبي المالي.

	المتغير التابع		المتغير المستقل		EPS (Debt Ratio)
	2010	2011	2012	المتوسط	
Coefficients	4.403	5.856	2.767	4.342	
T	0.01	0.157	0.615	0.260	
Sig(p)	0.992	0.876	0.543	0.803	
R ²	0.32	0.063	0.54	0.307	
F	0.046	0.918	1.703	0.889	
Sig(P)	0.798	0.787	0.941	0.842	

المصدر: من إعداد الطالب إعتقاداً على الملحق رقم (11) و(12) و(13).

المطلب الثاني : مناقشة النتائج واختبار الفرضيات

-1 مناقشة نتائج أثر الرفع المالي على المخاطر النظامية:

الفرضية الأولى : لا يوجد أثر دال إحصائيا للرفع المالي مقياس بنسبة المديونية DR على المخاطر النظامية Beta

من خلال النتائج المتوصل إليها يتبين أنه لا يوجد أثر دال إحصائيا للرفع المالي مقياس بنسبة المديونية DR ، لذلك نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة، وبعد إجراء الاختبارات لثلاث سنوات وذلك من أجل معرفة تباين نتائج السنوات.

ولدى إجراء اختبار F لقياس مدى صلاحية النموذج لتمثيل العلاقة بين المتغير التابع (Beta) والمتغير المستقل (DR) تبين أن هذا النموذج يصلح لتمثيل العلاقة عند مستوى معنوية 5% أي بدرجة ثقة 95% وهذا يدل على أن النموذج صالح لتمثيل العلاقة المذكورة، إذا فإن العلاقة هنا بين المخاطر النظامية (Beta) ونسبة الرفع المالي علاقة موجبة لكل السنوات من عينة الدراسة البالغة ثلاث سنوات ، وهذه العلاقة طردية أي أنه كلما زادت نسبة الرفع المالي مقاسا بنسبة المديونية (DR) بمقدار واحد صحيح فإن المخاطرة النظامية للسهم سوف تزداد بمقدار (0.236) وهي نسبة منخفضة كما أن قوة تفسير نسبة الرفع المالي للمخاطر النظامية قليلة جدا حيث قدرت ب: (0.0076) أي أقل من 0.8%

-2 مناقشة نتائج أثر الرفع المالي على المخاطر الكلية

الفرضية الثانية: لا يوجد أثر دال إحصائيا للرفع المالي مقياس بنسبة المديونية (DR) على المخاطر الكلية مقاسة ب: (δ)

تتكون المخاطر الكلية من المخاطر النظامية و المخاطر غير النظامية ولما كان من الممكن خفض المخاطر الكلية عن طريق التنويع حيث أن التنويع سيؤدي إلى خفض المخاطر غير النظامية وبالتالي تخفيض المخاطر الكلية إلا أن المخاطر النظامية لا يمكن تخفيضها بالتنويع، ويمكن قياس المخاطر الكلية بأحد مقاييس التشتت، ومعامل الإختلاف إلا أنه في هذه الدراسة سيتم قياسها عن طريق حساب الإنحراف المعياري والذي يقيس إنحرافات عوائد الأسهم عن وسطها الحسابي.

عند إجراء إختبار F لقياس مدى صلاحية النموذج لتمثيل العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل في سوق دبي للأوراق المالية يتبين لنا أن هذا النموذج كما هو مبين في الجدول رقم (2-5) يصلح لتمثيل العلاقة عند مستوى معنوية 10% أي بدرجة ثقة 90% وهذا يدل على أن النموذج صالح لتمثيل هذه العلاقة، وقد بلغت قيمة معامل التحديد $R^2(0.055)$ أي نسبة الرفع المالي تفسر 5.55% من المتغيرات الحاصلة في المخاطر الكلية وهي نسبة منخفضة جدا ولكنها دالة إحصائيا أما النسبة المتبقية 99.95% فهي تعود لعوامل أخرى وعند إختبار T للمعاملات تبين أن معامل المديونية (الرفع المالي) كان ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%.

ومن خلال نتائج إختبار F فإننا نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة التي تقضي بوجود أثر دال إحصائيا للرفع المالي ممثل بنسبة المديونية على المخاطر الكلية لعوائد أسهم الشركات عينة الدراسة في سوق دبي للأوراق المالية.

ونستنتج من خلال النموذج أن العلاقة بين المتغير التابع (δ) والمتغير المستقل (DR) ليست علاقة خطية أي أن العلاقة تأخذ إتجاها هابطا تارة وإتجاها صاعدا تارة أخرى، لذلك يمكن تفسير نسبة الرفع المالي على أنها تكون ذو أثر إيجابي على المخاطر الكلية (تخفيض المخاطر الكلية) ضمن مدى معين ثم تبدأ بإظهار أثر سلبي على المخاطر الكلية (زيادة تلك المخاطر) بعد الخروج من ذلك المدى، ويمكن تفسير ذلك أن الزيادة في نسبة المديونية للشركة تصاحبها زيادة في تكلفة التمويل وبالتالي فإن المقرضين سوف يقومون برفع أسعار الفائدة للشركات التي تعتمد على الإقتراض بنسبة مرتفعة، مما يرافق ذلك من مخاطر مالية تهدد مستقبل الشركة.

3- مناقشة نتائج أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم

الفرضية الثالثة: لا يوجد أثر دال إحصائيا للرفع المالي مقاس بنسبة المديونية (DR) على عوائد الأسهم (EPS).

بعد القيام بالاختبار F لقياس صلاحية النموذج لتمثيل العلاقة بين المتغير التابع (EPS) والمتغير المستقل (DR) يتبين لنا أن هذا النموذج كما في الجدول رقم (9) يصلح لتمثيل هذه العلاقة عند مستوى معنوية 5% أي بدرجة ثقة 95%، وهذا يدل على صلاحية النموذج لتمثيل العلاقة المذكورة،

حيث بلغت قيمة معامل التحديد R^2 0.307 أي بنسبة 30.07% من التغيرات الحاصلة في ربحية السهم الواحد وهي نسبة مقبولة ودالة إحصائياً أما النسبة المتبقية 69.3% فتعود لعوامل أخرى. لذلك نستنتج من خلال النموذج أن العلاقة بين (EPS) و (DR) ليست علاقة خطية أي تكون ذات اتجاه هابطاً تارة واتجاهاً صاعداً تارة أخرى ويمكن تفسير ذلك بأن الشركات التي لا تعتمد على الديون في هيكلها المالي أو التي تعتمد على الديون بقدر قليل تكون ربحية السهم عالية مقارنة بالشركات التي تتركز بقدر كبير على الديون هيكلها المالي، وهذا وضع يعد طبيعياً لأن الزيادة في الدين تؤثر في ربحية السهم بالنقصان وبالتالي يعتبر هذا مؤشر إنذار للمسيرين الماليين وذلك في التفكير في إعادة صياغة هيكل التمويل .

خلاصة الفصل الثاني:

لقد حاولنا في هذا الفصل الإجابة على فرضيات الدراسة من خلال البحث عن النماذج التي تفسر العلاقة بين الرفع المالي و عوائد الأسهم للشركات عينة الدراسة، هذا ويعد سوق دبي المالي أحد أهم الأسواق المالية العربية بالرغم من تأثير الأزمة المالية العالمية، ونظرا لأهمية هذا السوق قمنا بتحسيد الدراسة النظرية لهذا البحث، وذلك من أجل اختبار الفرضيات، والتي تم التوصل فيها الى أن الرفع المالي متمثلا في نسبة المديونية له تأثير ايجابي على ربحية السهم اذا أحسن التصرف في الأموال المقترضة وذلك من خلال الإستثمار بمعدلات فائدة أكبر من معدل الإقتراض، وكذلك نستنتج أن للرفع المالي علاقة بالمخاطر المتعلقة بالعملية الاستثمارية من خلال الرفع في درجة حدتها وذلك بسبب الإسراف في استعمال الديون في الهيكل المالي .

ويستخلص من ذلك أن القرارات المالية و الإدارية السليمة تؤدي الى سلامة الهيكل المالي وبالتالي تحقيق ربحية متناسقة مع السيولة تتبعها متانة المركز المالي وقدرة مادية على سداد الالتزامات دون الحاجة للاقتراض من الغير بفوائد تمويلية تفوق نمو الشركة.

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

لذا حاولت هذه الدراسة قدر المستطاع قياس أثر الرفع المالي متمثلا في نسبة المديونية على عوائد الأسهم متمثلة في ربحية السهم الواحد بسوق دبي المالي لعينة متكونة من 31 شركة تنتمي إلى ثلاث قطاعات مختلفة، وبالتالي يمكن ذكر نتائج البحث، اختبار الفرضيات والتوصيات وأخيرا آفاق البحث كما يلي:

أولا: نتائج البحث:

من خلال التحليل الإحصائي السابق أمكن استخلاص النتائج التالية:

- 1- وجود أثر للرفع المالي مقياس بنسبة المديونية على المخاطر النظامية مقاسة بمعامل Beta.
- 2- وجود أثر للرفع المالي مقياس بنسبة المديونية على المخاطر الكلية مقاسة بالانحراف المعياري (δ)، وبالتالي يمكن القول أن نسبة الرفع المالي تؤثر في كل من المخاطر النظامية والمخاطر الكلية.
- 3- إن الرفع المالي مقياس بنسبة المديونية له أثر على ربحية السهم في الشركات عينة الدراسة كما أن العلاقة بين المخاطر المالية للسهم والرفع المالي علاقة عكسية أي أن المبالغة في إستخدام الديون يؤدي إلى الانخفاض في ربحية السهم وكون الرفع المالي سلاح ذو حدين قد يؤدي في زيادة في ربحية السهم العادي وقد يؤدي إلى الأضرار في ربحية السهم العادي وهذا ما حصل بالفعل للشركات محل الدراسة.
- 4- نستنتج أن حملة الأسهم في الشركات المساهمة يتعرضون إلى المخاطرة بشكل أكبر إذا كان الهيكل التمويلي يعتمد بشكل كبير على الديون.
- 5- يكون للرفع المالي أثر إيجابي على ربحية الشركة إذا استطاعت إدارة الشركة تحقيق معدل عائد على الاستثمارات التي يتم تمويلها بواسطة الديون أعلى من معدل تكلفة الديون.

ثانيا: التوصيات:

- 1- على إدارة الشركات عند اتخاذ قرارات الهيكل المالي أن تعمل على التوازن ما بين الرفع المالي وأثر ذلك على عائد السهم وكذلك على المخاطر التي تتعرض لها الشركة بسبب هيكلها المالي.
- 2- قيام الشركات باستخدام خيارات مختلفة أخرى للتمويل كالسندات والأسهم الممتازة وذلك للاستفادة منها في تحسين ربحية السهم الواحد.
- 3- تشجيع البنوك وشركات التأمين على الإستثمار بفوائض أموالها في عمليات تمويل الشركات وخاصة التمويل الطويل الأجل لاستغلال فرص الاستثمار لزيادة ربحية الشركات.
- 4- ضرورة نشر معلومات إضافية كعامل بيتا لأسهم الشركات المدرجة في الأسواق على موقعها الإلكتروني.

ثالثا: آفاق الدراسة:

مما لاشك فيه أن هناك جوانب أخرى لم يتم الإحاطة بها في هذه الدراسة وعليه فهي آفاق لدراسات أخرى، لتأكيد أو نفي النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة، ومن هذه الآفاق نذكر:

- 1- دراسة العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم بأشكال أو نسب مختلفة مثل بدرجة الرفع المالي أو بنسبة الدين على حقوق الملكية.
- 2- دراسة أثر الرفع المالي والتشغيلي معا، على عائد السهم والمخاطر النظامية في أسواق عربية مماثلة لعينة الدراسة ويكون الاختبار على مستوى القطاعات لمعرفة أثر الرفع المالي لكل قطاع.
- 3- القيام بدراسة أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم من خلال أساليب أخرى غير الإنحدار الخطي البسيط، كأسلوب السلاسل الزمنية الطويلة (أكثر من عشر سنوات).

قائمة المراجع

الكتب:

- 1- السعيد، جمعة فرحات، (الأداء المالي لمنظمات الأعمال - التحديات الراهنة) - دار المريخ، الرياض، المملكة العربية السعودية، سنة (2000)
- 2- النعيمي، عدنان تايه، والتميمي، أرشد فؤاد، (الإدارة المالية)، اليازوري العلمية للنشر، الأردن، 2009
- 3- حداد فايز سليم، (الإدارة المالية)، ط3، المستقبل للنشر، الأردن، 2010
- 4- دريد كمال آل شبيب، (إدارة المحافظ الاستثمارية)، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2010
- 5- عقل مفلح محمد، (مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي)، المستقبل للنشر، الأردن 2000
- 6- محمد خصاونة، (أساسيات الإدارة المالية)، ط1، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011
- 7- محمد طنيب، محمد عبيدات، (الإدارة المالية في القطاع الخاص)، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2009
- 8- هندي منير إبراهيم (الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر) ط5 المكتب العربي الحديث الإسكندرية 2003
- 9- هندي منير إبراهيم (الفكر الحديث في الإستثمار)، ط2، منشأة المعارف للنشر، الإسكندرية .مصر 2004
- 10- وسيتون وبرمجهم (2000) (التمويل الإداري). ترجمة (عبد الرحمن، النعماني عبد الفتاح): دار المريخ - الرياض
- 11- وسيتون وبرمجهم (1993) (التمويل الإداري). ترجمة (عبد الرحمن، النعماني عبد الفتاح): دار المريخ - الرياض

المذكرات والرسائل الجامعية:

- 1- أبو فرحة، حنان. (العلاقة بين المخاطر النظامية وكل من الرفع التشغيلي والمالي). رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الأعمال، الجامعة الأردنية. (2001).

- 2- الأغا، محمد بسام، (أثر كل من الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الإستثمار). رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الأعمال، الجامعة الإسلامية ،غزة، فلسطين(2005).
 - 3- الحسيني، بشير أحمد، (أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على قرارات الإستثمار)، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة المستنصرية، بغداد:1994
 - 4- المخامرة، وجددي رفيق، (أثر التحول من السوق الموازي إلى السوق النظامي على الرفع المالي ومحدداته في الشركات المساهمة العامة الأردنية). رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية،(1992)
 - 5- بداح محسن السبيعي (العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الإستثمار في الشركات المساهمة الكويتية)رسالة ماجستير غير منشورة،جامعة الشرق الأوسط، الكويت 2012.
- الدراسات و البحوث:

- 1- وليد أحمد صافي، د. شقيري نوري موسى، (الرافعة المالية وأثرها في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة)، دراسة ميدانية على الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، جامعة الأسراء الخاصة، عمان ،الأردن 2010
- المراجع باللغة الأجنبية:

- 1- Aivazian &Ge, (The impact of leverage on firm investment)-Canadian evidence, (2003)
- 2- Darrt.A.F and Mukherjee.T.k, (The Impact of Degree of operating And Financial Leverage On Equity Risk), Financil Economic, vol:4 USA(1995)
- 3- Gangadhar.v.& Ramesh babu .G.(investment managemnt).anmol puplications.PVT. LTD (2006)
- 4- Gitmon. L.Lawnece.(principles of managerial al finance).9ed.USA.2000
- 5- Raff.w.Brooks R.D. ,kee Ho Yew,(New evidennce on the impact of financial leverage on beta risk):USA(2002)

المواقع الإلكترونية:

- 1- <http://techinc.yoo7.com> (منتديات جامعة الجزيرة الخاصة ، تاريخ الاطلاع:2014/05/17)
- 2- سوق دبي المالي، www.dfm.ae، تاريخ الإطلاع :03/2014/04 و 07/2014/04 و 15/2014/04 و 17/2014/05.

الملحق رقم (01): نسبة الرفع المالي وربحية السهم في نهاية السنة (2010)

2010				السنة
عائد السهم	نسبة ر ع م	المطلوبات	الموجودات	الشركة
24,9200	0,3832007	572731	1494598	اجيليتي للمحازن
0,0700	0,15589785	993069	6369998	الشركة العربية للطيران
0,1000	0,71259589	373067696	523533327	شركة دبي الإسلامية
0,1000	0,70807302	779063	1100258	المجموعة العربية للتأمين
0,1390	0,21031744	480882	2286458	آرامكس
0,0300	0,20766279	66426402	319876285	الشركة العربية الأسكندفية للتأمين
-0,3989	0,45624143	3699112	8107795	شركة ديار للتطوير
0,2100	0,88321814	79611314	90137771	بنك دبي الإسلامي
0,2300	0,34987927	4944449	14131872	دبي للإستثمار
0,0720	0,47813711	2328795	4870559	دريك أندسكل انترنشيونال
0,3100	1,37880281	6441462	4671779	الإمارات للإتصالات الكاملة
0,0300	0,91061107	29819339	32746515	مصرف الإمارات الإسلامي
24,9110	0,81912787	864818	1055779	بنك الإمارات للاستثمار
0,0000	0,49923418	31204297	62504328	شركة إمار العقارية
-0,3750	0,4187577	37810136	90291202	الإمارات للمرطبات
-0,5300	0,67110426	5639432	8403213	الشركة الخليجية للإستثمارات العامة
0,3000	0,34544383	49753593	144028025	شركة هيبستر تليكوم القابضة
-27,7800	0,75859679	452340390	596285662	شركة الإستثمارات المالية الدولية
-18,3800	0,631225	211621970	335256000	شركة المزايا القابضة
0,3600	0,80688057	6610804	8193039	الشركة الوطنية للتبريد المركزي
2,1600	0,31860986	69408695	217848544	شركة الأغذية المتحدة
-0,4500	0,73422302	10930884	14887689	شركة الإتحاد العقارية
0,4200	0,84734483	32632307	38511248	بنك دبي التجاري
-22,2100	0,5091606	77167679	151558622	شركة المدينة للاستثمارات
0,0040	0,68869344	2227404	3234246	مصرف عجمان ش
0,3290	0,24664824	329878467	1337445036	مصرف السودان للسلام
0,2100	0,6425938	5577772	8680090	ارابتك القابضة
0,0530	0,85402953	72460821	84845803	مجموعة بنك المشرق
0,2000	0,7421279	636273	857363	مصرف السلام البحرين
0,1800	0,06561955	126165	1922674	شركة الوطنية للاسمنت
-15,0000	0,60990206	996644	1634105	مجموعة الصناعات الوطنية القابضة

الملحق رقم (02): نسبة الرفع المالي وربحية السهم في نهاية السنة (2011)

2011				السنة
عائد السهم	نسبة DR	المطلوبات	الموجودات	الشركة
26,94	0,35890099	503331	1402423	اجيليتي للمحازن
0,06	0,026212	1864777	71142110	الشركة العربية للطيران
-0,09	0,75365333	353440791	468969986	شركة دبي الإسلامية
-0,01	0,7247668	740774	1022086	المجموعة العربية للتأمين
0,144	0,23937081	596699	2492781	آرامكس
0,15	0,20214769	69895449	345764275	الشركة العربية الأسكندفية للتأمين
0,65	0,43179554	2933691	6794167	شركة ديار للتطوير
0,26	0,88769258	80414707	90588464	بنك دبي الإسلامي
0,06	0,32887876	4438654	13496323	دبي للاستثمار
0,09	0,57685908	3023135	5240682	دريك أندسكل انترنشيونال
0,24	#DIV/0!	7461789	0	الإمارات للاتصالات الكاملة
-0,165	0,89102601	20262074	22740160	مصرف الإمارات الإسلامي
40,52	0,86204245	1256801	1457934	بنك الإمارات للاستثمار
0,29	0,47399255	28465199	60054106	شركة إمار العقارية
0,128	0,51337983	44560128	86797583	الإمارات للمطبات
-0,6	0,77234205	5557171	7195220	الشركة الخليجية للاستثمارات العامة
0,32	0,37650174	54211162	143986485	شركة هيستر تليكوم القابضة
-30,89	0,773939	417858202	539911027	شركة الإستثمارات المالية الدولية
-28,24	0,65535968	165183416	252050012	شركة المزاي القابضة
0,08	0,55956178	4892670	8743753	الشركة الوطنية للتبريد المركزي
0,72	0,37287275	88390033	237051466	شركة الأغذية المتحدة
0,47	0,73991552	6790773	9177768	شركة الإتحاد العقارية
0,4	0,83468794	31918871	38240484	بنك دبي التجاري
-6,64	0,49436577	71331306	144288522	شركة المدينة للاستثمارات
0,007	0,75040844	3001594	3999947	مصرف عجمان ش
0,36	0,26993791	387653366	1436083444	مصرف السودان للسلام
0,17	0,61711014	5428123	8796036	ارابتك القابضة
0,047	0,83841953	66437472	79241322	مجموعة بنك المشرق
0,2	0,76525668	707026	923907	مصرف السلام البحرين
0,18	0,09853932	205197	2082387	شركة الوطنية للاسمنت
-23	0,65219226	978096	1499705	مجموعة الصناعات الوطنية القابضة

الملحق رقم (03): نسبة الرفع المالي وربحية السهم في نهاية السنة (2012)

2012				السنة
عائد السهم	نسبة DRL	المطلوبات	الموجودات	الشركة
34,42	0,36495899	522922	1432824	اجيليتي للمحازن
0,09	0,00323721	260432	80449405	الشركة العربية للطيران
0,04	0,75166668	378577204	503650375	شركة دبي الإسلامية
0,08	0,69656467	696518	999933	المجموعة العربية للتأمين
0,167	0,24642692	669090	2715166	آرامكس
0,23	0,23109869	86969277	376329591	الشركة العربية الأسكندرية للتأمين
0,67	0,40550116	2663463	6568324	شركة ديار للتطوير
0,3	0,88926872	84804844	95364699	بنك دبي الإسلامي
0,09	0,31278809	4076991	13034355	دبي للاستثمار
0,042	0,5693668	3660778	6429560	دريك أندسكل انترنشيونال
0,43	0,26562955	5170191	19463915	الإمارات للإتصالات الكاملة
0,033	0,92963609	34641736	37263760	مصرف الإمارات الإسلامي
47,87	0,84061724	1537035	1828460	بنك الإمارات للاستثمار
0,35	0,46330841	28331861	61151191	شركة إمار العقارية
0,026	0,44383331	33398339	75249735	الإمارات للمطبات
-0,18	0,8112635	5353686	6599195	الشركة الخليجية للإستثمارات العامة
-8,46	0,47325953	64265041	135792387	شركة هيستر تليكوم القابضة
-37,16	0,80706679	430523326	533442005	شركة الإستثمارات المالية الدولية
0,5	0,60262997	133213146	221052974	شركة المزايا القابضة
0,09	0,4787451	4065590	8492181	الشركة الوطنية للتبريد المركزي
0,57	2,30718959	485460014	210411843	شركة الأغذية المتحدة
0,05	0,71811554	6529034	9091899	شركة الإتحاد العقارية
0,42	0,81683786	32240453	39469832	بنك دبي التجاري
-8,69	0,04831248	6946888	143790770	شركة المدينة للاستثمارات
0,034	0,80779596	4434589	5489739	مصرف عحمان ش
0,236	0,28473822	700915525	2461613734	مصرف السودان للسلام
0,09	0,62629088	5606323	8951628	ارابتك القابضة
0,092	8,1854332	62523040	7638330	مجموعة بنك المشرق
6,9	0,75977852	715877	942218	مصرف السلام البحرين
0,19	0,16654605	344517	2068599	شركة الوطنية للاسمنت
10	0,62255106	864132	1388050	مجموعة الصناعات الوطنية القابضة

الملحق رقم ك(04): المخاطر النظامية والكلية للشركات لعينة الدراسة

الشركة	(δ)	(β)
اجيليتي للمخازن	0,6889	0,3111
الشركة العربية للطيران	0,0020	0,9980
شركة دبي الإسلامية	0,0130	0,9870
المجموعة العربية للتأمين	0,0081	0,9919
أرامكس	0,0021	0,9979
الشركة العربية الإسكندفية للتأمين	0,0130	0,9870
شركة ديار للتطوير	0,0859	0,9141
بنك دبي الإسلامي	0,0057	0,9943
دبي للإستثمار	0,0126	0,9874
دريك أندسكل انترنشيونال	0,0032	0,9968
الإمارات للإتصالات الكاملة	0,0126	0,9874
مصرف الإمارات الإسلامي	0,0159	0,9841
بنك الإمارات للإستثمار	1,5648	-0,5648
شركة إمار العقارية	0,0260	0,9740
الإمارات للمطبات	0,0367	0,9633
الشركة الخليجية للإستثمارات العامة	0,0312	0,9688
شركة هيستر تليكوم القابضة	0,7116	0,2884
شركة الإستثمارات المالية الدولية	0,6350	0,3650
شركة المزايا القابضة	1,9320	-0,9320
الشركة الوطنية للتبريد المركزي	0,0223	0,9777
شركة الأغذية المتحدة	0,1229	0,8771
شركة الإتحاد العقارية	0,0576	0,9424
بنك دبي التجاري	0,0016	0,9984
شركة المدينة للاستثمارات	1,1802	-0,1802
مصرف عحمان ش	0,0023	0,9977
مصرف السودان للسلام	0,0088	0,9912
ارابتك القابضة	0,0081	0,9919
مجموعة بنك المشرق	0,0034	0,9966
مصرف السلام البحرين	0,5437	0,4563
شركة الوطنية للاسمنت	0,0008	0,9992
مجموعة الصناعات الوطنية القابضة	2,3532	-1,3532

الملحق رقم(5): نتائج الانحدار لسنة 2010 بين المتغير (X) و (Y1)

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,078 ^a	,006	-,028	,5592952

a. Valeurs prédites : (constantes), DFL2010

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1 Régression	,056	1	,056	,178	,676 ^b
1 Résidu	9,072	29	,313		
Total	9,127	30			

a. Variable dépendante : B2010

b. Valeurs prédites : (constantes), DFL2010

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	F	Erreur standard	Bêta		
1 (Constante)	,807	,235		3,435	,002
1 DFL2010	-,154	,365	-,078	-,422	,676

a. Variable dépendante : B2010

الملحق رقم(6): نتائج الانحدار لسنة 2011 بين المتغير (X) و (Y1)

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,105 ^a	,011	-,023	,6271930

a. Valeurs prédites : (constantes), DFL2011

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1 Régression	,127	1	,127	,322	,575 ^b
Résidu	11,408	29	,393		
Total	11,534	30			

a. Variable dépendante : B2011

b. Valeurs prédites : (constantes), DFL2011

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	F	Erreur standard	Bêta		
1 (Constante)	,883	,289		3,051	,005
DFL2011	-,269	,473	-,105	-,568	,575

a. Variable dépendante : B2011

الملحق رقم (7): نتائج الانحدار لسنة 2012 بين المتغير (X) و (Y1)

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,076 ^a	,006	-,028	,8858954

a. Valeurs prédites : (constantes), DFL2012

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1 Régression	,133	1	,133	,169	,684 ^b
1 Résidu	22,760	29	,785		
Total	22,892	30			

a. Variable dépendante : B2012

b. Valeurs prédites : (constantes), DFL2012

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	F	Erreur standard	Bêta		
1 (Constante)	,534	,185		2,880	,007
1 DFL2012	,047	,114	,076	,411	,684

a. Variable dépendante : B2012

الملحق رقم (8): نتائج الانحدار لسنة 2010 بين المتغير (X) و (Y2)

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,078 ^a	,006	-,028	,5592952

a. Valeurs prédites : (constantes), DFL2010

ANOVA^a

Modèle		Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1	Régression	,056	1	,056	,178	,676 ^b
	Résidu	9,072	29	,313		
	Total	9,127	30			

a. Variable dépendante : ?2010

b. Valeurs prédites : (constantes), DFL2010

Coefficients^a

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		F	Erreur standard	Bêta		
1	(Constante)	,193	,235		,820	,419
	DFL2010	,154	,365	,078	,422	,676

الملحق رقم (9): نتائج الانحدار لسنة 2011 بين المتغير (X) و (Y2)

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,105 ^a	,011	-,023	,6271930

a. Valeurs prédites : (constantes), DFL2011

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1 Régression	,127	1	,127	,322	,575 ^b
1 Résidu	11,408	29	,393		
Total	11,534	30			

a. Variable dépendante : S2011

b. Valeurs prédites : (constantes), DFL2011

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	F	Erreur standard	Bêta		
1 (Constante)	,117	,289		,405	,688
1 DFL2011	,269	,473	,105	,568	,575

a. Variable dépendante : S2011

الملحق رقم(10): نتائج الانحدار لسنة 2012 بين المتغير (X) و (Y2)

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,076 ^a	,006	-,028	,8858954

a. Valeurs prédites : (constantes), DFL2012

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1 Régression	,133	1	,133	,169	,684 ^b
1 Résidu	22,760	29	,785		
Total	22,892	30			

a. Variable dépendante : S2012

b. Valeurs prédites : (constantes), DFL2012

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	F	Erreur standard	Bêta		
1 (Constante)	,466	,185		2,515	,018
1 DFL2012	-,047	,114	-,076	-,411	,684

a. Variable dépendante : S2012

الملحق رقم(11): نتائج الانحدار لسنة 2010 بين المتغير (X) و (Y3)

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,048 ^a	,32	-,032	10,2386625

a. Valeurs prédites : (constantes), DR2010

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1 Régression	7,022	1	7,022	,067	,798 ^b
Résidu	3040,076	29	104,830		
Total	3047,098	30			

a. Variable dépendante : EPS2010

b. Valeurs prédites : (constantes), DR2010

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	F	Erreur standard	Bêta		
1 (Constante)	,046	4,303		,011	,992
DR2010	-1,730	6,683	-,048	-,259	,798

الملحق رقم(12): نتائج الانحدار لسنة 2011 بين المتغير (X) و (Y3)

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,051 ^a	,063	-,032	12,6943902

a. Valeurs prédites : (constantes), DFL2011

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1 Régression	11,991	1	11,991	,074	,787 ^b
1 Résidu	4673,279	29	161,148		
Total	4685,270	30			

a. Variable dépendante : EPS2011

b. Valeurs prédites : (constantes), DFL2011

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	F	Erreur standard	Bêta		
1 (Constante)	,918	5,856		,157	,876
1 DFL2011	-2,612	9,576	-,051	-,273	,787

a. Variable dépendante : EPS2011

الملحق رقم(13): نتائج الانحدار لسنة 2012 بين المتغير (X) و (Y3)

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,014 ^a	,54	-,034	13,2269694

a. Valeurs prédites : (constantes), DFL2012

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1 Régression	,962	1	,962	,005	,941 ^b
1 Résidu	5073,629	29	174,953		
Total	5074,591	30			

a. Variable dépendante : EPS2012

b. Valeurs prédites : (constantes), DFL2012

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	F	Erreur standard	Bêta		
1 (Constante)	1,703	2,767		,615	,543
1 DFL2012	-,126	1,696	-,014	-,074	,941

a. Variable dépendante : EPS2012

الفهرس

الصفحة	العنوان
III	الإهداء
IV	الشكر
V	الملخص
VI	قائمة المحتويات
VII	قائمة الجداول
VII	قائمة الأشكال البيانية
VIII	قائمة الملاحق
أ	المقدمة
	الفصل الأول : الاطار النظري لعلاقة الرفع المالي بعوائد الأسهم
01	تمهيد
02	المبحث الأول: الأدبيات النظرية
02	المطلب الأول: ماهية الرفع المالي و أساسياته
02	أولاً: مفهوم الرفع المالي في الادارة المالية
02	ثانياً: تعريف الرفع المالي
03	ثالثاً: أشكال الرفع المالي
04	رابعاً:نسب الرفع المالي
05	خامساً: مزايا وعيوب الرفع المالي
06	المطلب الثاني: عائد السهم
07	مفهوم عائد السهم
07-08	أشكال عائد السهم وطرق حسابه
09	المطلب الثالث: المخاطر المتعلقة بأثر الرفع المالي على عوائد الأسهم
09	تعريف المخاطر
09	أنواع المخاطر
10	مقاييس المخاطر

13	المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية
13	المطلب الأول: الدراسات السابقة
17	المطلب الثاني: ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة
18	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: الدراسة الميدانية
20	تمهيد
21	المبحث الأول: الطريقة والأدوات
21	المطلب الأول: الطريقة
23	المطلب الثاني: الأدوات
30	المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج
30	المطلب الأول: عرض النتائج
33	المطلب الثاني: مناقشة النتائج
33	أولاً: مناقشة نتائج أثر الرفع المالي المخاطر النظامية
34	ثانياً: مناقشة نتائج أثر الرفع المالي على المخاطر الكلية
35	ثالثاً: مناقشة نتائج أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم
36	خلاصة الفصل
38	الخاتمة
41	المراجع
51	الملاحق
52	الفهرس