

إقرار

أنا الموقع أدناه مقدم الرسالة التي تحمل العنوان:

العلاقة بين الرافعة المالية وأسعار الأسهم - دراسة تحليلية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

The relationship between leverage and stock prices
(Applied Study at the companies listed on Palestine Exchange)

أقر بأن ما اشتملت عليه هذه الرسالة إنما هو نتاج جهدي الخاص، باستثناء ما تمت الإشارة إليه
حيثما ورد، وإن هذه الرسالة ككل أو أي جزء منها لم يقدم من قبل لنيل درجة أو لقب علمي أو
بحثي لدى أي مؤسسة تعليمية أو بحثية أخرى.

DECLARATION

The work provided in this thesis, unless otherwise referenced, is the
researcher's own work, and has not been submitted elsewhere for any
other degree or qualification

Student's name:

اسم الطالب/ة: خلف محمدادريس الوادية

Signature:

التوقيع: 

Date:

التاريخ: 2016 / 3 / 21



الجامعة الإسلامية - غزة
عمادة الدراسات العليا
كلية التجارة
قسم المحاسبة والتمويل

العلاقة بين الرافعة المالية وأسعار الأسهم
(دراسة تحليلية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين)

*The relationship between leverage and stock
prices*

*(Applied Study at the companies listed on
Palestine Exchange)*

إعداد الطالب
خلف محمد إدريس خلف الوادية

إشراف
أ. د. علي عبد الله شاهين

قدمت هذه الدراسة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل
٢٠١٦م - ١٤٣٧هـ



نتيجة الحكم على أطروحة ماجستير

بناءً على موافقة شئون البحث العلمي والدراسات العليا بالجامعة الإسلامية بغزة على تشكيل لجنة الحكم على أطروحة الباحث/ خلف محمد ادريس/ خلف الوادية لنيل درجة الماجستير في كلية التجارة/ قسم المحاسبة والتمويل وموضوعها:

العلاقة بين الرافعة المالية وأسعار الأسهم - دراسة تحليلية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

The relationship between leverage and stock prices - Applied study at the companies listed on Palestine Exchange

وبعد المناقشة العلنية التي تمت اليوم الأحد 19 جمادى الأولى 1437هـ، الموافق 2016/02/28م الساعة

الواحدة ظهراً بمبنى طيبة، اجتمعت لجنة الحكم على الأطروحة والمكونة من:

.....

.....

.....

.....

مشرفاً و رئيساً

مناقشاً داخلياً

مناقشاً خارجياً

أ.د. علي عبدالله شاهين

أ.د. سالم عبدالله حلس

د. بهاء الدين أحمد العريني

وبعد المداولة أوصت اللجنة بمنح الباحث درجة الماجستير في كلية التجارة/ قسم المحاسبة والتمويل.

واللجنة إذ تمنحه هذه الدرجة فإنها توصيه بتقوى الله ولزوم طاعته وأن يسخر علمه في خدمة أئمة ووطنه.

والله ولي التوفيق ،،،



نائب الرئيس لشئون البحث العلمي والدراسات العليا

.....

أ.د. عبدالرؤف علي المناعمة

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

(وَقَالَ رَبُّ أَوْزَعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ
وَالْعَالِيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَصْلِحْ لِي فِي عِبَادَتِكَ
الصَّالِحِينَ)

(سورة النمل، ١٩)

(إِنَّمَا يَخْشَى اللَّهَ مِنْ عِبَادِهِ الْعُلَمَاءُ إِنَّ اللَّهَ عَزِيزٌ غَفُورٌ)

(فاطر، ٢٨)

(يَرْفَعِ اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ أُوتُوا الْعِلْمَ بَرَكَاتٍ وَاللَّهُ
يَمَّا تَعْمَلُونَ خَبِيرٌ)

(المجادلة، ١١)

الإهداء

إلى معلم الناس الخير، الهادي الأمين محمد ﷺ.

إلى أرواح شهدائنا الأبرار الذين ضحوا بدمائهم لنحيى حياة كريمة.

إلى والدي العزيز الذي زرع في نفسي قوة الإرادة، وكان سندي المتين وأنيسي المعين.

إلى والدتي الحنونة رمز المحبة والعطاء التي علمتني صغيراً ورافقتني بدعائها كبيراً.

وإلى إخوتي وأخواتي الذين قاسموني الحياة بجلوها ومرها.

إلى أصدقائي وزملائي في كل مكان.

إلى من وسعهم صدري حباً، ولم تسعهم هذه السطور.

أهدي ثمرة هذا العمل.

شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف المرسلين محمد بن عبد الله -عليه أفضل الصلاة وأتم التسليم-.

الحمد لله الذي أسبغ علي نعمه ظاهرها وباطنها حتى وفقني لإتمام هذه الدراسة، فلك الحمد ربي حتى ترضى. يقول الله -عز وجل- (ومن شكر فإنما يشكر لنفسه) (النمل، ٤٠) وقول الرسول -عليه الصلاة والسلام- (من لا يشكر الناس لا يشكر الله) وعليه فإنني

أتقدم بالشكر الجزيل لحضرة الأستاذ الدكتور الفاضل/ علي عبد الله شاهين، جزاه الله خيراً

الذي لم يأل جهداً بتقديم النصح والإرشاد والمتابعة المستمرة حتى خرجت هذه الدراسة للنور وتحولت من فكرة إلى حقيقة.

كما أتقدم بجزيل الشكر للأستاذ للدكتور/ سالم عبد الله حلس

والدكتور/ بهاء الدين أحمد العريني

لتفضلهما بقبول مناقشة هذه الدراسة

كما أتقدم بالشكر الجزيل لكل من مد يد العون والمساعدة في سبيل إتمام هذه الدراسة كلاً باسمه ولقبه.

وختاماً فإن أصبت فمن الله، وإن أخطأت فمن نفسي.

ملخص الدراسة

هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على العلاقة ما بين أسعار الأسهم، ونسبة الرافعة المالية المستخدمة في الشركات، بالإضافة لمجموعة من المتغيرات المستقلة الأخرى (حجم الشركة، نتيجة الأعمال، ربحية السهم، الأرباح/ الخسائر المرحلة، توزيعات الأرباح النقدية)؛ حيث تم دراسة وتحليل العوامل المؤثرة على حركة تلك الأسعار، والوقوف على اتجاهاتها، وأنماط التغير فيها.

ولتحقيق ذلك تم إجراء دراسة تطبيقية على الشركات العاملة في بورصة فلسطين، من خلال اختبار حركة التغير في أسعار الأسهم لعينة مكونة من ٢٤ شركة، تمثل مجتمع الدراسة للفترة من ٢٠٠٩م، ولغاية ٢٠١٤م. وكان من أهم النتائج وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين أسعار الأسهم، ونسبة الرافعة المالية في قطاعات: البنوك، والصناعة، والاستثمار، والخدمات. في حين أظهرت النتائج عدم وجود علاقة عند اختبار جميع القطاعات معًا، وأيضًا عند اختبار قطاع التأمين، بالإضافة لذلك أظهرت النتائج وجود علاقة معنوية بين أسعار الأسهم، وكل من ربحية السهم والأرباح/ الخسائر المرحلة، وتوزيعات الأرباح النقدية، وقد أشارت النتائج أيضًا إلى وجود ارتباط طردي بين أسعار الأسهم في السوق، وجميع المتغيرات بشكل عام، تتراوح ما بين ضعيفة ومتوسطة وقوية.

وكان من أهم التوصيات: ضرورة العمل على زيادة وعي المساهمين بهياكل التمويل في الشركات، وضرورة الاهتمام بمتابعة نسبة الرافعة المالية، والعمل نحو المحافظة على مستوى ربحية السهم وتعظيمها، مع إجراء التوزيعات النقدية تبعًا للظروف التي تتعلق بأداء الشركة، بالنظر إلى أثر ذلك على تحسين أسعار الأسهم.

Abstract

This study aimed to examine the relationship between stock prices and financial leverage that used in the companies in addition to other independent variables (Company size, Net income, Earning per share, Retained Earnings, Dividends) by studying and analyzing the factors affecting the movement of those prices and stand on the trends and patterns of change in it.

In order to achieve the objectives of the study and testing its hypotheses, applied study was used to examine the hypotheses on the companies that work in the Palestine Exchange by taking sample of 24 companies for the period between 2009 and 2014.

One of the most important results that there is a significant correlation between stock prices and the financial leverage in the banking, industry, investment and services sectors , while the results showed that there is no a significant correlation when we taste all sectors together and also when we taste the insurance sector, in addition to that the results showed that there is a significant relationship between stock prices and all of the earnings per share, Retained Earnings and dividends. Besides, the results also indicate that there is a presence extrusive correlation between stock prices and all variables, and the correlation generally ranging from weak, medium and strong.

Finally, the study recommended that there is a bad need to increase the awareness for shareholders of structure in companies. And to work towards maintaining the earnings per share level and maximize it with doing Dividend depending on the circumstances relating to the performance of the company.

فهرست المحتويات

ث.....	ملخص الدراسة.....
ج.....	ABSTRACT.....
ح.....	قائمة المحتويات.....
ر.....	قائمة الجداول.....
ز.....	قائمة الملاحق.....
١.....	الفصل الأول - الإطار العام للدراسة.....
٢.....	المقدمة:.....
٣.....	مشكلة الدراسة:.....
٤.....	متغيرات الدراسة:.....
٤.....	فرضيات الدراسة:.....
٥.....	أهداف الدراسة:.....
٥.....	أهمية الدراسة:.....
٦.....	محددات الدراسة.....
٦.....	الدراسات السابقة.....
٦.....	الدراسات العربية.....
١٣.....	الدراسات الأجنبية.....
١٧.....	التعليق على الدراسات السابقة.....
١٨.....	الفصل الثاني - الرافعة المالية وهيكل التمويل.....
١٩.....	المبحث الأول - الرافعة المالية ماهيتها وطرق قياسها.....
١٩.....	مقدمة.....
١٩.....	أولاً- الرفع التشغيلي.....
٢٠.....	قياس درجة الرافعة التشغيلية.....
٢٠.....	ثانياً- الرفع المالي.....
٢١.....	قياس نسبة الرافعة المالية.....

٢٢	..... ثالثاً- الرفع المشترك:
٢٢	..... مميزات الرافعة المالية وعيوبها.
٢٤	..... مصادر التمويل
٢٤	..... أولاً- التمويل قصير الأجل
٢٥	..... ثانيًا- التمويل طويل الأجل
٣٢	..... العوامل المحددة لمصدر التمويل
٣٤	..... النسب المالية مؤشرات للأداء
٣٧	..... المبحث الثاني- تحليل هيكل رأس المال وأثر الرافعة المالية.
٣٧	..... مقدمة.
٣٧	..... ماهية هيكل التمويل
٣٨	..... العوامل المحددة لهيكل التمويل.
٤١	..... خصائص هيكل التمويل
٤٢	..... مناهج إعداد هيكل التمويل.
٤٣	..... نظريات الهيكل التمويلي
٤٧	..... تكلفة التمويل.
٤٧	..... احتساب تكلفة التمويل
٥٠	..... الفصل الثالث- بورصة فلسطين وأسعار الأسهم
٥١	..... المبحث الأول- بورصة فلسطين: رؤية وأهداف
٥١	..... مقدمة.
٥١	..... نشأة بورصة فلسطين
٥١	..... تطور بورصة فلسطين
٥٢	..... أهداف بورصة فلسطين
٥٣	..... إدراج الشركات في بورصة فلسطين
٥٥	..... شروط الإدراج في السوق الأولى
٥٦	..... التداول في بورصة فلسطين
٥٦	..... مؤشر القدس

٥٨	صلاحيات بوصة فلسطين
٥٨	شروط العضوية لبورصة فلسطين
٦٠	الشركات المدرجة
٦١	المبحث الثاني- تحليل العلاقة بين الرافعة المالية وأسعار الأسهم
٦١	مقدمة
٦١	العوامل المؤثرة في خيارات الاستثمار
٦٣	الإفصاح في القوائم المالية
٦٣	المعلومات التي يطلبها المستثمرين
٦٤	مخاطر ومزايا قرار الاستثمار
٦٤	العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم
٦٧	طرق تحديد أسعار الأسهم
٦٩	المؤشرات المالية لاتخاذ قرار الاستثمار
٧٠	الفصل الرابع- الإطار العملي للدراسة
٧١	تحليل ومناقشة البيانات واختبار الفرضيات
٧١	المقدمة
٧١	مجتمع وعينة الدراسة
٧٢	منهجية الدراسة
٧٢	مصادر جمع البيانات
٧٣	الاختبارات الإحصائية المستخدمة في الدراسة
٧٤	طريقة قياس المتغيرات المستقلة
٧٤	نتائج التحليل الإحصائي للمتغيرات
٧٤	اختبار الارتباط بين المتغيرات المستقلة
٧٥	اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة
٧٦	تحليل البيانات المالية المتعلقة بمتغيرات الدراسة وأثرها على المتغير التابع
٧٧	اختبار فرضيات الدراسة

٧٧	أولاً- قطاع البنوك.....
٨٣	ثانياً- قطاع الصناعة.....
٨٩	ثالثاً- قطاع التأمين.....
٩٥	رابعاً- قطاع الاستثمار.....
١٠١	خامساً- قطاع الخدمات.....
١٠٧	سادساً- اختبار الفرضيات لجميع القطاعات معا.....
١١٤	الفصل الخامس - النتائج والتوصيات
١١٥	مقدمة:.....
١١٦	أولاً- النتائج.....
١١٧	ثانياً- التوصيات.....
١١٩	ثالثاً- دراسات مقترحة.....
١٢٠	قائمة المراجع ٤.....
١٢٠	المراجع العربية.....
١٢٤	المراجع الأجنبية.....
١٢٥	المواقع الالكترونية.....
١٢٥	النشرات.....
A	قائمة الملاحق.....

قائمة الجداول

- جدول رقم (١): عينة الدراسة موزعة على قطاعات الأعمال ٧٢
- الجدول رقم (٢): اختبار الاستقلالية ٧٥
- جدول رقم (٣): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي ٧٦
- جدول رقم (٤): نتائج الاختبارات بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع أسعار الأسهم ٧٨
- جدول (٥): معادلة الانحدار بين كافة المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لقطاع البنوك ٨٣
- جدول رقم (٦): نتائج الاختبارات بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع أسعار الأسهم ٨٤
- جدول (٧): معادلة الانحدار بين كافة المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لقطاع الصناعة ٨٩
- جدول رقم (٨): نتائج الاختبارات بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع أسعار الأسهم ٩٠
- جدول (٩): معادلة الانحدار بين كافة المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لقطاع التأمين ٩٥
- جدول رقم (١٠): نتائج الاختبارات بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع أسعار الأسهم ٩٦
- جدول (١١): معادلة الانحدار بين كافة المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لقطاع الاستثمار ١٠١
- جدول رقم (١٢): نتائج الاختبارات بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع أسعار الأسهم ١٠٢
- جدول (١٣): معادلة الانحدار بين كافة المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لقطاع الخدمات ١٠٧
- جدول رقم (١٤): نتائج الاختبارات بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع أسعار الأسهم ١٠٨
- جدول (١٥): معادلة الانحدار بين كافة المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لقطاع كافة القطاعات معا .. ١١٣

قائمة الملاحق

- A ملحق رقم (١): الشركات المدرجة في بورصة فلسطين
- D ملحق رقم (٢): النشاط السنوي الإجمالي لبورصة فلسطين خلال الفترة من ١٩٩٧ ولغاية ٢٠١٤
- F ملحق رقم (٣): بيانات أسعار الأسهم لشركات العينة
- H ملحق رقم (٤): بيانات نسبة الرافعة المالية لشركات العينة
- J ملحق رقم (٥): بيانات متغير حجم الشركات لعينة الدراسة
- L ملحق رقم (٦): بيانات متغير نتيجة الأعمال
- O ملحق رقم (٧): بيانات متغير ربحية السهم
- R ملحق رقم (٨): بيانات متغير الأرباح/ الخسائر المرحلة
- U ملحق رقم (٩): بيانات متغير التوزيعات النقدية

الفصل الأول - الإطار العام للدراسة

١.١ المقدمة:

يعد توفير التمويل اللازم للاستثمارات من أصعب مهام الإدارة في الشركة، والتي تشكل عبء كبيرة لدى العديد من الشركات؛ ويرجع ذلك إلى ندرة الأموال، وما يصاحب ذلك من ارتفاع تكاليف ومخاطر عملية التمويل، وتكمن خطورة هذا التمويل في مطالبة أصحاب الديون بالتدفقات النقدية، قبل حملة الأسهم؛ مما قد يسبب ضياع الجزء الأكبر من حقوق حملة الأسهم، في حال حدوث عسر مالي لدى الشركة.

وسعيًا من الشركات لمواكبة التطور المحيط بها، والعمل على مجاراة السوق؛ لتحافظ الشركة على مكانتها التنافسية، والعمل على تطوير القدرة الإنتاجية والتسويقية للشركة، عملت على توفير الأموال بالشكل الأمثل الذي يوفر أقل تكلفة تمويل ومخاطرة، الأمر الذي يشكل ضغط على الشركة؛ للسعي إلى الحصول على أفضل مزيج تمويلي لرأس المال في الشركة؛ ولذا يتم الاهتمام بتكلفة التمويل؛ حيث إنها تمثل مرآة تعكس مدى قدرة الشركة على تحسين القدرة التنافسية، ومدى ملائمة الهيكل التمويلي لها، واختيار مصادر التمويل التي تخفض التكلفة التي تتحملها الشركة إلى أقل حد ممكن.

هذا ومع أن أموال الديون تلعب دورًا مهمًا في العمل على زيادة ربحية الشركة، وتقوية الوضع التنافسي لها؛ لكنها في الوقت نفسه تشكل تهديدًا قويًا لقدرة الشركة على الاستمرار في العمل؛ وذلك لوجود مخاطرة كبيرة تتعلق بالقدرة على السداد. ومن هنا يمكن القول إن القرارات المالية الصحيحة تؤدي إلى هيكل مالي سليم، وهو الذي يوازى بدوره بين كل من الربحية والسيولة؛ للحفاظ على أصول الشركة، والابتعاد بها عن خطر الإفلاس.

إن من أهم مهام توفير التمويل هي تحديد مصدره؛ حيث يحدد ذلك مدى الخطورة التي تواجهها الشركة؛ ولذا يجب مراعاة الخيارات المتاحة للشركة؛ للوصول إلى المزيج الأفضل لرأس المال، وذلك عبر الموازنة ما بين المنافع المتوقعة، والمخاطر المصاحبة لكل مصدر؛ ولذا على الإدارة المالية أن تقرر كيفية المزج بين مصادر التمويل من حيث الكم والنوع، مع الأخذ بعين الاعتبار تأثير المديونية على ربحية المؤسسة وقيمتها؛ حيث إن هدف الإدارة المالية في أي مؤسسة -خاصة المؤسسات التجارية والصناعية- هو زيادة (تعظيم) القيمة المالية للمؤسسة، ومواءمة مستوى الدين مع وضع الشركة (الأغا، ٢٠٠٥).

وعند النظر لمصادر التمويل نجد أنها تنقسم إلى قسمين، وهما: التمويل بحقوق الملكية، والتمويل بالديون، وهو المزيج المكون لهيكل رأس المال، وعند زيادة الديون على حساب حقوق الملكية؛ يؤدي ذلك إلى

ظهور الرافعة المالية؛ حيث إن الرافعة المالية تقيس درجة المتاجرة على الملكية، فالرافعة المالية هي نسبة الأموال المقترضة إلى إجمالي الأصول (الهوري، ٢٠٠١).

هذا ويتم قياس أثر الرافعة المالية بدلالة نسبة الرافعة المالية: (مجموع الخصوم ÷ مجموع الأصول)، وسعر السهم بالقيمة السوقية للسهم؛ حيث تعطي عملية الاستدانة آثار إيجابية للمؤسسة، من حيث الرافعة المالية الموجبة، وارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، ويبقى هذا الأثر حتى تصل الاستدانة إلى مستوى معين، ثم قد يبدأ بعدها ظهور مخاطر الإفلاس.

بالإضافة لما سبق لابد من الأخذ بعين الاعتبار بعض العوامل الداخلية في الشركة، التي قد تساهم في التأثير على اتجاهات أسعار الأسهم؛ مما قد يسبب ضياع جزء من ثروة الملاك؛ ولذا يجب على الإدارة العمل بشكل دائم على معرفة الآثار المترتبة على اتجاهات القرارات الإدارية المعمول بها في الشركة.

١.٢ مشكلة الدراسة:

تسعى الشركات بشكل دائم إلى المحافظة على استقرار أسعار أسهمها في السوق؛ حيث إن هذه الأسعار تعكس الوضع المالي للشركة، ومدى ثقة المستثمرين في أدائها مما يؤثر في العديد من العمليات المستقبلية، سواء على نطاق التمويل، أو من الناحية التشغيلية.

ولفلسطين معالم خاصة في هذه الناحية؛ حيث إن أسعار الأسهم تتأثر بالعديد من العوامل التي تفرض نفسها على الاقتصاد الفلسطيني، خاصة في ظل وجود تغيرات كبيرة على أسعار الأسهم في بورصة فلسطين في الفترة الماضية (موقع بورصة فلسطين للأوراق المالية pex.ps)؛ لذلك جاءت هذه الدراسة لتبحث في العلاقة ما بين نسبة الرافعة المالية، وأسعار الأسهم في البورصة، مع العمل على تجنب العوامل الأخرى، وبناءً على ذلك يمكن حصر مشكلة الدراسة في الأسئلة الآتية:

السؤال الرئيس:

ما العلاقة بين نسبة الرافعة المالية في الهيكل التمويلي للشركات، وسلوك أسعار أسهمها في بورصة فلسطين؟

الأسئلة الفرعية:

١- ما العلاقة بين حجم الشركة، وسلوك أسعار الأسهم في بورصة فلسطين؟

٢- ما العلاقة بين نتيجة أعمال الشركة (ربح/ خسارة)، وسلوك أسعار الأسهم في بورصة فلسطين؟

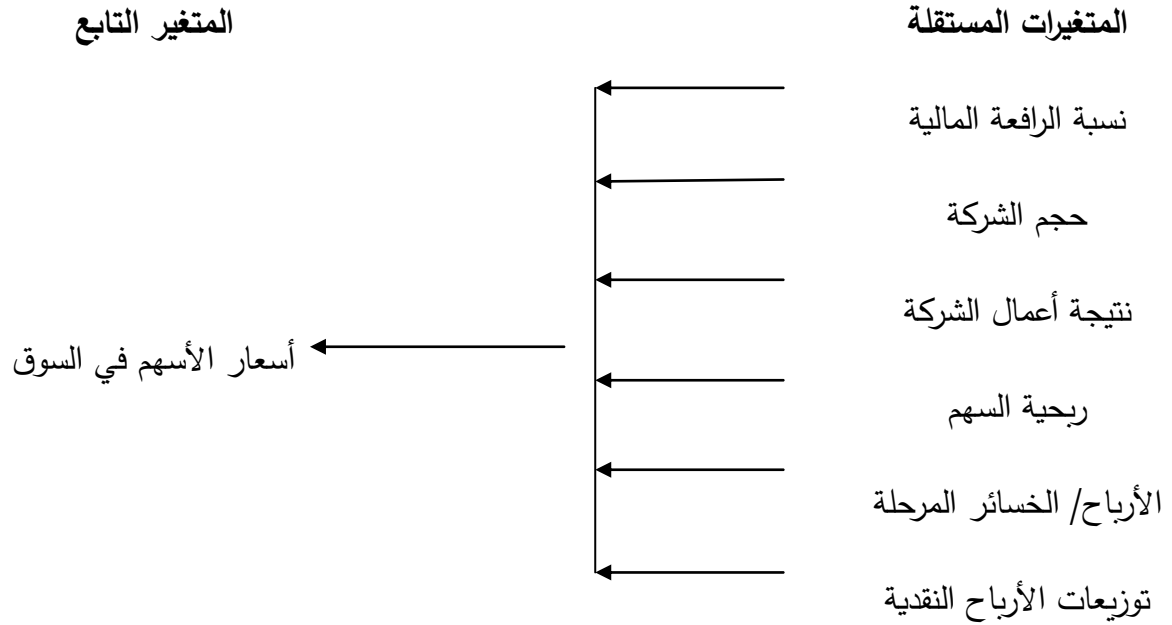
٣- ما العلاقة بين ربحية السهم (حصة السهم من الأرباح)، وسلوك أسعار الأسهم في بورصة

فلسطين؟

٤- ما العلاقة بين الأرباح/ الخسائر المرحلة، وسلوك أسعار الأسهم في بورصة فلسطين؟

٥- ما العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية، وسلوك أسعار الأسهم في بورصة فلسطين؟

١.٣ متغيرات الدراسة:



١.٤ فرضيات الدراسة:

١- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.05$ بين أسعار الأسهم في السوق، ونسبة الرافعة المالية المعمول بها في الشركات.

٢- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.05$ بين أسعار الأسهم في السوق، وحجم الشركة (مجموع أصولها)

٣- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.05$ بين أسعار الأسهم في السوق، ونتيجة الأعمال في الشركة.

٤- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.01$ بين أسعار الأسهم في السوق، وربحية السهم المعلن عنها.

٥- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.01$ بين أسعار الأسهم في السوق، ووجود أرباح/ خسائر مرحلة.

٦- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.01$ بين أسعار الأسهم في السوق، ووجود توزيعات نقدية.

يتم اختبار الفرضيات السابقة في كل قطاع من قطاعات الأعمال على حدة، ومن ثمّ يتم اختبار الفرضيات لجميع القطاعات معاً؛ بهدف المقارنة بين النتائج.

١.٥ أهداف الدراسة:

١. الوقوف على المفاهيم الأساسية للرفع المالي، وأشكاله، وطرق قياسه.
٢. معرفة اتجاهات المستثمرين بما يتعلق بحجم الشركة، ونتيجة الأعمال، وربحية السهم، والتوزيعات النقدية للأرباح، ووجود أرباح أو خسائر مرحلة.
٣. تحليل تطور أسعار الأسهم المتداولة في بورصة فلسطين.
٤. الوقوف على نسبة الرافعة المالية المستخدمة في تمويل الشركات العاملة في بورصة فلسطين.
٥. معرفة العلاقة بين نسبة الرافعة المالية المستخدمة في تمويل الشركات، وأسعار الأسهم في البورصة.

١.٦ أهمية الدراسة:

دراسة العلاقة بين متغيرات تتمثل في نسبة الرافعة المالية المستخدمة في هيكل تمويل الشركات المدرجة في السوق، بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات المستقلة الأخرى، وأسعار الأسهم المتداولة في بورصة فلسطين للأوراق المالية، التي تساهم في إعطاء صورة واضحة عن التغيرات الحادثة في أسعار الأسهم؛ حيث إن نشاط السوق المالي في أي دولة يعكس بشكل عام النشاط الاقتصادي للدولة؛ لما لذلك من آثار مهمة تؤثر على عمل السوق، وعلى أسعار الأسهم به، وعليه فإن هذه الدراسة تساعد المستثمرين على حسن اختيار استثماراتهم؛ بما يقلل من المخاطر بشكل متوازن مع الإيرادات المتوقعة، كما تساعد الملاك،

ومديري الشركات، والسوق المالي، على معرفة الآثار المترتبة على قرارات هيكل التمويل، الذي يتم استخدامه، وطبيعة علاقته بأسعار الأسهم في البورصة.

كما تظهر أهمية الدراسة من خلال استعادة المحللين الماليين، الذين يسعون بشكل متواصل؛ لتحديد العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم؛ بهدف تقديم النصح حول عمل السوق، وأسعار الأسهم المتداولة فيه.

١.٧ محددات الدراسة

١- يقتصر تطبيق الدراسة على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، والبالغ عددها (٤٨) شركة، حتى نهاية سنة ٢٠١٤.

٢- يتم التعامل مع الشركات التي تتوفر بياناتها خلال الفترة من ٢٠٠٩ ولغاية ٢٠١٤، التي تم الإفصاح عنها بشكل واضح في القوائم المالية المنشورة.

١.٨ الدراسات السابقة

١.٨.١ الدراسات العربية

١- دراسة (شبير، ٢٠١٥) بعنوان "بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم".

هدفت الدراسة إلى التعرف على قدرة نماذج تقييم أداء الأسهم (Jensen, Treynor, Sharp) على بناء محافظ استثمارية بالأسهم في بورصة فلسطين، وكذلك تقييم أداء تلك المحافظ من حيث العائد والمخاطرة؛ حيث تم اختيار عينة من (٢٧) شركة.

وكان من أهم النتائج أن نموذج (شارب) هو الأفضل ماليًا -من حيث العائد الشهري لمدة ستة أشهر- من كلٍ من: محفظة السوق، والمحافظ المبنية على أساس نموذجي: (جنسن)، و(ترينور).

وكان من أهم التوصيات ضرورة قيام الجهات المختصة والمسئولة في بورصة فلسطين، بإعداد قاعدة بيانات تحتوي على: عائدات الأسهم الشهرية، وعائدات الأسهم النصف سنوية، والسنوية.

٢- دراسة (الخطيب، ٢٠١٥) بعنوان "العلاقة بين التغير في النفقات الرأسمالية، وسلوك الأسهم في بورصة فلسطين".

هدفت الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين التغير في النفقات الرأسمالية، وسلوك أسهم الشركة المدرجة في بورصة فلسطين؛ حيث تم اختيار عينة من (٣٥) شركة؛ لاختبار العلاقة بين المتغيرات.

وكان من أهم النتائج وجود علاقة بين التغير في النفقات الرأسمالية، وكلٍّ من: أسعار التداول، وحجم التداول، ومعدل الدوران، وأن أثر هذه العلاقة يظهر بعد فترة من الحدث؛ بسبب قلة المعلومات التي تُظهر التغير الحادث في النفقات الرأسمالية.

وكان من أهم التوصيات ضرورة تطوير آليات إفصاح للشركات عن المعلومات المتعلقة بقرارات الإنفاق الرأسمالي، وإلزام الشركات بالإعلان عنها حين حدوثها، وليس عند نشر القوائم المالية.

٣- دراسة (الغزالي، ٢٠١٥) بعنوان "معوقات إصدار الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية".

هدفت الدراسة إلى الوقوف على معوقات إصدار المصارف للصكوك الإسلامية، كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية؛ حيث تم اختبار فرضيات مجتمع الدراسة المكون من أربعة مصارف إسلامية تعمل في فلسطين.

وكان من أهم النتائج وجود تخوف لدى المصارف الإسلامية من إصدار الصكوك الإسلامية؛ لعدم وجود قدرة فنية، وخبرة كافية للعمل في هذه الصناعة المالية، بالإضافة لضعف الوعي الثقافي لدى الجمهور الفلسطيني بماهية الصكوك، وأنواعها، وطبيعتها.

وكان من أهم التوصيات ضرورة السعي نحو تطوير آليات لإصدار الصكوك الإسلامية، وبذل الجهود الحثيثة للعمل على جذب المستثمرين لهذه الأداة التمويلية، ونشر الوعي الثقافي في معوقات إصدار الصكوك الإسلامية.

٤- دراسة (السياح، ٢٠١٤) بعنوان "محاولة قياس أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم".

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الرافعة المالية، وكلٍ من: المخاطر النظامية، والمخاطر الكلية، وربحية السهم الواحد؛ حيث تم اختبار العلاقة على عينة من (٣١) شركة من الشركات العاملة في سوق دبي للأوراق المالية، خلال الفترة من ٢٠١٠ - ٢٠١٢.

وكان من أهم النتائج وجود علاقة معنوية بين نسبة الرافعة المالية، والمخاطر النظامية؛ حيث فسرت الرافعة المالية ما نسبته ٧٦% من التغيرات، كما فسرت ما نسبته ٥٥% من التغيرات في المخاطر الكلية، كما أشارت النتائج أن ما نسبته ٣٠% من التغيرات في الأرباح المحققة مفسرة من نسبة الرافعة المالية.

وكان من أهم التوصيات العمل على التوازن عند اتخاذ قرارات الهيكل المالي بين الرفع المالي، وأثر ذلك على عائد السهم، والمخاطر التي تتعرض لها الشركة. إضافةً إلى ضرورة نشر معلومات إضافية بخصوص أسهم الشركة المدرجة في السوق على موقعها الإلكتروني.

٥- دراسة (النواحة، ٢٠١٤) بعنوان "قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين".

هدفت الدراسة إلى التعرف على قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، خلال الفترة من ٢٠١١ - ٢٠١٣؛ حيث تم اختيار عينة من (٢٤) شركة.

وكان من أهم النتائج أن نموذج التقييم المحاسبي كان أفضل من كلٍ من: نموذج خصم التدفقات النقدية، ونموذج خصم التوزيعات النقدية؛ من حيث القدرة التفسيرية لتلك النماذج.

وكان من أهم التوصيات استخدام نموذج التقييم المحاسبي في تقييم أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وضرورة قيام السوق بدوره في زيادة الوعي لدى المستثمرين حول الاعتماد على المعلومات المحاسبية؛ لأغراض إجراء التحليلات الأساسية والفنية؛ للتنبؤ بأسعار الأسهم.

٦- دراسة (النجار، ٢٠١٣) بعنوان "مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للمشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين".

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين؛ وفقاً لمقاييس الأداء المحاسبية التقليدية: (العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، والعائد على

المبيعات، ونمو المبيعات والقيمة السوقية)، وتم اختيار عينة مكونة من (٢٠) شركة، خلال الفترة من (٢٠٠٤ ولغاية ٢٠١١).

وكان من أهم النتائج هو وجود أثر سلبي للرفع المالي على مقاييس الأداء المحاسبية: (العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، والعائد على المبيعات، ومعدل نمو المبيعات)، وأن هذا الأثر يمتد لعدة سنوات لاحقة. إلى جانب وجود آثار سلبية للرفع المالي على القيمة السوقية للشركة، مع بقاء أثره ممتد لعدد من السنوات.

وكان من أهم التوصيات ضرورة حث الشركات على العمل على تقييم الهيكل التمويلي للشركة بشكل دوري؛ بهدف الوصول إلى أفضل نسبة للرفع المالي، ضمن هيكل التمويل؛ لضمان التأثير الإيجابي: للرفع المالي على الأداء المالي، والقيمة السوقية لهذه الشركات.

٧- دراسة (الحمودني، والصبيحي، ٢٠١٢) بعنوان "العلاقة بين الرافعة المالية، وعوائد الأسهم".

هدفت الدراسة للتعرف على المفاهيم الأساسية للرفع المالي، ومدى تأثيره على: عائد السهم، وهيكل رأس المال، وصولاً إلى الهيكل الأمثل لرأس المال؛ حيث تم دراسة العلاقة بين الرفع المالي من جهة، والمخاطرة النظامية والمخاطرة الكلية وربحية السهم الواحد من جهة أخرى. وتكون مجتمع الدراسة من شركات المساهمة العامة الأردنية المسجلة في سوق عمان، للفترة من ٢٠٠٥ - ٢٠٠٩، بأخذ عينة من المجتمع.

حيث كان من أهم النتائج أن للرفع المالي آثاراً إيجابية إذا استطاعت إدارة الشركة تحقيق معدل عائد على الاستثمارات -التي يتم تمويلها بأموال الديون- أعلى من معدل تكلفة التمويل. بالإضافة إلى أن الرفع المالي يؤثر على كلٍّ من: المخاطرة النظامية، والمخاطرة الكلية. مع وجود أثر بين الرفع المالي، وربحية السهم العادي.

وكان من أهم التوصيات التي قدمها الباحث الحث على استخدام أساليب إحصائية مخالفة للأساليب المستخدمة -وهي الانحدار الخطي البسيط- في دراسات تالية؛ لما لهذا الموضوع من أهمية.

٨- دراسة (خليل، ٢٠١١) بعنوان "أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة

العامة الأردنية، وعلى سياساتها في توزيع الأرباح".

هدفت الدراسة إلى الكشف عن أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات، ممثلةً بحصة السهم العادي الواحد من الأرباح، وأثره على سياسة توزيعات الأرباح، ممثلةً بحصة السهم العادي الواحد من توزيعات الأرباح. وتكون مجتمع الدراسة من شركات المساهمة العامة العاملة في سوق عمان المالي؛ حيث تم أخذ عينة من (٧٥) شركة، في الفترة الواقعة بين ٢٠٠٧ - ٢٠٠٩.

وكان من أهم النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التمويلي، وربحية الشركات، وأيضاً عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التمويلي، وسياسة توزيع الأرباح في الشركات.

وكان من أهم التوصيات ضرورة مراعاة عامل الكفاءة في استثمار الأموال المقترضة، من خلال الموازنة بين العائد المتوقع، والفائدة المدفوعة.

٩- دراسة (سمير، والمصري، ٢٠١١) بعنوان "تحليل سلوك أسعار الأسهم، وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية": (دراسة تحليلية).

هدفت الدراسة إلى تحليل سلوك أسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية، خلال الفترة من ٢٠٠٦ - ٢٠٠٩.

وكان من أهم النتائج أن بورصة فلسطين للأوراق المالية غير كفؤ، وأن أسعار إغلاق الأسهم غير مستقلة، ولا تتصف بالتوزيع الطبيعي.

وأوصت الدراسة بضرورة نشر المعلومات، والبيانات، والتقارير: المالية وغير المالية، بشكل دائم؛ لتحقيق الشفافية والموضوعية، وإيجاد شركات تحليل مالي، وتوسيع قاعدة المساهمين.

١٠- دراسة (المومني، وحسن، ٢٠١١) بعنوان "محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال".

هدفت الدراسة إلى البحث في العوامل المؤثرة في اختيارات مديري الشركات لنسبة الدين بالهيكل المالي؛ ولذا كان الهدف معرفة مدى اعتماد قرارات المديرين الماليين بالشركات على العوامل الخاصة بالشركة -والمتمثلة في: معدل الفائدة، والقيمة السوقية للأسهم بسوق رأس المال- في اختيار نسبة الدين للشركات. ويتكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في قطاع الخدمات في سوق عمان المالي.

وكان من أهم النتائج وجود أثر ذي دلالة إحصائية للعوامل الخاصة بالشركة المتمثلة في: الحجم، وهيكل الأصول، والعائد على الأصول، ومعدل النمو؛ حيث إن حجم الشركة، وهيكل الأصول، كان لهما أثران إيجابيان في مقاييس الهيكل المالي، في حين كان لمعدل العائد على الأصول أثر سلبي في مقاييس الهيكل المالي، أما معدل النمو فقد كان له أثر إيجابي في الهيكل المالي. كما تبين عدم وجود أثر للعوامل الخاصة بسوق رأس المال -والمتمثلة في: معدل الضريبة، ومعدل الفائدة، والقيمة السوقية للأسهم بسوق رأس المال- في قرارات المديرين الماليين في الشركات، وأن هذه العوامل لا تفسر التغيرات التي تحدث في الهيكل المالي.

وكان من أهم التوصيات ضرورة تحسين مستوى أداء شركات قطاع الخدمات، بالتركيز على العوامل الخاصة بالشركات.

١١- دراسة (العويسي، ٢٠١٠) بعنوان "تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية": (دراسة استطلاعية على المستثمرين الأفراد في قطاع غزة).

هدفت الدراسة إلى التعرف على اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية في قطاع غزة.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة وجود أثر للتوعية الاستثمارية على توجهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية. بالإضافة إلى وجود أثر لاستقرار البيئة الاستثمارية على توجهات المستثمرين الأفراد في السوق، كما أن أداء الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية كان له أثر على توجهات المستثمرين الأفراد.

وكان من أهم توصياتها توفير برامج تدريبية مناسبة لتأهيل العاملين في شركات الوساطة. ووجوب رفع الشركات من كفاءة أنشطتها وفعاليتها؛ لتعظيم ربحيتها، وتحسين أدائها المالي. وأيضًا على إدارة السوق أن تقيم أسباب توجه الكثير من المستثمرين نحو شركات معينة ومعدودة في السوق.

١٢- دراسة (صافي، وموسى، ٢٠٠٩) بعنوان "الرافعة المالية وأثرها في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة ودرجة المخاطرة".

هدفت الدراسة إلى قياس أثر الرفع المالي بدلالة: درجة الرفع المالي، ونسبة الدين إلى حقوق الملكية، في كلٍ من: المخاطرة الكلية -مقاسة بالانحراف المعياري للعوائد-، والمخاطرة النظامية -مقاسة بعامل بيتا،

والربحية معبر عنها بنصيب السهم العادي من الأرباح المحققة. ويتكون مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، خلال الفترة من ١٩٩٩ - ٢٠٠٦، وكان حجم العينة (٣١) شركة صناعية.

وكان من أهم النتائج أن درجة الرافعة المالية ذات دلالة معنوية؛ حيث فسرت ٣٣.٢% من التغيرات التي تحصل في المخاطر الكلية للشركات، في حين أنّ حقوق الملكية فسرت ١٦.٢%، وهي ليست ذات دلالة معنوية، كما أشارت نتائج الدراسة إلى أن درجة الرافعة المالية ونسبة الدين إلى حقوق الملكية يؤثران في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة، وأن ٤٠.١% - ٥٣% من التغيرات في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة تعزى للرفع المالي.

وكان من أهم التوصيات أن على الشركات التي تستخدم درجات رفع مالي مرتفعة الاهتمام بوضع الخطط والبرامج الإنتاجية الرشيدة، والتخلص من الأصول العاطلة عن العمل؛ من أجل تحقيق الربحية للشركة.

١٣- دراسة (الجرجاوي، ٢٠٠٨) بعنوان "دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم".

هدفت الدراسة إلى التعرف على أبعاد التحليل المالي، ومزاياه، ومدى الاستفادة منه في التنبؤ بأسعار الأسهم، من خلال مجموعة من النسب المالية، وإيجاد نموذج كمي يمكن الاعتماد عليه. ويتكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية؛ حيث تم أخذ عينة من (١٠) شركات لدراسة (١٣) نسبة مالية، للفترة ما بين ١٩٩٧ - ٢٠٠٦.

وكان من أهم النتائج أنه يمكن الاعتماد على مجموعة من النسب المالية لكل قطاع من القطاعات؛ للتنبؤ بسعر السهم في السوق.

وكان من أهم التوصيات زيادة الاهتمام بالقوائم المالية، والشفافية في إعدادها، والإفصاح عن بياناتها بشكل كامل، وإعدادها حسب المعايير المحاسبية الدولية.

١٤- دراسة (الأغا، ٢٠٠٥) بعنوان "أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار".

هدفت الدراسة إلى تقييم العلاقة بين الرافعة المالية، وتكلفة التمويل، ومدى تأثيرها على معدل العائد على الاستثمار. ويتكون مجتمع الدراسة من شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين؛ حيث تم أخذ عينة من (١٥) شركة، خلال الفترة من ١٩٩٩ - ٢٠٠٣م. واعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي في تحليل القوائم المالية.

وكان من أهم النتائج وجود علاقة عكسية بين تكلفة التمويل المقترض، ومعدل العائد على الاستثمار. وكذلك وجود علاقة عكسية بين الاعتماد على مصادر التمويل -الممتلكة والمقترضة-، وتكلفة هذه المصادر. كما تبين عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية، ومعدل العائد على الاستثمار. وأوصت الدراسة بزيادة الاعتماد على التمويل بحقوق الملكية، وتقليل التمويل بالقروض قدر الإمكان، مع مراعاة درجة المخاطرة.

١.٨.٢ الدراسات الأجنبية

١ - دراسة (shibu، Algalega،Acheampong، 2014)

"The Effect of Financial Leverage and Market Size on Stock Returns on the Ghana Stock Exchange: Evidence from Selected Stocks in the Manufacturing Sector"

"بعنوان "أثر الرافعة المالية، وحجم السوق على عوائد الأسهم".

"دراسة على بورصة غانا أسهم مختارة من قطاع الصناعة".

هدفت الدراسة إلى البحث في أثر الرافعة المالية، وحجم السوق على عوائد الأسهم، وتم استخدام أساليب الانحدار؛ لإيجاد العلاقة بين المتغيرات: المستقلة، والتابعة؛ حيث تم الحصول على بيانات الرافعة المالية من خلال التقارير المنشورة، في الفترة من سنة ٢٠٠٦ - ٢٠١٠، وتم اختيار خمس شركات صناعية؛ حيث جمع متوسط أسعار الأسهم للشركات المختارة.

وكان من أهم النتائج: وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية، وعوائد الأسهم عند استخدام البيانات الصناعية. وأيضًا في الشركات الفردية لم تكن العلاقة مستقرة؛ ولكن أربع من خمس شركات

كانت النتيجة فيها وجود علاقة عكسية، وأيضًا كانت العلاقة بين حجم السوق، وعوائد الأسهم علاقةً إيجابية ذات دلالة إحصائية؛ ولكن كان تأثيرها قليلًا جدًا.

٢- دراسة (Pachori، Totala، 2012)

"Influence of Financial Leverage on Shareholders Return and Market Capitalization: A Study of Automotive Cluster Companies of Pithampur،(M.P.)، India".

بعنوان "أثر الرافعة المالية على عوائد حملة الأسهم والقيمة السوقية، دراسة على شركات السيارات Pithampur في الهند".

هدفت الدراسة إلى البحث في تأثير الرافعة المالية على عوائد حملة الأسهم، والقيمة السوقية للشركات العاملة في مجال السيارات، وكان مجتمع الدراسة يتكون من سبع شركات سيارات، تكون مجموعة Pithampur للسيارات في الهند؛ حيث تم إجراء العديد من الاختبارات للوصول إلى أثر الرافعة المالية على عوائد حملة الأسهم، والقيمة السوقية لهذه الشركات.

وكان من أهم النتائج: عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية للرافعة المالية على عوائد حملة الأسهم، والقيمة السوقية، وقد أرجع الأمر لكون احتمال وجود عوامل أخرى لها الأثر في تحييد أثر الرافعة المالية، مثل: الركود، وتشبع السوق في صناعة السيارات، والمنافسة، وربما سياسة الحكومة.

وكان من أهم التوصيات: أن تقوم الشركات باستخدام نسب مديونية أعلى للحصول على تأثير أكبر للرافعة المالية في الهيكل الأمثل لرأس المال، وأيضًا أخذ الرافعة التشغيلية في الحسبان عند القيام بالقرارات المالية؛ لإعطاء مساحة للاستفادة من الرافعة المالية.

٣- دراسة (JAVED، 2012).

"Impact of financial Leverage on Divided Policy"

"Case of Karachi Stock Exchange 30 Index"

بعنوان "أثر الرافعة المالية على سياسة توزيع الأرباح".

دراسة حالة على مؤشرات بورصة كراتشي.

هدفت الدراسة إلى تحديد أثر الرافعة المالية على سياسة توزيع الأرباح في بورصة كراتشي في باكستان؛ حيث تكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في البورصة، خلال الفترة من ٢٠٠٥ - ٢٠١٠. وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة بين الرفع المالي، وسياسات التوزيع؛ حيث إن الشركات المدرجة تعاني من ارتفاع نسبة الديون؛ مما أدى إلى تقليل أرباح السهم الواحد، كما وصاحب ذلك انخفاض توزيعات الأرباح بشكل كبير؛ حتى إن بعض الشركات لم تقم بتوزيع أرباح مطلقاً. وأوصت الدراسة بتقليل نسب الديون؛ حيث إن زيادة الديون من شأنها تقليل ربحية الشركة؛ مما يضعف الأداء العام للشركة.

٤ - دراسة (Mathur, Gill, 2011).

"Factors that Influence Financial Leverage of Canadian Firms"

بعنوان "العوامل التي تؤثر على الرافعة المالية في الشركات الكندية".

هدفت الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة على الرافعة المالية في الشركات الكندية؛ حيث تكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في بورصة توريننتو؛ خلال الفترة من ٢٠٠٨ - ٢٠١٠؛ حيث اختير منه عينة بواقع (١٦٦) شركة.

وقد خلصت الدراسة إلى وجود مجموعة من العوامل المؤثرة على الرافعة المالية، منها: الأصول المضمونة، ربحية الشركة، معدلات الضريبة المعمول بها، حجم الشركة، فرص النمو للشركة، عدد الشركات التابعة.

كما أوصت الدراسة بضرورة أخذ المديرين الماليين هذه العوامل بالاعتبار، عند وضع السياسات المالية، وعند تحديد حجم الرافعة المالية المعمول بها.

٥ - دراسة (Hollifield, 2007, Aydemir, Gallmeyer).

"Financial Leverage and the Leverage Effect-A Market and Firm Analysis".

بعنوان "الرافعة المالية وتحليل الرفع المالي - تحليل على نطاق الشركات والسوق".

هدفت الدراسة إلى تحليل أثر الرفع المالي على تقلبات عوائد الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية، في ظل نظام اقتصادي متوازن، وفي ظل مطالبات كلٍّ من: حملة الأسهم، والدائنين، وهنا قد تم دراسة الأثر على نطاق كلٍّ من: السوق، والشركات في ظل تعرض الشركات لكلٍّ من: مخاطر السوق، ومخاطر الأعمال. وقد خلصت الدراسة إلى: عدم وجود أثر كبير للرافعة المالية على تقلبات عوائد الأسهم، في ظل سوق متوازن، وسعر فائدة ثابتة، ومخاطر ثابتة، على نطاق السوق. أما في نطاق الشركات، فكان لها أثر ذو أهمية، كما أظهرت الدراسة وجود أثر للرافعة المالية، عند حدوث تغيرات في أسعار الفائدة، والمخاطر على تقلبات عائد السهم، في نطاق السوق. وأكدت الدراسة على وجود آثار مضاعفة على الشركات صغيرة الحجم. وقد أوصت الدراسة بتوسيع التحليل، ودراسة أثر الرافعة المالية؛ لتشمل تسعير الأصول، والبحث في أثر التدفقات النقدي للديون على تقلب عوائد الأوراق المالية.

٦- دراسة (Will، 2003).

"Leverage and Corporate Performance، A Frontier Efficiency Analysis".

بعنوان "الرافعة المالية والأداء المؤسسي: تحليل الكفاءة".

هدفت الدراسة إلى تقديم دليل تجريبي جديد، حول قضية حوكمة الشركات، من خلال العلاقة بين الرافعة المالية، وكفاءة الشركات، وقد تم استخدام تقنيات جديدة؛ للحصول على مقاييس لأداء الشركات من عدة دول: فرنسا، ألمانيا، إيطاليا؛ حيث تم إجراء التحليل على مجموعة من المتغيرات، من بينها الرافعة المالية.

وكان من أهم النتائج وجود تباين بين الدول من حيث التأثير؛ حيث كانت النتائج سلبية في إيطاليا، وإيجابية في كلٍّ من: فرنسا وألمانيا.

وكان من أهم التوصيات احتياج الموضوع للمزيد من البحث، وبتوسع أكبر من حيث: المكان لدول أخرى، والزمان لفترات زمنية أكبر.

١.٩ التعليق على الدراسات السابقة

تناولت الدراسات السابقة موضوع الرافعة المالية من أكثر من جانب؛ حيث تعرضت بعضها إلى العلاقة بين الرافعة المالية، ومصادر التمويل. وتعرض بعضها إلى العلاقة بين الرافعة المالية، والمخاطر: الكلية والنظامية، والربحية. وتعرض بعضها إلى العلاقة بين الرافعة المالية، والنسب المالية: العائد على الأصول، العائد على المبيعات، نمو المبيعات.

كما تناولت دراسات أخرى علاقة الهيكل التمويلي بعدة متغيرات، مثل: حجم الشركة، نسبة الأصول، معدل العائد على الاستثمار، معدل العائد على الأصول، معدل الفائدة، معدل الضريبة، القيمة السوقية. بجانب دراسة بعضها سلوك أسعار الأسهم، وعلاقتها بمجموعة من المتغيرات الأخرى.

إن هذه الدراسة تعد إضافة للدراسات السابقة على الرغم من أهميتها وإثرائها لموضوعاتها؛ إلا إن هذه الدراسة تتميز عنها باستخدام التحليل المالي الكمي، القائم على البيانات الفعلية للشركات المشمولة في الدراسة، في البيئة المحلية الفلسطينية، والتي تغطي القطاعات الاقتصادية كافة، وذلك فيما يتعلق بالعلاقة بين الرافعة المالية، وأسعار الأسهم في بورصة فلسطين، بالإضافة إلى مجموعة أخرى من المتغيرات المهمة التي تتعلق بأسعار الأسهم السوقية؛ الأمر الذي يؤدي إلى الوقوف على طبيعة العلاقة، وأبعادها: المالية، والفنية، وتأثيرها على أسعار الأسهم؛ مما يعكس صورة واضحة حول أداء الشركات، وبالتالي تبصير المساهمين والمستثمرين حول الأداء المالي لتلك الشركات؛ خدمة للمجتمع المالي الفلسطيني. بالإضافة إلى تميزها بمنهجية واضحة في الربط بين الرافعة المالية، وسلوك أسعار الأسهم.

الفصل الثاني: الرافعة المالية وهيكل التمويل

المبحث الأول- الرافعة المالية: ماهيتها، وطرق قياسها.

المبحث الثاني- تحليل هيكل رأس المال، وأثر الرافعة المالية.

المبحث الأول- الرافعة المالية ماهيتها وطرق قياسها

٢.١.١ مقدمة

كلمة الرفع أو الرافعة لها معانٍ ثلاثة، تختلف في مضمونها باختلاف الاستعمال، فالفيزيائي يعني بهذه الكلمة استعمال الرافعة -العنلة-؛ لرفع الأوزان الثقيلة باستعمال قوة صغيرة. والإنسان العادي يعني بها التأثير الكبير لكلمة أو فعل الشخص صاحب المكانة. أما بالنسبة للمالي فتعني أن تغييرًا صغيرًا في المبيعات؛ قد يؤدي إلى تغيير كبير في الأرباح، وهذا ما يعرف بالرفع التشغيلي، كما يمكن أن تعني أيضًا مدى الاعتماد على الدين في تمويل أصول المؤسسة، وهذا ما يعرف بالرفع المالي (الدهدار وأبو شمالة، ٢٠٠٨).

ويمكن أيضًا تعريف الرافعة بأنها استخدام، أو توظيف: أصول، أو أموال، وبناءً عليها تتحمل المنشأة تكاليف ثابتة أو عائدًا ثابتًا (أبو معمر، ٢٠٠٦).

وعليه فإن مفهوم الرفع في الإدارة المالية، يشمل ثلاثة مجالات، هي: الرفع التشغيلي، والرفع المالي، والرفع الكلي أو المشترك، وجميع هذه المجالات تقوم على مبدأ رئيس، وهو الحصول على ربحية أعلى، بالاستفادة من الصفة الثابتة لبعض النفقات.

٢.١.٢ أولاً الرفع التشغيلي

يقصد بالرفع التشغيلي، السعي للحصول على أرباح أكبر، من خلال زيادة الاعتماد على التكاليف الثابتة على حساب التكاليف المتغيرة، كأن يتم إحلال آلات محل الأيدي العاملة في تكاليف المؤسسة.

ويرتبط وجود الرافعة التشغيلية بشكل مباشر بوجود الأصول الثابتة في عمليات المؤسسة؛ حيث إن هذه الظاهرة لا توجد في المؤسسات التي لا تحتوي تكاليفها على تكاليف ثابتة؛ ولذا فإن الرفع التشغيلي يظهر بصورة أكبر في الشركات كبيرة الحجم، التي يتكون هيكل أصولها بدرجة كبيرة من الأصول الثابتة، في حين يكاد يكون معدومًا في بعض الشركات الصغيرة.

ويمكن تعريف الرافعة التشغيلية على أنها الاستخدام المتاح للتكاليف التشغيلية الثابتة، من أجل تعظيم تأثير التغيرات التي تحصل بالمبيعات، أي في الربح التشغيلي: الربح قبل الفائدة والضريبة (النعيمي، والتميمي، ٢٠٠٩).

٢.١.٢.١ قياس درجة الرافعة التشغيلية

يمكن قياس الرافعة التشغيلية من خلال قسمة التغير النسبي في الأرباح التشغيلية على التغير النسبي في حجم المبيعات (العامري، ٢٠٠٧).

وتأخذ معادلة الرفع التشغيلي الشكل الآتي:

درجة الرفع التشغيلي = نسبة التغير في الربح التشغيلي ÷ نسبة التغير في المبيعات.

كما ويمكن استخدام المعادلة الآتية: (Garrison & others, 2010).

درجة الرافعة التشغيلي = المساهمة الحدية ÷ صافي الربح التشغيلي.

هذا وإذا لم تتوفر معلومات كافية عن الوحدات المنتجة وتكاليفها، فإنه بالإمكان الاعتماد على معلومات قائمة الدخل (الدهدار، وأبو شمالة، ٢٠٠٨).

درجة الرفع التشغيلي = المبيعات - التكاليف المتغيرة ÷ المبيعات - التكاليف المتغيرة - التكاليف الثابتة.

= العائد قبل التكاليف الثابتة ÷ العائد بعد التكاليف الثابتة والمتغيرة.

٢.١.٣ ثانيًا الرفع المالي

يقوم الرفع التشغيلي على مبدأ الاستفادة من الصفة الثابتة لبعض النفقات؛ حيث إنه في حالة الرافعة التشغيلية يتم التركيز على المبيعات بعد نقطة التعادل؛ لأنها المبيعات المحققة لنسبة أكبر من الأرباح؛ بسبب سلوك التكاليف الثابتة. أما في حالة الرفع المالي فيكون الاعتماد على ثبات التكاليف المتعلقة بالاقتراض؛ حيث يتم العمل على تشغيل هذه الأموال المقترضة؛ لتحقيق عائد أعلى من تكاليف الاقتراض، وعليه يمكن تعريف الرفع المالي بأحد التعريفات الآتية:

الرفع المالي هو استخدام أموال الغير بتكاليف ثابتة، وقد تكون أموال الغير هي القروض أو الأسهم الممتازة؛ حيث إن كليهما لهما تكلفة ثابتة، ويجب على المنشأة الالتزام بدفعها (كارجة، وآخرون، ٢٠٠٢). كما ذكر أيضًا بأن الرفع المالي هو النسبة بين مجموعة الديون إلى مجموعة الأصول - إجمالي الاستثمار - والرفع المالي يشير إلى نسبة الديون طويلة الأجل في الهيكل المالي للشركة، فكلما ارتفعت هذه النسبة ارتفعت

نسبة الرفع المالي (أبو معمر، ٢٠٠٦). فالرفع المالي هو استخدام أموال الغير في التمويل؛ بهدف زيادة أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب، وهو عبارة عن نسبة القروض إلى مجموع الخصوم (النجار، ٢٠١٣). كما يمكن القول بأنه عبارة عن قدرة المقترض على تحقيق زيادة في العائد على حقوق الملكية (الحمدوني، ٢٠١٢). ويعرف أيضًا بأنه عبارة عن توليفة من أموال الملاك والدائنين، ويعبر عن نسبة الدين إلى مجموع الأصول، وإلى درجة اعتماد المنشأة في تمويل أصولها على أموال الغير (صافي، ٢٠٠٩).

ويشير بعض الماليين إلى أن مصطلح الرفع المالي من المصطلحات التي ابتدعت للتعبير عن الأشياء غير المحببة أو السلبية، وعرضها بصورة أفضل، فبدلاً من استخدام مصطلحات، مثل: المديونية، أو استدانة، وهو ما يوحي بالخطر والضعف، نقول: رافعة مالية، وهو مصطلح يوحي بالقوة والثقة.

٢.١.٣.١ قياس نسبة الرافعة المالية

يمكن قياس نسبة الرافعة المالية بقسمة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول، وفقاً للمعادلة الآتية (كارجة، ٢٠٠٢).

$$\text{نسبة الرافعة المالية} = \text{إجمالي الالتزامات} \div \text{إجمالي الأصول.}$$

كما تقاس درجة الرافعة المالية بدلالة التغير النسبي في العائد على السهم، إلى التغير النسبي في الدخل قبل الفوائد والضرائب (الدهدار، وأبو شمالة، ٢٠٠٨) وفقاً للمعادلة الآتية:

درجة الرفع المالي = التغير النسبي في العائد على السهم أو على رأس المال \div التغير النسبي في الدخل قبل الفوائد والضرائب.

كما يمكن قياس درجة الرافعة المالية بدلالة التغير في الأرباح، كالاتي: (النعيمي، والتميمي، ٢٠٠٩).

درجة الرافعة المالية = صافي الربح قبل الفائدة والضريبة \div (صافي الربح قبل الفائدة والضريبة - الفوائد السنوية أو توزيعات الأسهم الممتازة قبل الضريبة).

أما في حالة غياب توافر الربح قبل الفائدة والضريبة، فيمكن قياس درجة الرفع المالي كالاتي: (أبو معمر، ٢٠٠٦).

$$\text{درجة الرافعة المالية} = \text{صافي الربح} \div (\text{صافي الربح} - \text{الفوائد}).$$

٢.١.٤ ثالثًا الرفع المشترك:

الرفع المشترك -أو ما يسمى بالرفع الكلي- هو عملية الدمج بين الرفع التشغيلي، والرفع المالي معًا (الأغا، ٢٠٠٥)، ويمكن قياس الرفع المشترك من خلال المعادلة الآتية:

$$\text{درجة الرفع المشترك} = \text{درجة الرفع التشغيلي} \times \text{درجة الرفع المالي.}$$

أو من خلال المعادلة: درجة الرفع المشترك = هامش المساهمة (مجمّل الربح) ÷ صافي الربح التشغيلي قبل الضريبة.

$$= (\text{المبيعات} - \text{تكاليف المبيعات}) \div \text{صافي الربح التشغيلي قبل الضريبة.}$$

٢.١.٥ مميزات الرافعة المالية وعيوبها.

مما سبق يتضح أن وجود الرفع المالي في هيكل تمويل المؤسسات، يهدف بشكل أساسي إلى مضاعفة الأرباح المحققة، من خلال الاعتماد على زيادة الأصول الثابتة، أو الاعتماد على التمويل الخارجي ذي التكاليف الثابتة، إلى جانب ذلك يوجد بعض المميزات إذا ما تم في ظل عائد على الأصول أعلى من تكلفة الاقتراض (عقل، ٢٠٠٩).

١- تحسين العائد على حقوق المساهمين؛ نتيجة الفرق بين تكلفة الاقتراض، ومردود الاستثمار.

٢- المحافظة على السيطرة على المؤسسة؛ لأن الدائنين لا صوت لهم في الإدارة.

٣- عدم مشاركة الآخرين في الأرباح المحققة، عدا ما يدفع على شكل فوائد للمقرضين.

٤- الاستفادة من ميزة كون الفوائد قابلة للتزليل من الضريبة.

٥- في فترات التضخم يتم اقتراض الأموال ذات القوة الشرائية العالية، وإعادتها بأموال ذات قوة شرائية

أقل.

٦- الاقتراض بحكمة، يمكن المؤسسة من بناء سمعة في الأسواق المالية، وهو أمر تحتاجه المؤسسة،

خاصة عند الحاجة إلى مزيد من الاقتراض.

وفي مقابل ذلك هناك مجموعة من السلبيات للرفع المالي إذا ما تم في ظل عائد على الأصول أقل من تكلفة الاقتراض، وهي: (موسى، وآخرون، ٢٠١٢).

١- انخفاض العائد على حقوق المساهمين؛ نتيجة لكون مردود الاستثمار أقل من تكلفة الاقتراض.

٢- احتمال تدخل الدائنين، وسيطرتهم على المؤسسة.

٣- في فترات انخفاض التضخم يتم الوفاء بأموال قوتها الشرائية أقل من القوة الشرائية للأموال المقترضة.

٤- قد يؤدي التأخر في الوفاء إلى إيذاء سمعة المؤسسة الائتمانية، والحد من قدرتها على الاقتراض.

هذا ويتوقف الرفع المالي بدرجة كبيرة على قدرة المؤسسة على تحقيق الدخل، ومعدل العائد على الأصول، مقارنة بتكلفة الاقتراض، فإذا كانت القدرة على تحقيق الدخل جيدة، وكان العائد على الأصول معادلاً لتكلفة الاقتراض؛ فإنه لن يتحقق للمؤسسة أي ميزة من استعمال الدين في هيكلها المالي، وبالتالي يكون الأثر منعدماً، أما إذا كان العائد على الأصول أقل من تكلفة الاقتراض فإن العائد على حقوق المساهمين سيكون أقل، كلما كان اعتماد المؤسسة على الدين في تمويل أصولها مرتفعاً، وهي الناحية السلبية لعملية الاقتراض، أما عندما يكون العائد على الأصول أعلى من تكلفة الاقتراض فيظهر هنا الأثر الإيجابي للرفع المالي على شكل زيادة في العائد على حقوق المساهمين، ويزداد أثر هذه الزيادة كلما زادت نسبة الرفع المالي، وزاد الدخل، والعكس صحيح، وعليه يجب على المؤسسة أن تكون حذرة عند القيام بالتمويل من خلال الديون.

بالإضافة إلى ذلك فإن للرفع المالي مجموعة من الآثار على المنشأة بشكل عام، وعلى المساهمين فيها بشكل خاص، ومن هذه الآثار: (عقل، ٢٠٠٩).

١- يعظم الرفع المالي الأرباح والخسائر للمساهمين، وذلك حسب الأوضاع الاقتصادية، فإذا كان الاقتصاد في حالة رواج، ومبيعات المؤسسة في ارتفاع؛ فإن التمويل بالدين يعظم الربح، أما إذا كان الاقتصاد في حالة كساد، ومبيعات الشركة في حالة تراجع؛ فإن التمويل بالدين يعظم الخسارة.

٢- إن الرفع المالي يزيد الخطر التمويلي الذي يواجهه الشركة؛ لما يترتب على الرفع المالي من أعباء خدمة الدين على شكل تسديد لإقساط هذا الدين -الفوائد المترتبة عليه-.

٣- إن هياكل التمويل المختلفة هي اقتراحات تبادل بين العائد، والخطر؛ حيث إن نسبة المديونية الأعلى تعني عائداً متوقعاً أكبر، وخطراً أكبر، وأن اختيار نسب المديونية الأنسب يعتمد على علاقة التفضيل بين المخاطر، والمردود.

٢.١.٦ مصادر التمويل

لعل من أهم القرارات التي يهتم بها المدير المالي هو تحديد المزيج الأمثل لرأس المال؛ ولكي يستطيع اتخاذ قرار التمويل بشكل سليم؛ يجب على المدير المالي الإلمام بأنواع مصادر التمويل؛ حيث إن لكل مصدر من مصادر التمويل مخاطره الخاصة، وتكاليفه الخاصة، كما أن لكل مصدر مجموعة من المميزات، ومجموعة من الالتزامات، التي يجب على المدير المالي الإلمام بها جيداً؛ للحفاظ على استقرار المنشأة.

و ينبغي على الإدارة المالية الإلمام أولاً بطبيعة الأموال التي تحتاج إليها المؤسسة؛ حتى يمكن تحديد أنواع الأموال اللازمة، وبعد ذلك يتم البحث عن عملية التمويل، أي البحث عن المصدر الذي سيستخدمه للحصول على النوع المعين من الأموال اللازمة. ويمكن تقسيم مصادر التمويل إلى ثلاثة أقسام على النحو الآتي: (فياض، ٢٠١١).

أولاً- التمويل قصير الأجل.

ثانياً- التمويل متوسط الأجل.

ثالثاً- التمويل طويل الأجل.

أولاً- التمويل قصير الأجل.

يعد التمويل قصير الأجل من أهم مصادر التمويل للعمليات التشغيلية للمنشأة؛ حيث إن هذه المصادر يسهل الحصول عليها، ويعرف التمويل قصير الأجل بأنه ذلك الالتزام الواجب السداد خلال مدة لا تزيد عن عام واحد، وهناك العديد من المصادر التي يمكن أن تستخدمها منشأة الأعمال، ومن بين هذه المصادر: المستحقات، الحسابات الدائنة، القروض المصرفية قصيرة الأجل، أوراق سوق النقد، التمويل المضمون قصير الأجل (النعيمي، وخريشة، ٢٠٠٧). ومن أمثلة التمويل قصير الأجل:

١- الائتمان المصرفي

تقوم المصارف التجارية باستلام الأموال من الزبائن، مثل: الحسابات الجارية -الودائع الجارية-، وحسابات التوفير -الودائع الزمنية، ثم تقوم المصارف بإقراض تلك الأموال إلى الأفراد -قروض استهلاكية-، والمنشآت -قروض تجارية، والحكومة -شراء الأوراق المالية الحكومية، وتتم هذه القروض بناءً على التفاوض بين المصرف، والجهة الحاصلة على القرض.

٢- الائتمان التجاري

تقوم منشأة الأعمال بشكل عام بالحصول على مستلزماتها، ومتطلبات الأنشطة التشغيلية لها، من منشآت أخرى على أساس الدفع الآجل، وهو ما ينتج عنه الحسابات أو الذمم الدائنة، ويطلق على هذا النوع من التمويل (الائتمان التجاري المكتسب)، أي إنه عبارة عن الائتمان قصير الأجل، الذي يمنحه المورد للمشتري، عندما يقوم بشراء بضاعة لإعادة بيعها.

٣- الأوراق المالية قصيرة الأجل

يمتاز هذا النوع من التمويل بإمكانية تداوله بيع وشراء في السوق المالي المفتوح، وبالتالي إمكانية تحويله لنقد بسهولة، وهو ما يجعله من الأدوات التي شاع استخدامها، ومن هذه الأوراق: القبولات المصرفية.

٤- التمويل قصير الأجل المضمون

يعدّ التمويل المضمون هو ذلك التمويل الذي يعززه المقترض بأصلٍ معين، وعادة تكون الضمانة المستخدمة في عقود التمويل قصير الأجل، من الأصول المتداولة، كالأوراق المالية، والحسابات المدينة، أو المخزون؛ حيث إن الضمانة هنا تعمل كمصدر أمان للمقرض في حال فشل المقترض في السداد، في الأجل المحدد؛ عندها يحق للمقرض التصرف في الضمانة.

ثانياً- التمويل طويل الأجل

بالنسبة لمصادر التمويل طويل الأجل فهي عبارة عن الأموال التي تكون فترة استحقاقها عادة تزيد عن ١٠ سنوات، وبعض هذه المصادر تكون بدون تاريخ استحقاق، ويمكن تقسيم المصادر الرئيسية للتمويل طويل الأجل إلى الأقسام الآتية: (شبيب، ٢٠٠٩).

١- أموال الملكية وأهم مصادرها

أ- الأسهم العادية.

ب- الأسهم الممتازة.

ج- الأرباح المحتجزة.

٢- الأموال المقترضة

أ- السندات.

ب- القروض طويلة الأجل.

١- أموال الملكية

أ- الأسهم العادية

الأسهم العادية هي عبارة عن الحصص التي يتكون منها رأس المال في الشركة، وعادة عند الإصدار يكون سعر السهم دينارًا واحدًا، ويطلق على كل حصة لفظ (سهم)، والسهم هو أحد أدوات الملكية القابلة للتداول؛ حيث يحق لحامله الحصول على عوائد غير ثابتة من أرباح الشركة، بالإضافة إلى حصة في موجودات الشركة، والمثبتة في شهادة السهم (النعيمة، والتميمي، ٢٠٠٩).

ويتم إصدار هذه الأسهم عادة في مرحلة التأسيس؛ حيث إنها عملية خاصة لا تتم بشكل دوري، ففي كثير من الحالات نجد بعض الشركات تقوم بإصدار أسهم عادية مرة واحدة خلال فترة حياتها.

تعد الأسهم العادية المصدر الرئيس للتمويل الدائم للشركات، وخاصة عند بدء التكوين، كون هذا المصدر لا يحمل الشركة أعباء لا طاقة لها بها في بداية عملها؛ حيث إن المصادر الأخرى للتمويل قد تحمل الشركة تكاليف والتزامات، قد لا تستطيع الشركة تلبيةها قبل استقرار أعمالها في السوق.

كما أن لحملة الأسهم العادية مجموعة من الحقوق التي يجب على المدير المالي أخذها في الاعتبار عند تحديد حجم التمويل المطلوب من الأسهم (عقل، ٢٠٠٩).

- حق الاشتراك في الأرباح عند توزيعها.

- الحق في حضور اجتماعات الجمعيات العمومية.

- الحق في التصويت.
- حق الأولوية في الاكتتاب.
- حق نقل ملكية الأسهم.
- حق المشاركة في موجودات الشركة عند تصفيتها.

ب- الأسهم الممتازة

تجمع الأسهم الممتازة بين صفات أموال الاقتراض، والملكية، ويمكن تعريف الأسهم الممتازة بأنها أحد مصادر التمويل طويل الأجل، والتي يحصل حاملها على مقدار ربح ثابت، كنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم، وهنا تكون الأولوية لحملة هذه الأسهم عند توزيع الأرباح على حملة الأسهم العادية، وأيضًا تكون لهم الأولوية عند حدوث التصفية (خصاونة، ٢٠١١).

وحيث إن الأسهم الممتازة هي عبارة عن أوراق هجينة بين الملكية، والديون، فينتج عن ذلك وجود بعض أوجه التشابه بين الأسهم العادية، والأسهم الممتازة، منها: (الشواورة، ٢٠١٣).

- كلاهما يمثل مصدر تمويل ممتلك طويل الأجل.
 - لا يوجد لهما تاريخ استحقاق ثابت.
 - العوائد المترتبة عليهما متغيرة نسبيًا.
 - لا توجد أي تداعيات سلبية لعدم الالتزام بسداد عوائدهما.
 - تعد عوائدهما المستحقة توزيعًا للأرباح وليست عبئًا عليها.
- ويوجد أيضًا بعض الاختلافات بين الأسهم الممتازة، والأسهم العادية، منها:
- الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة للأسهم الممتازة.
 - يوجد حد أقصى لما يمكن الحصول عليه من الأرباح في الأسهم الممتازة.
 - حق التصويت لحملة الأسهم الممتازة في اجتماعات الهيئة العامة ليس ثابتًا.

ويمكن لشركة المساهمة استهلاك كل أو جزء من أسهمها الممتازة القائمة بالفعل إذا رغبت في ذلك، وهناك عدة طرق يمكن للشركة استخدامها؛ لاستهلاك أسهمها الممتازة اختياريًا، ومن أهم الوسائل: الطريقتان الآتيتان: (شبيب، ٢٠٠٩).

- الشراء من السوق المالي، وإلغاء الأسهم المشتراه.
- استدعاء الأسهم الممتازة، تبعًا لهذه الطريقة؛ تقوم الشركة باستدعاء كل أو جزء من الأسهم الممتازة المصدرة؛ لكي تسدد قيمتها نقدًا إلى أصحابها.

ج- الأرباح المحتجزة

تعد الأرباح المحتجزة إحدى أهم مصادر التمويل الداخلي؛ حيث إن هذا المصدر يحقق أهداف الإدارة بأقل العوائد؛ بسبب انخفاض تكلفة الحصول عليه، كما أن هذا المصدر لا يتطلب القيام بأي إجراءات خارجية لتوفيره؛ مما يسهل من عملية القيام بالاستثمارات، من خلال استخدام هذه الأرباح، كما يتوجب على الإدارة الأخذ في الاعتبار المنافع المتحققة من استخدام هذه الأموال كاستثمارات، والمنافع المتحققة من توزيع هذه الأموال كأرباح موزعة على المساهمين، والاتجاه نحو ما يحقق منهما منفعةً للمؤسسة ككل.

٢- الأموال المقرضة

إن هذا النوع من التمويل هو السبب في تكوين الرافعة المالية، ويتكون بشكل رئيس من: السندات، والقروض طويلة الأجل.

أ- السندات

تعد السندات إحدى أشكال التمويل طويل الأجل، الأكثر انتشارًا في سوق المال؛ حيث إن السندات عبارة عن أوراق مالية، تقوم شركات المساهمة بإصدارها؛ للحصول على أموال الدائنين، وتتعهد بالمقابل بسداد مبلغ السند خلال مدة استحقاق محددة، بالإضافة إلى مبالغ محددة كفاءة على هذه السندات.

عند إصدار السندات، يثبت لحاملها مجموعة من الحقوق، التي تعد التزامًا على الشركة، وهذه الالتزامات تختلف عن الالتزامات اتجاه حملة الأسهم؛ حيث إن هناك مجموعة من الاختلافات بين حقوق حملة الأسهم، وحملة السندات، منها: (الشوارة، ٢٠١٣).

- يعد السند دينًا على فائدة ثابتة، مقابل استخدام الشركة لأموالهم، بينما يحصل حملة الأسهم على الأرباح الموزعة، وهي لا تتصف بالثبات، ولا تكون إلا عند تحقيقها، ورغبة الشركة في التوزيع.
- تعد حقوق حملة السندات، مع حقوق غيرهم من الدائنين، في الحقوق الأولى الممتازة، التي يتعين على الشركة مقابلتها، قبل دفع أي شيء لحملة الأسهم.
- للسندات أجل معين تسدد فيه، ولا أجل للأسهم.
- لا حق لحملة السندات في التصويت، أو الاشتراك في الإدارة، بينما حملة الأسهم باستثناء حملة الأسهم الممتازة، لهم حق إدارة الشركة، عن طريق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة.
- قد يقدم بعض موجودات الشركة ضمانًا لحملة السندات، ولا يقدم مثل هذا الضمان لحملة الأسهم.
- يمثل السند التزامًا على الشركة، بينما يمثل السهم حقًا من حقوق الملكية.

تعد السندات من أهم المصادر التي تستخدمها الشركات، في توفير ما يلزمها من أموال؛ ولكن يمكن توفير هذه الأموال من خلال مصادر أخرى، مثل: الأسهم العادية، أو الأسهم الممتازة، وهناك عوامل تدفع الشركات إلى إصدار سندات بدلاً من الأسهم، ومن هذه العوامل: (عقل، ٢٠٠٩).

١- المتاجرة بالملكية

يكون إصدار السندات عملية مربحة، لو استطاعت الشركة استثمار الأموال المقترضة، بمعدل يزيد عن معدل الفائدة المدفوع عليها، فإذا افترضنا أن الشركة تحقق ٢٠% عائداً على أصولها، فلو أصدرت سندات تحمل فائدة ٥%، فإن الفرق بين المعدلين؛ يؤدي إلى زيادة معدل الأرباح، التي يمكن توزيعها على ملاك الشركة.

٢- التكلفة

عادة تكون السندات أقل تكلفة من الأسهم، فالمستثمرون لا يقدمون على شراء الأسهم؛ إلا إذا كان احتمال الربح أكبر بكثير من الفائدة الخاصة بالسندات؛ فمثلاً حملة السندات، قد يرغبون في استثمار أموالهم، إذا كان سعر الفائدة ٥%، بينما حملة الأسهم يتوقعون على الأقل ١٥% ربحاً، قبل إقدامهم على شراء أسهم جديدة.

3- الوفر الضريبي

ينطوي إصدار السندات على وفر ضريبي، نظرًا لأن سعر الفائدة على السندات، يعد من النفقات التي تؤخذ في الحسبان قبل الأرباح الخاضعة للضريبة؛ أي إن الفائدة على السندات تخفض الربح الخاضع للضريبة، بينما تعد عائدات الأسهم بنوعيتها، توزيعًا للأرباح، وليست عبئًا عليها.

٤- استعمال أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة

إن إصدار السندات، يمكن الشركة من الحصول على ما تحتاجه من الأموال اللازمة من الغير، دون إعطاء هؤلاء الدائنين أي حق في التصويت، أو الاشتراك في إدارة الشركة.

٥- زيادة موارد التمويل المتاحة للشركة

يعد إصدار السندات وسيلة للوصول إلى طبقات معينة من المستثمرين، الذين لا يمكن الوصول إليهم إذا أصدرت أسهمًا.

٦- المرونة

إن إصدار السندات يوفر المرونة لإدارة الشركة، فيما يتعلق بالهيكل المالي؛ من خلال اشتراط حقها في استدعاء السندات للوفاء.

يمكن عدُّ السندات إحدى أهم الأدوات التي تستخدمها الشركات في الحصول على تمويل طويل الأجل، وتعدُّ أيضًا من أهم الأدوات التي تزيد من الرفع المالي، وبالتالي يمكن أن تتسبب في الحصول على أرباح مضاعفة، مع وجود مخاطر أكبر؛ ولذا يجب على الإدارة المالية للشركة الإلمام بمجموعة من المخاطر التي تحد من استخدام السندات في التمويل، مثل: (خصاونة، ٢٠١١).

١- المخاطر التضخمية

يتمحور الخطر هنا حول انخفاض القيمة الشرائية لوحدة النقد، نتيجة ارتفاع المستوى العام للأسعار، وينتج ذلك من انخفاض صافي قيمة التدفقات النقدية؛ لطول آجال هذه السندات، في حال ارتفاع معدلات التضخم.

٢- مخاطر أسعار الفائدة

يوجد ارتباط كبير بين أسعار السندات، وأسعار الفائدة في السوق؛ حيث إن ارتفاع أسعار الفائدة؛ يؤدي إلى انخفاض أسعار السندات، ويظهر هذا الأثر بشكل أكبر مع زيادة آجال السندات؛ حيث إن السندات الأطول آجالاً، وغير القابلة للاستدعاء؛ تكون أسعارها أعلى من السندات ذات الاستحقاق الأقصر آجالاً عند انخفاض أسعار الفائدة السوقية.

٣- مخاطر الإفلاس

تظهر مخاطر الإفلاس عند عجز الشركة عن تسديد قيمة السندات، أو الفوائد المستحقة على السندات، في موعدها المحدد؛ وينتج عن هذا العجز انخفاض التصنيف الائتماني للشركة، ويتبع ذلك انخفاض أسعار هذه السندات في الأسواق المالية؛ وفي النهاية قد يؤدي إلى التصفية.

٤- مخاطر أسعار صرف العملات

تبرز هذه المخاطر عند الاستثمار في الأسواق الخارجية بغير العملة المحلية؛ حيث إن أي انخفاض بأسعار العملة المشتراه بها السندات؛ يلحق بحامل السند خسائر إضافية؛ ويؤدي إلى انخفاض قيمة الاستثمار محلياً.

للسندات سمات عامة، تنتج عن طبيعة هذه السندات، سواء كانت سندات حكومية، أو سندات شركات، منها: (النعيمي، والتميمي، ٢٠٠٩).

١- تصدر السندات بفئات مختلفة، وكل فئة لها قيمة اسمية محددة.

٢- عادة يكون للسندات تاريخ استحقاق محدد، يتراوح من ٢ - ٣٠ سنة.

٣- للسندات فائدة دورية، تمثل تدفقاً نقدياً ثابتاً ومنتظماً، قد يكون سنوياً، أو نصف سنوي، أو ربع سنوي، طبقاً لاتفاقية السندات.

٤- قابلية السند للتداول يجعله أداة ادخارية، واستثمارية في آن واحد.

ب- القروض طويلة الأجل

يتم استخدام القروض طويلة الأجل في تمويل العمليات الاستثمارية، التي تتعلق بالتوسع، مثل: إنشاء خط إنتاج جديد، أو افتتاح فرع آخر، أو تحديث شامل لخطوط الإنتاج الحالية، وأحياناً يتم استخدامه عند

إضافة سلعة جديدة لخطوط الإنتاج الحالية، وعادة تكون مدة هذه القروض تزيد عن ١٠ سنوات، وتتخصص مجموعة من البنوك الاستثمارية بمثل هذا النوع من التمويل.

العوامل المحددة لمصدر التمويل

هناك بعض العوامل المحددة لمصدر التمويل تعود لمتغيرات داخلية، تتمثل بسياسة المنشأة نفسها، ومنها ما يعود لمؤثرات خارجية، تساهم في اختيار المنشأة لنوع معين من مصادر التمويل، بالإضافة إلى ذلك، فإن خصائص كل مصدر من المصادر، يساهم في التأثير على قرار التمويل، ومن هذه العوامل: (الأغا، ٢٠٠٥).

١- السيطرة

يحرص أصحاب المنشأة على المحافظة على سيطرتهم عليها؛ مما يجعلهم يتجهون نحو استخدام الديون، بدلاً من أموال الملكية؛ لزيادة رأس المال؛ حيث إن أصحاب الديون لا يحق لهم التصويت، ولا تأثير لهم على إدارة المنشأة.

٢- الميزة الضريبية

تمتاز الديون في المساهمة في التخفيض الضريبي؛ حيث إن فوائد الديون يتم تخفيضها من الدخل الخاضع للضريبة؛ مما يحقق وفرًا ضريبياً، لا يوجد في حال استخدام أموال الملكية في التمويل.

٣- الملاءمة

يقصد بهذا العامل، المطابقة بين احتياجات المنشأة من الأموال، واستخدامات هذه الأموال؛ ولذا يتم استخدام الأموال قصيرة الأجل في تمويل الاحتياجات قصيرة الأجل، مثل: المصاريف الإدارية، واستخدام الأموال طويلة الأجل لتمويل الاحتياجات طويلة الأجل.

٤- التوقيت

ترجع أهمية توقيت الحصول على الأموال إلى ضرورة مراعاة حركة الاقتصاد، فإذا كان الاقتصاد يتجه نحو الانتعاش والازدهار؛ فإنه من الأفضل أن يتم التمويل بأموال الاقتراض؛ لأن أسعار الفائدة تكون متدنية، وتكون قدرة المنشأة على سداد التزاماتها من فوائد وأقساط كبيرة، أما إذا كان الاقتصاد يتجه نحو الركود؛ فإنه

من المستحسن أن تستخدم المنشأة أموال الملكية؛ حيث إن هذه الأموال لا يترتب عليها أي التزامات ثابتة، كما في حالة الديون.

٥- المرونة

المقصود بالمرونة، القدرة على إرجاع الأموال إلى أصحابها عند عدم الحاجة إليها، أو استبدال مصادر التمويل، وهو أمر ممكن في حالة أموال الاقتراض، إذا ورد نص على ذلك في عقد القرض، أو عقد إصدار السندات؛ ولكن عامل المرونة غير موجود عند استخدام مصادر الملكية، فلا يوجد موعد استحقاق للأسهم، ولا تستطيع الشركة إرجاع الأموال إلى حملة الأسهم وإلغائها.

٦- توافر الأموال من مصادر مختلفة

عند البحث عن أموال بحجم معين، قد تكون المنشأة مجبرة على التعامل مع مصدر معين لديه القدرة والرغبة على توفير هذه الأموال، فإذا كانت المنشأة ترغب في الحصول على تمويل كبير الحجم نسبياً، فإنها قد تكون مجبرة على الحصول على هذا التمويل من مصرف لديه القدرة على توفير مبلغ بهذا الحجم، كما لو أرادت الشركة الحصول على هذا المبلغ عن طريق الملكية، ولم تجد إقبالاً من المستثمرين على هذه الأسهم، عندها ستكون المنشأة مضطرة إلى التعامل مع مصدر آخر للأموال؛ بسبب عوامل خارجة عن إرادتها، تتعلق بالاقتصاد العام.

٧- التكلفة

تعد التكلفة إحدى أهم العوامل التي تساهم في تحديد مصدر التمويل؛ حيث إن لكل مصدر من مصادر التمويل التزامات، يجب على المنشأة تسديدها عند اختيار التمويل به؛ ولذا تقوم الشركة بالموازنة بين المنافع المترتبة على مصدر التمويل، والتكلفة المصاحبة له؛ للمساعدة على اتخاذ قرار التمويل.

٨- المخاطرة

يقصد بالمخاطرة، عدم قدرة المنشأة على سداد التزامات المصاحبة لقرار التمويل؛ حيث إن هذه المخاطر قد تكون مصيرية بالنسبة للمنشأة، وقد تؤول بها إلى الإفلاس في حال العسر الحقيقي.

هذا ولأغراض تحديد مصدر التمويل المناسب، هناك مجموعة من العوامل التي يتعين على المنشأة أخذها بعين الاعتبار، أهمها: (الشواورة، ٢٠١٣).

- حجم الأموال المطلوبة، والفترة الزمنية اللازمة.
- مواءمة مصادر التمويل لأبواب الاستثمار.
- تكلفة التمويل الفعلية، مقارنةً مع العائد المتوقع على الاستثمار.
- مدى تزامن مواعيد التسديد مع مواعيد التدفقات النقدية الداخلة.
- القيود المفروضة على مصادر التمويل.

٢.١.٧ النسب المالية مؤشرات للأداء

إن الإدارة المالية الحصينة، يجب أن تراعي أيضًا مجموعة من الاعتبارات المالية، التي تظهر مدى قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها، وقدرتها على مواجهة التحديات في السوق؛ حيث يستخدم المستثمرون النسب المالية للحكم على موثوقية المنشأة، ومن هذه النسب:

١- نسبة الديون إلى حقوق الملكية (المساهمين)، وتسمى أيضًا نسبة الاقتراض إلى حق الملكية

تقيس هذه النسبة التزامات المنشأة نحو أصحاب الديون، مقارنة بالأموال التي يقدمها الملاك، وهنا نقصد بالاقتراض: الخصوم المتداولة، والمتوسطة، والطويلة الأجل، أما أموال الملكية فيقصد بها: رأس المال، والاحتياطيات، والأرباح المحتجزة، ويتم احتساب هذه النسبة بالمعادلة الآتية: (الجرجاوي، ٢٠٠٨).

$$= \text{إجمالي الديون (قصيرة وطويلة الأجل)} \div \text{حقوق الملكية.}$$

٢- نسبة الاقتراض إلى مجموع الأصول (المديونية)

تستخدم هذه النسبة لقياس مدى تمويل الأصول من خلال الديون؛ حيث تتضمن الديون القروض، والخصوم المتداولة، وجميع أنواع السندات، والقروض طويلة الأجل، ويفضل أن تكون النسبة متوسطة؛ للمحافظة على هامش للأمان في حال الإفلاس (النعيمي، وآخرون، ٢٠٠٩).

وتحسب هذه النسبة وفقًا للنموذج الآتي:

نسبة المديونية (الاقتراض) = (إجمالي الخصوم ÷ إجمالي الأصول) × ١٠٠%.

٣- معدل تغطية الفوائد

يتم استخدام معدل تغطية الفوائد في معرفة المدى الذي يمكن أن تخفضه الإيرادات، قبل أن يفقد المشروع قدرته على مقابلة الفائدة المترتبة عليه؛ حيث يتم احتسابها من خلال العلاقة بين الأرباح قبل الفوائد والضرائب، والأعباء المالية لفترة زمنية محددة، مقسومة على مجموع الفوائد. (الكحلوت، ٢٠٠٥).

وتحسب هذه النسبة وفقاً للنموذج الآتي

معدل تغطية الديون = الأرباح قبل الضرائب والأعباء المالية ÷ الفوائد.

٤- حقوق الملكية إلى الأصول الثابتة

تقيس هذه النسبة مدى تمويل الشركة لأصولها من أموال الغير؛ حيث تساعد في تحديد نوع التمويل الذي يمكن أن تقبل عليه الشركة، في الفترة القادمة. (الغصين، ٢٠٠٤).

ويتم قياس هذه النسبة من خلال المعادلة الآتية:

= حقوق المالكين (المساهمين) ÷ صافي الموجودات الثابتة.

٥- معدل تغطية الفوائد

تقيس هذه النسبة مدى قدرة المنشأة على سداد الفوائد من خلال الأرباح السنوية للشركة؛ حيث إن تعسر سداد أصل القرض والفوائد؛ من شأنه أن يسبب في إفلاس الشركة، ويتم احتسابها بالمعادلة الآتية: (الطويل، ٢٠٠٨).

= صافي الربح قبل الضرائب ÷ الفوائد.

٦- معدل تغطية الأعباء الثابتة

تقيس هذه النسبة مدى قدرة المنشأة على سداد أعبائها الثابتة، دون اللجوء إلى مصادر خارجية، ويتم احتسابها من خلال المعادلة الآتية: (الكحلوت، ٢٠٠٥).

$$= (\text{ربح التشغيل (قبل الفائدة والضريبة)} + \text{الاستهلاكات} + \text{الإيجارات}) \div (\text{الفوائد} + \text{الإيجارات} + \text{أقساط سداد أصل القرض (1/(1-نسبة الضريبة))}).$$

المبحث الثاني - تحليل هيكل رأس المال وأثر الرافعة المالية

٢.٢.١ مقدمة

إن عملية الحصول على التمويل، هي عملية دائمة، قبل البدء في المشروع، وأثنائه، وعند النمو والانتشار. إن جميع المنشآت تسعى بشكل دائم إلى الحصول على تمويل لعملياتها، سواء طويلة الأجل، أم لتمويل العمليات اليومية التشغيلية، وهناك مفهومين مختلفان للتمويل، الأول: يتعلق بالهيكل المالي، الذي يهتم بكيفية توفير المنشأة لأصولها المختلفة، والآخر: هيكل رأس المال، الذي يتعلق بالتمويل الدائم للمنشأة، الذي يتكون عادة من: القروض طويلة الأجل، والأسهم الممتازة، وحقوق الملكية (الأغا، ٢٠٠٥)، وتتلخص مصادر التمويل بمصدرين، إما داخلي، أو خارجي، أما المصادر الداخلية فتتمثل بالأرباح المحتجزة، وأما المصادر الخارجية، فإما أن تكون تمويلًا بالملكية، أو عن طريق الديون، وغالبًا ما تكون عملية التمويل مزجًا بين المصادر جميعها، خاصةً في الفترة الأولى من حياة المشروع، ففي فترة التأسيس يكون هناك حاجة لحجم كبير من التمويل، الذي يصعب الحصول عليه من مصدر واحد من مصادر التمويل؛ لما يصاحب ذلك من ارتفاع في التكلفة؛ ولذا تحاول المنشأة المزج بين هذه المصادر بالشكل الأمثل، الذي يوفر هيكلًا ماليًا يتماشى مع متطلباتها من الأموال، ويقابل الأخطار الموجودة في سوق العمل، وبما يحقق مصالح الملاك.

٢.٢.٢ ماهية هيكل التمويل

يعد الاستثمار عملية مبادلة بأموال بالحاضر، أموالًا بالمستقبل؛ حيث إن كلاً من: الفرد، والمنشأة، يقدم تكلفة على أمل الحصول على إيراد بالمستقبل، فالفرد يقدم الأموال لشراء الأسهم، أو السندات (الديون بشكل عام)؛ على أمل الحصول على إيرادات منها بالمستقبل، وتقدم المنشأة تكلفة للحصول على هذه الأموال؛ على أمل الحصول على عوائد تغطي عوائد الفرد المستثمر، وتحقق عوائد إضافية لها، فالأمران مرتبطان معًا، ومن هنا ينبع مفهوم هيكل التمويل؛ حيث إن الشركات تسعى للحصول على هيكل تمويلي يساهم في تحقيق إيرادات أعلى، ويساهم في منح الشركة موقعًا تنافسيًا أفضل؛ مما يساعد في تحقيق العوائد المنشودة، وبالتالي نجاح المنشأة ككل.

يعرف هيكل التمويل بأنه: هيكل مصادر التمويل، أو جانب الخصوم وحقوق الملكية، في كشف المركز المالي، أو هو الطريقة التي يتم من خلالها تمويل أصول المنشأة (التميمي، والخرشة، ٢٠٠٧).

٢.٢.٣ العوامل المحددة لهيكل التمويل

عند تحديد هيكل رأس المال، تتداخل مجموعة كبيرة من المؤثرات، التي تحدد اتجاه التمويل بالنسبة للشركة، سواء كانت هذه المؤثرات داخلية، أو خارجية، وبالطبع يتفاوت أثر كل عامل منها بناء على البيئة الاقتصادية العامة، ومدى ملاءمة هيكل التمويل للاتجاه العام للاستثمار، ومن هذه العوامل: (النعيمي، وآخرون، ٢٠٠٩).

- المخاطر التشغيلية

ترتبط هذه المخاطر بالمهنة نفسها، حيث إن بعض الأعمال تتصف بالمخاطرة، وبالتالي لا تستطيع أن تتحمل مخاطر إضافية، مرتبطة بالتمويل بالديون، ومن هذه المهن شركات التكنولوجيا، وبعض الأعمال الخاصة بالسلع الكمالية، في حين أن الشركات التي تعمل بالمواد الأولية مثلاً، تكون المخاطر لديها أقل، ولديها قدرة أكبر على الاتجاه نحو الديون.

- الموقف الضريبي

تمتاز الديون بوجود الوفر الضريبي عند احتساب تكلفتها، وبالتالي كلما كانت الشركة تحقق وفراً ضريبياً أكبر، زاد من رغبتها بالاتجاه نحو الديون بشكل أكبر؛ للاستفادة من ميزة الوفر الضريبي، أما بعض الشركات التي تكون معفاة من الضريبة بشكل كامل، فلا تتوافر لديها هذه الميزة، وبالتالي لا يكون لها أثر على اتخاذ القرار، بالاتجاه نحو الديون أم لا.

- المرونة التمويلية

ينظر -عادة- المقرض عند منحه الدين إلى المركز المالي للمقترض؛ حيث إن المقرضين دائماً يسعون نحو أن يكون المقترض قادراً على السداد في أسوأ الأوضاع العصيبة، وبالتالي عند رغبة المقرض الحصول على قرض، ويكون مركزه المالي سيئاً، تكون شروط الاقتراض في صالح المقرض، من حيث: المبلغ، ونسبة الاقتراض، وآلية السداد، على عكس الشركات ذات المركز المالي الجيد؛ ولذا نجد أن الشركات ذات المركز المالي الضعيف، تكون نسبة المديونية بها قليلة نسبياً، مقارنة بغيرها من الشركات.

- درجة تحفظ أو جرأة الإدارة

مع مراعاة العوامل السابقة، يبقى من يدير الشركة هم بشر؛ لذلك تلعب الصفات الشخصية الخاصة بمن يقوم بالإدارة، دروًا في التأثير على اتجاهات الاستثمار، من حيث: الجرأة، والإقدام على المخاطر، أو الرغبة بالعمل ضمن بيئة منخفضة المخاطر بالحد الممكن، وعليه وإن كانت جميع العوامل السابقة في مصلحة الاقتراض، من حيث مخاطر الأعمال، ووجود وفر ضريبي يمكن الحصول عليه، ووجود مركز مالي جيد، وكانت الإدارة تميل نحو العمل ببيئة منخفضة المخاطر، فستكون نسبة المديونية في هيكل التمويل منخفضة.

بالإضافة للعوامل السابقة، يمكن إضافة العوامل الآتية، (الشهاوي، ومصطفى، ٢٠١٣).

- هيكل الأصول

يؤثر هيكل الأصول للمنشأة على اتجاهات التمويل؛ حيث إن المنشأة التي تكون أصولها ثابتة بالعموم، يكون لديها ميول أكبر للحصول على التمويل من القروض طويلة الأجل، أما المنشأة التي تكون أغلب أصولها ذممًا ومخزونًا، تعتمد بشكل أساسي على القروض قصيرة الأجل، مع ملاحظة أن كلا النوعين مستخدم لدى أنواع الشركات عامة؛ ولكن الأثر يكون في زيادة الاعتماد على نوع من التمويل بدلاً من غيره.

- المنافسة

عند التعامل مع الديون، يكون النظر دائمًا نحو السداد، ومحاولة عدم وقوع الشركة في فخ العسر، وبالتالي إمكانية الإفلاس؛ ولذا عندما تكون الشركة تعمل في مجال سهل، يتصف بكثرة المنافسة؛ بحيث يمكن للشركات الجديدة الدخول فيه بسهولة، ومنافسة الشركة واقتطاع جزء من هامشها، كل ذلك له أثر على إمكانية الشركة بالوفاء بالتزاماتها، المرتبطة بالحصول على تمويل بالديون، فكلما كانت المنافسة أشد، قل الاعتماد على الديون في عملية التمويل؛ لارتفاع المخاطرة التي تتعرض لها الشركة والمتعلقة بالسداد.

وإلى جانب ما سبق، هناك مجموعة من العوامل الأخرى التي يمكن للإدارة أخذها بالاعتبار، عند تحديد هيكل التمويل، أهمها: (فياض، ٢٠١١).

- المخاطر المالية

ترتبط هذه المخاطر بشكل أساسي بعملية السداد، فكلما زادت الديون زادت مخاطر عدم القدرة على السداد، وبالتالي أصبح هناك اتجاه نحو استخدام مصادر تمويلية أخرى، غير الديون، ففي الشركات التي

تكون نسبة الديون فيها منخفضة، تكون لديها قدرة أكبر على الاتجاه نحو الديون، عند الحاجة للتمويل، أما الشركات التي نسبة الديون في هيكلها التمويلي مرتفعة، فتكون أقل جرأة بالاتجاه نحو الديون، عند طلب التمويل في المستقبل.

- الرفع التشغيلي

ترتبط مخاطر النشاط بشكل طردي بالرفع التشغيلي، فكلما كانت الرافعة التشغيلية أقل، كان احتمال الاتجاه نحو الرافعة المالية أكبر؛ لانخفاض مخاطر النشاط، ففي الشركات التي تكون الرافعة التشغيلية فيها مرتفعة، غالبًا ما تتجه نحو تمويل عملياتها بعيدًا عن الديون؛ بسبب تزايد المخاطر المتعلقة بالنشاط، وعدم قدرة الشركة على تحمل مخاطر إضافية.

- معدل النمو

كلما كانت المنشأة تتصف بسرعة النمو، كان اتجاه التمويل لها يعتمد على القروض، وعدها وسيلة مؤقتة، وأسرع في الحصول عليها من المصادر الأخرى؛ ولكن مع تعاضم حجم المنشأة، وارتفاع المخاطر التي تتعرض لها؛ بسبب تزايد حجم التمويل بالقروض؛ فإن ذلك يدفع الإدارة إلى التفكير في مصادر أخرى للتمويل؛ للتقليل من المخاطر.

- الربحية

في حالة تعاضم ربحية المنشأة، ووجود حجم كبير من الأرباح المحتجزة، فإن ذلك يوفر مصدر تمويل ذا تكلفة متدنية، ومخاطرة قليلة؛ حيث إن الشركات ذات الربحية المرتفعة تتجه غالبًا نحو استخدام مواردها الداخلية (الأرباح المحتجزة)، بدلاً من الاتجاه نحو الاقتراض؛ لما يوفر ذلك المحافظة على أقل حد من المخاطر التي تتعرض لها المنشأة.

- التحكم والسيطرة

إن اتخاذ قرار التمويل بين الدين والملكية، يؤثر بشكل مباشر على وضع الإدارة في الشركة، فلو كانت الإدارة تمتلك ما قيمته ٥٠% من أسهم الشركة، ولا تستطيع امتلاك المزيد، عنده يكون لها السيطرة على مجريات الأمور فيها، وتكون اتجاهات الإدارة هنا نحو التمويل بالديون، فلو قامت الإدارة باتخاذ قرار التمويل بالملكية، سوف تفقد السيطرة على الشركة، هذا في حال كون المركز المالي جيدًا، أما لو كان المركز المالي

ضعيفاً، فمن الأفضل الاتجاه نحو التمويل بالملكية؛ حيث إن التمويل بالديون سوف يزيد من المخاطر التي تتعرض لها الشركة، ويتجه بها نحو الإفلاس.

- مواقف المقرضين ووكالات تصنيف الائتمان

عادة يكون لموقف المقرضين، ووكالات تصنيف الائتمان للشركات، أثر على اتجاهات التمويل؛ حيث تقوم الشركة باستشارة هذه الأطراف، وتعطي أهمية للآراء المطروحة بشكل كبير عند اتخاذ قرار التمويل.

- أحوال سوق رأس المال وظروفه

يكون لاتجاهات أسواق رأس المال، أثرٌ بالغ الأهمية عند اتخاذ قرار التمويل، حيث إن ارتفاع أسعار الفائدة السوقية، وانخفاض الأسعار السوقية: للأسهم، والسندات، قد لا يشجع الإدارة على الاتجاه نحو أسواق رأس المال؛ لتمويل عملياتها القادمة، والاكتفاء بمصادر التمويل الداخلية كبديل عنها.

٢.٢.٤ خصائص هيكل التمويل

عند تحديد هيكل التمويل، تسعى الإدارة بشكل دائم إلى أن يكون هيكل التمويل ملبياً لاحتياجات الشركة، ومتطلبات الفترة القادمة، ويساهم على زيادة ثروة الملاك؛ ولتحقيق ذلك يجب أن يتوافر في هيكل التمويل مجموعة من الخصائص، منها: (سعادة، ٢٠١٠).

- الملاءمة

من أهم خصائص التمويل الفعال، أن تكون مصادر التمويل ملائمة لاستخداماتها؛ بحيث يتم تمويل الأصول الثابتة بمصادر التمويل طويلة الأجل، في حين تمول العمليات التشغيلية من مصادر قصيرة الأجل، ففي حالة عدم ملاءمة مصدر التمويل لاستخدامه، ينتج عن ذلك آثاراً سلبية؛ فعند التمويل باستخدام مصدر قصير الأجل لتمويل احتياج طويل الأجل؛ فسوف يؤثر ذلك على الربحية؛ لارتفاع تكاليف مصدر التمويل. وعند تمويل احتياج طويل الأجل من خلال مصدر تمويل قصير الأجل، ينتج عن ذلك تأثير سلبي على عناصر السيولة؛ مما يعرض الشركة لإمكانية عدم القدرة على السداد في المواعيد المحددة.

- المرونة

تتعلق هذه الخصيصة بقدرة هيكل التمويل على مواكبة التطورات المحيطة بالمنشأة، سواء كانت مؤثرات داخلية، مثل: كفاءة الموارد البشرية، وتنظيم التوظيف، والتدريبات المطبقة، والنظم المعلوماتية المستخدمة. أو مؤثرات خارجية، مثل: معدلات التضخم السائدة، ومعدلات الفائدة، وأسعار المواد الخام، وتوجهات النقابات العمالية، وغيرها من المؤثرات التي تنتج عن التطورات المحيطة بمنشأة الأعمال، وعند الاعتماد على هيكل تمويلي لا يتلاءم مع المعطيات المحيطة به؛ ينتج عن ذلك ارتفاع تكاليف التمويل، والتأثير على معدلات السيولة؛ وقد يؤدي إلى ضعف القدرة الائتمانية للمنشأة.

- التوقيت المناسب

من أهم العناصر التي يجب الاهتمام بها توقيت الحصول على التمويل، التي من شأنها إنجاح الهيكل التمويلي؛ حيث إن العديد من الفرص الاستثمارية المتاحة، تذهب هباءً عند عدم القدرة على توفير التمويل بالوقت المطلوب؛ وينتج ذلك غالباً لكون عملية التمويل عملية مزدوجة الأطراف، سواء كان تمويلًا بالملكية، أم تمويلًا من خلال الديون، وبالتالي يجب عند أي عملية تمويل أن تتحقق المصلحة لكلا طرفي عملية التمويل، بالإضافة لذلك قد يكون الاضطراب في الأسواق المالية -والناتج عن قضايا اقتصادية- سبباً في ضياع كثير من الفرص الاستثمارية.

- الدخل المتوقع

عند القيام بأي عملية تمويل، يتم النظر إلى تأثير هذا التمويل على معدلات الربحية للشركة، فإن كانت تكلفة مصدر التمويل، لا توازي التطور المصاحب لها في الربحية، يكون لذلك أثر ضار على أعمال الشركة ككل، وبالتالي فإن عملية تحديد تكلفة المصدر، ومقابلته بتطور الربحية المصاحب له، يعتمد على الخبرة، والقدرة على الجمع بين العوامل كافة، التي كان لها أثر على إحداث تغير في ربحية الشركة، بحيث يتم الخروج بنتيجة صحيحة.

٢.٢.٥ مناهج إعداد هيكل التمويل

للوصول إلى الهيكل التمويلي الأنسب للمنشأة، يوجد ثلاثة مناهج يمكن من خلالها مساعدة الإدارة في إعداد هيكل التمويل الخاص بها بالشكل الأمثل، وهي: (المركبي، واللحج، ٢٠٠٦).

- منهج التوازن

يعمل هذا المنهج بشكل أساسٍ على تحديد تكلفة الأموال، واختيار المزيج التمويلي الذي يقلل التكلفة بالحد الممكن، وبالتالي استمرار هيكل التمويل في حالة من التوازن، والمرونة، ويقوم هذا المنهج على عدة افتراضات، منها: أن هناك عائداً متوقعاً تحقيقه في المستقبل، ووجود حالة معينة من العرض والطلب في السوق، التي تحدد أسعار الفائدة، وبالتالي فإن هذه العناصر معاً، تؤدي إلى الوصول إلى هيكل تمويلي مناسب.

- منهج التوازن المقارن

في هذا المنهج، يتم احتساب معدل عائد إضافي يجب تحقيقه، بالإضافة لتكلفة التمويل، وبالتالي يتم وضع أكثر من خطة تمويلية، وتحديد أثر كل خطة على تكلفة التمويل، وصولاً إلى العائد المطلوب.

- منهج التوازن الحركي الديناميكي

في هذا المنهج، يخرج الأمر عن مجرد احتساب تكلفة البدائل، أو إضافة معدل عائد، وإنما يفترض وجود متغيرين يؤثران في اختيار المزيج التمويلي المناسب، وهما: المخاطر المالية، ومخاطر الأعمال، مع أخذ أثر عوامل البيئة الداخلية والخارجية للمنشأة بالاعتبار، مع الأخذ بالاعتبار عند وضع الهيكل المالي كلاً من: التكلفة، والمركز الائتماني، ومجال استخدام الأموال، والقرارات المالية التي اتخذت في الماضي، وغيرها من العوامل.

وحول ما سبق، فإن وضع الهيكل المالي السليم يستوجب أخذ المناهج الثلاثة بالاعتبار؛ حيث إن المزج بينهم يكون له أثر في تحقيق أهداف المنشأة، والسعي وراء الحصول على هيكل مالي يلبي احتياجاتها، ويحافظ عليها في بيئة استثمارية آمنة.

٢.٢.٦ نظريات الهيكل التمويلي

لقد نال موضع هيكل التمويل اهتمام الكثير من المفكرين؛ حيث يوجد عدد من النظريات، التي عملت على تحديد أثر هيكل التمويل على قيمة المنشأة، وعلى أسعار أسهمها، وأيضاً البحث في اتجاهات الإدارة في تكوين هيكل رأس المال؛ حيث إن الإدارة تهدف بشكل أساسٍ إلى تعظيم ثروات الملاك، وبالتالي يجب أن يكون هيكل رأس المال يلبي هذه الاحتياجات، ومن هذه النظريات ما يأتي:

أولاً- مدخل صافي الأرباح

يرى أصحاب هذا المدخل أنه يمكن زيادة القيمة السوقية للمنشأة، وتخفيض تكلفة الأموال، عن طريق نسبة الاقتراض، وهو يخضع للافتراضات الآتية: (الحناوي، والعبد، ٢٠٠٧).

- إدراك المستثمرين للمخاطر لا يتغير بزيادة الاقتراض، وبالتالي معدل الفائدة على السندات، أو الاقتراض، ثابت لا يتغير بنسبة الرفع المالي.

- بزيادة الاقتراض تزداد المخاطر التي يتعرض لها الملاك، وبالتالي معدل العائد الذي يطلبه الملاك يكون أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض.

ثانياً - نظرية Modigliani & Miller

ظهرت نظرية Modigliani & Miller في عام ١٩٥٨، في بداية الأمر، كان اتجاه النظرية أن الهيكل المالي لا يؤثر على قيمة المؤسسة بالمطلق، وذلك في ظل غياب الضرائب بالكامل؛ حيث إن النظرية تقوم على افتراض، أن قيمة المؤسسة تتحدد من خلال الأرباح التي تحصل عليها، عن طريق أصولها المختلفة؛ أي تتحدد قيمتها من خلال الاستثمارات التي تملكها، وليس من خلال شكل التمويل بهي (لزغم، ٢٠١٢).

وفيما بعد، لاقت هذه النظرية الكثير من الانتقادات، التي دفعت الباحثين، في عام ١٩٦٣ إلى نشر مقال تصحيحي، لإظهار أثر وجود الضريبة؛ حيث أسقط الباحثان فرضيتهما فيما يخص عدم وجود الضريبة، وذلك من خلال توضيح أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، في حال وجود الضرائب، وأثبتت هذه النظرية أن قيمة المنشأة تزداد بشكل مستمر كلما زادت نسبة الدين؛ بسبب تحقيق الوفر الضريبي، الذي يخفض تكلفة رأس المال لإمكانية خصم الفوائد من الضريبة، وأكدت هذه النظرية أنه في ظل غياب الضريبة، فإنه لا أثر لهيكل التمويل على قيمة المنشأة، وقامت هذه النظرية على مجموعة من الافتراضات، منها: (خصاونة، ٢٠١١).

- عدم وجود أي تكاليف للوساطة عند القيام بالعمليات المالية.

- أن الشركة تعمل في سوق حر، وبالتالي تستطيع الدخول والخروج بحرية دون أن يؤثر ذلك على أسعار الأوراق المالية.

- يستطيع المستثمرون الأفراد الحصول على القرض بالشروط ومعدل العائد للشركات نفسيهما.

- يوجد شفافية تامة؛ بحيث يملك المستثمرون المعلومات نفسها التي لدى إدارة الشركة حول فرص الشركة الاستثمارية.

- لا يوجد أي ضرائب على دخل الأفراد.

- أن المستثمرين جميعًا في السوق يتصرفون بمبدأ المستثمر الرشيد، والعقل.

- يمكن تقسيم شركات الأعمال إلى مجموعات متجانسة، إذا كانت أرباحها المتوقعة لها خصائص الخطر نفسها.

- أن الشركات تعمل بسياسة توزيع الأرباح بالكامل، فلا يوجد أرباح محتجزة، كما لا يوجد ضريبة على الأرباح الموزعة.

ويذكر أن هذه الافتراضات لاقت الكثير من الانتقادات؛ حيث إن معظمها غير واقعي، ولا يتماشى مع الحياة العملية في سوق المال، وهو ما أنتج مجموعة من النظريات التي تناولت هذه الانتقادات، وعلى الرغم من كثرة الانتقادات، إلا إن هذه النظرية بقيت تعد الدعامة الأساسية لنظريات الهيكل التمويلي، والدراسات اللاحقة في أدبيات التمويل.

ففي عام ١٩٧٧، طور (ميلر) نموذجًا بشكل شخصي، تناول فيه تأثير التمايز في معدلات الضريبة على دخل الأفراد من جهة، ودخل الشركات المساهمة العامة من جهة أخرى، وخلص (ميلر) إلى أن أخذ عامل الضرائب بعين الاعتبار، يقلل من منافع الافتراض المطلق للشركات المساهمة العامة، وعليه يمكن تعظيم القيمة السوقية للمنشأة من خلال وجود الرفع المالي، وكان ذلك في إطار الرد على الانتقادات بشأن افتراض أن لا ضريبة على دخل الأفراد (Hull, ٢٠٠٧).

وفي عام ١٩٧٦، ظهرت نظرية (جنسن) و(مكلنج) (Jensen & Mecling)، التي نتجت عن الانتقادات الموجهة لافتراض عدم وجود أي تكاليف للوكالة، الواردة في نظرية (مودجلياني) و(ميلر)؛ حيث تعد تكلفة الوكالة، إحدى أهم العوامل التي تؤثر على تكوين هيكل رأس المال، وهو أمر مهم بالنسبة لكل من: الإدارة، والمساهمين، والموظفين، والدائنين. وبشكل أساسي نشأت الوكالة لوجود تضارب المصالح، بين الإدارة والموظفين والدائنين، والمساهمين، ونتج عن هذه النظرية، أن هناك تأثيرًا سلبيًا للافتراض، على القيمة السوقية للشركة، وينجم ذلك عن زيادة تكاليف الرقابة والمتابعة لأعمال إدارة الشركة، بالإضافة لتكاليف ناتجة عن

ضعف الكفاءة الإدارية، وفي عام ١٩٨٦، قام (جنسن) بتطوير مفهوم تكاليف الوكالة؛ ليشمل سوء استخدام الإدارة للسيولة في حال توافرها؛ لخدمة مصلحتها على حساب مصلحة المساهمين، وهذا ما سمي بنظرية "Free Cash Flow Theory" (Roshan, ٢٠٠٩).

ثالثاً - نظرية المقايضة

ظهرت هذه النظرية من قبل (Kraus & Litzenberger) في عام ١٩٧٣، وهي تقوم على أساس مقابلة المنفعة والتكلفة، لكل بديل من البدائل، سواء: الديون، أو الملكية؛ للوصول إلى البديل الأقل تكلفة، والمزيج الأفضل المكون لهيكل رأس المال، وذلك بعد احتساب تأثيرات السوق، ومخاطر الإفلاس، وتكاليف الوكالة، وغيرها من العوامل؛ حيث تعتمد هذه النظرية على نظرية الدرع الضريبي، ونظرية تكاليف الإفلاس، ونظرية الوكالة، وهذه النظرية تفترض وجود هيكل رأسمالي مثالي للشركة، عند تغطية فوائد التمويل بالاقتراض كامل تكاليف التمويل بالاقتراض، وبحسب هذه النظرية فإن العناصر الأكثر تأثيراً على هيكل رأس المال المثالي هي: الضرائب، وطبيعة الأصول التي تملكها الشركة، وربحية الشركة (Miglo, ٢٠١٠).

رابعاً - نظرية تسلسل اختيار مصدر التمويل

قدم (مايرز) هذه النظرية في عام ١٩٨٤، وهي تقوم على افتراض أن الشركات عند قيامها بالتمويل، تستند إلى تسلسل ثابت للمصادر المستخدمة على النحو الآتي: أولاً- التمويل الذاتي -الأرباح المحتجزة، والاحتياطيات-؛ ولذلك تعتمد الشركات دائماً إلى المحافظة على حجم معين من الأرباح المحتجزة، والاحتياطيات؛ لاستخدامها كمصدر رئيسٍ لعمليات التمويل. ثانياً- في حال كون الاحتياطيات والأرباح المحتجزة غير كافية لعملية التمويل، تلجأ المنشأة لإصدار سندات دين، ومن ثم إصدار الأذونات المالية الهجينة، كالأسهم الممتازة، والسندات، وفي حالة عدم قدرة هذه المصادر على سداد احتياجات المنشأة من التمويل، فإنها تلجأ إلى إصدار الأسهم العادية كملأذ أخير للتمويل، ويرجع هذا التسلسل بناءً على حساسية هذه المصادر لتباين المعلومات؛ لأن تكاليف التمويل تزداد مع زيادة التباين في المعلومات بين المنشأة -المديرين-، ومصادر التمويل -المستثمرين- (Jahanzeb, & other, ٢٠١٤).

خامساً - نظرية توقيت السوق "Market Timing Theory"

في عام ٢٠٠٢، قام (بيكر) و(ورجلر) (Baker & Wurgler) باقتراح نظرية لهيكل رأس المال، تنص على أن هيكل رأس المال الحالي، هو نتاج لتراكمات في الماضي، التي تتعلق بمحاولة توقيت سوق

الأسهم؛ حيث تقوم الشركة بإصدار أسهم عند ارتفاع أسعار الأسهم، وتعمل على إعادة شرائها عند انخفاض القيمة، بهدف استغلال التقلبات المؤقتة في السوق؛ ولذا عندما تكون أسعار الأسهم مقيمة بقيمتها الحقيقية، أو أكثر، تتجه الشركة إلى إصدار أسهم. وعندما تكون الأسهم مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية، تتجه الشركة إلى الديون (Baker, & Wurgler, 2002).

٢.٢.٧ تكلفة التمويل

عند البدء في أي مشروع يكون هناك حد أدنى من العائد الذي يحقق رضا المستثمرين، ويدفعهم لقبول الاستثمار، وهو ما يسمى بتكلفة التمويل؛ ولذا قبل البدء بأي مشروع، يقوم المستثمرون باحتساب تكلفة الأموال المطلوبة لهذا المشروع، ومقابلتها بالعوائد المتوقعة من هذه الأموال، وعليه يتم اتخاذ قرار الاستثمار بالمشروع أم لا. ويكون مزيج هذه المصادر معاً الهيكل المالي للمنشأة، فكلما كانت تكلفة هيكل التمويل أقل، كان لذلك أثر على قدرة المنشأة على تحقيق عوائد أكثر، وعلى استقرار عمل المنشأة، وزيادة القدرة التنافسية لها، ويساهم أيضاً في زيادة ثروة المساهمين؛ ولذا ينظر لكل عملية تمويل كاستثمار مستقل، بحيث يتم العمل على معرفة التكلفة المترتبة عليها في مقابل العائد المتوقع منها، ويختلف شكل التكلفة المترتبة على كل مصدر بناء على نوعه، ففي حالة القروض تكون عبارة عن فوائد، وفي حالة الملكية تكون على شكل أرباح موزعة، وفي النهاية يمكن القول: إن تكلفة التمويل هي: معدل العائد الذي يساعد على ثبات القيمة السوقية للمنشأة، وتعظيم ثروة الملاك.

احتساب تكلفة التمويل

لكي يتم احتساب تكلفة التمويل، لابد من احتساب تكلفة كل عنصر من عناصر الهيكل المالي، وإيجاد التكلفة المرجحة لهيكل رأس المال، وذلك كما يأتي

أولاً- تكلفة القروض والمديونية

عند احتساب تكلفة القروض يتم أخذ الضريبة بعين الاعتبار؛ حيث إن فوائد القروض تعفى من الضريبة؛ مما يؤدي إلى أن تكلفة القروض بعد الضريبة، أقل من تكلفة القروض قبل الضريبة، وهي ميزة للتمويل بالقروض، وعليه يمكن احتساب تكلفة القروض من خلال المعادلة الآتية:

تكلفة المديونية بعد الضريبة = العائد المطلوب من قبل حملة المديونية - الوفر الضريبي (النعيمي،
والتميمي، ٢٠٠٩).

ثانياً - تكلفة الأسهم الممتازة

تكلفة الأسهم الممتازة هي عبارة عن نسبة الأرباح الدورية المدفوعة من قبل المنشأة لحملة الأسهم،
مقسومة على صافي المبلغ الذي تحصل عليه المنشأة من بيع هذه الأسهم، وعليه يمكن احتساب تكلفة الأسهم
الممتازة من خلال المعادلة الآتية:

تكلفة الأسهم الممتازة (الحد الأدنى المطلوب) = التوزيعات السنوية (معدل العائد السنوي على السهم)
÷ السعر السوقي للسهم الممتاز (حنفي، ٢٠٠٦).

ثالثاً - تكلفة الأسهم العادية

تتمثل تكلفة الأسهم العادية في العائد الذي يطلبه المستثمرون (حملة الأسهم)، لقاء امتلاكهم لهذه
الأسهم، وحيث إن المنشأة تتحمل تكلفة عند تسويق أسهمها الجديدة وتوزيعها، فإن تكلفة إصدار أسهم جديدة
يكون عادة أعلى من تكلفة التمويل من خلال الأرباح المحتجزة، وعليه يمكن احتساب تكلفة الأسهم العادية من
خلال المعادلة الآتية:

تكلفة إصدار أسهم عادية = (الأرباح المتوقعة خلال العام ÷ سعر السهم السوقي الحالي) (١ - نسبة
تكلفة التوزيع والتسويق)) + معدل النمو في توزيعات الأرباح (العلي، ٢٠١٠).

رابعاً - تكلفة الأرباح المحتجزة

تعتبر تكلفة الأرباح المحتجزة عن العائد الذي يطلبه حملة الأسهم العادية، عن التمويل الممتلك الذي
تحصل عليه المنشأة عن طريق احتجاز الأرباح، بدلاً من توزيعها على حملة الأسهم العادية، ويوجد مجموعة
من الطرق التي تستخدم لإيجاد تكلفة الأرباح المحتجزة، منها: (النعيمي، وآخرون، ٢٠٠٩).

- أسلوب نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية.

- أسلوب عائد السند، وعلاوة المخاطرة.

- أسلوب التدفق النقدي المخصوم.

وحول ما سبق، يمكن القول بأن طريقة احتساب تكلفة التمويل بالدين تعد من أسهل المصادر في تحديد التكلفة، وأكثرها دقة، في حين أن المصادر الأخرى تحتاج لبعض الحكم الشخصي، والخبرة من قبل المديرين؛ لتقدير بعض العناصر التي يتم من خلالها تحديد تكلفة مصدر التمويل، ويتم جمع تكلفة كل مصدر من المصادر المكونة لهيكل رأس المال، لإيجاد المتوسط المرجح، الذي يعبر عن تكلفة المزيج ككل.

الفصل الثالث - بورصة فلسطين وأسعار الأسهم

المبحث الأول - بورصة فلسطين رؤية وأهداف.

المبحث الثاني - تحليل العلاقة بين الرافعة المالية وأسعار الأسهم.

المبحث الأول - بورصة فلسطين: رؤية وأهداف

٣.١.١ مقدمة

تعد الأسواق المالية عبارة عن بوابة الاقتصاد الداخلي، التي تساهم في النمو والازدهار؛ حيث تعمل على تلبية حاجات الشركات من تنوع مصادر التمويل، والدفع بالاقتصاد الوطني نحو المزيد من النمو والانتعاش.

٣.١.٢ نشأة بورصة فلسطين

تأسست شركة سوق فلسطين للأوراق المالية كشركة مساهمة خصوصية في عام ١٩٩٥، وذلك بمبادرة من شركة فلسطين للتنمية والاستثمار -بديكو-، بعد إصدار دراسة شاملة حول إقامة سوق للأوراق المالية، وحصلت بموجبها على موافقة السلطة الفلسطينية على المشروع، بتاريخ ١٩/٠٧/١٩٩٥، وفي تاريخ ١٩٩٦/١١/٠٧ تم توقيع ورقة اتفاق تشغيل السوق مع السلطة الفلسطينية؛ حيث بدأ التداول الفعلي في السوق بتاريخ ١٨/٠٢/١٩٩٧ (شراب، ٢٠٠٦).

٣.١.٣ تطور بورصة فلسطين

مرت بورصة فلسطين بمجموعة من المحطات التي كان لها أثر كبير في تطور عمل السوق، ففي تاريخ ١٨/٠٢/١٩٩٧ بدأ عمل البورصة بعدد محدود من الشركات في بداية الأمر، ثم تزايد عدد الشركات بشكل كبير في السنوات التالية، وفي مطلع فبراير من العام ٢٠١٠، تم تحويل الشركة إلى شركة مساهمة عامة؛ تماشيًا مع قواعد الحوكمة الرشيدة، والشفافية، وفي سبتمبر من العام نفسه تم إطلاق الهوية المؤسسية الجديدة -بورصة فلسطين-؛ بدلاً من سوق فلسطين للأوراق المالية، وقد حققت البورصة مجموعة من الإنجازات، ففي عام ٢٠٠٥ حقق مؤشر القدس نموًا بنسبة ٣٠٦%، ويعود هذا النمو إلى إدراج شركة الاتصالات الفلسطينية أسهمها للتداول في سوق أبو ظبي للأوراق المالية، التي صاحبها وجود توقعات كبيرة في ارتفاع سعر السهم، وهي النسبة الأعلى بين أسواق العالم (أبو عمرو، ٢٠٠٨)، وفي عام ٢٠٠٩ حصلت البورصة على المركز (٣٣) عالميًا، والمركز الثاني بين الأسواق العربية (www.pex.ps).

٣.١.٤ أهداف بورصة فلسطين

تسعى بورصة فلسطين بشكل دائم إلى التميز في الخدمات المقدمة، والعمل على خلق فرص استثمارية مثالية لجذب الاستثمارات؛ وسعيًا وراء ذلك تستخدم التقنيات الرفيعة، والعمل على بناء علاقات بناءة مع الأسواق العربية، والإقليمية، والعالمية، وتسعى إلى تحقيق مجموعة من الأهداف منها: (التقرير السنوي لبورصة فلسطين ٢٠٠٨).

- توفير فرص لاستثمار الأموال في الأوراق المالية، بما يضمن سلامة المعاملات ودقتها، وتعزيز تفاعل عوامل العرض والطلب.

- العمل على تطوير الرقابة وتطبيقها وإحكامها على أدوات العمل الفنية والإدارية، الخاصة بعملية الإدراج، والتداول، والعمليات الأخرى، بما يضمن تداول كفؤ وشفاف وعادل.

- السعي نحو تنمية الوعي الاستثماري، وتعزيز التفاعل مع المجتمع المحلي، والمؤسسات الاقتصادية: المحلية، والعربية، والدولية.

- إتاحة مناخ مناسب وجذاب لتشجيع الاستثمارات، من خلال الالتزام بالقوانين المحلية، وقواعد حوكمة الشركات، ولا سيما الإفصاح.

- توفير تنوع في الأدوات المالية المتاحة للاستثمار، من خلال العمل على إدراج شركات جديدة، وتوفير خدمات، وزيادة عمق السوق.

- خلق بيئة عمل مهنية داخل السوق؛ بالتركيز على بناء كوادر بشرية عالية الأداء، ومواكبة تكنولوجيا الأسواق المالية.

وتعمل بورصة فلسطين تحت إشراف هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، طبقًا لقانون الأوراق المالية رقم (١٢) لسنة ٢٠٠٤، ووفق مجموعة من القوانين التي ترتبط بتنظيم عمل الشركات، أهمها: (www.pex.ps).

- قانون الشركات (١٥ أيار ١٩٢٩).

- قانون الشركات رقم ١٢ لسنة (١٩٦٤).

- قانون الأوراق المالية رقم ١٢ لسنة (٢٠٠٤).

- قانون هيئة سوق رأس المال رقم ١٣ لسنة (٢٠٠٤).

كما اعتمدت بورصة فلسطين ثماني شركات وساطة كأعضاء فيها، وهي: (www.pex.ps).

- الشركة المتحدة للأوراق المالية.

- الشركة العالمية للأوراق المالية.

- شركة الوساطة للأوراق المالية.

- شركة السهم للأوراق المالية.

- شركة الهدف الأردن فلسطين لأوراق المالية.

- الشركة العربية جروب للاستثمارات المالية.

- شركة لونس للاستثمارات المالية.

- الشركة الوطنية للأوراق المالية.

وقد بدأت البورصة عملها بقيم تداول ٢٥.١٥٨ مليون دولارًا في عام ١٩٩٧، وحققت رقمًا قياسيًا في عام ٢٠٠٥؛ حيث بلغت قيم التداول ٢.٠٩٦ بليون دولارًا، وهو ما يساوي ضعف ما حققته في إجمالي السنوات السابقة، وهو العام الذي حقق فيه مؤشر القدس الرقم القياسي له بنمو ٣٠٦%، وصاحب ذلك ارتفاع في القيمة السوقية؛ حيث بلغ ٤.٤٥٧ بليون دولارًا، التي تراجعت بعد ذلك؛ حيث بلغت قيمة التداول ٣٥٣.٩٧ مليون دولارًا خلال عام ٢٠١٤.

٣.١.٥ إدراج الشركات في بورصة فلسطين

على الرغم من أن الإدراج في بورصة فلسطين إلزامي للشركات المساهمة العامة المحلية-حسب البند "٢" و"٣" من المادة (١٠٣) من قانون الأوراق المالية رقم (١٢) لسنة ٢٠٠٤؛ حيث ينص البند رقم (٢): (يجب على جميع الشركات المساهمة العامة أن تقدم طلبًا للإدراج في السوق)، والبند رقم (٣): (يجب على جميع الشركات المساهمة العامة القائمة أن تقدم طلبًا لإدراجها في السوق، وتصوب أوضاعها بما يتماشى وأحكام هذه القانون)-، إلا إن الشركات المساهمة العامة تسعى ذاتيًا لإدراج أسهمها في البورصة؛ لما في ذلك

من فوائد للشركة منها: الانتشار؛ حيث إن الإدراج يساعد الشركة في الوصول لأكبر عدد من المساهمين، ويعطيهم شعورهم بالأمان، للاقبال على الأوراق المالية الخاصة بالشركة، إلى جانب ذلك يوجد مجموعة من الاعتبارات الاقتصادية، أهمها: (مزاي الإدراج www.pex.ps).

- إتاحة الفرصة للمؤسسين في استرداد جزء من أموالهم المستثمرة في الشركة، وإمكانية تحقيق عائد من ذلك.

- إتاحة المجال أمام الشركات لتنويع مصادر التمويل المتاحة أمامها؛ لتمويل نشاطاتها، واستثماراتها، بزيادة رأس مالها بشكل مرن وغير مكلف.

- الإدراج يكسب الشركات مزيداً من المصداقية، كونها تعمل تحت مظلة إشرافية، ورقابية تؤمن الإفصاح، والشفافية للمستثمرين.

- يساهم الإدراج بعدالة تسعير أسهم هذه الشركات، من خلال تفاعل قوى العرض والطلب، ويربط أسعارها السوقية بتطورات مستوى أدائها.

- مساعدة الشركة على الظهور والانتشار، وتقوية مركزها وهيبتها أمام العديد من الأطراف الخارجية: من العملاء، والموردين، والمقرضين، والمستثمرين.

- توسيع قاعدة المستثمرين في الشركة عبر تداول أسهمها؛ حيث إن سهولة عملية التداول تتيح المجال لدخول مساهمين جدد.

- تحقيق عنصر السيولة لحاملي أسهم الشركة، لفائدة مالكي السهم، والشركة، إذ يصعب تصور وجود سيولة في حالة عدم الإدراج.

- إن تولي مركز الإيداع والتحويل إدارة سجل المساهمين عن الشركة وفق أنظمة الكترونية متطورة، توفر على الشركة الجهد والوقت اللازمين لإدارتها.

تتنوع الشركات المدرجة في سوق فلسطين إلى مستويين: المستوى الأول- هو السوق الأولى، والسوق الثانية، ولكل سوق مجموع من الشروط: (نظام الإدراج www.pex.ps).

شروط الإدراج في السوق الأولى

- ألا يقل رأس مال الشركة المكتتب به عن ٥ ملايين ديناراً أردنياً، أو ما يعادلها.
- أن يكون رأس المال مدفوعاً بالكامل، أو أن تكون جميع الأقساط مستحقة الدفع على المساهمين.
- ألا يقل عدد المساهمين في الشركة عن ١٥٠ مساهماً.
- ألا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة عن ١٥% من رأس المال المكتتب به، ويستثنى من هذا الشرط، الشركات التي يزيد رأسمالها المدفوع عن ٧٥ مليون دولاراً أمريكياً، أو ما يعادلها.
- ألا يقل عدد الأسهم المصدرة عن ١٠٠٠٠٠٠ سهم.
- أن تكون الشركة ممارسة لنشاطها فعلاً، ومضى على تأسيسها مدة لا تقل عن سنتين، وأن يكون قد صدر عنها بيانات مالية لسنتين ماليتين متتاليتين، معدة وفقاً لمعايير إعداد التقارير المالية الدولية، ومدققة من قبل مدقق حسابات خارجي مستقل.
- ألا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن ١٠٠% من رأس المال المدفوع.
- أن تكون حقوق المساهمين بالنسبة لكل فئة من فئات الأسهم التي تصدرها الشركة متساوية.
- أن يثبت انعقاد الهيئة العامة التأسيسية، أو الهيئة العامة العادية للشركة مرة واحدة على الأقل في السنة، و/أو أن تتعهد الشركة بذلك ضمن فترة زمنية محددة.

في حين أن شروط الإدراج في السوق الثانية هي:

- ألا يقل رأس مال الشركة المكتتب به عن ٥٠٠٠٠٠٠ دولار أمريكي.
- أن يكون رأس المال مدفوعاً بالكامل، أو أن تكون جميع الأقساط مستحقة الدفع على المساهمين.
- ألا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن ٥٠% من رأس المال المدفوع.

٣.١.٦ التداول في بورصة فلسطين

منذ انعقاد الجلسة الأولى للتداول بتاريخ ١٨/٠٢/١٩٩٧، اعتمدت بورصة فلسطين على أنظمة: التداول والإيداع، والتسوية، الكترونياً، وهي الأولى في المنطقة التي تعتمد أتمتة جميع عملياتها المتعلقة بالتداول، والإيداع، والتسوية، وحالياً تعتمد البورصة نظام "Horizon"، المزود من قبل شركة "OMX"، كنظام تداول في حين تعتمد نظام "SMARTS" كنظام رقابة على التداول، ويحقق النظام الالكتروني مجموعة من المميزات منها: (www.pex.pe).

- تنفيذ الأوامر حسب الأولويات دون تحيز؛ حيث ترتب الأولوية حسب السعر والوقت.

- يعد التداول من خلال شركات الأوراق المالية الأعضاء وفروعها.

- التداول بأكثر من عملة حالياً؛ حيث يتم التداول بالدينار الأردني، والدولار الأمريكي.

- البيانات يتم الاحتفاظ بها الكترونياً؛ بحيث يمكن الرجوع إليها في حال الحاجة.

- الربط مباشرة بين الإيداع، والتحويل -جميع الصفقات يتم عكسها مباشرة على حسابات المستثمرين، ويتم التأكد من توافر رصيد أسهم قبل إدخال أي أمر بيع-.

يتم الاعتماد في الرقابة على التداول على القوانين المتعلقة بالأوراق المالية، والمعمول بها في فلسطين، وهي قانون الأوراق المالية رقم (١٢) لسنة (٢٠٠٤)، وقانون الشركات رقم (١٢) لسنة (١٩٦٤)، ونظام تداول الأوراق المالية، والقواعد والتعليمات الصادرة بمقتضاه، والتعليمات الصادرة عن هيئة سوق رأس المال، من خلال التقيد بهذه القوانين، يسعى السوق إلى ضمان الشفافية والنزاهة في تداول الأوراق المالية (www.pex.ps).

٣.١.٧ مؤشر القدس

يعد مؤشر القدس الأداة التي يتم من خلالها تحديد الاتجاه العام للسوق؛ حيث يساعد هذا المؤشر على إعطاء انطباع عام عن اتجاهات الأسعار، سواء ارتفاع، أو انخفاض، وقد اعتمدت بورصة فلسطين في تموز من العام ١٩٩٧ رقماً قياسياً لقياس مستويات أسعار الأسهم، وتحديد الاتجاه العام لهذه الأسعار، وهو ما عرف باسم -مؤشر القدس-؛ حيث تم اعتماد أسعار إغلاق جلسة ١٩٩٧/٠٧/٠٧ كنقطة أساس، بحيث حددت قيمة الرقم الأساسي ١٠٠ نقطة، ويتم احتساب مؤشر القدس من خلال حاصل قسمة إجمالي القيمة

السوقية للأسهم الداخلة في عينة المؤشر في ذلك اليوم، على إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في المؤشر لفترة سابقة كنسبة مئوية. وبدأ مؤشر القدس بعينة تتكون من ١٠ شركات، ومع تنامي عدد الشركات تم زيادته إلى ١٢ شركة خلال عام ٢٠٠٧، كما وشهد عام ٢٠١١ تناميًا كبيرًا، مما زاد العدد إلى ١٥ شركة وهو العدد الحالي؛ حيث يتم في بداية كل عام تغيير العينة لتشمل الشركات الأكثر نشاطًا: من حيث قيمة الأسهم، ومعدل دوران السهم، والقيمة السوقية، وعدد جلسات التداول، وعوامل أخرى.

هذا وتتضمن عينة مؤشر القدس لعام ٢٠١٥ الشركات الآتية

- ١- البنك الإسلامي العربي AIB (البنوك والخدمات المالية).
- ٢- بنك فلسطين BOP (البنوك والخدمات المالية).
- ٣- البنك الإسلامي الفلسطيني ISBK (البنوك والخدمات المالية).
- ٤- البنك الوطني TNB (البنوك والخدمات المالية).
- ٥- بنك القدس QUDS (البنوك والخدمات المالية).
- ٦- التأمين الوطنية NIC (التأمين).
- ٧- فلسطين للتنمية والاستثمار PADICO (الاستثمار).
- ٨- الشركة العربية الفلسطينية للاستثمار (ايبك) APIC (الاستثمار).
- ٩- فلسطين للاستثمار العقاري PRICO (الاستثمار).
- ١٠- الاتصالات الفلسطينية PALTEL (الخدمات).
- ١١- الفلسطينية للكهرباء PEC (الخدمات).
- ١٢- موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات WATANIYA (الخدمات).
- ١٣- بيرزيت للأدوية BPC (الصناعة).
- ١٤- سجاير القدس JCC (الصناعة).

١٥- القدس للمستحضرات الطبية JPH (الصناعة).

٣.١.٨ صلاحيات بورصة فلسطين

بناء على المادة رقم (٧) من قانون الأوراق المالية رقم (١٢) لسنة ٢٠٠٤، تم منح بورصة فلسطين مجموعة من الصلاحيات التي من شأنها تنظيم عمل التداول في الأوراق المالية، وإعطاء البورصة القدرة على التعامل بقوة مع الشركات ضمن الإطار القانوني، ومن هذه الصلاحيات: (قانون الأوراق المالية رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٤).

- التنظيم، والإشراف، والرقابة، على نشاطات الأعضاء، ونشاطات المصدرين، والشركات المدرجة فيما يتعلق بأوراقهم المالية.

- تنظيم التعامل في الأوراق المالية لحماية مالكي الأوراق المالية، والمستثمرين، والجمهور من الغش والخداع، والممارسات غير العادلة.

- وضع قواعد الممارسة، والإشراف، وإجراءات الرقابة، والتنفيذ، لضمان حسن تنظيم، وتشغيل، وإدارة، ومراقبة السوق بعد الحصول على موافقة الهيئة.

- يجوز للسوق أن يضع ويفرض رسوماً على الشركات الأعضاء، والمدرجة مقابل استخدام تجهيزاتها، وخدماتها.

- تطبيق قواعد، وإجراءات الرقابة، وتنفيذها على الأعضاء.

- إجراء التحقيقات الخاصة بالشركات الأعضاء، والشركات المدرجة، وفرض الغرامات عند مخالفة قواعدهما.

- يمكن للسوق أن يطلب من الهيئة ولأسباب مبررة تعليق التعامل في أوراق مالية متداولة، أو وقف أعمال أي من أعضائه للمدة التي يراها مناسبة.

٣.١.٩ شروط العضوية لبورصة فلسطين

وضعت بورصة فلسطين مجموعة من الشروط والتي تعمل على تنظيم عملية الانضمام للسوق، ومن هذه الشروط (نظام العضوية، www.pex.ps).

- أن تقدم الشركة طلب ترخيص إلى الهيئة، ويحول الطلب للسوق.
- أن تكون الشركة المتقدمة مؤسسة ومسجلة في فلسطين، ويمكن لشركة الأوراق المالية العضو في سوق أجنبية التقدم بطلب للعضوية في السوق، إذا كان لها في فلسطين فروع، أو شركة تابعة.
- أن يكون محور أعمال الشركة بموجب عقد تأسيسها، ونظامها الداخلي بالتعامل بالأوراق عن طريق الوساطة، أو غيرها من الأعمال المحددة في القانون.
- أن لا يقل رأس مال الشركة المدفوعة عن (٢) مليون دولار أمريكي، أو ما يعادلها من العملة المتداولة قانوناً، على أن يكون مليون دولار أمريكي منها، أو ما يعادلها من العملة المتداولة، أموالاً نقدية، أو أصولاً سائلة، هذا ما يخص الشركات الراغبة ببيع الأوراق المالية وشرائها، سواء لحسابها أو لغيرها.
- أن لا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن (٤) مليون دولار أمريكي، أو ما يعادلها من العملة المتداولة، ويكون (٢) مليون دولار أمريكي منها أموالاً نقدية، أو أصولاً سائلة، بما يخص الشركات الراغبة بممارسة نشاطات أخرى: مثل تغطية، وبيع إصدارات الأوراق المالية الجديدة، وإدارة المحافظ الاستثمارية.
- أن لا يكون أي من أعضاء مجلس إدارة الشركة أو هيئة مديريها، حسب الحال، قد توقف عن دفع ديونه التجارية، حتى لو لم يقترن ذلك بإشهار إفلاسه، أو أن يكون حكم عليه في جريمة مخلة بالشرف والأمانة.
- أن لا تقل نسبة أعضاء مجلس الإدارة الذين يتمتعون بدرجة في مجال الأوراق المالية عن ٣٠% من مجموع أعضاء مجلس الإدارة.
- أن لا يكون عضو مجلس الإدارة، أو أحد موظفي الإدارة التنفيذية، عضواً في مجلس إدارة شركة عضو أخرى، أو أن يعمل لدى الهيئة، أو السوق.
- أن تتعهد الشركة بالالتزام بأحكام القانون، وقواعد السوق، وأن تلتزم بالحصول على موافقة السوق في الأمور والقرارات التي تحتاج لمثل هذه الموافقة بموجب قواعد السوق.
- أن تتعهد الشركة وتلتزم بقبول حق السوق في فرض العقوبات، والإجراءات الاحترازية التي تنص عليها الأنظمة والتعليمات.

- أن تلتزم الشركة بعدم توظيف أي شخص كمسؤول إداري، أو مستشار مالي، أو مهني يتعاطى تداول الأوراق المالية، ما لم يكن قد رخص له من الهيئة وسجل لدى السوق.

- أن تقوم الشركة بتحديد موقع المقر الرئيس للشركة.

- أن تلتزم الشركة بأن تبين في مراسلاتها ومنشوراتها بأنها شركة عضو في السوق.

٣.١.١٠ الشركات المدرجة

بدأت بورصة فلسطين عملها في مطلع عام ١٩٩٧؛ حيث كانت عدد الشركات المدرجة (١٩) شركة بقيمة سوقية ٥٢٩.٠٥ مليون دولار، وتزايد عدد الشركات خلال عام ٢٠٠٠ ليصل إلى (٢٤) شركة بقيمة سوقية ٧٦٦.١٨ مليون دولار، في حين بلغ عدد الشركات حتى عام ٢٠٠٨ (٣٧) شركة بقيمة سوقية ٢.٩٠٧ مليار دولار، وقد بلغ عدد الشركات المدرجة حتى تاريخ ٢٠١٤/١٢/٣١ (٤٨) شركة بقيمة سوقية ٣.١٨٧ مليار دولار، موزعة على القطاعات الخمسة العاملة في بورصة فلسطين: (قطاع البنوك، قطاع الصناعات، قطاع التأمين، قطاع الاستثمار، قطاع الخدمات).

ويوضح المرفق رقم (١) أسماء الشركات المدرجة في بورصة فلسطين وفقاً للقطاعات وتاريخ الإدراج

ورأس المال.

المبحث الثاني: تحليل العلاقة بين الرافعة المالية وأسعار الأسهم

٣.٢.١ مقدمة

عند قيام الإدارة بالبحث عن تمويل لأنشطتها، يجب أن لا تنسى الهدف الأساسي وهو تعظيم ثروة الملاك، حيث إن الإدارة تعمل بشكل دائم على زيادة أسعار أسهمها في السوق، لما لذلك من أثر على تحسين الصور العامة للشركة، وزيادة إقبال المستثمرين على أسهم الشركة يعد مؤشر نجاح للإدارة، ويساهم في زيادة ثقة المتعاملين معها من كافة الأطراف، مما يساهم في زيادة ثقة الزبائن، ويحسن من مبيعات الشركة.

٣.٢.٢ العوامل المؤثرة في خيارات الاستثمار

لإيجاد العلاقة ما بين الرافعة المالية وأسعار الأسهم بصورة صحيحة، لابد من الأخذ بعين الاعتبار العوامل التي تؤثر في كلا المتغيرين؛ حيث إن أسعار الأسهم تتأثر بمجموعة من العوامل، ضمن بيئة العمل وتجاهل هذه العوامل، من شأنه إعطاء نتائج مشوهة، لا تطابق الواقع، ولا تساعد في عملية اتخاذ القرار، بالإضافة لذلك عند النظر للرافعة المالية يتبين أنها ترتبط بعوامل أخرى، لا تتعلق بالقرار التمويلي، وإنما نتاج تأثير مجموعة من المتغيرات، تساهم في تكون نسبة الرافعة المالية المعمول بها، وعليه يجب مراعاة كافة العوامل المرتبطة بمتغيرات الدراسة في السوق بقدر الإمكان للوصول لأدق النتائج، وصولاً إلى اتخاذ قرارات مالية سليمة.

وتظهر العلاقة بين الرافعة المالية وأسعار الأسهم بالسوق من خلال تفاعل المستثمرين مع البيانات المالية المنشورة من قبل الشركات المدرجة في السوق، حيث إن اتجاهات المستثمرين تكون الإطار العام المؤثر على أسعار الأسهم، وبالتالي عندما تكون اتجاهات المستثمرين بشكل عام تتصف بحب المغامرة لن يكون هناك أثر سلبي لوجود الرافعة المالية بدرجة كبيرة، في حين لو كان الاتجاه العام هو الاستثمار الآمن بعيداً عن المخاطرة بقدر الإمكان، ستكون الشركات ذات الرافعة المالية المرتفعة أحر الخيارات بالنسبة للمستثمرين، ولذا يظهر هذا الأثر بشكل واضح عند إدراك المستثمرين لطبيعة الخطط المالية المعمول بها لدى الشركات بشكل جيد، والتفاعل مع التغيرات في الخطط المالية لدى الشركات المدرجة في السوق.

إلى جانب ما سبق هناك بعض العوامل التي تؤثر على اختيارات الاستثمار، تتعلق بالسمات الشخصية وبالظروف العامة للمستثمر: مثل العمر، ومستوى الدخل، والجنس، وغيره (العويسي، ٢٠١٠).

- **السن:** لا يمكن الجزم بالتأثير الحقيقي للسن، ولكن بشكل عام عمر الشباب هو الأكثر ميول للمغامرة، والمجازفة، وتحمل المخاطر، في حين الشخص في عمر الكهولة، أو الشيخوخة يكون له ميول أكثر للاستثمارات الآمنة التي تبعد قدر المستطاع عن المجازفة.

النوع: (الجنس) تظهر الدراسات إن الرجال يميلون نحو الادخار والاستثمار، أكثر من ميلهم نحو الادخار والاستهلاك مقارنة بالمرأة؛ وغالبًا ما تستثمر المرأة مدخراتها إن وجدت، في الأصول المالية التي تتسم بدرجة عالية من الاستقرار، بعائد مضمون مثل السندات، أما الرجل فيتجه في الغالب للاستثمار في الأصول ذات العائد المرتفع، مع قبوله لدرجة معينة من المخاطر.

المؤهل العلمي: يؤثر المستوى التعليمي في تحسين سوية التفكير، وتعزيز ملكة الحكم، والتقدير لدى المستثمر، ولذا بشكل عام تكون قرارات أصحاب المؤهلات العلمية الأعلى، أكثر حكمة وبعيدة عن الحكم العشوائي، ومبنية على تحليل للمعطيات الموجودة في السوق، ونتاجة عن تفكير علمي منطقي، يبعد صاحب الاستثمار عن المخاطر التي قد يتعرض لها نتيجة للقرارات الارتجالية.

الخبرة العملية: الخبرة العملية تعطي المستثمر قدرة أكبر على حسن تحليل البيانات؛ بحيث يكون تقديره أكثر دقة، فمن خلال التجربة العملية يزداد معرفة المستثمر لقواعد البيع والشراء، وتمكنه من معرفة القيمة الحقيقية للورقة المالية، بحيث يستطع تحديد حجم الربح، أو الخسارة بشكل مسبق، الأمر الذي يمكن المستثمر من الاستمرار بالسوق حتى وأن حقق بعض الخسارة في البداية.

مستوى الدخل: يختلف الميول للاستثمارات بناء على مستوى الدخل؛ بحيث يميل أصحاب الدخل المتدنية للمغامرة، والمجازفة بالأصول الخطيرة، أملا في تحسين أوضاعهم المعيشية، أما أصحاب الدخل العالية فهم غالبًا لا يميلون للمغامرة، أو المجازفة، وذلك لأنهم يمتلكون ما يكفي لتلبية احتياجاتهم، ولذا غالبًا ما يكون إقبالهم على الاستثمارات التي يكون فيها أدنى مستويات المجازفة.

وعند القيام بأي عملية استثمار يكون الهدف منها بشكل أساسي هو تعظيم المنافع والثروة، والعمل على توفير أموال في المستقبل، والتي من شأنها تحقيق طموحات المستثمر، لرفع مستويات معيشتهم، ولذا عند القيام بأي عملية استثمار يتم الموازنة ما بين المنافع المتوقعة في المستقبل، والمخاطر المقابلة والمتعلقة بعملية الاستثمار، بالإضافة لذلك يوجد مجموعة من المعلومات، والتي تساهم في تكوين القرار الاستثماري، وتدفع نحو قبول بعض أنواع الاستثمارات ورفض أخرى.

٣.٢.٣ الإفصاح في القوائم المالية

لتوفر المعلومات والبيانات بشكل صحيح يجب على الشركات المدرجة في السوق تحقيق أقصى درجات الإفصاح بشكل كافي، وشفاف، وتقديمها بالوقت، والكيفية المناسبين، ويرتبط بالإفصاح مجموعة من المفاهيم التي تحدد القدر الملائم من المعلومات التي يتم الإفصاح عنها (المطيري، ٢٠١٢).

الإفصاح الكامل: ينبغي أن يكون الإفصاح عن المعلومات المحاسبية كاملاً، ومناسباً، وعادلاً، بحيث تعكس القوائم المالية جميع الأحداث، والحقائق المالية الجوهرية خلال الفترة.

الإفصاح الكافي: يجب توفر الحد الأدنى من المعلومات المحاسبية، مع مراعاة تحديد الاحتياجات الأساسية لمستخدمي التقارير المالية بحيث تكون مفيدة في اتخاذ القرارات.

الإفصاح العادل: وهو يتعلق بكون الإفصاح غير متحيز وموضوعي، بحيث تكون المعاملة متساوية، أو عادلة لكافة متخذي القرارات، ومستخدمي البيانات.

٣.٢.٤ المعلومات التي يطلبها المستثمرين

عند اتخاذ قرار الاستثمار المبني على تحليل البيانات والمعلومات التي تلقاها المستثمر، فقد يتخذ قرار باستهداف نوع معين من الاستثمارات، لذلك فانه بحاجة إلى المعلومات المتعلقة بتصويب صحة قراره، وأهمها: (موسى، ٢٠١٠).

- **معلومات عن البيئة الخارجية:** تتضمن معلومات عن البيئة المحيطة بالمنشأة، بشكل عام: مثل معلومات عن الناتج القومي، والاستهلاك، وأسعار الفائدة في البنوك، وغيرها من المعلومات التي تتعلق بالاقتصاد القومي العام.

- **معلومات عن القطاع الذي تنتمي له الشركة:** ترتبط هذه المعلومات بالقطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه المنشأة، لتكوين رؤية عامة عن عمل هذا القطاع: ومن ذلك معدلات الأرباح، والمخاطرة، ودرجة المنافسة، والمستوى التكنولوجي، وغيرها من المعلومات.

- **معلومات عن الشركة:** بعد معرفة معلومات تتعلق بالاقتصاد بشكل عام، ومن ثم بالقطاع الاقتصادي المستهدف، لا بد من معرفة مجموعة من المعلومات والتي تتعلق بالشركة المستهدفة بشكل خاص،

ومن هذه المعلومات: نتائج الأعمال، والمركز المالي للشركة، والتوقعات المستقبلية، ودرجة المنافسة في الشركة، بالإضافة لبعض المعلومات العامة: مثل سمعة الشركة، وحجم الشركة، وطبيعة منتجاتها.

٣.٢.٥ مخاطر ومزايا قرار الاستثمار

عند القيام بأي عملية استثمار لابد للمستثمر من إدراك المخاطر، والمزايا، التي تتعلق بعملية الاستثمار؛ حيث إن المستثمر العقلاني لابد له من مراعاة بعض الأسس الموضوعية، والتي تجعل قرار الاستثمار نتاج تحليل لمجموعة من الأسس العلمية، وليس عملية ارتجالية غير معلومة المخاطر، ولا النتائج المتوقعة منها، ومن هذه الأسس (دلول، ٢٠١٠).

- **العائد المتوقع:** عند القيام بأي عملية استثمار يكون الهدف منها هو تعظيم الثروة، وذلك من خلال التخلي عن أموال بالحاضر، مقابل الحصول على مكافأة، أو أموال في المستقبل، بأقل مخاطرة ممكنة، وهو الأمر الذي يساعد المستثمر في التمييز، أو الاختيار ما بين البدائل الاستثمارية أمامه، للوصول للهدف المطلوب.

- **المخاطرة:** تكمن المخاطرة بإمكانية عدم تحقيق العوائد المتوقعة؛ أي هي الفروقات ما بين العوائد الفعلية والعوائد المتوقعة، وتنقسم المخاطر إلى نوعين: مخاطر نظامية، ومخاطر غير نظامية، المخاطر النظامية هي مخاطر عامة، لا تتعلق بقطاع معين من الأعمال، أما المخاطر غير النظامية فهي المخاطر التي تتعلق بطبيعة عمل الشركة، أو بطبيعة قطاع معين من الأعمال، وتنعكس أثارها على الشركة فقط.

- **التوقيت:** و هو عبارة عن الفترة التي يتم الاحتفاظ بها بالورقة المالية، فقد يتم الاحتفاظ بها لفترة زمنية طويلة، ويكون الهدف هو العائد السنوي، أو فترة زمنية قصيرة، ويكون الهدف هو تحقيق أرباح متاجرة.

٣.٢.٦ العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم

هناك العديد من العوامل التي تؤدي إلى إحداث تغيرات في أسعار الأسهم بالسوق، حيث إن هذه العوامل، وغيرها تكون مزيج من المؤثرات، التي تنتهي بزيادة الإقبال، أو النفور من قبل المستثمرين، الأمر الذي ينعكس على أسعار الأسهم، وبالتالي، لابد من أخذ هذه العوامل في الاعتبار ومنها: (الشيخ، ٢٠١٢).

- **القيمة الدفترية للسهم:** يوجد علاقة طردية بين القيمة الدفترية للسهم وسعر السهم بالسوق؛ حيث إنه عند ارتفاع القيمة الدفترية للسهم، فإن أسعار الأسهم تزداد بشكل طردي، وتحتسب القيمة الدفترية من

خلال المعلومات المحاسبية، وهي ناتجة عن قسمة حقوق المساهمين في الشركة على عدد الأسهم (البراجنة، ٢٠٠٩).

- **توزيعات الأرباح:** مما لا شك فيه أن توزيع الأرباح له أثر كبير على زيادة أسعار الأسهم؛ حيث إن الشركات التي تقوم بتوزيع الأرباح، تعطي مؤشر ايجابي على عمل الشركة، وبالتالي تزداد ثقة المستثمرين بأسهم الشركة، ويزداد الإقبال عليها، مما يساهم في رفع أسعار الأسهم (زعر، وشراب، ٢٠٠٧).

- **مستقبل المنشأة والمركز المالي لها:** إن التوقعات للفترة المقبلة لعمل المنشأة له أثر كبير على أسعار الأسهم؛ حيث إن التوقعات الايجابية بوجود مستقبل مشرق، ومركز مالي قوي، يؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم، والعكس إن كانت التوقعات سلبية (الجرجوي، ٢٠٠٨).

- **حالة العرض والطلب على السهم في السوق المالي:** تخضع أسعار الأسهم للقواعد الاقتصادية شأنها شأن أي سلعة تباع وتشتري؛ حيث إن زيادة الإقبال وزيادة الطلب على نوع معين من الأسهم من شأنه زيادة أسعار هذه الأسهم بشكل تلقائي، في حين زيادة العرض وانخفاض الطلب يؤدي لانخفاض الأسعار وهو ما يحدث في حالات الركود، والأزمات الاقتصادية، والمالية، والتي تؤثر على أسعار الأسهم بشكل عام (المناصير، والكساسبة، ٢٠٠٩).

- **الأوضاع الاقتصادية العامة للبلد:** تتأثر أسعار الأسهم بالأوضاع الاقتصادية بشكل عام؛ حيث إن الأسهم التي تصدرها الشركات في الدول التي تتمتع باستقرار اقتصادي، تمتاز بوجود استقرار في أسعارها، في حين أن الدول التي تعاني من أزمات اقتصادية، ومالية، واضطرابات داخلية، من حروب، أو إضرابات اجتماعية، تعاني من تذبذب أسعار الأسهم، وحدث انهيارات كبيرة ومفاجئة لكافة القطاعات الاقتصادية بالبلاد، ومنها الأسواق المالية (حجاج، ٢٠١٢).

- **الشائعات:** تلعب الشائعات دورا كبيرا في التأثير على أسعار الأسهم، وقد لا ينحصر الأمر على انخفاض الأسعار فقط ففي بعض الأحيان قد يصل الأمر إلى انهيار الشركة، وخاصة عندما يتعلق الأمر بالشركات المالية مثل: البنوك، وشركات التأمين، مع مراعاة أن عامل الشائعات من العوامل التي يصعب قياسها ماديا، وإظهار أثرها المادي بتغيير أسعار الأسهم بالسوق.

- **الأرباح المحققة:** تعتبر الأرباح المحققة احد العوامل التي ينظر لها عند الاستثمار؛ حيث إن الشركات التي تحقق أرباح جيدة، تكون محل ثقة من قبل كل من: المحليين الماليين، والمستثمرين الأفراد، ولذا

عندما تكون الشركة قادرة على تحقيق أرباح جيدة، وتعمل على زيادة أرباحها في الفترة المقبلة، فأن ذلك من شأنه المساهمة برفع أسعار الأسهم، مع مراعاة أن هذا العامل قد لا يظهر أثره في المدى القريب؛ حيث إن نسبة الارتفاع في سعر السهم في بعض الأحيان، قد لا تتلاءم مع الارتفاع المحقق في الأرباح، ويعود الأمر إلى وجود عوامل داخلية أخرى، أهمها ثقة المستثمر بقدرة المؤسسة على الاستمرار بتحقيق هذه الأرباح في الفترة المقبلة (البراجنة، ٢٠٠٩).

- **سعر الفائدة:** تؤثر أسعار الفائدة بشكل ملحوظ على أسعار الأسهم بالسوق، ففي حالة ارتفاع أسعار الفائدة، سوف ينتج عنها زيادة الفائدة المدفوعة من قبل الشركة عن التمويل بالديون، وبالتالي انخفاض الأرباح المحققة، وما يتبع ذلك من انخفاض الأرباح الموزعة، ولذا يزداد العرض على أسهم الشركة، مع انخفاض الطلب عليها، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الأسعار، مع ملاحظة أن هذا العامل يعتبر عامل مؤثر على أسعار الأسهم بشكل عام، ولا يتعلق بقطاع معين من الأعمال، وإنما يؤثر على حركة الأسهم في السوق المالية عامة (المصري، ٢٠١١).

- **سيولة الورقة المالية:** المقصود بسيولة الورقة المالية: هي مدى سهولة بيع الورقة المالية وتحويلها لنقد، خلال فترات قصيرة، ودون خسائر أي بقيمتها السوقية العادلة، فعندما يقوم المستثمر بشراء ورقة مالية، وأراد تحويلها لنقد، يجب أن لا يضطر لأن يبيعها بسعر أقل من السعر السوقي العادل لها، الأمر الذي ينعكس على أسعار الشراء، فكلما كانت الورقة المالية قابلة للسيولة بشكل أسهل، أدى ذلك إلى ارتفاع أسعارها (اللوزي، ٢٠١٣).

إلى جانب ما سبق، هناك مجموعة من العوامل الأخرى التي تؤثر على أسعار الأسهم، خاصة أسهم قطاع الصناعة أهمها: (الظاهر، والفقهاء، ٢٠١١).

- **حصة السهم من صافي الأرباح:** يوجد علاقة قوية ما بين حصة السهم من صافي الأرباح وسعر السهم بالسوق؛ حيث إن الأسهم التي تمتاز بحصة كبيرة من صافي الأرباح، تكون محل اهتمام المستثمرين، وبالتالي يؤدي إلى زيادة الطلب عليها مما يساهم في زيادة سعرها.

- **نسبة التداول:** يوجد علاقة قوية ما بين نسبة التداول وسعر السهم بالسوق؛ حيث إن الأسهم التي يكون عليها إقبال أكثر، يكون هناك احتمال ارتفاع أسعارها بشكل أكبر.

- **إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات:** تبيان وجود علاقة قوية ما بين إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات؛ حيث إن هذه النسبة تقيس مدى قدرة المنشأة على تغطية إجمالي مديونيات المنشأة، باستخدام أصولها، فكلما كانت قدرة الشركة على سداد مديونياتها أكبر، كلما ساهم ذلك في ارتفاع أسعار أسهمها.

- **العائد على إجمالي الأصول:** يوجد علاقة قوية ما بين العائد على إجمالي الأصول وأسعار الأسهم بالسوق؛ حيث تعبر هذه النسبة عن مدى قدرة المنشأة على استخدام أصولها في توليد الأرباح، فلما كانت المنشأة اقدر على استخدام أصولها بشكل أفضل على توليد الأرباح، أدى ذلك إلى زيادة ثقة المستثمرين وبالتالي ارتفاع أسعار أسهمها.

- **درجة كفاءة السوق:** أن الأسواق المالية التي لا تتوفر فيها الشفافية، والإفصاح الكافي، وإمكانية توفر المعلومات لكافة المستثمرين بشكل عادل، تكون فيها أسعار الأوراق المالية لا تعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية؛ حيث إن قدرة بعض المستثمرين بالانفراد بمعلومات من شأنها السماح بالتلاعب بأسعار الأسهم، وبالتالي تحقيق مكاسب ضخمة بطريقة غير عادلة (سركسيان، ٢٠١٠).

٣.٢.٧ طرق تحديد أسعار الأسهم

يوجد عدة طرق يتم استخدامها لتحديد أسعار الأسهم، كما هو معمول به في البورصات العالمية كالتالي (الجرجاوي، ٢٠٠٨).

- **التسعير بالمناداة:** يتم تحديد السعر من خلال اجتماع الوسطاء في جانب من البورصة، ويقوم كل منهم بالمناداة بأعلى أصواتهم بالعروض والطلبات، بالإضافة لاستخدام إشارات اليد معلنين على أسعار الأسهم التي بحوزتهم.

- **التسعير بالإدراج:** يتم في هذه الطريقة توزيع الأسهم على الوسطاء، كلا حسب خبرته واختصاصه، وعليه تكون جميع الأوامر التي تتعلق بسهم معين (اختصاص معين)، يتم تجميعها في إدراج الاختصاصي الذي يحدد السعر.

- **التسعير بالاعتراض والمقارنة:** في هذه الطريقة يتم تسجيل مختلف عروض البيع، أو طلبات الشراء في سجل خاص، وتستخدم في معرفة مقدار ما يطلب بيعه، أو شراؤه من الورقة المالية، وحدود الأسعار المعروضة، وذلك عن طريق وسيط متخصص.

- **التسعير بالصندوق:** في هذه الطريقة يتم وضع عروض البيع وطلبات الشراء في البورصة بصندوق خاص، نظرا لكون العروض والطلبات كثيرة، ومن ثم تقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار، من خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات.

- **التسعير بالنسبة المئوية:** بموجب هذه الطريقة تظهر الأسعار على جدول التسعيرة، بالنسبة المئوية من قيمة السهم الاسمية.

- **التسعير بالمطابقة:** يتم التسعير بهذه الطريقة عندما يتلقى الوسيط أمرين متقابلين، احدهما يتعلق بالبيع، والآخر بالشراء، يتقابلان بالنوع، والكمية، والثلث، فيقوم الوسيط بشراء الورقة المالية لحساب المشتري من البائع، ويذكر أن هذه الطريقة محظورة في كثير من الأسواق المالية، إلا بعد أن يتأكد الوسيط بواسطة أحد السماسرة من أنه لا يوجد عرض، أو طلب أكثر ملاءمة.

وعادة يتم إصدار أوامر البيع والشراء من قبل العميل إلى السمسار مكتوبا، غير انه من الممكن أن يتم اصدرا أوامر البيع والشراء شفويا لتسهيل التعامل، ويتضمن الأمر الصادر من العميل الكمية التي يرغب بشراؤها، أو بيعها، والسعر الذي يرغب أنها الصفقة به، ويكون بأحد الأساليب التالية (الجرجاي، ٢٠٠٨).

- **السعر المحدد:** وهنا يحدد العميل الحد الأدنى لسعر البيع، والحد الأعلى لسعر الشراء؛ بحيث لا يجوز للسمسار البيع بأقل من هذا الحد، أو الشراء بأعلى من هذه الحد، ولا يجوز للسمسار أن لا يتم الصفقة في حال توفر السعر على أمل ارتفاع السعر، أو انخفاضه وعندها يتحمل المسؤولية بشكل شخصي.

- **السعر الأفضل:** وهنا يشترط العميل أن يكون البيع، أو الشراء بالسعر الأفضل، ومعنى ذلك أن يحاول السمسار البيع بأحسن سعر، أو الشراء بأقل سعر يمكن الحصول عليه.

- **سعر الفتح والإقفال:** هنا يتم الاعتماد على سعر الفتح، أي بالسعر المعروض في أول الجلسة، أو سعر الإقفال، وهو السعر المعروض في نهاية الجلسة؛ بحيث يشترط العميل أن تتم العملية بناء على هذه الأسعار.

٣.٢.٨ المؤشرات المالية لاتخاذ قرار الاستثمار

يوجد مجموعة من المؤشرات المالية التي عادة ما يسترشد بها المستثمرون عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، ولعل من أهم هذه المؤشرات المالية ما يلي (سركسيان، ٢٠١٠).

- **عائد السهم العادي:** يقصد بعائد السهم: هو ما يحققه السهم من عائد على كل سهم من أسهم الشركة ذات العلاقة، ومن الناحية النظرية يفترض وجود علاقة طردية ما بين عائد السهم العادي، والسعر في السوق؛ حيث إن هذه النسبة تعطي مؤشر عن حسن أداء الشركة، مما يزيد الطلب على أسهمها ويرفع السعر.

- **مضاعف سعر السهم العادي:** تعبر هذه النسبة عن عدد المرات، أو السنوات التي يمكن من خلالها تغطية القيمة السوقية للسهم، من خلال ربحية السهم السوقية، ويساعد هذا المعيار في استقرار الاتجاهات المستقبلية للأسعار؛ حيث يوجد لكل سوق مالي نسبة معيارية تمثل مضاعف سعر السهم السوقية، ويتوقع هبوط أسعار أسهم الشركات التي يتجاوز مضاعفها بشكل كبير مضاعف السعر السوقية لسهمها.

- **العائد على حقوق المساهمين:** تقيس هذه النسبة العائد المتوقع للمساهمين من أموالهم المستثمرة في الشركة، ويوجد علاقة طردية ما بين هذه النسبة وسعر السهم السوقية؛ حيث إنه كلما كانت النسبة مرتفعة تعطي صورة إيجابية عن الوضع المالي للشركة، مما يزيد ثقة المستثمرين وإقبالهم على أسهم الشركة.

- **القيمة الاقتصادية المضافة:** وهي تعبر عن صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة مطروحا منها قيمة الفوائد المدفوعة لرأس المال المستثمر، ويوجد علاقة قوية ما بين سعر السهم والقيمة الاقتصادية المضافة؛ حيث إنه كلما ارتفعت القيمة الاقتصادية المضافة للشركة، أدى ذلك إلى زيادة الإقبال من قبل المستثمرين، وبالتالي ارتفاع السعر.

وحول ما سبق، يتبين أن هناك مجموعة كبيرة من العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم؛ بحيث يجب على المستثمر العقلاني الموازنة ما بين كافة العوامل التي من شأنها التأثير على استثماراته، سعيا منه للمحافظة على الاستثمارات، ولتجنب الوقوع في خسائر كبيرة.

الفصل الرابع - الإطار العملي للدراسة

تحليل ومناقشة البيانات واختبار الفرضيات

المقدمة

تعنى هذه الدراسة بقياس العلاقة بين الرافعة المالية، وأسعار الأسهم في السوق المالي، مع الأخذ في الاعتبار مجموعة من المتغيرات الأخرى، التي تساهم في إظهار صورة واضحة عن طبيعة التغيرات التي تطرأ على أسعار تلك الأسهم، وتم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي؛ حيث تم دراسة، وتحليل القوائم المالية للعينة المختارة، والمعبرة عن مجتمع الدراسة لمدة ست سنوات، وتم الاعتماد على المعلومات المنشورة في القوائم المالية (الميزانية العمومية، قائمة الدخل، قائمة التدفقات النقدية)، بالإضافة للمعلومات المنشورة التي تخص الشركة سواء في التقرير السنوية، أو الصحف، أو المجلات، أو أي مطبوعات أخرى.

مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من (٤٨) شركة، وهي الشركات المدرجة في بورصة فلسطين حتى نهاية عام ٢٠١٤، و تم اختيار العينة لتكون معبرة عن مجتمع الدراسة ضمن المحددات التالية

- ١- توافر التقارير المالية السنوية المدققة خلال فترة الدراسة.
 - ٢- انتهاء السنة المالية في ١٢/٣١ من العام الميلادي.
 - ٣- أن تكون الشركة مدرجة في البورصة طول فترة الدراسة.
 - ٤- عدم اتخاذ قرارات من إدارة بورصة فلسطين بوقف تداول أسهم الشركة خلال فترة الدراسة.
 - ٥- وجود عمليات تداول لأسهم الشركة بشكل شهري على الأقل خلال فترة الدراسة.
- وبتطبيق الشروط الحكمية السابقة على مجتمع الدراسة، تبين أن الشركات التي ينطبق عليها كافة الشروط عدد (٢٤) شركة، موزعة على القطاعات العاملة في البورصة، كما هو موضح في الجدول رقم (١).

جدول رقم (١): عينة الدراسة موزعة على قطاعات الأعمال

اسم القطاع الاقتصادي	عدد المنشآت	عدد المنشآت ضمن العينة
قطاع البنوك	٨ شركات	٥ شركات
قطاع الصناعة	١٢ شركة	٦ شركات
قطاع التأمين	٧ شركات	٣ شركات
قطاع الاستثمار	٩ شركات	٥ شركات
قطاع الخدمات	١٢ شركة	٥ شركات
الخمس قطاعات العاملة في بورصة فلسطين	٤٨ شركة إجمالي مجتمع الدراسة	٢٤ شركة إجمالي عينة الدراسة

منهجية الدراسة

اتبعت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، الذي يعتمد على تحليل معلومات كافية عن ظاهرة، أو موضوع محدد، خلال فترة زمنية معلومة، للوصول لنتائج عملية تم تفسيرها بطريقة موضوعية، وبما ينسجم مع المعطيات الفعلية للظاهرة، حيث تم الاطلاع على أكبر قدر ممكن من الدراسات، والمنشورات، والأدبيات السابقة، التي تناولت موضوع الدراسة، كما تم استخدام المنهج التحليلي الاختباري، لمعرفة العلاقة بين متغيرات الدراسة، وأسعار الأسهم في السوق، من خلال تحليل البيانات المالية المتعلقة بالشركات محل الدراسة.

مصادر جمع البيانات

تم الاعتماد في الدراسة على البيانات الفعلية (التقارير المالية) المنشورة، التي توفر كافة المعلومات والبيانات المطلوبة لتفسير العلاقة ما بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع (أسعار الأسهم)، حيث تم الحصول على البيانات المطلوبة من المصادر التالية

- موقع بورصة فلسطين (www.pex.ps)، لغرض الحصول على التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة حتى عام ٢٠١٤، والحصول على بيانات تداول الأسهم.

- التقارير السنوية للأعوام من (٢٠٠٩-٢٠١٤)، التي تم الحصول عليها سواء من موقع بورصة فلسطين، أو من موقع الشركة نفسها، لاحتساب قيمة المتغيرات المستقلة المتمثلة في : نسبة الرافعة المالية، وحجم الشركة، وربحية السهم، نتيجة الأعمال، التوزيعات النقدية للأرباح، الأرباح/ الخسائر المرحلة، وغيرها من المعلومات.

- الدراسات السابقة التي تساعد في تكوين رؤية عن سوق المال الذي تعمل فيه الشركات، مما يساهم في صياغة فرضيات تعكس صورة واضحة عن حقيقة العلاقة ما بين نسبة الرافعة المالية، وأسعار الأسهم في السوق.

الاختبارات الإحصائية المستخدمة في الدراسة

تم استخدام برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (Statistical Package of Social Sciences-Spss) كبرنامج رئيس في عملية التحليل الإحصائي للبيانات التي تم جمعها؛ حيث تم استخدام الاختبارات التالية

- اختبار التوزيع الطبيعي: تم استخدام اختبار التوزيع الطبيعي لمعرفة هل البيانات الخاصة بالمتغيرات تخضع للتوزيع الطبيعي أم لا.

- معامل الارتباط: تم استخدام معامل الارتباط للتعرف على نوع وقوة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

- تحليل الانحدار البسيط للمتغيرات: تم استخدام معادلة الانحدار البسيط لإظهار العلاقة ما بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

- تحليل الانحدار المتعدد للمتغيرات: تم استخدام معادلة الانحدار المتعدد لإظهار العلاقة ما بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

وفيما يلي النموذج الذي تم استخدامه للتعبير عن العلاقة ما بين المتغير التابع والمتغير المستقل (صافي، ٢٠٠٦).

$$Y = constant + \beta X + E$$

Constant: ثابت المعادلة

Y: سعر السهم في السوق (المتغير التابع).

X: المتغير المستقل.

E: هو الخطأ العشوائي؛ وهو عبارة عن الجزء من أسعار الأسهم، والذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل أخرى لا يتضمنها النموذج.

β : معاملات الانحدار للمتغير المستقل.

طريقة قياس المتغيرات المستقلة

- نسبة الرافعة المالية: تم احتساب نسبة الرافعة المالية من خلال قسمة مجموع الالتزامات في الشركة على مجموع أصول الشركة.

- حجم الشركة: يعبر حجم الشركة عن مجموع أصول الشركة المعلن عنه في نهاية السنة المالية.

- نتيجة أعمال الشركة: تم التعبير عن نتيجة الأعمال من خلال ترميز الربح، والخسارة؛ حيث يرمز للربح بالرقم (٢) ويرمز للخسارة بالرمز (١)

- ربحية السهم: تم الحصول على ربحية السهم (حصة السهم من الأرباح) من القوائم المالية المنشورة؛ حيث إن حصة السهم من الأرباح تساوي ربح السنة مقسومة على عدد الأسهم.

- الأرباح/ الخسائر المرحلة: تم التعبير عن الأرباح المحتجزة بقيمة الأرباح، أو الخسائر المرحلة.

- التوزيعات النقدية للأرباح: تم التعبير عن وجود توزيعات نقدية خلال العام بالرمز (٢)، في حين تم الترميز للعام الذي لم يتم توزيع أرباح فيه بالرقم (١).

نتائج التحليل الإحصائي للمتغيرات

١- اختبار الارتباط بين المتغيرات المستقلة

تم إخضاع المتغيرات المستقلة لاختبار الاستقلالية، بهدف التأكد من عدم وجود ارتباط خطي بين المتغيرات المستقلة، التي من شأنها التأثير على العلاقة ما بين هذه المتغيرات والمتغير التابع.

يوضح الجدول رقم () نتائج معاملات الارتباط بين المتغيرات؛ حيث تظهر النتائج عدم وجود علاقة قوية بين المتغيرات المستقلة، وبالتالي لا يوجد مشكلة الارتباط المتعدد بين المتغيرات المستقلة مع بعضها البعض؛ حيث ظهر أن معامل الارتباط الموجب قد تراوح بين (٠.٥٠٢) و(٠.٠٢٦)، ومعامل الارتباط السالب يتراوح ما بين (-٠.٠٣٣) و(-٠.٠٤٢)، وبلغت أقوى علاقة موجبة (٠.٥٠٢) ما بين حجم الشركة، ونسبة الرافعة المالية، في حين كانت اضعف العلاقات الموجبة (٠.٠٢٦) ما بين حجم الشركة، والأرباح المحتجزة، أما العلاقات السالبة فقد كانت أقوى علاقة سالبة (-٠.٠٤٢) ما بين نسبة الرافعة المالية، ووجود توزيعات نقدية، في حين كانت اضعف العلاقات السالبة (-٠.٠٣٣) ما بين نسبة الرافعة المالية، والأرباح المحتجزة.

الجدول رقم (٢): اختبار الاستقلالية

المتغيرات	الرفع المالي	حجم الشركة	نتيجة الأعمال	ربحية السهم	الأرباح لمحتجزة	التوزيعات النقدية
الرفع المالي	1	.502**	.048	.036	-.033	-.042
حجم الشركة	.502**	1	.135	.148	.026	.056
نتيجة الأعمال	.048	.135	1	.456**	.070	.291**
ربحية السهم	.036	.148	.456**	1	.030	.471**
الأرباح لمحتجزة	-.033	.026	.070	.030	1	.032
التوزيعات النقدية	-.042	.056	.291**	.471**	.032	1

**معامل الارتباط ذو دلالة عن ٠.٠١ (p-value<٠.٠١)

٢- اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة

قبل اختبار فرضيات الدراسة، لابد من إجراء اختبار التوزيع الطبيعي، وذلك لمعرفة ما إذا كانت بيانات متغيرات الدراسة تخضع للتوزيع الطبيعي أم لا، وهو ما يحدد نوع اختبار الارتباط الذي يتم استخدامه خلال الدراسة.

جدول رقم (٣): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
أسعار الأسهم في السوق	.225	144	.000	.835	144	.000
نسبة الرافعة المالية	.133	144	.000	.933	144	.000
حجم الشركة	.333	144	.000	.438	144	.000
نتيجة الأعمال	.514	144	.000	.420	144	.000
ربحية السهم	.162	144	.000	.889	144	.000
الأرباح / الخسائر المرحلة	.435	144	.000	.146	144	.000
توزيعات الأرباح النقدية	.362	144	.000	.634	144	.000

a. Lilliefors Significance Correction

بالنظر لنتائج الاختبار، يظهر أن بيانات متغيرات الدراسة لا تخضع للتوزيع الطبيعي، مما يستوجب استخدام اختبار سبيرمان لقياس العلاقة ما بين المتغير التابع، والمتغيرات المستقلة.

٣- تحليل البيانات المالية المتعلقة بمتغيرات الدراسة وأثرها على المتغير التابع

عند اختبار فرضيات الدراسة يتم مراعاة دلالات كل من معامل التحديد (R^2)، ومعامل الارتباط (r)، و قيمة (Sig)، كما يلي (صافي، ٢٠٠٦)

- إذا كانت R^2 (معامل التحديد) مساوية للواحد الصحيح، فإن هذه يدل على وجود ارتباط تام بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

- إذا كانت R^2 (معامل التحديد) مساوية ل ٥٠%، أو أكبر منها، فإن هذه يدل على وجود ارتباط قوي، وباقي النسبة المئوية ترجع لعوامل أخرى.

- إذا كانت R^2 (معامل التحديد) أقل من ٥٠%، فإن هذه يدل على وجود ارتباط ضعيف، وباقي النسبة المئوية ترجع لعوامل أخرى.

- إذا كانت R^2 (معامل التحديد) مساوية للصفر، فإن هذه يدل على عدم وجود علاقة بين المتغيرات.

- إذا كانت r (معامل الارتباط) مساوية للواحد الصحيح، فهذا يدل على أن الارتباط بين المتغيرين ارتباط طرديا تام.

- إذا كانت r (معامل الارتباط) مساوية (-1)، فهذا يدل على أن الارتباط بين المتغيرين ارتباط عكسي تام.

- إذا كانت r (معامل الارتباط) مساوية للصفر، فهذا يدل على عدم وجود ارتباط خطي بين المتغيرين موضوع الدراسة.

- إذا كانت r (معامل الارتباط) واقعة ما بين $(0 < r < 0.5)$ ، يكون الارتباط طردي ضعيف.

- إذا كانت r (معامل الارتباط) واقعة ما بين $(0.5 \leq r < 0.75)$ ، يكون الارتباط طردي متوسط.

- إذا كانت r (معامل الارتباط) واقعة ما بين $(0.75 \leq r < 1)$ ، يكون الارتباط طردي قوي.

- إذا كانت r (معامل الارتباط) واقعة ما بين $(0 < r < -0.5)$ ، يكون الارتباط عكسي ضعيف.

- إذا كانت r (معامل الارتباط) واقعة ما بين $(-0.5 \leq r < -0.75)$ ، يكون الارتباط عكسي متوسط.

- إذا كانت r (معامل الارتباط) واقعة ما بين $(-0.75 \leq r < -1)$ ، يكون الارتباط عكسي قوي.

- إذا كانت $Sig = 0.05$ ، أو أقل، فإن ذلك يعني وجود علاقة معنوية بين المتغيرات.

- إذا كانت Sig أكبر من 0.05 ، فإن ذلك يعني عدم وجود علاقة معنوية بين المتغيرات.

٤- اختبار فرضيات الدراسة

فيما يلي نتائج تحليل بيانات المتغيرات المستقلة، ودرجة تأثيرها على المتغير التابع، لكل قطاع من قطاعات الأعمال للشركات محل الدراسة، في بورصة فلسطين خلال الفترة من ٢٠٠٩ - ٢٠١٤.

أولاً: قطاع البنوك

تم اختبار ستة متغيرات مستقلة في قطاع البنوك؛ لبيان علاقتها بالمتغير التابع (أسعار الأسهم)؛

حيث كانت النتائج كما يظهر

جدول رقم (٤): نتائج الاختبارات بين المتغيرات المستقلة المتغير التابع أسعار الأسهم

توزيعات الأرباح النقدية	الأرباح / الخسائر المرحلة	ربحية السهم	نتيجة الأعمال	حجم الشركة	نسبة الرافعة المالية	
0.496	0.612	0.609	-0.032	0.614	0.418	معامل سبيرمان (r)
24.601	37.454	37.088	0.102	37.699	17.472	معامل التحديد (R ²)
0.005**	0**	0**	0.866*	0**	0.021*	قيمة sig.
1.127	7.111 E-8	6.472	0.366	1.22 E-9	٠.٠١٤	معامل المتغير
0.743	0.419	0.583	0.913	0.422	0.866	الخطأ المعياري
-0.083	1.011	0.686	0.663	0.561	0.362	الثابت

* الارتباط دال إحصائياً عند مستوى معنوية ٠.٠٥

** الارتباط دال إحصائياً عند مستوى معنوية ٠.٠١

الفرضية الأولى

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = ٠.٠٥$ بين أسعار

الأسهم في السوق، ونسبة الرافعة المالية المعمول بها في الشركات المدرجة في قطاع البنوك.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (٠.٤١٨)، وأن قيمة $\text{Sig.} = 0.02$ ، وهي أصغر من مستوى الدلالة ٠.٠٥، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، ونسبة الرافعة المالية لقطاع البنوك، وقد ظهرت العلاقة من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (١٧.٤%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (٨٢.٦%)؛ مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن $(٠ > r > ٠.٥)$ ؛ هذا يعني وجود ارتباط طردي ضعيف بين أسعار الأسهم في السوق، ونسبة الرافعة المالية المعمول بها في الشركات.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = \text{constant} + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × نسبة الرافعة المالية) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = 0.362 + (0.014 \times \text{نسبة الرافعة المالية}) + 0.866$$

الفرضية الثانية

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.01$ بين أسعار

الأسهم في السوق، و حجم الشركة (مجموع أصولها)، في قطاع البنوك.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (0.614) وأن قيمة $\text{Sig.} = 0$ ، وهي

أصغر من مستوى الدلالة 0.01، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات دلالة

إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، وحجم الشركة لقطاع البنوك، وقد ظهرت العلاقة من قيمة معامل

التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (37.6%) من التغيرات

في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (62.4%)، مما يعني

وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن $0.5 \leq r >$

(0.75)، هذا يعني وجود ارتباط طردي متوسط ما بين أسعار الأسهم في السوق، وحجم الشركة.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = \text{constant} + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × حجم الشركة) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = 0.061 + (1.22 \times 10^{-9} \times \text{حجم الشركة}) + 0.422$$

$$\text{حيث : } 1.22 \times 10^{-9} = 0.00000000122$$

الفرضية الثالثة

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.05$ بين أسعار

الأسهم في السوق، ونتيجة الأعمال في الشركة في قطاع البنوك.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (-0.032) وأن قيمة Sig.=.866، وهي أكبر من مستوى الدلالة 0.05، مما يعني قبول الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، ونتيجة الأعمال لقطاع البنوك، وقد ظهرت العلاقة من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (0.1%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (99.9%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن $(0 < r < 0.5)$ ، هذا يعني وجود ارتباط عكسي ضعيف ما بين أسعار الأسهم في السوق، ونتيجة الأعمال.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = constant + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × نتيجة الأعمال) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = 0.663 + (0.366 \times \text{نتيجة الأعمال}) + 0.913$$

الفرضية الرابعة

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.01$ بين أسعار

الأسهم في السوق، وربحية السهم المعلن عنها في قطاع البنوك.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (0.609)، وأن قيمة Sig. = 0.0، وهي أصغر من مستوى الدلالة 0.01، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، وربحية السهم لقطاع البنوك، وقد ظهرت العلاقة من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (37%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (63%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن $(0.5 \geq r > 0.75)$ ، هذا يعني وجود ارتباط طردي متوسط ما بين أسعار الأسهم في السوق، وربحية السهم.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع، والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = constant + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × ربحية السهم) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = 0.686 + (6.47 \times \text{ربحية السهم}) + 0.583$$

الفرضية الخامسة

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.01$ بين أسعار

الأسهم في السوق، ووجود أرباح/ خسائر مرحلة في قطاع البنوك.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (0.612)، وأن قيمة $\text{Sig.} = 0.0$ ، وهي أصغر من مستوى الدلالة، 0.01 ، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، والأرباح/ خسائر المرحلة لقطاع البنوك، وقد ظهرت العلاقة من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (37.4%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (62.6%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن (0.5) $\geq r > 0.75$ ، هذا يعني وجود ارتباط طردي متوسط ما بين أسعار الأسهم في السوق، والأرباح/ الخسائر المرحلة.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع، والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = constant + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × الأرباح / الخسائر المرحلة) + الخطأ

المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = 1.01 + (7.11E-8 \times \text{الأرباح} / \text{الخسائر المرحلة}) + 0.419$$

حيث: $7.11 \text{ E}-8 = 0.0000000711$

الفرضية السادسة

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.01$ بين أسعار

الأسهم في السوق، ووجود توزيعات نقدية في قطاع البنوك.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (0.496) وأن قيمة $\text{Sig.} = 0.005$ ، وهي أصغر من مستوى الدلالة 0.01 ، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، ووجود توزيعات نقدية لقطاع البنوك، وقد ظهرت العلاقة من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (24.6%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (75.4%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن $(0 < r < 0.5)$ ، هذا يعني وجود ارتباط طردي ضعيف ما بين أسعار الأسهم في السوق، ووجود توزيعات نقدية.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع، والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = \text{constant} + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير \times وجود توزيعات نقدية) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = -0.083 + (1.12 \times \text{وجود توزيعات النقدية}) + 0.74$$

وفي حال توفر المعلومات عن كافة المتغيرات المستقلة، يمكن استخدام معادلة الانحدار المتعدد

لإيجاد قيمة المتغير التابع بدلالة المتغيرات المستقلة كالاتي:

جدول (٥): معادلة الانحدار بين كافة المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لقطاع البنوك

المتغير	معامل المتغير	الخطأ المعياري	الثابت
نسبة الرافعة المالية	0.001	0.409	1.362
حجم الشركة	5.37 E-10		
نتيجة الأعمال	-0.375		
ربحية السهم	1.648		
الأرباح / الخسائر المحتجزة	3.016 E-8		
وجود توزيعات نقدية	0.013		

$$Y = \text{constant} + \beta_2 X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × المتغير المستقل) + الخطأ المعياري

$$\begin{aligned} \text{أسعار الأسهم في السوق} = & 1.362 + (0.001 \times \text{نسبة الرافعة المالية}) + (5.37 \text{ E-}10 \times \text{حجم} \\ & \text{الشركة}) + (-0.375 \times \text{نتيجة الأعمال}) + (1.648 \times \text{ربحية السهم}) + (3.01 \text{ E-}8 \times \text{الأرباح/ الخسائر} \\ & \text{المرحلة}) + (0.013 \times \text{وجود توزيعات نقدية}) + 0.409 \end{aligned}$$

حيث:

$$0.000000000537 = 5.37 \text{ E-}10$$

$$0.0000000301 = 3.01 \text{ E-}8$$

ثانياً: قطاع الصناعة

تم اختبار ست متغيرات مستقلة في قطاع الصناعة لبيان علاقتها بالمتغير التابع (أسعار الأسهم)؛

حيث كانت النتائج كما يظهر

جدول رقم (٦): نتائج الاختبارات بين المتغيرات المستقلة المتغير التابع أسعار الأسهم

توزيعات الأرباح النقدية	الأرباح / الخسائر المرحلة	ربحية السهم	نتيجة الأعمال	حجم الشركة	نسبة الرافعة المالية	
0.615	0.704	0.667	0.208	0.641	0.434	معامل سبيرمان (r)
37.822	49.561	44.488	4.326	41.088	18.835	معامل التحديد (R ²)
0**	0**	0**	0.223*	0**	0.008**	قيمة sig.
1.623	4.51 E-10	6.131	0.874	4.457 E-8	0.014	معامل المتغير
1.09	1.322	1.021	1.3	1.087	1.302	الخطأ المعياري
-0.711	2.06	1.295	0.41	0.723	1.698	الثابت

* الارتباط دال إحصائياً عند مستوى معنوية ٠.٠٥

** الارتباط دال إحصائياً عند مستوى معنوية ٠.٠١

الفرضية الأولى

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = ٠.٠١$ بين أسعار

الأسهم في السوق، ونسبة الرافعة المالية المعمول بها في الشركات المدرجة في قطاع الصناعة.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (٠.٤٣٤)، وأن قيمة $\text{Sig.} = 0.008$ ،

وهي أصغر من مستوى الدلالة ٠.٠١، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات

دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، ونسبة الرافعة المالية لقطاع الصناعة، وقد ظهرت العلاقة من

قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (١٨.٨%)

من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (٨١.٢%)،

مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن $(٠ >$

$r > ٠.٥)$ ، هذا يعني وجود ارتباط طردي ضعيف ما بين أسعار الأسهم في السوق، ونسبة الرافعة المالية

المعمول بها في الشركة.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع، والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = \text{constant} + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × نسبة الرافعة المالية) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = 1.69 + (0.014 \times \text{نسبة الرافعة المالية}) + 1.3$$

الفرضية الثانية

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.01$ بين أسعار

الأسهم في السوق، وحجم الشركة (مجموع أصولها) في قطاع الصناعة.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (0.641) وأن قيمة $\text{Sig.} = 0.0$ ،

وهي أصغر من مستوى الدلالة 0.01، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات

دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، وحجم الشركة لقطاع الصناعة، وقد ظهرت قوة العلاقة من قيمة

معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (41.08%) من

التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (58.92%)،

مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن (0.5

≥ 0.75)، هذا يعني وجود ارتباط طردي متوسط ما بين أسعار الأسهم في السوق، وحجم الشركة.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع، والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = \text{constant} + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × حجم الشركة) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = 0.723 + (4.457 \text{ E-}8 \times \text{حجم الشركة}) + 1.08$$

$$\text{حيث: } 0.00000004457 = 4.457 \text{ E-}8$$

الفرضية الثالثة

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.05$ بين أسعار

الأسهم في السوق، ونتيجة الأعمال في الشركة في قطاع البنوك.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (0.208)، وأن قيمة $\text{Sig.} = .223$ ، وهي أكبر من مستوى الدلالة 0.05، مما يعني قبول الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، ونتيجة الأعمال لقطاع الصناعة، وقد ظهرت العلاقة من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (4.3%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (95.7%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن $(0 < r < 0.5)$ ، هذا يعني وجود ارتباط طردي ضعيف ما بين أسعار الأسهم في السوق، ونتيجة الأعمال.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع، والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = \text{constant} + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × نتيجة الأعمال) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = 0.410 + (0.874 \times \text{نتيجة الأعمال}) + 1.3$$

الفرضية الرابعة

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.01$ بين أسعار

الأسهم في السوق، وربحية السهم المعلن عنها في قطاع الصناعة.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (0.667) وأن قيمة $\text{Sig.} = 0.0$ ، وهي أصغر من مستوى الدلالة 0.01، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، وربحية السهم لقطاع الصناعة، وقد ظهرت العلاقة من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (44.4%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (55.6%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن $(r \geq 0.5)$ ، هذا يعني وجود ارتباط طردي متوسط ما بين أسعار الأسهم في السوق، وربحية السهم.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع، والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = constant + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × ربحية السهم) + الخطأ المعياري

$$1.02 + (6.13 \times \text{ربحية السهم}) + 1.29 = \text{أسعار الأسهم في السوق}$$

الفرضية الخامسة

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.01$ بين أسعار

الأسهم في السوق، ووجود أرباح/ خسائر مرحلة في قطاع الصناعة.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (0.704) وأن قيمة $\text{Sig.} = 0$ ، وهي

أصغر من مستوى الدلالة 0.01، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات دلالة

إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، والأرباح/ خسائر المرحلة لقطاع الصناعة، وقد ظهرت العلاقة من

قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (49.06%)

من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت

(50.44%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع

ضمن (0.5 > r > 0.75)، هذا يعني وجود ارتباط طردي متوسط ما بين أسعار الأسهم في السوق،

والأرباح/ الخسائر المرحلة.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي :

$$Y = constant + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × الأرباح/ الخسائر المرحلة) + الخطأ المعياري

$$1.32 + (4.51 \times 10^{-10} \times \text{الأرباح} / \text{الخسائر المرحلة}) + 1.32 = \text{أسعار الأسهم في السوق}$$

حيث: $0.000000000451 = 4.51 \times 10^{-10}$

الفرضية السادسة

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.01$ بين أسعار

الأسهم في السوق، ووجود توزيعات نقدية في قطاع الصناعة.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (0.615)، وأن قيمة $\text{Sig.} = 0.0$ ، وهي أصغر من مستوى الدلالة 0.01 ، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، ووجود توزيعات نقدية لقطاع الصناعة، وقد ظهرت العلاقة من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (37.8%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (62.2%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن (0.5) $\geq r > 0.75$ ، هذا يعني وجود ارتباط طردي متوسط ما بين أسعار الأسهم في السوق، ووجود توزيعات نقدية.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع، والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = constant + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير \times وجود توزيعات نقدية) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = (-0.711) + (1.62 \times \text{وجود توزيعات نقدية}) + 1.09$$

وفي حال توفر المعلومات عن كافة المتغيرات المستقلة يمكن استخدام معادلة الانحدار المتعدد لإيجاد

قيمة المتغير التابع بدلالة المتغيرات المستقلة كالاتي:

جدول (٧): معادلة الانحدار بين كافة المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لقطاع الصناعة

المتغير	معامل المتغير	الخطأ المعياري	الثابت
نسبة الرافعة المالية	-0.003	٠.٨٦٨	٠.٨١٤
حجم الشركة	2.75 E-8		
نتيجة الأعمال	-0.813		
ربحية السهم	4.583		
الأرباح / الخسائر المحتجزة	-2.28 E-10		
وجود توزيعات نقدية	0.868		

$$Y = constant + \beta_2 X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × المتغير المستقل) + الخطأ المعياري

$$\begin{aligned} \text{أسعار الأسهم في السوق} = & 0.814 + (-0.003 \times \text{نسبة الرافعة المالية}) + (2.75 \text{ E-}8 \times \text{حجم الشركة}) \\ & + (-0.813 \times \text{نتيجة الأعمال}) + (4.583 \times \text{ربحية السهم}) + (-2.28 \text{ E-}10 \times \text{الأرباح/الخسائر المحتجزة}) \\ & + (0.868 \times \text{وجود توزيعات نقدية}) + 0.868 \end{aligned}$$

حيث:

$$2.75 \text{ E-}8 = 0.0000000275$$

$$-2.28 \text{ E-}10 = -0.00000000228$$

ثالثاً: قطاع التأمين

تم اختبار ست متغيرات مستقلة في قطاع التأمين لبيان علاقتها بالمتغير التابع (أسعار الأسهم)؛ حيث

كانت النتائج كما يظهر

جدول رقم (٨): نتائج الاختبارات بين المتغيرات المستقلة المتغير التابع أسعار الأسهم

توزيعات الأرباح النقدية	الأرباح / الخسائر المرحلة	ربحية السهم	نتيجة الأعمال	حجم الشركة	نسبة الرافعة المالية	
0.61	0.628	0.845	0.257	0.523	-0.222	معامل سبيرمان (r)
37.21	39.43	71.4	6.6	27.35	4.92	معامل التحديد (R ²)
0.007**	0.005**	0**	0.303*	.026*	.376*	قيمة sig.
1.92	4.031 E-7	7.22	1.834	6.465 E-8	-0.12	معامل المتغير
1.05	1.02	0.753	1.322	1	1.27	الخطأ المعياري
-1.056	1.041	0.833	-1.315	-1.983	10.427	الثابت

* الارتباط دال إحصائياً عند مستوى معنوية ٠.٠٥

** الارتباط دال إحصائياً عند مستوى معنوية ٠.٠١

الفرضية الأولى

الفرضية العدمية H₀: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.05$ بين أسعار

الأسهم في السوق، ونسبة الرافعة المالية المعمول بها في الشركات المدرجة في قطاع التأمين.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (-0.222)، وأن قيمة Sig. = 0.37،

وهي أكبر من مستوى الدلالة ٠.٠٥، مما يعني قبول الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك لا توجد علاقة ذات

دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، ونسبة الرافعة المالية لقطاع التأمين، وقد ظهر ضعف العلاقة

من قيمة معامل التحديد R²؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته

(٤.٩٢%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت

(٩٥.٠٨%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع

ضمن (٠ < r < ٠.٥)، هذا يعني وجود ارتباط عكسي ضعيف ما بين أسعار الأسهم في السوق، ونسبة

الرافعة المالية المعمول بها في الشركة.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = constant + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × نسبة الرافعة المالية) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = 10.42 + (-0.12 \times \text{نسبة الرافعة المالية}) + 1.27$$

الفرضية الثانية

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 50.0$ بين أسعار

الأسهم في السوق، وحجم الشركة (مجموع أصولها) في قطاع التأمين.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سييرمان بين المتغيرين بلغ (0.523) وأن قيمة $\text{Sig.} = 0.026$ ،

وهي أصغر من مستوى الدلالة 0.05، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات

دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، وحجم الشركة لقطاع التأمين، وقد ظهرت العلاقة من قيمة

معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (27.35%) من

التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (72.65%)،

مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن (0.5

≥ 0.75)، هذا يعني وجود ارتباط طردي متوسط ما بين أسعار الأسهم في السوق، وحجم الشركة.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع، والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي :

$$Y = \text{constant} + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × حجم الشركة) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = 1.98 - (6.46E-8 \times \text{حجم الشركة}) + 1$$

$$\text{حيث: } 6.46E-8 = 0.0000000646$$

الفرضية الثالثة

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.05$ بين أسعار

الأسهم في السوق، ونتيجة الأعمال في الشركة في قطاع التأمين.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (0.257) وأن قيمة $\text{Sig.} = 0.303$ ، وهي أكبر من مستوى الدلالة 0.05، مما يعني قبول الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، ونتيجة الأعمال لقطاع التأمين، وقد ظهرت العلاقة من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (6.6%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (93.4%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن $(0 < r < 0.5)$ ، هذا يعني وجود ارتباط طردي ضعيف ما بين أسعار الأسهم في السوق، ونتيجة الأعمال.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع، والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = \text{constant} + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × نتيجة الأعمال) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = (-1.31) + (1.83 \times \text{نتيجة الأعمال}) + 1.32$$

الفرضية الرابعة

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.01$ بين أسعار

الأسهم في السوق، وربحية السهم المعلن عنها في قطاع التأمين.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (0.845)، وأن قيمة $\text{Sig.} = 0.0$ ، وهي أصغر من مستوى الدلالة 0.01، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، وربحية السهم لقطاع التأمين، وقد ظهرت العلاقة من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (71.4%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (28.6%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن $(0.75 \leq r < 1)$ ، هذا يعني وجود ارتباط طردي قوي ما بين أسعار الأسهم في السوق، وربحية السهم.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = constant + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × ربحية السهم) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = 0.833 + (7.22 \times \text{ربحية السهم}) + 0.75$$

الفرضية الخامسة

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.01$ بين أسعار

الأسهم في السوق، ووجود أرباح/ خسائر مرحلة في قطاع التأمين.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (0.628) وأن قيمة $\text{Sig.} = 0.005$ ،

وهي أصغر من مستوى الدلالة 0.01، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات

دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، والأرباح/ خسائر المرحلة لقطاع التأمين، وقد ظهرت العلاقة

من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته

(39.43%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد

بلغت (60.57%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل

الارتباط يقع ضمن $(0.5 > r > 0.75)$ ، هذا يعني وجود ارتباط طردي متوسط ما بين أسعار الأسهم في

السوق، والأرباح/ الخسائر المرحلة.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي :

$$Y = constant + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × الأرباح/ الخسائر المرحلة) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = 1.04 + (4.03 \text{ E-}7 \times \text{الأرباح/ الخسائر المرحلة}) + 1.02$$

$$\text{حيث: } 4.03 \text{ E-}7 = 0.000000403$$

الفرضية السادسة

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.01$ بين أسعار الأسهم في السوق، ووجود توزيعات نقدية في قطاع التأمين.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (0.61)، وأن قيمة $\text{Sig.} = 0.007$ ، وهي أصغر من مستوى الدلالة 0.01 ، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق ووجود توزيعات نقدية لقطاع التأمين، وقد ظهرت العلاقة من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (37.21%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (62.79%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن $(0.5 \leq r < 0.75)$ هذا يعني وجود ارتباط طردي متوسط ما بين أسعار الأسهم في السوق، ووجود توزيعات نقدية.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = \text{constant} + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير \times وجود توزيعات نقدية) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = (-1.05) + (1.92 \times \text{وجود توزيعات نقدية}) + 1.05$$

وفي حال توفر المعلومات عن كافة المتغيرات المستقلة يمكن استخدام معادلة الانحدار المتعدد لإيجاد

قيمة المتغير التابع بدلالة المتغيرات المستقلة كالاتي:

جدول (٩): معادلة الانحدار بين كافة المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لقطاع التأمين

المتغير	معامل المتغير	الخطأ المعياري	الثابت
نسبة الرافعة المالية	-0.044	٠.٧٤٩	٢.٢٧٧
حجم الشركة	1.08 E-8		
نتيجة الأعمال	.091		
ربحية السهم	5.461		
الأرباح / الخسائر المحتجزة	-2.23 E-8		
وجود توزيعات نقدية	0.639		

$$Y = constant + \beta 2X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × المتغير المستقل) + الخطأ المعياري

$$\begin{aligned} \text{أسعار الأسهم في السوق} = & ٢.٢٧٧ + (-٠.٠٤٤ \times \text{نسبة الرافعة المالية}) + (1.08 \text{ E-}8 \times \text{حجم} \\ & \text{الشركة}) + (-0.091 \times \text{نتيجة الأعمال}) + (٥.٤٦ \times \text{ربحية السهم}) + (-2.23 \text{ E-}8 \times \text{الأرباح/ الخسائر} \\ & \text{المحتجزة}) + (٠.٦٣٩ \times \text{وجود توزيعات نقدية}) + ٠.٧٤٩ \end{aligned}$$

حيث:

$$\dots\dots\dots ٢٧٥ = 2.75 \text{ E-}8$$

$$\dots\dots\dots ٢٢٨ - = -2.28 \text{ E-}8$$

رابعاً: قطاع الاستثمار

تم اختبار ست متغيرات مستقلة في قطاع الاستثمار لبيان علاقتها بالمتغير التابع (أسعار الأسهم)،

حيث كانت النتائج كما يظهر

جدول رقم (١٠): نتائج الاختبارات بين المتغيرات المستقلة المتغير التابع أسعار الأسهم

توزيعات الأرباح النقدية	الأرباح / الخسائر المرحلة	ربحية السهم	نتيجة الأعمال	حجم الشركة	نسبة الرافعة المالية	
0.571	-0.371	0.45	0.106	-0.449	0.609	معامل سبيرمان (r)
32.6	13.76	20.25	1.12	20.16	37.08	معامل التحديد (R ²)
0.001**	.043*	.013*	.578*	.013*	0**	قيمة sig.
0.9	-7.54E-08	7.047	0.34	-8.90E-09	0.038	معامل المتغير
0.678	0.741	0.691	0.808	0.743	0.623	الخطأ المعياري
-0.06	1.647	0.971	0.736	1.698	0.622	الثابت

* الارتباط دال إحصائياً عند مستوى معنوية ٠.٠٥

** الارتباط دال إحصائياً عند مستوى معنوية ٠.٠١

الفرضية الأولى

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.01$ بين أسعار

الأسهم في السوق، ونسبة الرافعة المالية المعمول بها في الشركات المدرجة في قطاع الاستثمار.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (٠.٦٠٩) وأن قيمة $\text{Sig.} = 0.0$ ،

وهي أصغر من مستوى الدلالة ٠.٠١، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات

دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، ونسبة الرافعة المالية لقطاع الاستثمار، وقد ظهرت العلاقة من

قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (٣٧.٠٨%)

من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت

(٦٢.٩٢%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع

ضمن (٠.٥ > r > ٠.٧٥)، هذا يعني وجود ارتباط طردي متوسط ما بين أسعار الأسهم في السوق، ونسبة

الرافعة المالية المعمول بها في الشركة.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي :

$$Y = \text{constant} + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × نسبة الرافعة المالية) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = 0.622 + (0.038 \times \text{نسبة الرافعة المالية}) + 0.623$$

الفرضية الثانية

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.05$ بين أسعار

الأسهم في السوق، وحجم الشركة (مجموع أصولها) في قطاع الاستثمار.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سييرمان بين المتغيرين بلغ (-0.449) وأن قيمة $\text{Sig.} = 0.013$ ، وهي أصغر من مستوى الدلالة 0.05، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، وحجم الشركة لقطاع الاستثمار، وقد ظهرت العلاقة من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (20.16%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (79.84%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن ($0 < r < -$)، هذا يعني وجود ارتباط عكسي ضعيف ما بين أسعار الأسهم في السوق و حجم الشركة.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع، والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = \text{constant} + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × حجم الشركة) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = 1.69 + (-8.9E-9 \times \text{حجم الشركة}) + 0.743$$

$$\text{حيث: } 8.9E-9 = 0.0000000089$$

الفرضية الثالثة

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.05$ بين أسعار

الأسهم في السوق، ونتيجة الأعمال في الشركة في قطاع الاستثمار.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (0.106) وأن قيمة $\text{Sig.} = 0.578$ ، وهي أكبر من مستوى الدلالة 0.05، مما يعني قبول الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، ونتيجة الأعمال لقطاع الاستثمار، وقد ظهرت العلاقة من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (1.12%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (98.88%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن ($0 > r > 0.5$) هذا يعني وجود ارتباط طردي ضعيف ما بين أسعار الأسهم في السوق، ونتيجة الأعمال.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = \text{constant} + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × نتيجة الأعمال) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = 0.736 + (0.34 \times \text{نتيجة الأعمال}) + 0.808$$

الفرضية الرابعة

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 50.0$ بين أسعار

الأسهم في السوق، وربحية السهم المعلن عنها في قطاع الاستثمار.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (0.45) وأن قيمة $\text{Sig.} = 0.013$ ، وهي أصغر من مستوى الدلالة 0.05، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، وربحية السهم لقطاع الاستثمار، وقد ظهرت العلاقة من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (20.25%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (79.75%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن ($0 \geq r > 0.5$) هذا يعني وجود ارتباط طردي ضعيف ما بين أسعار الأسهم في السوق، وربحية السهم.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع، والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = constant + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × ربحية السهم) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = 0.971 + (7.04 \times \text{ربحية السهم}) + 0.691$$

الفرضية الخامسة

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.05$ بين أسعار

الأسهم في السوق، ووجود أرباح/ خسائر مرحلة في قطاع الاستثمار.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (-0.371) وأن قيمة $\text{Sig.} = 0.043$ ،

وهي أصغر من مستوى الدلالة 0.05، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات

دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، والأرباح/ خسائر المرحلة لقطاع الاستثمار، وقد ظهرت العلاقة

من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته

(13.76%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد

بلغت (87.24%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل

الارتباط يقع ضمن $(0 < r < 0.5)$ هذا يعني وجود ارتباط عكسي ضعيف ما بين أسعار الأسهم في السوق،

والأرباح/ الخسائر المرحلة.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع، والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = constant + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × الأرباح/ الخسائر المرحلة) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = 1.647 + (-7.546 \times 10^{-8} \times \text{الأرباح/ الخسائر المرحلة}) + 0.741$$

$$\text{حيث: } 0.00000007546 = 7.546 \times 10^{-8}$$

الفرضية السادسة

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.01$ بين أسعار

الأسهم في السوق، ووجود توزيعات نقدية في قطاع الاستثمار.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (0.571) وأن قيمة $\text{Sig.} = 0.001$ ، وهي أصغر من مستوى الدلالة 0.01 ، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، ووجود توزيعات نقدية لقطاع الاستثمار، وقد ظهرت العلاقة من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (32.6%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (67.4%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن (0.5) $\geq r > 0.75$ هذا يعني وجود ارتباط طردي متوسط ما بين أسعار الأسهم في السوق، ووجود توزيعات نقدية.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = constant + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير \times وجود توزيعات نقدية) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = -0.06 + (0.9 \times \text{وجود توزيعات نقدية}) + 0.678$$

وفي حال توفر المعلومات عن كافة المتغيرات المستقلة يمكن استخدام معادلة الانحدار المتعدد لإيجاد

قيمة المتغير التابع بدلالة المتغيرات المستقلة كالاتي:

جدول (١١): معادلة الانحدار بين كافة المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لقطاع الاستثمار

المتغير	معامل المتغير	الخطأ المعياري	الثابت
نسبة الرافعة المالية	٠.٠٥١	٠.٣٥٢	١.٨٠٢
حجم الشركة	- ٢.١٣ E-8		
نتيجة الأعمال	-0.54		
ربحية السهم	1.184		
الأرباح / الخسائر المحتجزة	6.59 E-8		
وجود توزيعات نقدية	0.04		

$$Y = \text{constant} + \beta 2X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × المتغير المستقل) + الخطأ المعياري

$$\begin{aligned} \text{أسعار الأسهم في السوق} = & 1.802 + (0.051 \times \text{نسبة الرافعة المالية}) + (-2.13 \text{ E-8} \times \text{حجم الشركة}) \\ & + (-0.54 \times \text{نتيجة الأعمال}) + (1.184 \times \text{ربحية السهم}) + (6.59 \text{ E-8} \times \text{الأرباح / الخسائر المحتجزة}) \\ & + (0.04 \times \text{وجود توزيعات نقدية}) + 0.352 \end{aligned}$$

حيث:

$$- 0.0000000213 = - 2.13 \text{ E-8}$$

$$0.0000000659 = 6.59 \text{ E-8}$$

خامسا: قطاع الخدمات

تم اختبار ست متغيرات مستقلة في قطاع الخدمات لبيان علاقتها بالمتغير التابع (أسعار الأسهم)،

حيث كانت النتائج كما يظهر:

جدول رقم (١٢): نتائج الاختبارات بين المتغيرات المستقلة المتغير التابع أسعار الأسهم

توزيعات الأرباح النقدية	الأرباح / الخسائر المرحلة	ربحية السهم	نتيجة الأعمال	حجم الشركة	نسبة الرافعة المالية	
0.742	0.645	0.595	0.229	-0.258	-0.641	معامل سبيرمان (r)
55.05	41.6	35.4	5.24	6.65	41.08	معامل التحديد (R ²)
0**	0**	.001**	0.224*	.169*	0**	قيمة sig.
2.262	2.07E-08	5.716	1.331	-1.42E-08	-0.06	معامل المتغير
1.439	1.845	0.706	1.731	1.739	1.624	الخطأ المعياري
-1.473	1.757	1.152	-0.449	2.277	4.185	الثابت

* الارتباط دال إحصائياً عند مستوى معنوية ٠.٠٥

** الارتباط دال إحصائياً عند مستوى معنوية ٠.٠١

الفرضية الأولى

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = ٠.٠١$ بين أسعار

الأسهم في السوق، ونسبة الرافعة المالية المعمول بها في الشركات المدرجة في قطاع الخدمات.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (-٠.٦٤١) وأن قيمة $\text{Sig.} = 0$ ، وهي أصغر من مستوى الدلالة ٠.٠١، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، ونسبة الرافعة المالية لقطاع الخدمات، وقد ظهرت العلاقة من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (٤١.٠٨%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (٥٨.٩٢%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن (٠.٥) $< r < ٠.٧٥$ ، هذا يعني وجود ارتباط عكسي متوسط ما بين أسعار الأسهم في السوق، ونسبة الرافعة المالية المعمول بها في الشركة.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع، والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = \text{constant} + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × نسبة الرافعة المالية) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = 4.18 + (-0.06 \times \text{نسبة الرافعة المالية}) + 1.62$$

الفرضية الثانية

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.05$ بين أسعار

الأسهم في السوق، وحجم الشركة (مجموع أصولها) في قطاع الخدمات.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (-0.258) وأن قيمة $\text{Sig.} = 0.169$ ،

وهي أكبر من مستوى الدلالة 0.05، مما يعني قبول الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك لا توجد علاقة ذات

دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، وحجم الشركة لقطاع الخدمات، وقد ظهرت العلاقة من قيمة

معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (6.65%) من

التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (93.35%)،

مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن ($0 < r$

< 0.5) هذا يعني وجود ارتباط عكسي ضعيف ما بين أسعار الأسهم في السوق، وحجم الشركة.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع، والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = \text{constant} + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × حجم الشركة) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = 2.27 + (1.42E-8 \times \text{حجم الشركة}) + 1.73$$

$$\text{حيث: } 1.42E-8 = 0.0000000142$$

الفرضية الثالثة

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.05$ بين أسعار

الأسهم في السوق، ونتيجة الأعمال في الشركة في قطاع الخدمات.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (0.229) وأن قيمة $\text{Sig.} = 0.22$ ، وهي أكبر من مستوى الدلالة 0.05، مما يعني قبول الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، ونتيجة الأعمال لقطاع الخدمات، وقد ظهرت العلاقة من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (5.24%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (94.76%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن $(0 < r < 0.5)$ ، هذا يعني وجود ارتباط طردي ضعيف ما بين أسعار الأسهم في السوق، ونتيجة الأعمال.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع، والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = \text{constant} + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × نتيجة الأعمال) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = (-0.449) + (1.33 \times \text{نتيجة الأعمال}) + 1.73$$

الفرضية الرابعة

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.01$ بين أسعار

الأسهم في السوق، وربحية السهم المعلن عنها في قطاع الخدمات.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (0.095) وأن قيمة $\text{Sig.} = 0.001$ ، وهي أصغر من مستوى الدلالة 0.01، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، وربحية السهم لقطاع الخدمات، وقد ظهرت العلاقة من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (35.4%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (64.6%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن $(r \geq 0.5)$ ، هذا يعني وجود ارتباط طردي متوسط ما بين أسعار الأسهم في السوق، وربحية السهم.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع، والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = constant + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × ربحية السهم) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = 1.152 + (0.71 \times \text{ربحية السهم}) + 0.706$$

الفرضية الخامسة

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.01$ بين أسعار

الأسهم في السوق، ووجود أرباح/ خسائر المرحلة في قطاع الخدمات.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (0.645) وأن قيمة $\text{Sig.} = 0$ ، وهي

أصغر من مستوى الدلالة 0.01، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات دلالة

إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، والأرباح/ خسائر المرحلة لقطاع الخدمات، وقد ظهرت العلاقة من

قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (41.6%)

من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (58.4%)،

مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن (0.5)

$(0.75 > r > 0)$ ، هذا يعني وجود ارتباط طردي متوسط ما بين أسعار الأسهم في السوق، والأرباح/ الخسائر

المرحلة.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع، والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = constant + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × الأرباح/ الخسائر المرحلة) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = 1.75 + (2.06 \times 10^{-8} \times \text{الأرباح/ الخسائر المرحلة}) + 1.8$$

حيث: $0.0000000206 = 2.06 \times 10^{-8}$

الفرضية السادسة

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.01$ بين أسعار الأسهم في السوق، ووجود توزيعات نقدية في قطاع الخدمات.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (0.742) وأن قيم $\text{Sig.} = 0.0$ ، وهي أصغر من مستوى الدلالة 0.01 ، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، ووجود توزيعات نقدية لقطاع الخدمات، وقد ظهرت العلاقة من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (55.05%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (44.95%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن (0.5 $\leq r < 0.75$)، هذا يعني وجود ارتباط طردي متوسط ما بين أسعار الأسهم في السوق، ووجود توزيعات نقدية.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع، والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = \text{constant} + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير \times وجود توزيعات نقدية) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = (-1.47) + (2.26 \times \text{وجود توزيعات نقدية}) + 1.43$$

وفي حال توفر المعلومات عن كافة المتغيرات المستقلة يمكن استخدام معادلة الانحدار المتعدد لإيجاد

قيمة المتغير التابع بدلالة المتغيرات المستقلة كالاتي:

جدول (١٣): معادلة الانحدار بين كافة المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لقطاع الخدمات

المتغير	معامل المتغير	الخطأ المعياري	الثابت
نسبة الرافعة المالية	-0.01	٠.٣٨٥	٠.٥٠٣
حجم الشركة	- 1.606 E-8		
نتيجة الأعمال	-0.345		
ربحية السهم	3.58		
الأرباح / الخسائر المحتجزة	-1.66 E-8		
وجود توزيعات نقدية	1.701		

Y =

$$constant + \beta 2X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × المتغير المستقل) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = ٠.٥٠٣ + (-٠.٠١ \times \text{نسبة الرافعة المالية}) + (-1.606 \text{ E-}8 \times \text{حجم الشركة}) + (-0.345 \times \text{نتيجة الأعمال}) + (٣.٥٨ \times \text{ربحية السهم}) + (-1.66 \text{ E-}8 \times \text{الأرباح/ الخسائر المحتجزة}) + (١.٧٠١ \times \text{وجود توزيعات نقدية}) + ٠.٣٨٥$$

حيث:

$$0.00000001606 = - 1.606 \text{ E-}8$$

$$0.0000000166 - = -1.66 \text{ E-}8$$

سادسا: اختبار الفرضيات لجميع القطاعات معا

تم اختبار المتغيرات المستقلة لكافة القطاعات معا، وذلك بغرض المقارنة ما بين نتائج الاختبارات لكل

قطاع على حده، والأثر المشترك ما بين القطاعات معا، و كانت النتائج كما يأتي:

جدول رقم (١٤): نتائج الاختبارات بين المتغيرات المستقلة المتغير التابع أسعار الأسهم

توزيعات الأرباح النقدية	الأرباح / الخسائر المرحلة	ربحية السهم	نتيجة الأعمال	حجم الشركة	نسبة الرافعة المالية	
0.637	0.384	0.698	0.209	0.01	0.054	معامل سبيرمان (r)
40.576	14.745	48.72	4.368	0.01	0.291	معامل التحديد (R ²)
0**	0**	0**	.012*	.904*	.522*	قيمة sig.
1.543	1.30E-09	6.1	0.885	3.61E-10	0.001	معامل المتغير
1.065	1.313	0.787	1.278	1.309	1.316	الخطأ المعياري
-0.638	1.725	1.052	0.1	1.678	1.702	الثابت

* الارتباط دال إحصائياً عند مستوى معنوية ٠.٠٥

** الارتباط دال إحصائياً عند مستوى معنوية ٠.٠١

الفرضية الأولى

الفرضية العدمية H₀: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = ٠.٠٥$ بين أسعار

الأسهم في السوق، ونسبة الرافعة المالية المعمول بها في الشركات المدرجة في كافة القطاعات معاً.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (0.054) وأن قيمة $\text{Sig.} = 0.522$ ، وهي أكبر من مستوى الدلالة ٠.٠٥، مما يعني قبول الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، ونسبة الرافعة المالية لكافة القطاعات معاً، وقد ظهرت العلاقة من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (٠.٢٩١) % من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (٩٩.٧٠٩) %، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن (٠ > r > ٠.٥)، هذا يعني وجود ارتباط طردي ضعيف ما بين أسعار الأسهم في السوق، ونسبة الرافعة المالية المعمول بها في الشركة.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع، والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي :

$$Y = constant + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × نسبة الرافعة المالية) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = 1.7 + (0.0001 \times \text{نسبة الرافعة المالية}) + 1.31$$

الفرضية الثانية

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.05$ بين أسعار

الأسهم في السوق، وحجم الشركة (مجموع أصولها) في كافة القطاعات معا.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (0.01) وأن قيمة $\text{Sig.} = 0.9$ ، وهي أكبر من مستوى الدلالة 0.05، مما يعني قبول الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، وحجم الشركة لكافة القطاعات معا، وقد ظهرت العلاقة من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (0.1%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (99.99%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن $(0 < r < 0.5)$ هذا يعني وجود ارتباط طردي ضعيف ما بين أسعار الأسهم في السوق، وحجم الشركة.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع، والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = \text{constant} + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × حجم الشركة) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = 1.67 + (-3.61 \times 10^{-10} \times \text{حجم الشركة}) + 1.3$$

$$\text{حيث: } 3.61 \times 10^{-10} = 0.000000000361$$

الفرضية الثالثة

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.05$ بين أسعار

الأسهم في السوق، ونتيجة الأعمال في الشركة في كل القطاعات معا.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (0.2) وأن قيمة $\text{Sig.} = 0.012$ ، وهي أصغر من مستوى الدلالة 0.05، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق، ونتيجة الأعمال لكافة القطاعات معاً، وقد ظهرت العلاقة من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (4.36%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (95.64%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن (0 > r > 0.5) هذا يعني وجود ارتباط طردي ضعيف ما بين أسعار الأسهم في السوق ونتيجة الأعمال.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = \text{constant} + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × نتيجة الأعمال) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = 0.1 + (0.885 \times \text{نتيجة الأعمال}) + 1.27$$

الفرضية الرابعة

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.01$ بين أسعار الأسهم في السوق وربحية السهم المعلن عنها في كافة القطاعات معاً.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (0.698) وأن قيمة $\text{Sig.} = 0$ ، وهي أصغر من مستوى الدلالة 0.01، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق وربحية السهم لكافة القطاعات معاً، وقد ظهرت العلاقة من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (48.72%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (51.28%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن (0.5 > r > 0.75) هذا يعني وجود ارتباط طردي متوسط ما بين أسعار الأسهم في السوق وربحية السهم.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = constant + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × ربحية السهم) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = 1.005 + (6.1 \times \text{ربحية السهم}) + 0.787$$

الفرضية الخامسة

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.01$ بين أسعار

الأسهم في السوق ووجود أرباح/ خسائر مرحلة في كافة القطاعات معا.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (0.38) وأن قيمة $\text{Sig.} = 0$ ، وهي

أصغر من مستوى الدلالة 0.01، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات دلالة

إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق والأرباح/ خسائر المرحلة لكافة القطاعات معا، وقد ظهرت العلاقة من

قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (14.74%)

من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت

(85.26%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع

ضمن (0 < r < 0.5)، هذا يعني وجود ارتباط طردي ضعيف ما بين أسعار الأسهم في السوق والأرباح/

الخسائر المرحلة.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي :

$$Y = constant + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × الأرباح/ الخسائر المرحلة) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = 1.725 + (1.3 \times 10^{-9} \times \text{الأرباح} / \text{الخسائر المرحلة}) + 1.31$$

$$\text{حيث: } 0.0000000013 = 1.3 \times 10^{-9}$$

الفرضية السادسة

الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha = 0.01$ بين أسعار

الأسهم في السوق ووجود توزيعات نقدية في كافة القطاعات معا.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط سبيرمان بين المتغيرين بلغ (0.637) وأن قيمة $\text{Sig.} = 0$ ، وهي أصغر من مستوى الدلالة 0.01 ، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وبناءً على ذلك توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في السوق ووجود توزيعات نقدية لكافة القطاعات معا، وقد ظهرت العلاقة من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (40.57%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (59.43%)، مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وحيث إن معامل الارتباط يقع ضمن $(0.5 \leq r < 0.75)$ ، هذا يعني وجود ارتباط طردي متوسط ما بين أسعار الأسهم في السوق ووجود توزيعات نقدية.

هذا ولغرض إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل يمكن استخدام نموذج

الانحدار الخطي كالاتي

$$Y = \text{constant} + \beta X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير \times وجود توزيعات نقدية) + الخطأ المعياري

$$\text{أسعار الأسهم في السوق} = (-0.638) + (1.054 \times \text{وجود توزيعات نقدية}) + 1.06$$

وفي حال توفر المعلومات عن كافة المتغيرات المستقلة، يمكن استخدام معادلة الانحدار المتعدد

لإيجاد قيمة المتغير التابع بدلالة المتغيرات المستقلة كالاتي:

جدول (١٥): معادلة الانحدار بين كافة المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لقطاع لكافة القطاعات معا

المتغير	معامل المتغير	الخطأ المعياري	الثابت
نسبة الرافعة المالية	0.001	0.696	1.24
حجم الشركة	- 6.98 E-12		
نتيجة الأعمال	-0.711		
ربحية السهم	5.715		
الأرباح / الخسائر المحتجزة	9.79 E-10		
وجود توزيعات نقدية	0.758		

$$Y = \text{constant} + \beta_2 X + E$$

أسعار الأسهم في السوق = الثابت + (معامل المتغير × المتغير المستقل) + الخطأ المعياري

$$\begin{aligned} \text{أسعار الأسهم في السوق} = & 1.24 + (0.001 \times \text{نسبة الرافعة المالية}) + (-6.98 \text{ E-}12 \times \text{حجم الشركة}) \\ & + (-0.711 \times \text{نتيجة الأعمال}) + (5.715 \times \text{ربحية السهم}) + (9.79 \text{ E-}10 \times \text{الأرباح/ الخسائر المحتجزة}) \\ & + (0.758 \times \text{وجود توزيعات نقدية}) + 0.696 \end{aligned}$$

حيث:

$$\dots\dots\dots 698 - = - 6.98 \text{ E-}12$$

$$\dots\dots\dots 979 = 9.79 \text{ E-}10$$

الفصل الخامس - النتائج والتوصيات

مقدمة:

يتناول هذا الفصل النتائج التي تم التوصل لها من خلال دراسة العلاقة بين نسبة الرافعة المالية، بالإضافة لمجموعة من المتغيرات المستقلة الأخرى (حجم الشركة، نتيجة الأعمال، ربحية السهم، الأرباح/الخسائر المرحلة، التوزيعات النقدية)، والمتغير التابع أسعار الأسهم في السوق، وقد تم استعراض الموضوعات المتعلقة بالدراسة من خلال الإطار النظري، كما تم اختبار الفرضيات لقياس العلاقة ما بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع من خلال الإطار العملي.

وفيما يلي أهم النتائج والتوصيات التي أسفرت عنها الدراسة.

أولاً- النتائج

في ضوء التحليلات النظرية، والعملية، يتبين أن أهم النتائج التي أسفرت عنها الدراسة

١- تبين عدم وجود علاقة للرافعة المالية مع أسعار الأسهم في البورصة عند اختبار كافة القطاعات مجتمعة، في حين أظهرت نتائج التحليل وجود علاقة لتلك الرافعة مع أسعار الأسهم في كل من قطاعات: البنوك، والصناعة، والاستثمار، والخدمات، وكانت نتائج قطاع التأمين مماثلة لاختبار كافة القطاعات معا.

٢- تبين وجود علاقة لحجم الشركة مع أسعار الأسهم في السوق في قطاعات: البنوك، والصناعة، والتأمين، والاستثمار، في حين أظهرت النتائج عدم وجود تلك العلاقة عند اختبار قطاع الخدمات، و إجراء الاختبار في كافة القطاعات مجتمعة.

٣- تبين وجود علاقة لنتيجة الأعمال في الشركة مع أسعار الأسهم في البورصة عند إجراء الاختبار في كافة القطاعات مجتمعة، في حين كانت نتائج التحليل تظهر عدم وجود علاقة بين نتيجة الأعمال وأسعار الأسهم عند اختبار كل قطاع على حده، مما يشير إلى وجود أثر مشترك للقطاعات فيما بينها.

٤- تبين وجود علاقة لربحية السهم مع أسعار الأسهم في البورصة عند اختبار كافة القطاعات مجتمعة، كما وأظهرت النتائج وجود علاقة لتلك الربحية أيضاً مع الأسعار عند اختبار كل قطاع على حده.

٥- تبين وجود علاقة للأرباح/ الخسائر المرحلة مع أسعار الأسهم في البورصة عند اختبار كافة القطاعات مجتمعة، كما وأظهرت نتائج اختبار كل قطاع على حده أيضاً وجود علاقة بين الأرباح المرحلة و أسعار الأسهم.

٦- تبين وجود علاقة بين التوزيعات النقدية و أسعار الأسهم في البورصة لكافة القطاعات مجتمعة، كما تبين وجود نفس العلاقة لكل قطاع من قطاعات الشركات المدرجة في السوق كل على حده.

٧- تتطابق نتائج الدراسة مع الدراسات السابقة فيما يتعلق بمتغيرات التدفقات النقدية (ربحية السهم، الأرباح/ الخسائر المرحلة، التوزيعات النقدية)؛ حيث إن الدراسات السابقة أثبتت وجود علاقة طردية ما بين هذه المتغيرات وأسعار الأسهم في السوق.

٨- تشير الدراسة إلى عدم اهتمام المستثمرين بخطط التمويل؛ حيث إن نتائج العلاقة ما بين نسبة الرافعة المالية وأسعار الأسهم تباينت ما بين قطاعات الأعمال، وكانت العلاقة ضعيفة في القطاعات التي أظهرت النتائج وجود علاقة ذات دلالة معنوية فيها.

٩- أظهرت النتائج ميول بعض المستثمرين للشركات ذات الحجم الكبير؛ حيث تبين وجود علاقة ما بين حجم الشركة وأسعار الأسهم في غالبية قطاعات الأعمال.

ثانياً: التوصيات

- ١- ضرورة العمل على توعية المساهمين بأهمية القوائم المالية، ودراسة التغيرات في هيكل التمويل، وليس فقط التركيز على الأرباح الموزعة، وحصص السهم من الأرباح.
- ٢- ضرورة تنبه الشركات العاملة في كل من قطاعات: البنوك، والصناعة، والاستثمار، والخدمات، نحو مراعاة الرافعة المالية، بالنظر لوجود علاقة بين تلك الرافعة على أسعار الأسهم.
- ٣- ضرورة اهتمام الشركات بتطوير وتوسيع نطاق عملها، نظراً لوجود علاقة طردية بين حجم الشركة وأسعار أسهمها.
- ٤- ضرورة بذل المزيد من الجهود من قبل الشركات للمحافظة على مستوى معين من ربحية السهم، والعمل على عدم انخفاضها، نظراً لما لها من أثر على أسعار الأسهم.
- ٥- مراعاة قيام الشركات بإجراء توزيعات نقدية على المساهمين، وفقاً لما تسمح به ظروف الشركة، باعتبار أن هذه التوزيعات تشكل عامل جذب يحفز المستثمرين على شراء أسهم الشركة.
- ٦- ضرورة توفر الشفافية والدقة في عرض البيانات، حيث لوحظ التعارض في بعض الأرقام الواردة في قوائم الشركات؛ بحث كانت المبالغ مختلفة لنفس العام ونفس الشركة.
- ٧- ضرورة إعداد تقرير يظهر خطوط تذبذب أسعار الأسهم للشركات، ومؤشرات التغير فيها، على مدى فترات طويلة نسبياً من قبل بورصة فلسطين، لما لذلك من أهمية في المساهمة في التوصل لتصور لدى المستثمرين عن طبيعة حركة الأسعار.
- ٨- ضرورة الاهتمام بهيكلية التمويل في الشركات بشكل عام، وتحديد سياسات واضحة لهيكل هذا التمويل، الأمر الذي يساعد على استقرار أوضاع الشركة، وبالتالي تعزيز أسعار أسهمها في السوق.
- ٩- إجراء برامج تدريبية وورشات عمل، بهدف التوعية بطبيعة الأوراق المالية المتداولة في البورصة، والعمل على توعية المساهمين بمميزات وعيوب كل نوع من أنواع الأوراق المتداولة.
- ١٠- قيام الشركات بعمل دراسات مستمرة لمعرفة العوامل التي من شأنها التأثير على أسعار أسهم الشركة في السوق، حيث إن هدف الإدارة هو تعظيم ثروة الملاك بكافة الطرق المتاحة.

ثالثاً: دراسات مقترحة

- ١- من الضروري تكرار هذه الدراسة بنفس متغيراتها الحالية في سنوات لاحقة، وذلك للتأكد من ثبات النتائج التي تم التوصل لها.
- ٢- من الضروري عمل دراسات مشابهة مع إضافة متغيرات أخرى ذات صلة مثل: قضايا مالية مرفوعة على الشركة، نتيجة تقرير المراجع الخارجي، مدة تقديم التقارير المالية، معدل نمو الشركة، العملة المتداول بها سهم الشركة.
- ٣- العمل على المزيد من الدراسات، والتي تعكس وجهة نظر المستثمرين في العوامل التي من شأنها التأثير على أسعار الأسهم في السوق.
- ٤- عمل دراسة بنفس المتغيرات وتطبيقها على أسواق خارجية، لقياس مدى تطابق النتائج ما بين عمل بورصة فلسطين داخليا وعمل الأسواق العالمية في الخارج.

قائمة المراجع

أ- المراجع العربية

أولاً: الكتب العربية

- ١- الخريشة، ياسين، النعيمي، عدنان، ٢٠٠٧، " أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- ٢- الشديفات، خلدون، ٢٠٠١، " إدارة و تحليل مالي "، دار وائل للنشر، الأردن.
- ٣- الشهاوي، طارق، مصطفى، نهال، ٢٠١٣، " الإدارة المالية : مدخل اتخاذ القرار "، الإسكندرية للنشر، مصر.
- ٤- الشواورة، فيصل، ٢٠١٣، " مبادئ الإدارة المالية - إطار نظري ومحتوى عملي "، دار المسيرة، عمان، الأردن.
- ٥- العامري، محمد، ٢٠٠٧، " الإدارة المالية "، دار الناهج للنشر، عمان، الأردن.
- ٦- أبو معمر، فارس، ٢٠٠٦، " الإدارة المالية "، أفق للطباعة والنشر، غزة.
- ٧- خصاونة، محمد، ٢٠١١، " أساسيات الإدارة المالية "، دار الفكر، عمان، الأردن.
- ٨- شبيب، دريد، ٢٠٠٩، " مبادئ الإدارة المالية "، دار المناهج، عمان، الأردن.
- ٩- عقل، مفلح، ٢٠٠٩، " مقدمة في الإدارة المالية "، مكتبة المجتمع العربي، عمان، الأردن.
- ١٠- فياض، عرفات، ٢٠١١، " إدارة الأعمال "، دار البدايات، عمان، الأردن.
- ١١- كارجة، عبد الرحيم، ربابعة، علي، السكران، ياسر، مطر، موسى، عبد الرحيم، يوسف، ٢٠٠٢، " الإدارة المالية " دار صفاء للنشر، عمان، الأردن.
- ١٢- موسى، شقيري، نور، محمود، الحداد، وسيم، زيب، سوزان، ٢٠١٢، " إدارة المخاطر "، دار المسيرة، عمان، الأردن.

١٣- التميمي، ارشيد، النعيمي، عدنان، ٢٠٠٩، " الإدارة المالية المتقدمة "، دار اليازوري العلمية للنشر، عمان.

١٤- العبد، جلال، الحناوي، محمد، ٢٠٠٧، " الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات "، الدار الجامعية، مصر.

١٥- العلي، أسعد، ٢٠١٠، " الإدارة المالية : الأسس العلمية والتطبيقية "، دار وائل للنشر، عمان، الأردن.

١٦- اللوح، أحمد، المرسي، جمال، ٢٠٠٦، " الإدارة المالية : مدخل اتخاذ القرار "، الدار الجامعية، مصر.

١٧- حنفي، عبد الغفار، ٢٠٠٦، " الإدارة المالية العاصرة : مدخل اتخاذ القرارات "، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

١٨- سعادة، طارق، ٢٠١٠، " المحاسبة والتمويل : مدخل تطبيقي "، دار التعليم الجامعي، مصر.

١٩- سلام، أسامة، الساقى، سعدون، موسى، شقيري، النعيمي، عدنان، ٢٠٠٩، " الإدارة المالية : النظرية والتطبيق "، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن.

٢٠- صافي، سمير، ٢٠٠٦، " مقدمة في الإحصاء "، مكتبة آفاق، غزة.

٢١- لزغم، سمية، ٢٠١٢، " أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة "، جامعة قاصدي مرياح، الجزائر.

٢٢- مروان، الدهدار، أبوشماله، سامي، ٢٠٠٨، " الإدارة المالية "، مكتبة ومطبعة دار المنار، غزة.

ثانيا :الدوريات الرسائل العلمية

١- الأغا، بسام، ٢٠٠٥، " أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، الجامعة الإسلامية، غزة.

- ٢- البراجنة، أمجد، ٢٠٠٩، " اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، الجامعة الإسلامية، غزة.
- ٣- الحمدوني، الياس، الصبيحي، فائز، ٢٠١٢، " العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم " مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية، المجلد ٤، العدد ٨، العراق.
- ٤- السياح، قريدة، ٢٠١٤، " محاولة قياس أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم "، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر.
- ٥- الشيخ، عبد الرزاق، ٢٠١٢، " دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سعر السهم"، الجامعة الإسلامية، غزة.
- ٦- الظاهر، مفيد، الفقهاء، سام، ٢٠١١، " العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة ما بين ٢٠٠٤ - ٢٠٠٨"، مؤتم للبحوث والدراسات، الكرك، الأردن.
- ٧- العويسي، سمير، ٢٠١٠، " تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية -دراسة استطلاعية على المستثمرين الأفراد في قطاع غزة"، الجامعة الإسلامية، غزة.
- ٨- الغزالي، سامح، ٢٠١٥، " معوقات إصدار الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية"، الجامعة الإسلامية، غزة.
- ٩- اللوزي، خالد، ٢٠١٣، " أثر ممارسة إدارة الأرباح على أسعار الأسهم - دراسة اختبارية على الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في بورصة عمان"، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن.
- ١٠- المصري، محمود، ٢٠١١، " تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية " الجامعة الإسلامية، غزة.
- ١١- المطيري، غزاي، ٢٠١٢، " العوامل المؤثرة في مستوى الإفصاح عن المعلومات المالية على الإنترنت في القوائم المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة الكويتية"، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن.

- ١٢- النجار، جميل، ٢٠١٣، " مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين"، مجلة الأزهر، غزة.
- ١٣- النجار، جميل، ٢٠١٣، " مدى تأثير الرفع المالي في الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين " مجلة جامعة الأزهر، غزة.
- ١٤- النواجحة، فؤاد، ٢٠١٤، " قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين"، الجامعة الإسلامية، غزة.
- ١٥- أبو عمر، غربية، ٢٠٠٨، " تقييم تجربة بالتل للإدراج المزدوج وتأثيرها على سوق فلسطين للأوراق المالية"، الجامعة الإسلامية، غزة.
- ١٦- حجاج، محمد، ٢٠١٢، " أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية - دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة ٢٠٠٧ - ٢٠٠٩"، جامعة مقاصدي مرياح، الجزائر.
- ١٧- حسن، المومني، ٢٠١١، " محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال " مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد ٣٨، العدد ٢، الأردن.
- ١٨- خليل، إسلام، ٢٠١١، " أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياساتها في توزيعات الأرباح"، جامعة الشرق الأوسط، الأردن.
- ١٩- دلول، محمود، ٢٠١٠، " دور الإفصاح عن التنبؤات المالية في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية"، الجامعة الإسلامية، غزة.
- ٢٠- سركسيان، تاتول، ٢٠١٠، " العوامل المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية"، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن.
- ٢١- شراب، صباح، زعرب، حمدي، ٢٠٠٧، " أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، مجلة الجامعة الإسلامية، المجلد الخامس، غزة.
- ٢٢- موسى، أسامة، ٢٠١٠، " دور المعلومات المحاسبية في ترشيد القرارات الائتمانية - دراسة تطبيقية على البنوك التجارية العاملة في قطاع غزة"، الجامعة الإسلامية، غزة.

- ٢٣- الجرجاوي، حليلة، ٢٠٠٨، " دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم " الجامعة الإسلامية، غزة.
- ٢٤- الخطيب، عبد الرحمن، ٢٠١٥، " العلاقة بين التغير في النفقات الرأسمالية وسلوك الأسهم في بوصة فلسطين "، الجامعة الإسلامية، غزة.
- ٢٥- الطويل، عمار، ٢٠٠٨، " مدى اعتماد المصارف على التحليل المالي للتنبؤ بالتعثر - دراسة تطبيقية على المصارف التجارية الوطنية في قطاع غزة"، الجامعة الإسلامية، غزة.
- ٢٦- العويسي، سمير، ٢٠١٠، " تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية "، الجامعة الإسلامية، غزة.
- ٢٧- الغصين، هلا، ٢٠٠٤، " استخدام النسب المالية للتنبؤ بتعثر الشركات - دراسة تطبيقية على قطاع المقاولات في قطاع غزة"، الجامعة الإسلامية، غزة.
- ٢٨- الكحلوت، خالد، ٢٠٠٥، " مدى اعتماد المصارف التجارية على التحليل المالي "، الجامعة الإسلامية، غزة.
- ٢٩- شبير، توفيق، ٢٠١٥، " بناءً محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم "، الجامعة الإسلامية، غزة.
- ٣٠- شراب، صباح، ٢٠٠٦، " أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، الجامعة الإسلامية، غزة.
- ٣١- صافي، وليد، موسى، شقيري، ٢٠٠٩، " الرافعة المالية وأثرها في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة ودرجة المخاطرة "، جامعة الإسرائ، الأردن.

ب- المراجع الأجنبية

- 1- Aydemir، Cevdet، Gallmeyer، Michael، Hollifield، Burton، 2007، " Financial Leverage and the Leverage Effect "، Pittsburgh، united states of America.
- 2- Baker، Malcolm، Wurgler، Jeffrey، 2002، " Market Timing and Capital Structure"، The Journal of Finance، New York.

3- Garrison, Ray, Noreen, Eric, Brewer, Peter, 2010, " Managerial Accounting ", Brigham university, USA.

4- Gill, Amarjit, Mathur, Neil, 2011, " Factors that Influence Financial Leverage of Canadian Firms ", Journal of Applied Finance & Banking, London, United Kingdom.

5- Hull, Robert, 2007, " A Capital Structure Model ", Investment Management and Financial Innovations, Ukraine.

6- Jahanzeb, Agha, Reham, Saif, Bajuri, Norkhairil, Karami, Meisam, Ahmadimousaabad, Aiyoub, 2014, " Trade-Off Theory, Pecking Order Theory and Market Timing Theory: A Comprehensive Review of Capital Structure Theories", International Journal of Management and Commerce Innovations, Universiti Teknologi Malaysia.

7- Javed, Muhammed, 2012, " Impact of financial Leverage on Divided Policy - Case of Karachi Stock Exchange 30 Index " , Journal of Contemporary Issues in Business Research, Punjab , Pakistan.

8- Miglo, Anton, 2010, " The Pecking Order, Trade-off, Signaling, and Market-Timing", University of Bridgeport, School of Business, Bridgeport.

9- Roshan, Boodhoo, 2009, " Capital Structure and Ownership Structure: A Review of", The Journal of Online Education, New York.

10- Shibu, Albert, Agalega, Evans, Acheampong, Prince, 2014, " The Effect of Financial Leverage and Market Size on Stock Returns on the Ghana Stock Exchange Evidence from Selected Stocks in the Manufacturing Sector " International Journal of Financial Research, Ghana.

11- Totala, Navindra, Pachori, Sachchidanand, 2012, " Influence of Financial Leverage on Shareholders Return and Market Capitalization: A Study of Automotive Cluster Companies of Pithampur ,(M.P.), India ", International Conference on Humanities.

12- Weill, Laurent, 2003, " Leverage and Corporate Performance: A Frontier Efficiency Analysis", Robert Schuman, France.

ت- المواقع الالكترونية

١- موقع بورصة فلسطين (www.pex.ps).

ث- النشرات

١- التقرير السنوي لبورصة فلسطين، ٢٠٠٨.

- ٢- مزاياء الإءراء؁ بورصة فلسطين.
- ٣- نظام الإءراء؁ بورصة فلسطين.
- ٤- قانون الأوراق المالية رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٤.
- ٥- نظام العضوية؁ بورصة فلسطين.
- ٦- دليل الشركات؁ بورصة فلسطين؁ ٢٠١٤.

قائمة الملاحق

ملحق رقم (1): الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

الرقم	الشركة	الرمز	تاريخ الإدراج	رأس المال المكتتب	العملة
قطاع البنوك					
1	البنك الإسلامي العربي	AIB	22/11/1997	50,000,000	دولار
2	بنك فلسطين	BOP	22/09/2005	160,000,000	دولار
3	البنك الإسلامي الفلسطيني	ISBK	02/07/2009	50,000,000	دولار
4	البنك التجاري الفلسطيني	PCB	20/12/2006	30,026,056	دولار
5	بنك الاستثمار الفلسطيني	PIBC	13/02/1997	55,000,000	دولار
6	سوق فلسطين للأوراق المالية	PSE	04/04/2012	10,000,000	دولار
7	بنك القدس	QUDS	22/03/1997	50,000,000	دولار
8	البنك الوطني	TNB	29/04/2007	70,968,206	دولار
قطاع الصناعة					
1	العربية لصناعة الدهانات	APC	05/03/1997	1,500,000	دينار
2	دواجن فلسطين	AZIZA	31/12/2002	13,440,000	دينار
3	بيرزيت للأدوية	BPC	22/12/2004	18,502,825	دولار
4	مصنع الشرق للالكتروود	ELECTIRODE	17/05/2011	750,000	دينار
5	مطاحن القمح الذهبي	GMC	17/05/2005	15,000,000	دينار
6	سجاير القدس	JCC	24/07/1997	10,000,000	دينار
7	القدس للمستحضرات الطبية	JPH	20/01/1997	17,060,000	دولار
8	فلسطين لصناعة اللدائن	LADAEN	30/12/2002	7,000,000	دينار
9	الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات " نابكو "	NAPCO	30/11/2011	6,900,000	دينار
10	الوطنية لصناعة الكرتون	NCI	06/08/2006	5,000,000	دولار
11	دار الشفاء لصناعة الأدوية	PHARMACARE	23/04/2013	8,462,623	دولار
12	مصانع الزيوت النباتية	VOIC	08/09/1999	4,000,000	دينار

تابع جدول الشركات المدرجة في سوق بورصة فلسطين

الرقم	الشركة	الرمز	تاريخ الإدراج	رأس المال المكتتب	العملة
قطاع التأمين					
1	المجموعة الأهلية للتأمين	AIG	23/02/1997	10,000,000	دولار
2	العالمية المتحدة للتأمين	GUI	30/03/2011	8,000,000	دولار
3	المشرق للتأمين (*)	MIC	09/07/2006	5,200,000	دولار
4	التأمين الوطنية	NIC	15/01/1997	12,000,000	دولار
5	فلسطين للتأمين	PICO	05/10/2010	5,000,000	دولار
6	التكافل الفلسطينية للتأمين	TIC	05/04/2011	8,500,000	دولار
7	ترست العالمية للتأمين	TRUST	13/05/2008	10,000,000	دولار
قطاع الاستثمار					
1	العربية الفلسطينية للاستثمارات " أيبك "	APIC	02/03/2014	60,000,000	دولار
2	العقارية التجارية للاستثمار	AQARIYA	25/04/2011	4,409,558	دينار
3	المستثمرون العرب	ARAB	27/07/1997	9,452,328	دينار
4	القدس للاستثمارات العقارية	JREI	17/12/2006	10,000,000	دولار
5	فلسطين للتنمية والاستثمار	PADICO	05/06/1997	250,000,000	دولار
6	الفلسطينية للاستثمار والإئماء	PID	23/07/2006	4,840,419	دينار
7	فلسطين للاستثمار الصناعي	PIIC	31/12/2002	18,750,000	دينار
8	فلسطين للاستثمار العقاري	PRICO	24/02/1997	63,762,486	دينار
9	الاتحاد للأعمار والاستثمار	UCI	21/01/2007	32,000,000	دولار

تابع جدول الشركات المدرجة في سوق بورصة فلسطين

الرقم	الشركة	الرمز	تاريخ الإدراج	رأس المال المكتتب	العملة
قطاع الخدمات					
1	أبراج الوطنية	ABRAJ	14/04/2010	11,000,000	دولار
2	المؤسسة العربية للفنادق	AHC	30/05/1998	19,677,158	دينار
3	المؤسسة العقارية العربية	ARE	04/01/1997	1,000,000	دينار
4	جلوبال كوم للاتصالات	GCOM	29/10/2009	5,595,585	دولار
5	مركز نابلس الجراحي التخصصي	NSC	22/06/2008	3,177,318	دينار
6	بال عقار لتطوير وإدارة وتشغيل العقارات	PALAQAR	03/07/2012	2,514,140	دينار
7	الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	06/05/1997	131,625,000	دينار
8	الفلسطينية للكهرباء	PEC	28/03/2004	60,000,000	دولار
9	العربية الفلسطينية لمراكز التسوق	BRAVO	21/09/2000	7,000,000	دينار
10	مصايف رام الله	RSE	24/05/201	3,616,467	دينار
11	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	WASSEL	23/04/2007	9,100,984	دولار
12	موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات	WATANIYA	09/01/2011	258,000,000	دولار

(*) موقوفة عن التداول

محلّق رقم (٢): النشاط السنوي الإجمالي لبورصة فلسطين خلال الفترة من ١٩٩٧ ولغاية ٢٠١٤

التغير السنوي في مؤشر القدس (%)	مؤشر القدس كما في ١٢/٣١	القيمة السوقية (\$)	قيمة الأسهم المتداولة (\$)	عدد الأسهم المتداولة	السنة
-----	139.13	529,057,368	25,158,471	10,000,276	1997
11.39	154.98	587,876,243	68,642,344	16,782,498	1998
52.77	236.76	848,935,775	150,243,919	68,892,607	1999
-12.31	207.62	766,018,025	188,982,443	93,351,075	2000
-6.08	195	722,631,785	74,528,351	33,456,535	2001
-22.48	151.16	576,593,466	45,084,654	18,666,938	2002
18.95	179.81	650,468,928	58,326,445	40,350,788	2003
54.36	277.56	1,096,525,380	200,556,709	103,642,845	2004
306.61	1128.59	4,457,227,305	2,096,178,223	369,567,295	2005
-46.39	605	2,728,811,088	1,067,367,951	222,689,351	2006
-12.85	527.26	2,474,679,018	813,469,091	299,422,814	2007
-16.23	441.66	2,123,057,098	1,185,204,211	339,168,807	2008
12	493	2,375,366,531	500,393,398	238,877,373	2009
-0.60	489.6	2,449,901,545	451,208,528	230,516,370	2010
-2.50	476.93	2,782,469,900	365,648,216	184,455,375	2011
0.13	477.59	2,859,140,375	273,440,441	147,304,208	2012

d

13.37	541.45	3,247,478,385	340,774,269	202,965,939	2013
-5.48	511.77	3,187,259,624	353,917,125	181,545,154	2014

ملحق رقم (٣): بيانات أسعار الأسهم لشركات العينة

م	اسم الشركة	رمز الشركة	عملة الشركة	سنة ٢٠٠٩	سنة ٢٠١٠	سنة ٢٠١١	سنة ٢٠١٢	سنة ٢٠١٣	سنة ٢٠١٤
1	بنك فلسطين	BOP	دولار	3.333	3.505	3.135	2.781	2.926	2.94
2	بنك الاستثمار الفلسطيني	PIBC	دولار	1.385	1.074	0.915	0.815	0.893	0.809
3	البنك الوطني	TNB	دولار	0.672	0.789	0.748	0.808	0.887	1.178
4	بنك القدس	QUDS	دولار	1.385	1.074	0.915	0.815	0.817	0.929
5	البنك الإسلامي العربي	AIB	دولار	1.25	1.029	0.808	0.767	0.985	1.112
6	بيرزيت للأدوية	BPC	دولار	3.86	3.715	3.269	2.841	2.887	3.097
7	القدس للمستحضرات الطبية	JPH	دولار	4.07	4.235	4.798	4.259	2.717	1.91
8	سجاير القدس	JCC	دينار	3.092	2.744	1.886	1.107	1.159	0.913
9	مطاحن القمح الذهبي	GMC	دينار	1.657	0.749	0.98	0.861	0.755	0.773
10	دواجن فلسطين	AZIZA	دينار	0.89	2.274	2.637	1.837	2.494	2.986
11	الوطنية لصناعة الكرتون	NCI	دولار	0.302	0.434	0.662	0.581	0.675	0.964
12	المجموعة الأهلية للتأمين	AIG	دولار	0.834	0.619	0.342	0.519	0.376	0.146
13	التأمين الوطنية	NIC	دولار	3.952	3.752	3.475	3.498	3.332	3.235

2.502	2.603	2.795	2.938	2.701	2.895	دولار	TRUST	ترست العالمية للتأمين	14
2.502	2.603	2.795	2.938	2.701	3.159	دولار	PADICO	فلسطين للتنمية والاستثمار	15
1.555	0.977	0.971	1.147	0.825	0.705	دينار	PRICO	فلسطين للاستثمار العقاري	16
0.606	0.536	0.675	0.634	0.641	0.624	دولار	UCI	الاتحاد للأعمار والاستثمار	17
1.023	1.022	1.002	0.997	0.995	0.965	دينار	PID	الفلسطينية للاستثمار والإثمار	18
1.977	1.367	1.313	1.57	1.168	0.478	دينار	PIIC	فلسطين للاستثمار الصناعي	19
5.727	5.079	5.05	5.2	5.247	5.495	دينار	PALTEL	الاتصالات الفلسطينية	20
1.355	1.347	1.234	1.148	1.045	0.9	دولار	PEC	الفلسطينية للكهرباء	21
0.688	0.652	0.634	0.766	0.891	0.708	دينار	AHC	المؤسسة العربية للفنادق	22
1.56	1.238	0.576	0.671	0.741	0.564	دينار	BRAVO	العربية الفلسطينية لمراكز التسوق	23
0.826	0.807	0.836	0.851	0.605	0.619	دولار	WASSEL	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	24

ملحق رقم (٤): بيانات نسبة الرافعة المالية لشركات العينة

م	اسم الشركة	رمز الشركة	عملة الشركة	سنة ٢٠٠٩	سنة ٢٠١٠	سنة ٢٠١١	سنة ٢٠١٢	سنة ٢٠١٣	سنة ٢٠١٤
1	بنك فلسطين	BOP	دولار	88.25	89.39	88.25	88.98	89.27	88.45
2	بنك الاستثمار الفلسطيني	PIBC	دولار	75.13	76.42	73.55	74.63	76.44	78.61
3	البنك الوطني	TNB	دولار	82.32	81.83	88.17	85.37	79.12	88.23
4	بنك القدس	QUDS	دولار	85.84	88.18	88.33	87.94	87.8	89.46
5	البنك الإسلامي العربي	AIB	دولار	33.43	31.75	30.5	32.96	36.77	38.03
6	بيرزيت للأدوية	BPC	دولار	16.99	16.64	20.63	19.57	19.81	23.66
7	القدس للمستحضرات الطبية	JPH	دولار	19.38	20.81	28.99	31.03	31.22	34.76
8	سجاير القدس	JCC	دينار	57.23	63.95	58.95	52.5	55.78	55.35
9	مطاحن القمح الذهبي	GMC	دينار	17.21	15.11	5.33	16.09	14.13	11.29
10	دواجن فلسطين	AZIZA	دينار	32.54	31.33	41.47	38.97	29.46	29.35
11	الوطنية لصناعة الكرتون	NCI	دولار	12.93	10.41	6.51	9.41	11.69	15.2
12	المجموعة الأهلية للتأمين	AIG	دولار	73.55	75.98	74.09	75.24	68.44	66.6
13	التأمين الوطنية	NIC	دولار	74.81	70.41	70.18	66.04	65.73	62.12

61.94	67.41	66.42	66.11	62.37	64.01	دولار	TRUST	ترست العالمية للتأمين	14
35.66	35.35	35.92	33.64	27.35	30.71	دولار	PADICO	فلسطين للتنمية والاستثمار	15
34.92	31.97	29.2	30.62	25.53	22.35	دينار	PRICO	فلسطين للاستثمار العقاري	16
5.74	3.7	3.84	3.76	4.28	4.51	دولار	UCI	الاتحاد للأعمار والاستثمار	17
1.7	1.61	2.46	1.97	1.73	1.66	دينار	PID	الفلسطينية للاستثمار والإنماء	18
24.61	23.95	29.72	30.6	24.5	24.09	دينار	PIIC	فلسطين للاستثمار الصناعي	19
30.42	24.55	25.62	25.42	29	33.9	دينار	PALTEL	الاتصالات الفلسطينية	20
24.66	32.95	28.41	33.62	39.17	44.04	دولار	PEC	الفلسطينية للكهرباء	21
41.55	39.24	39.35	37.05	33.82	15.72	دينار	AHC	المؤسسة العربية للفنادق	22
36.83	28.71	64.84	59.95	54.06	45.31	دينار	BRAVO	العربية الفلسطينية لمراكز التسوق	23
71.55	64.2	67.07	60.43	44.99	40.91	دولار	WASSEL	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	24

ملحق رقم (٥): بيانات متغير حجم الشركات لعينة الدراسة

م	اسم الشركة	سنة ٢٠٠٩	سنة ٢٠١٠	سنة ٢٠١١	سنة ٢٠١٢	سنة ٢٠١٣	سنة ٢٠١٤
1	بنك فلسطين	502,017,283,1	022,038,545,1	732,960,653,1	095,494,004,2	943,045,348,2	961,773,424,2
2	بنك الاستثمار الفلسطيني	515,620,245	906,367,265	131,475,243	765,289,258	977,414,288	772,813,320
3	البنك الوطني	833,661,162	737,139,158	123,399,247	034,890,350	977,598,529	084,908,679
4	بنك القدس	209,132,330	834,533,426	177,680,467	793,906,480	375,582,532	172,362,669
5	البنك الإسلامي العربي	399,661,293	916,727,285	560,088,300	122,216,375	496,267,468	064,908,561
6	بيروزيت للأدوية	506,729,34	583,336,37	844,228,40	744,450,42	100,753,64	852,763,69
7	القدس للمستحضرات الطبية	899,906,24	911,739,29	371,185,34	519,875,48	143,869,53	542,002,53
8	سجاير القدس	340,558,29	633,862,39	850,682,41	101,752,43	672,223,45	030,036,38
9	مطاحن القمح الذهبي	993,195,18	258,528,19	141,906,17	244,657,19	417,652,18	604,229,18
10	دواجن فلسطين	435,237,23	230,145,30	678,269,31	699,844,31	473,419,34	002,705,31
11	الوطنية لصناعة الكرتون	325,181,4	231,214,4	015,739,5	093,032,6	525,517,6	000,639,6
12	المجموعة الأهلية للتأمين	493,359,49	110,938,48	786,370,51	974,195,51	493,631,50	240,119,46
13	التأمين الوطنية	977,228,61	122,630,70	376,879,72	305,432,73	990,667,80	670,244,73

897,254,94	019,746,84	058,201,79	162,733,74	482,934,61	998,219,54	ترست العالمية للتأمين	14
837,831	248,805	746,773	074,728	979,637	197,620	فلسطين للتنمية والاستثمار	15
428,491,118	972,039,116	844,666,113	866,472,96	427,109,88	100,079,81	فلسطين للاستثمار العقاري	16
060,470,41	319,183,41	392,338,41	532,556,51	176,233,50	479,112,52	الاتحاد للإعمار والاستثمار	17
002,113,3	509,005,3	769,864,2	150,578,2	743,680,2	137,770,2	الفلسطينية للاستثمار والإنماء	18
170,047,49	680,210,48	584,043,44	096,378,43	386,861,42	070,920,34	فلسطين للاستثمار الصناعي	19
705,750	212,666	521,616	842,574	261,551	270,531	الاتصالات الفلسطينية	20
855,532,103	104,007,118	140,524,112	912,726,117	594,550,124	109,010,134	الفلسطينية للكهرباء	21
245,987,30	323,278,32	064,194,32	955,499,32	498,836,34	731,304,27	المؤسسة العربية للفنادق	22
067,154,14	078,198,13	093,076,15	152,510,15	924,817,15	197,933,13	العربية الفلسطينية لمراكز التسوق	23
788,009,18	614,958,17	657,176,11	129,507,11	946,886,11	593,050,11	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	24

ملحق رقم (٦): بيانات متغير نتيجة الأعمال

م	اسم الشركة	رمز الشركة	عملة الشركة	سنة ٢٠٠٩	سنة ٢٠١٠	سنة ٢٠١١	سنة ٢٠١٢	سنة ٢٠١٣	سنة ٢٠١٤
1	بنك فلسطين	BOP	دولار	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح
2	بنك الاستثمار الفلسطيني	PIBC	دولار	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح
3	البنك الوطني	TNB	دولار	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح
4	بنك القدس	QUDS	دولار	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح
5	البنك الإسلامي العربي	AIB	دولار	ربح	خسارة	ربح	ربح	ربح	ربح
6	بيرزيت للأدوية	BPC	دولار	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح
7	القدس للمستحضرات الطبية	JPH	دولار	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح
8	سجاير القدس	JCC	دينار	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح	خسارة
9	مطاحن القمح الذهبي	GMC	دينار	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح
10	دواجن فلسطين	AZIZA	دينار	ربح	ربح	خسارة	ربح	ربح	ربح

11	الوطنية لصناعة الكرتون	NCI	دولار	خسارة	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح
12	المجموعة الأهلية للتأمين	AIG	دولار	ربح	ربح	ربح	خسارة	ربح	ربح
13	التأمين الوطنية	NIC	دولار	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح
14	ترست العالمية للتأمين	TRUST	دولار	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح
15	فلسطين للتنمية والاستثمار	PADICO	دولار	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح
16	فلسطين للاستثمار العقاري	PRICO	دينار	ربح	ربح	ربح	خسارة	خسارة	خسارة
17	الاتحاد للإعمار والاستثمار	UCI	دولار	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح
18	الفلسطينية للاستثمار والإنماء	PID	دينار	خسارة	خسارة	خسارة	ربح	ربح	ربح
19	فلسطين للاستثمار الصناعي	PIIC	دينار	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح
20	الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	دينار	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح
21	الفلسطينية للكهرباء	PEC	دولار	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح
22	المؤسسة العربية للفنادق	AHC	دينار	خسارة	ربح	ربح	ربح	ربح	ربح

خسارة	خسارة	خسارة	خسارة	خسارة	ربح	دينار	BRAVO	العربية الفلسطينية لمراكز التسوق	23
خسارة	خسارة	خسارة	خسارة	ربح	ربح	دولار	WASSEL	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	24

ملحق رقم (٧): بيانات متغير ربحية السهم

م	اسم الشركة	رمز الشركة	عملة الشركة	سنة ٢٠٠٩	سنة ٢٠١٠	سنة ٢٠١١	سنة ٢٠١٢	سنة ٢٠١٣	سنة ٢٠١٤
1	بنك فلسطين	BOP	دولار	0.27	0.3	0.28	0.29	0.25	0.25
2	بنك الاستثمار الفلسطيني	PIBC	دولار	0.073	0.031	0.048	0.034	0.36	0.051
3	البنك الوطني	TNB	دولار	0.062	0.007	0.019	0.055	0.072	0.083
4	بنك القدس	QUDS	دولار	0.054	0.088	0.092	0.065	0.095	0.145
5	البنك الإسلامي العربي	AIB	دولار	0.025	-0.052	0.018	0.013	0.07	0.083
6	بيرزيت للأدوية	BPC	دولار	0.292	0.336	0.224	0.269	0.29	0.22
7	القدس للمستحضرات الطبية	JPH	دولار	0.235	0.408	0.203	0.035	0.131	0.103
8	سجاير القدس	JCC	دينار	0.252	0.151	0.046	0.178	0.063	-0.253
9	مطاحن القمح الذهبي	GMC	دينار	0.009	0.078	0.075	0.03	0.014	0.011
10	دواجن فلسطين	AZIZA	دينار	0.223	0.37	-0.022	0.051	0.25	0.173

0.063	0.092	0.021	0.005	0.022	-0.005	دولار	NCI	الوطنية لصناعة الكرتون	11
0.057	0.051	0.05	-0.017	0.001	0.064	دولار	AIG	المجموعة الأهلية للتأمين	12
0.21	0.408	0.4	0.25	0.528	0.392	دولار	NIC	التأمين الوطنية	13
0.24	0.29	0.17	0.15	0.19	0.1	دولار	TRUST	ترست العالمية للتأمين	14
0.078	0.103	0.078	0.115	0.15	0.17	دولار	PADICO	فلسطين للتنمية والاستثمار	15
-0.038	-0.041	-0.029	0.101	0.068	0.01	دينار	PRICO	فلسطين للاستثمار العقاري	16
0.01	0.016	0.046	0.0207	0.064	0.049	دولار	UCI	الاتحاد للإعمار والاستثمار	17
0.023	0.043	0.055	-0.019	-0.019	-0.008	دينار	PID	الفلسطينية للاستثمار والإنماء	18
0.15	0.0189	0.04	0.052	0.178	0.124	دينار	PIIC	فلسطين للاستثمار الصناعي	19
0.646	0.698	0.624	0.689	0.656	0.534	دينار	PALTEL	الاتصالات الفلسطينية	20

0.03	0.08	0.14	0.14	0.11	0.12	دولار	PEC	السلطانية للكهرباء	21
-0.032	-0.045	-0.04	-0.074	0.003	-0.02	دينار	AHC	المؤسسة العربية للبنادق	22
-0.06	-0.05	-0.13	-0.15	-0.05	0.04	دينار	BRAVO	العربية الفلسطينية لمراكز التسوق	23
-0.379	0.003	-0.056	-0.281	-0.002	0.094	دولار	WASSEL	السلطانية للتوزيع والخدمات اللوجستية	24

ملحق رقم (٨): بيانات متغير الأرباح/ الخسائر المرحلة

م	اسم الشركة	سنة ٢٠٠٩	سنة ٢٠١٠	سنة ٢٠١١	سنة ٢٠١٢	سنة ٢٠١٣	سنة ٢٠١٤
1	بنك فلسطين	23,117,225	21,039,536	23,354,098	27,613,975	23,839,731	35,916,850
2	بنك الاستثمار الفلسطيني	4,608,418	1,947,969	3,038,461	4,307,312	3,739,655	2,264,966
3	البنك الوطني	-2,211,902	-2,083,707	-2,136,111	255,239	477,923	3,806,855
4	بنك القدس	-9,446,309	-7,375,308	-5,316,241	-2,530,926	-289,991	5,839,706
5	البنك الإسلامي العربي	186,818	-1,916,722	-815,655	-910,744	1,564,694	4,803,368
6	بيرزيت للأدوية	2,958,530	3,664,169	3,127,887	4,832,038	9,525,628	10,498,731
7	القدس للمستحضرات الطبية	2,985,806	4,426,704	4,335,443	3,047,477	562,466,511	663,826,274
8	سجاير القدس	5,395,826	4,706,684	1,918,912	3,702,468	796,420	-2,737,549
9	مطاحن القمح الذهبي	50,907	1,100,384	1,350,685	857,055	297,119	439,418
10	دواجن فلسطين	3,427,151	4,826,105	2,127,315	2,742,732	5,768,239	6,245,456

517,594	534,396	115,161	20,918	-1,273,120	-1,372,063	الوطنية لصناعة الكرتون	11
3,481,546	1,438,122	-195,116	1,769,387	302,079	272,758	المجموعة الأهلية للتأمين	12
5,895,961	6,096,015	6,253,418	5,482,403	6,173,090	5,135,272	التأمين الوطنية	13
3,607,821	2,717,931	1,618,390	1,255,360	1,589,471	1,131,281	ترست العالمية للتأمين	14
153,357	150,763	139,321	135,286	126,289	93,641	فلسطين للتنمية والاستثمار	15
5,067,734	7,084,410	9,919,588	13,258,198	11,766,646	9,574,845	فلسطين للاستثمار العقاري	16
7,588,616	7,103,189	7,154,102	8,952,841	7,292,583	8,583,931	الاتحاد للإعمار والاستثمار	17
-1,061,598	-1,162,132	-1,371,818	-1,610,446	-1,522,689	-1,432,859	الفلسطينية للاستثمار والإنماء	18
6,732,690	6,447,827	3,569,250	2,892,239	3,085,348	-269,826	فلسطين للاستثمار الصناعي	19
331,830	312,575	279,979	250,497	212,403	172,136	الاتصالات الفلسطينية	20

9,626,320	10,929,934	12,824,139	11,251,052	9,714,421	9,610,276	السلطانية للكهراء	21
-1,565,968	-5,388,877	-5,603,630	-4,609,624	-2,106,925	-1,994,594	المؤسسة العربية للبناء	22
-628,789	-160,648	-4,268,311	-3,357,679	-2,302,229	-1,949,132	العربية الفلسطينية لمراكز التسوق	23
-5,354,139	-4,453,210	-2,409,971	-2,046,583	-223,144	-205,048	السلطانية للتوزيع والخدمات اللوجستية	24

ملحق رقم (٩): بيانات متغير التوزيعات النقدية

م	اسم الشركة	سنة ٢٠٠٩	سنة ٢٠١٠	سنة ٢٠١١	سنة ٢٠١٢	سنة ٢٠١٣	سنة ٢٠١٤
1	بنك فلسطين	لا يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات
2	بنك الاستثمار الفلسطيني	يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	يوجد توزيعات
3	البنك الوطني	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات
4	بنك القدس	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات
5	البنك الإسلامي العربي	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات
6	بيرزيت للأدوية	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات
7	القدس للمستحضرات الطبية	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	يوجد توزيعات
8	سجاير القدس	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات
9	مطاحن القمح الذهبي	يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات
10	دواجن فلسطين	لا يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات

11	الوطنية لصناعة الكرتون	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات
12	المجموعة الأهلية للتأمين	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات
13	التأمين الوطنية	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات
14	ترست العالمية للتأمين	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات
16	فلسطين للتنمية والاستثمار	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات
17	فلسطين للاستثمار العقاري	لا يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	يوجد توزيعات
18	الاتحاد للأعمار والاستثمار	لا يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات
19	الفلسطينية للاستثمار والإنماء	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات
20	فلسطين للاستثمار الصناعي	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات
21	الاتصالات الفلسطينية	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات
22	الفلسطينية للكهرباء	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات	يوجد توزيعات
23	المؤسسة العربية للفنادق	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات

24	العربية الفلسطينية لمراكز التسوق	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات
25	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	لا يوجد توزيعات	يوجد توزيعات