



العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار
في الشركات المساهمة العامة الكويتية

(دراسة اختبارية)

**The Relationship between Financial Leverage
and the Return on Investment in Kuwaiti
Public Shareholding Companies
(An Empirical Study)**

إعداد الطالب

بداح محسن السبيعي

الرقم الجامعي

(400920043)

إشراف

الأستاذ الدكتور محمد مطر

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة

قسم المحاسبة

كلية الأعمال

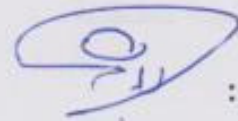
جامعة الشرق الأوسط

2012

التفويض

أنا بداح محسن السبيعي أفوض جامعة الشرق الأوسط بتزويد نسخ من رسالتي ورقياً وإلكترونياً للمكتبات، أو المنظمات، أو الهيئات والمؤسسات المعنية بالأبحاث والدراسات العلمية عند طلبها.

الاسم: بداح محسن السبيعي



التوقيع:

التاريخ: 2012 / 6 / 10

قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الرسالة وعنوانها " العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في

الشركات المساهمة العامة الكويتية: (دراسة اختبارية)

وأجيزت بتاريخ 10 / 6 / 2012.

التوقيع

أعضاء لجنة المناقشة

.....
مشرفاً ورئيساً

الأستاذ الدكتور محمد مطر

.....
عضواً ومناقشاً داخلياً

الدكتور عبدالرحيم قدومي

.....
عضواً ومناقشاً خارجياً

الدكتور نضال محمود الرمحي

شكر وتقدير

الحمد والشكر لله تعالى الذي ألهمني الطموح والصبر والقدرة على إتمام هذا الجهد المتواضع، ويسرني أن أتقدم بعظيم الشكر والامتنان لأستاذي الجليل الأستاذ الدكتور محمد مطر الذي أشرف على هذا الجهد ولم يبخل علي بتوجيهاته الكريمة ونصائحه القيمة.

أتقدم بعظيم الشكر والتقدير لكافة الأساتذة الكرام أعضاء الهيئة التدريسية في جامعة الشرق الأوسط والإداريين والعاملين فيها على حسن المعاملة وطبيها.

كما أتقدم بالامتنان والعرفان للأساتذة الكرام أعضاء لجنة المناقشة الموقرة ممثلة بالدكتور عبد الرحيم قدومي والدكتور نضال الرمحي على تفضلهم بقبول مناقشة هذه الرسالة، كما وأشكر كل من أسهم في إنجاز هذا الجهد سواء بالتشجيع أو المساندة.

الباحث

الإهداء

أقدم حصيلة هذا الجهد العلمي المتواضع:

إلى وطني العزيز الكويت

وإلى

الإنسان الذي أعطى الكثير ولم ينتظر الشكر

والدي

والإنسانة التي منحت حياتي الثقة والأمل بمستقبل مشرق

والدتي

وإلى إخوتي وأخواتي وأبنائهم

والأصدقاء أينما كانوا وإلى كل من قدم لي العون والمساعدة في إنجاز هذه الرسالة

فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
أ	عنوان الرسالة
ب	تفويض الجامعة
ح	إجازة الرسالة
د	الشكر والتقدير
هـ	الإهداء
و	فهرس المحتويات
ط	قائمة الجداول
ط	قائمة الأشكال
ي	الملخص باللغة العربية
ك	الملخص باللغة الإنجليزية
الفصل الأول: الإطار العام للدراسة	
2	أولاً: مقدمة
3	ثانياً: مشكلة الدراسة
4	ثالثاً: عناصر مشكلة الدراسة
5	رابعاً: فرضيات الدراسة
6	خامساً: أهداف الدراسة
6	سادساً: أهمية الدراسة
8	سابعاً: نموذج الدراسة
9	ثامناً: التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة
11	تاسعاً: حدود الدراسة
11	عاشراً: محددات الدراسة
الفصل الثاني: الإطار النظري والدراسات السابقة	
13	المبحث الأول: الإطار النظري
14	أولاً: تمهيد

15	ثانياً: مفهوم الرفع المالي
16	ثالثاً: مفهوم الهيكل المالي
19	رابعاً: محددات الهيكل المالي
22	خامساً: مصادر تمويل الشركات
26	سادساً: تحديد التكلفة المرجحة لرأس المال المستثمر
28	سابعاً: مفهوم العائد على الاستثمار
29	ثامناً: المقومات الأساسية للقرار الاستثماري
32	تاسعاً: محددات قرار الاستثمار
34	المبحث الثاني: الدراسات السابقة
34	أولاً: الدراسات باللغة العربية
44	ثانياً: الدراسات باللغة الأجنبية
50	ثالثاً: ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة
الفصل الثالث: الطريقة والإجراءات	
53	أولاً: طبيعة ونوع الدراسة
53	ثانياً: مجتمع الدراسة وعينتها
55	ثالثاً: مصادر وأساليب جمع المعلومات
56	رابعاً: أساليب التحليل الإحصائي للبيانات
الفصل الرابع: تحليل النتائج واختبار الفرضيات	
59	أولاً: التحليل الوصفي
63	ثانياً: تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضيات خلال فترة الدراسة 2009 إلى 2011
67	ثالثاً: تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضية الفرعية الأولى خلال فترة الدراسة 2009 إلى 2011
71	رابعاً: تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضية الفرعية الثانية خلال فترة الدراسة 2009 إلى 2011.
74	خامساً: تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضية الفرعية

	الثالثة خلال فترة الدراسة 2009 إلى 2011.
78	سادسا: نتائج تحليل التباين الأحادي (One way Anova)
الفصل الخامس: النتائج والتوصيات	
82	أولا: مناقشة النتائج
84	ثانيا: التوصيات
المراجع	
86	المراجع باللغة العربية
91	المراجع باللغة الإنجليزية
الملاحق	
94	ملحق رقم (1) أسماء الشركات المساهمة العامة
97	الملحق رقم (2) نتائج التحليل الإحصائي الوصفي واختبار الفرضيات

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الجدول
54	توزيع الشركات حسب القطاع وحجم العينة	الجدول (3-1)
60	ملخص التحليل الوصفي للشركات المساهمة العامة الكويتية	الجدول (4-1)
64	تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضية الرئيسية الأولى وللقطاعات الثلاثة معا خلال فترة الدراسة 2009 إلى 2011	الجدول (4-2)
68	تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضية الفرعية الأولى خلال فترة الدراسة 2009 إلى 2011 للشركات المالية	الجدول (4-3)
71	تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضية الفرعية الثانية خلال فترة الدراسة 2009 إلى 2011 للشركات الصناعية	الجدول (4-4)
74	تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضية الفرعية الثالثة خلال فترة الدراسة 2009 إلى 2011 للشركات الخدمية	الجدول (4-5)
77	ملخص للعلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في القطاعات الثلاثة	الجدول (4-6)
78	نتائج اختبار التباين ANOVA للفروق بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار فيما بين الشركات المساهمة العامة الكويتية العاملة في القطاعات الثلاثة	الجدول (4-7)
79	نتائج اختبار شافيه Scheffe Test بين المتوسطات الحسابية	الجدول (4-8)

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الشكل
8	أنموذج الدراسة	الشكل (1-1)

المخلص باللغة العربية

العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية: (دراسة اختبارية)

إعداد: بداح محسن السبيعي

إشراف: الأستاذ الدكتور محمد مطر

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم طبيعة العلاقة بين عناصر الهيكل المالي ممثلاً بنسبة الرفع المالي من جهة والعائد على الاستثمار من جهة أخرى، وذلك على مستوى كل قطاع من القطاعات الرئيسية الثلاثة للاقتصاد الكويتي (المالي، والصناعي، والخدمي). ولتحقيق هدف الدراسة واختبار الفرضيات فإن الباحث تعامل مع نوعين من البيانات هما البيانات الثانوية والبيانات الأولية، وتم تحليل بيانات لعينة عددها 54 شركة من الشركات المساهمة العامة الكويتية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية وذلك على مدار الفترة الزمنية 2009-2011. وتمت الاستعانة بالحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS) في تحليل البيانات التي تم جمعها من خلال البيانات الواردة في القوائم المالية للشركات التي مثلت عينة الدراسة. إذ تم استخدام الوسط الحسابي والانحراف المعياري، وتم اختبار تحليل الانحدار البسيط، واختبار تحليل التباين (ANOVA)، اختبار شافيه (Scheffee). ومن أبرز نتائج هذه الدراسة وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية المدرجة ضمن القطاعات الثلاثة وأن هذه العلاقة موجبة، لكن بالنسبة للقطاعات فرادى كانت العلاقة الأقوى بين المتغيرين للقطاع الصناعي يليه في ذلك القطاع الخدمي ثم بعد ذلك القطاع المالي.

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

Abstract

The Relationship Between Financial Leverage and the Return on Investment in Kuwaiti Public Shareholding Companies (An Empirical Study)

Prepared by
Badah Mohsen Al-Subaiei
Supervised by
Prof. Dr. Mohammad Matar

This study aimed to evaluate the relationship between the capital structure represented by the financial leverage ratio and the return on investment for Kuwaiti public shareholding companies working in the three economic sectors (financial, Industrial and service). In order to achieve the aim of study and test hypothesis, the researcher dealt with two types of data, the secondary and primary data. The 54 companies sample data have been collected and analyzed from companies listed at the Kuwait Stock Exchange market during the period 2009-2011. The data was analysis for SPSS such as mean, standard devotion, simple regression, anova and Scheffee.

The most obvious results of the study is the existence of positive statistical relationship between the financial leverage and rate of return on investment in all three sectors. But for every sector alone the relationship was the strongest for the industrial followed by the service and then the financial sector.

In the light of results, the study has recommended that management at the Kuwaiti Public Shareholding Companies should consider the prelateship between the weighted cost of funds, the return on investment and risk in taking its financial and investment decision.

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

أولاً: مقدمة

ثانياً: مشكلة الدراسة

ثالثاً: عناصر مشكلة الدراسة

رابعاً: فرضيات الدراسة

خامساً: أهداف الدراسة

سادساً: أهمية الدراسة

سابعاً: نموذج الدراسة

ثامناً: التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة

تاسعاً: حدود الدراسة

عاشراً: محددات الدراسة

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

أولاً: مقدمة

لقد فرضت شدة المنافسة والتطور التكنولوجي السريع في عالم الأعمال تحديات كبيرة وتغيرات معقدة، مما يتطلب من المنظمات التركيز على أهمية الإدراك السليم لهذه التحديات، والتقدير الصحيح والواقعي لفرص التعامل معها، فمسألة بقاء المؤسسة ونموها أصبحت صعبة وحرجة، وتستدعي تضافر الجهود وتكاملها وتناسقها على مختلف المستويات (العدلوني، 2002، ص6).

تشكل الإدارة المالية أحد أهم الوظائف في شركات الأعمال، إذ تهتم هذه الإدارة بعملية اتخاذ القرارات المتعلقة بكيفية الحصول واستثمار الأموال بالشكل الأمثل وبكفاءة، من أجل تعظيم القيمة السوقية للشركة ومن ثم تعظيم ثروة الملاك والمساهمين، وبالتالي المساهمة في تحقيق هدف الشركة في النمو والبقاء والاستمرار، وبناء على ذلك فإن وظيفة الإدارة المالية تتعلق بإدارة استثمارات الشركة بشكل يعمل على تعظيم العائد على هذه الاستثمارات عند أقل مستوى من المخاطر، وبتنويل يحقق المزج المناسب من مصادر التنويل وبالشكل الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى (حداد، 2009، ص3).

وهذا يتطلب من المدير المالي أن يختار الهيكل المالي الأنسب، الذي يوضح العناصر التي ينبغي أن تعتمد عليها الشركة في تمويل موجوداتها، أي مصادر التنويل

الخارجي من جهة والتي عادة يقاس وزنها النسبي في الهيكل المالي للشركة بما يعرف بنسبة الرفع المالي، ومصادر التمويل الداخلي والتي عادة يقاس وزنها النسبي في الهيكل المالي للشركة بما يعرف بنسب الملكية، مع الأخذ بعين الاعتبار الموازنة بين العائد على الاستثمار والمخاطر الناجمين عن الهيكل المستهدف، أي أن تكون المخاطر الناجمة عن استخدام مصدر التمويل منخفضة التكلفة، ومتوازنة مع العائد الذي يحققه، والمتمثل في زيادة الربحية، وبالتالي تعظيم قيمة الشركة (شلاش، وآخرون، 2008، ص 45)

ثانياً: مشكلة الدراسة

استدل الباحث من خلال التوصيات التي جاءت عبر الدراسات السابقة مثل دراسة (Titman & weasels, 2008)، ودراسة (عبدالله والصديق، 2002) أن الاهتمام بتحليل العلاقة بين نسبة الرفع المالي والعائد على الاستثمار يمثل أحد الأساليب المتبعة في تحسين العائد على الاستثمار للشركات، والإسهام في زيادة قيمة الشركة وزيادة ثروة المالكين، إذ إن هذه العلاقة كثيراً ما تستند عليها الشركات في تحقيق أداء أفضل.

وقد لوحظ أن إدارات الشركات الصناعية الكويتية تنتوع في طريقة استخدام مصادر التمويل عند اتخاذ قرارات استثمارية، يلجأ بعضها بشكل رئيس إلى مصادر التمويل الخارجية وبعضها الآخر يلجأ إلى مصادر التمويل الداخلية، الأمر الذي يجعل هذه الشركات مطالبة بتبني استراتيجيات فعالة وملائمة لتجاوز هذا الاختلاف، والبحث عن وسائل لتعظيم العائد وزيادة ثروة المالكين كهدف أساسي واستراتيجي من خلال اختيار أسلوب أمثل في التمويل يعمل على تقليل تكلفة رأس المال في الشركة إلى الحد الأدنى.

ثالثاً: عناصر مشكلة الدراسة

بناءً على ما تقدم فإنه يمكن تحديد مشكلة الدراسة من خلال طرح التساؤل الرئيس الأول الآتي: هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية العاملة في القطاعات الثلاثة معاً (المالي، والصناعي، والخدمي)؟ وينفرد عن هذا السؤال الرئيس عدد من الأسئلة الفرعية وكما يلي:

السؤال الفرعي الأول: هل هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات المالية المساهمة العامة الكويتية؟

السؤال الفرعي الثاني: هل هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات الصناعية المساهمة العامة الكويتية؟

السؤال الفرعي الثالث: هل هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات الخدمية المساهمة العامة الكويتية؟

السؤال الرئيس الثاني: هل هناك فروقات معنوية ذات دلالة إحصائية بين أثر نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار بين الشركات المساهمة العامة الكويتية العاملة في

القطاعات الثلاثة (المالي، والصناعي، والخدمي)؟

رابعاً: فرضيات الدراسة

انطلاقاً من الأسئلة المشار إليها أعلاه تقوم هذه الدراسة على الفرضيات التالية:

الفرضية الرئيسية الأولى Ho1: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية العاملة في القطاعات الثلاثة (المالي، والصناعي، والخدمي). ويتفرع عن هذه الفرضية الرئيسية الأولى عدد من الفرضيات الفرعية وكما يلي:

الفرضية الفرعية الأولى Ho1-1 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات المالية المساهمة العامة الكويتية.

الفرضية الفرعية الثانية Ho1-2 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات الصناعية المساهمة العامة الكويتية.

الفرضية الفرعية الثالثة Ho1-3 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات الخدمية المساهمة العامة الكويتية.

الفرضية الرئيسية الثانية Ho2 : لا توجد فروق معنوية ذات دلالة إحصائية بين علاقة نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار فيما بين الشركات المساهمة العامة الكويتية العاملة في القطاعات الثلاثة (المالي، والصناعي، والخدمي).

خامسا: أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى ما يلي:

- 1- تقييم طبيعة العلاقة بين عناصر ذلك الهيكل ممثلة بنسبة الرفع المالي من جهة والعائد على الاستثمار من جهة أخرى، وذلك على مستوى كل قطاع من تلك القطاعات على حدة من أجل استكشاف أي من تلك القطاعات الأكثر نجاحا في الاستفادة من مزايا الرفع المالي في تعظيم العائد على الاستثمار المحقق من الديون.
- 2- استكشاف أسباب الفروق الإحصائية (إن وجدت) من النتائج المحققة فيما بين القطاعات الثلاثة.

سادسا: أهمية الدراسة

بالرغم من أهمية العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة، إلا أنها لم تحظ بالاهتمام الكافي من الباحثين المحليين والدارسين، وعليه تعد هذه الدراسة على درجة كبيرة من الأهمية لكل من فئتي المستثمرين والمقرضين وكذلك الباحثين في مجالات التمويل والاستثمار وغيرهم من المهتمين بالأسواق المالية. وتتبع أهمية هذه الدراسة في أنها تساعد في التعرف على أهم عناصر هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الكويتية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية التي يعول المستثمرون عليها كثيرا في تعظيم العائد على الاستثمار، إذ تُعدُّ هذه الدراسة امتداداً لمجموعة دراسات سابقة مثل دراسة (اللوغاني وآخرون، 2003)، ودراسة (محمد، 2010)، ودراسة (Donates, & Vytaitas, 2009).

كما تكتسب هذه الدراسة أهميتها من محاولة تحديد طبيعة العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، ولكنها تتناول موضوعاً يرتبط بنمو الشركات وبقائها وتعظيم ثروة الملاك، مما يسهم نسبياً في تطوير الأداء المالي في هذه الشركات ويرتقي بها.

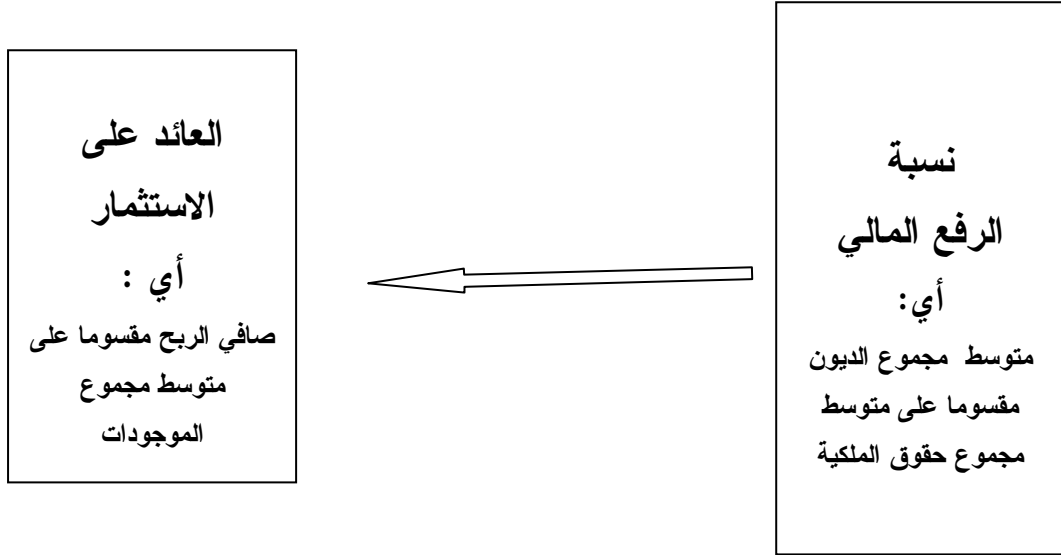
إضافة إلى أن هذه الدراسة يمكن أن توفر قاعدة معلومات، مما يمكن متخذي القرارات المالية في هذه الشركات من معرفة نقاط الضعف والقوة في الأداء المالي، والذي يترتب عليه تطوير إستراتيجيات تعمل على تحسين مستوى الأداء المالي، وبما يساعد على تحقيق أهداف الشركات وهو تعظيم ثروة المالكين وتحقيق البقاء والنمو لهذه الشركات.

سابعاً: أنموذج الدراسة

لتحقيق غرض الدراسة والوصول إلى أهدافها المحددة اعتمد الباحث النموذج التالي لدراسة علاقة متغيرات الدراسة المستقلة بالمتغير التابع ويوضح الشكل (1) علاقات هذه المتغيرات وذلك من أجل الوصول إلى الأهداف المحددة بالدراسة.

المتغير المستقل
عناصر الهيكل المالي ممثلاً بـ:

المتغير التابع
العائد على الاستثمار



الشكل (1-1)

نموذج الدراسة

ثامنا: التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة

لأغراض هذه الدراسة تم تحديد المصطلحات الإجرائية ذات الصلة بموضوعها

وهي كما يلي:

الهيكل المالي: هو كيفية تمويل إجمالي موجودات استثمارات الشركة، ويتمثل ذلك بالجانب الأيسر للميزانية، أي جانب المطلوبات وحقوق المساهمين الذي يبين كافة وسائل التمويل الذي تستخدمه الشركة، ويقاس عن طريق قسمة مجموع الديون إلى مجموع الأصول (الميداني، 2009، ص58).

الاستثمار: يقصد به التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة زمنية معينة ولفترة زمنية معينة بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة وكذلك النقص المتوقع في قوتها الشرائية بفعل عامل التضخم، بالإضافة إلى توفير عائد معقول يتناسب مع عنصر المخاطرة المتمثلة باحتمال عدم تحقق هذه التدفقات (مطر، 2009، ص20).

العائد على الاستثمار: هو مقياس يعبر عن قدرة الموجودات على تحقيق دخل معبر عنه كنسبة، وهذه النسبة تكشف ربحية الشركة في عملياتها التشغيلية وغير التشغيلية، وهي بذلك تعمل كمقياس لفاعلية ونشاط الإدارة ويستخرج العائد على الاستثمار بقسمة صافي الربح على متوسط قيمة إجمالي الموجودات (معجم أبو غزالة للمحاسبة والأعمال، 2010، ص364).

الرفع المالي: ويقصد به تمويل الشركة بأموال مقترضة يتمثل في نسبة الدين إلى حقوق المساهمين في هيكل رأس المال للشركة، وتشمل ديون الشركة عادة مجموع مطلوباتها، أي ما عليها من ديون قصيرة الأجل وديون طويلة الأجل، أما حقوق المساهمين فيها فتشمل عادة رأس المال المدفوع الأساسي والإضافي بالإضافة إلى الاحتياطات والأرباح المحتجزة (معجم أبو غزالة للمحاسبة والأعمال، 2010، ص136).

السوق المالي: هو الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توافر عنصر الشفافية فيه من خلال وجود قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه (مطر، 2009، ص 164).

الرفع التشغيلي: ويعبر عن الرفع التشغيلي بمدى التغير في ربح العمليات (الربح قبل الفائدة والضريبة) نتيجة التغير في المبيعات أو بمدى حساسية الربح التشغيلي للتغير في المبيعات (معجم أبو غزالة للمحاسبة والأعمال، 2010، ص135).

تاسعاً: حدود الدراسة

تمثلت حدود الدراسة بالآتي:

- 1- **الحدود المكانية:** اقتصرت هذه الدراسة على الشركات المساهمة العامة الكويتية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية ولم تشمل الشركات الأخرى، وبذلك تحددت حدود الدراسة المكانية في هذه الشركات.
- 2- **الحدود العلمية:** اعتمد الباحث في التحليل على البيانات المالية المنشورة للشركات المساهمة العامة الكويتية والمدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية على مدار الفترة الزمنية من 2009-2011.

عاشراً: محددات الدراسة

- تم تطبيق هذه الدراسة القطاعات الرئيسية الثلاثة (المالي، والصناعي، والخدمي)
- وتم استبعاد الشركات التالية من عينة الدراسة:
- 1- الشركات التي تداول أسهمها غير مستمر خلال فترة الدراسة.
 - 2- الشركات التي اندمجت مع شركة أخرى خلال فترة الدراسة.
 - 3- الشركات التي بياناتها المالية غير متوفرة خلال فترة الدراسة.
 - 4- الشركات التي عملت على تجزئة القيمة السوقية لسهم الشركة خلال فترة الدراسة.
 - 5- الشركات التي تحقق أرباح خلال فترة الدراسة.

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

المبحث الأول: الإطار النظري

أولاً: تمهيد

ثانياً: مفهوم الرفع المالي

ثالثاً: مفهوم الهيكل المالي

رابعاً: محددات الهيكل المالي

خامساً: مصادر تمويل الشركات

سادساً: تحديد التكلفة المرجحة لرأس المال المستثمر

سابعاً: مفهوم العائد على الاستثمار

ثامناً: المقومات الأساسية للقرار الاستثماري

تاسعاً: محددات قرار الاستثمار

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

أولاً: الدراسات باللغة العربية

ثانياً: الدراسات باللغة الأجنبية

ثالثاً: ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

المبحث الأول: الإطار النظري

أولاً: تمهيد

يعد موضوع تقييم العلاقة بين هيكل رأس المال بشقيه (الديون، وحقوق الملكية) والعائد على الاستثمار في الشركات من المواضيع الأكثر تعقيداً وصعوبة والتي تفرض على المدير المالي للشركة التعامل معها بحذر ودقة، وذلك بسبب تعدد أهداف وطرق حسابها، التي يتوقف عليها العديد من القرارات الاستثمارية التي تتعلق بقياس جودة وفاعلية مصادر التمويل، ومردودية المشاريع الاستثمارية، إضافة إلى عنصر عدم التأكد، إذ إن مختلف مصادر التمويل المتاحة، قد لا تعطي بالضرورة عوائد مؤكدة، في مواعيد محددة، فالمدير المالي يجد نفسه أمام مجموعة من الصعوبات التي تتمثل في مجملها في اختيار وترتيب أولويات مقترحات الاستثمار وفق الربحية. يتمثل الهيكل المالي للشركة في جميع الأموال التي تخصصها الشركة للاستثمار وذلك بغض النظر عن مصادرها. وتتوقف المنفعة الممكنة تحقيقها على مقدار العائد على الاستثمار المحقق منها بالمقارنة مع معدل تكلفة رأس المال المستثمر، إلا أن تكلفة رأس المال تختلف باختلاف مصادر التمويل المتاحة للشركة التي تسعى إلى اختيار المصادر التي تحقق لها أقل تكلفة ممكنة على أن تكون هذه المصادر أيضاً مناسبة لاحتياجاتها المالية.

ويشير (الميداني، 2009، ص591) إلى أن وظيفة الإدارة المالية في الشركة

تختص باتخاذ نوعين أساسيين من القرارات هما:

1- القرارات الاستثمارية: وتتعلق قرارات الاستثمار بتعريف المشاريع الاستثمارية

الرأسمالية الربحية، ومن ثم تحديد الحجم الأمثل للموازنة الرأسمالية.

2- القرارات التمويلية: وتتعلق قرارات التمويل بتحديد هيكل التمويل الأمثل

لاستثمارات الشركة، أي مزيج التمويل الذي يخفض تكلفة رأس المال إلى الحد

الأدنى، ويقلل من المخاطر، ومن ثم تعظيم ثروة الملاك.

ويرى (الزبيدي، 2001، ص211) أن من أعقد القرارات التي تمارسها الإدارة

المالية هي تلك القرارات التي تتعلق بتحديد هيكل التمويل في الشركات، إذ تهدف هذه

القرارات إلى اختيار هيكل التمويل الأنسب الذي يحقق العائد الأعلى على الاستثمار ومن ثم

تعظيم قيمة سهم الشركة في السوق، وتعظيم القيمة السوقية للشركة، وتعظيم ثروة الملاك.

ثانياً: مفهوم الرفع المالي

يقصد بالرفع المالي الاستعانة بأموال الآخرين لتحقيق أرباح إضافية يستفيد منها

ملاك الشركة، لذا فهو يعتمد على الاقتراض لتمويل عمليات الشركة بغية تحقيق عائد

يترتب عليه زيادة أرباح الملاك، إذ إن الرفع المالي يتحقق منه عائد وقد يكون أكبر من

تكلفة الاقتراض أو مساوياً له أو أقل منه وهو ما يميز حالات الرفع المالي الأساسية

كالتالي: (شلاش وآخرون، 2008، ص56)

1- الرفع المالي الجيد: وهو الحالة التي يتحقق فيها عائد من أموال الاقتراض

(الغير) أكبر من تكلفة الاقتراض، مما يترتب عليه ارتفاع العائد للملاك وزيادة نسبة

العائد على الملكية.

2- الرفع المالي المتوسط: عندما يتحقق عائد من أموال الاقتراض (الغير) مساوياً

لتكلفة الاقتراض، مما يترتب عليه عدم إحداث أي تغيير في العائد على الملاك وبقاء

نسبة العائد على الملكية كما هي دون تغيير.

ثالثاً: مفهوم الهيكل المالي Concept of Financial Structure

يعرف الهيكل المالي بأنه الكيفية التي من خلالها يتم تمويل إجمالي موجودات

استثمارات الشركة، ويتمثل ذلك بجانب المطلوبات وحقوق المساهمين الذي يبين كافة وسائل

التمويل الذي تقوم باستخدامه الشركة، وهذا يمثل الفرق بين الهيكل المالي وبين هيكل رأس

المال الذي يتعلق بمصادر التمويل طويلة الأجل والدائمة، كالديون طويلة الأجل، والأسهم

العادية، والأرباح المحتجزة (الميداني، 2009، ص58).

كما يعرف الهيكل المالي بأنه تشكيلة من المصادر التي تحصل منها الشركة على أموال

بهدف تمويل استثماراتها، وتشتمل على كافة العناصر التي تتكون منها مكونات الخصوم،

سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، وأياً كان مصدرها داخلياً أو

خارجياً (الهندي، 2006، ص14). وهناك عدة عوامل تعتمد أساساً على درجة المخاطرة

التي ترغب إدارة الشركة في تحملها عند التمويل بالدين سعياً وراء ربحية أكبر، متمثلة في

مدى حساسية الجهات المقرضة لارتفاع نسب المديونية، وطبيعة الصناعة التي تعمل بها

الشركة، من حيث المنافسة، والنمو، واستقرار المبيعات، وبنية الموجودات (شلاش،

وآخرون، 2008، ص16)

لذلك يتوجب على المدير المالي أن يهتم بمصادر التمويل المستخدمة والتي تؤثر على القيمة السوقية للأسهم في المدى الطويل، وهذا يفرض على المدير المالي أن يتجنب التوسع المبالغ فيه في استخدام مصادر تمويل، كالاقتراض، سعياً إلى انخفاض التكلفة لتمويل اقتراحات مالية، لأن ذلك من شأنه أن يزيد من المخاطر التي تتعرض لها الشركة، مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال في المستقبل وانخفاض القيمة السوقية للأسهم العادية بالتبعية، ومن أجل تجنب الوقوع في مثل هذا الخطأ، قد يكون من المجدي وضع هيكل مالي مستهدف وتوسعي الإدارة إلى تحقيقه.

رابعاً: محددات الهيكل المالي Determinants of Financial Structure:

هناك عدد من المتغيرات والمحددات التي تحكم المدى الذي يمكن أن تذهب إليه الشركة في اعتمادها على القروض في التمويل هي:

1- الربحية Profitability:

الربحية هي الهدف الأساسي لبقاء الشركات واستمرارها، وهي غاية يتطلع إليها المستثمرون والملاك ويتحقق هذا الهدف من خلال قراراتين مهمين، هما: قرار الاستثمار، وقرار التمويل، فقرار التمويل هو القرار المتعلق بكيفية اختيار المصادر التي سيتم الحصول منها على الأموال اللازمة للشركة لتمويل الاستثمار في موجوداتها، بشكل يمكن أصحاب المشروع من الحصول على أكبر عائد ممكن، وذلك من خلال الاستفادة من ميزة التوسع في الاقتراض الثابت (الكلفة)، ولكن دون تعرضهم للأخطار التي يمكن أن تنتج عن المبالغة في الاقتراض، وكذلك الإعفاء الضريبي.

ووفقاً لافتراض نظرية أولوية اختيار مصادر التمويل فإن الأرباح المحتجزة تأتي غالباً في مقدمة مصادر التمويل، ثم يتبعها القروض، وأخيراً، إصدار أسهم جديدة، وبناء عليه، يصبح من المتوقع أن تتجه الشركة التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها، وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة، وبدرجة أكبر على حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح المحتجزة (Myers & Majluf, 1984).

والجدير بالذكر أنه في كثير من الأحيان وإذا ما أحسنت إدارة الشركة استثمار الأموال المقترضة وبشكل يحقق عائداً مقاساً بنسبة العائد على الأصول أعلى من الفائدة المدفوعة، وترتفع الربحية بارتفاع نسبة الديون وتتعاظم نسبة العائد على حقوق الملكية، تصبح العلاقة عكسية بين الربحية ونسبة الديون، إذا فشلت إدارة الشركة في حسن استثمار الأموال المقترضة.

2- السيولة Liquidity:

السيولة تُعبرُ عن قدرة الشركة على مقابلة التزاماتها القصيرة الأجل المتوقعة منها، وغير المتوقعة وذلك من خلال التدفق النقدي العادي الناتج عن مبيعاتها وتحصيل ذممها بالدرجة الأولى "سيولة المؤسسة"، ومن خلال الحصول على النقد من المصادر الأخرى بالدرجة الثانية، أي من خلال تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسارة لها "سيولة الأصل". فالسيولة ذات تأثير مزدوج على هيكل رأس المال إذ يمكن أن تكون العلاقة بين السيولة ونسبة الديون علاقة موجبة أو سالبة، فالمنشآت التي تتمتع بسيولة عالية، لها القدرة على الوفاء بالالتزامات المستحقة، الأمر الذي يجعلها أكثر قدرة في تخفيض كل من نسبة المديونية ونسبة الرفع المالي، ويسهل عليها الاقتراض. أما عند

انخفاض سيولة المنشأة تتراكم حينئذ ديونها قصيرة الأجل، الأمر الذي سيرفع كلا من نسبة المديونية ونسبة الرفع المالي، ويصعب عليها الاقتراض وهنا نتوقع العلاقة السالبة بينهما (Ozkan, 2001, P:175).

3- هيكل الأصول "بنية الموجودات" Asset Structure:

تعد الأصول التي تمتلكها الشركة بمثابة ضمان يمكن تقديمه للمقرضين يكون لديها الدافع لأن تعتمد بدرجة كبيرة على الأموال المقترضة، أي أن هناك علاقة بين البنية التحتية للموجودات والطاقة الاستيعابية للدين فعندما تكون نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات مرتفعة، فإن هذا يعني أن الرفع التشغيلي (Operating Leverage) أي نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف مرتفعة، بسبب حجم تكلفة إستهلاك الموجودات الثابتة، وهذا يعني أن الشركة تتميز بدرجة رفع تشغيلي عالية، وأن أرباحها شديدة الحساسية لأي تغير صغير يحدث في المبيعات، وهنا يكون الاقتراض عاملاً لزيادة التقلب وعدم الاستقرار في الأرباح المتاحة إلى المساهمين، وهذا يجعل المؤسسات التمويلية تتردد في إقراض مثل هذه الشركة إلا ضمن حدود ضيقة، لكي لا تسهم في زيادة مخاطر تقلب أرباح الشركة، وتجعل نتائجه سلبية (الميداني، 2009، ص79).

وتزداد نسبة الاقتراض كلما زادت نسبة الرفع التشغيلي وذلك لكون الأصول الثابتة من أكثر الأصول ملائمة لتقديمها كضمان، وقدرتها على تحقيق أعلى ربحية من الموجودات، نظراً لاتجاه أصحاب الملكية للاستثمار في مشاريع ذات مخاطرة مرتفعة نسبياً، فإنه إذا كان يتم عن طريق الاقتراض سيدفع ذلك الدائنين لطلب رهن أصول المشروع لصالحهم وحمايتهم في حالة فشل المشروع، ويقل تمويل الدائنين لمشاريع لا

تحتوي على أصول قابلة للرهن، وبالتالي تقل تكلفة الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح بين أصحاب الملكية والدائنين، مما سيخفض فائض الأموال لدى الشركة نتيجة لتسديد القروض، الذي يمكن أن يستخدمه المديرون لصالحهم الذاتي (Jensen, 2008, P: 305).

4- معدل النمو Growth Rate:

تتوقف قدرة الشركة المساهمة العامة على النمو على مقدار الربح السنوي المحقق من جهة، وما توزعه من تلك الأرباح على المساهمين من جهة أخرى، أو بعبارة أخرى على ما يعرف بنسبة احتجاز الأرباح (Retention Ratio)، من هنا كلما ارتفعت قيمة الربح السنوي المحقق وارتفعت معه نسبة الاحتجاز يرتفع معها أيضا تراكم الأرباح المحتجزة ومن ثم معدل نمو مرتفع للشركة والعكس بالعكس. وينعكس ما سبق على السياسة التمويلية لإدارة الشركة، ذلك لأنه كلما ارتفعت قيمة الأرباح المحتجزة في الشركة تزداد الفرصة أمام الإدارة لاستخدام تلك الأرباح في تمويل أنشطتها عوضا عن استخدام مصادر التمويل الخارجي وما يصاحبه عادة من مخاطر الرفع المالي (مطر، 2010، ص70).

5- الحجم Size:

تتحمل الشركات صغيرة الحجم تكلفة أكبر من الشركات الكبيرة، في حالة اتجاهها للاقتراض طويل الأجل، ذلك لأن معظم الأموال المقترضة تستخدم عادة في تمويل موجوداتها قصيرة الأجل، لذا من مصلحتها الاعتماد في تمويل هذه الموجودات على قروض قصيرة الأجل من أجل تخفيض تكلفة هذه القروض أي الفوائد المدفوعة عنها، لذلك تتجه هذه الشركات للاقتراض قصير الأجل (Titman, & Wessels. 2008, P:29).

يجد الدائنون والمقرضون من البنوك التجارية درجة من الإفصاح وثقة أعلى في المعلومات الصادرة عن الشركات كبيرة الحجم ضمن قوائمها مقارنة بالشركات صغيرة الحجم غير الخاضعة لمراجعة جهات حكومية محددة نتيجة لذلك نجد الشركات كبيرة الحجم تجاوباً وسهولة في أكبر في الحصول على قروض بنكية مقارنة مع الشركات صغيرة الحجم. ويشير (Ozkan, 2001, P:175) إلى وجود علاقة عكسية بين حجم الشركة ومخاطر الإفلاس، إذ إن الشركات الكبيرة التي يتميز نشاطها بقدر من التنويع، تتعرض لتلك المخاطرة بدرجة أقل، ومن ثم يكون لديها الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، لذلك فإن العلاقة موجبة بين الحجم ونسبة الرفع المالي.

وتتمثل المخاطرة في حدوث أحداث غير متوقعة تؤثر بصورة سلبية على قدرة المشروع على تحقيق عائد ملائم على استثمارات المشروع، إذ إن أي مشروع عادة ما يكون محفوفاً بالمخاطر وتختلف درجة المخاطر من مشروع لآخر وينعكس ذلك على ربحية المشروع، لذا عند تحقيق أقصى ثروة يجب علينا معرفة درجة المخاطر ومدى تقبل المالكين لتحمل المخاطر التي يتعرض لها المشروع.

6- التشريعات الضريبية والإعفاءات والوفورات:

تعدّ فوائد القروض من بين المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ومن ثم يتولد عنها وفورات ضريبية تترك أثرا إيجابية على قيمة الشركة، ونظراً للعلاقة الطردية بين معدل الضريبة والوفورات الضريبية، فإنه يصبح من المتوقع أن تميل الشركة التي معدل ضريبة الدخل فيها مرتفعة إلى الاعتماد بدرجة كبيرة من الأموال المقترضة، أي أنه كلما ارتفعت الضريبة التي تخضع لها الأرباح الصافية للشركة اتجهت لدرجة أكبر للاعتماد على المديونية التي تطرح كلفة الفائدة عليها ضمن بقية المصروفات من الإيرادات عند تقدير الضريبة (الشماع، 2003، ص542). وقد أشارت دراسة من الإيرادات عند تقدير الضريبة (Titman, & Wessels. 2008, P:23) إلى أن الشركات ذات الإعفاءات الضريبية المرتفعة (مقابل الاستهلاك، والاستثمار في الأصول) مقارنة مع دخلها تحوي على نسب مديونية مرتفعة مقارنة مع الشركات الأخرى المتشابهة، وأن قرار الشركة التمويلي يعتمد على مقدار الإعفاءات الضريبية، إذ إن عملية قيام الشركة بالاقتراض لتمويل مشاريعها له فوائد ضريبية مقارنة مع قيام الشركة بإصدار أسهم جديدة؛ وذلك لأن الربح على الأسهم يدفع بعد دفع الضرائب.

7- استقرار المبيعات Sales Stability:

يشير (الميداني، 2009، ص109) إلى أن هناك علاقة مباشرة بين استقرار المبيعات وأرباح الشركة والتمويل بالدين، فكلما كانت المبيعات وأرباح الشركة أكثر استقرارا استفادت الشركة من الرفع المالي، وحققت مخاطرة أقل مما لو كانت أرباحها

متقلبة، أي أن المبيعات والأرباح تزيد من قدرة الشركة على الاقتراض، وتحمل نسب مديونية عالية.

8- درجة التخصص Specialization Degree:

كلما اتجهت الشركة نحو التخصص ارتفعت تكلفة ومخاطر الإفلاس، وذلك بالمقارنة مع شركات أخرى مماثلة تتبع سياسة تنويع منتجاتها ومجالات الاستثمار فيها، فيصبح من المتوقع أن تميل الشركات التي تعتمد على منتج واحد إلى تخفيض نسبة القروض لتخفيض درجة المخاطرة في هيكل رأس المال في الشركة (Titman, & Wessels. 2008, P:19).

9- موقف المؤسسات التمويلية تجاه المخاطر:

يعتمد الترتيب الائتماني للشركة ومقدرتها على الاقتراض بشروط قياسية على نسبة الدين في هيكل تمويل الشركة، وكلما احتاجت الشركة إلى تمويل جديد فإن هيكل تمويل الشركة ومزيج التمويل المناسب يتصدر المناقشات والمفاوضات بين الشركة والقطاع المصرفي، أو مؤسسات التمويل (الميداني، 2009، ص110).

تعدّ العلاقة بين العائد والمخاطرة علاقة طردية أي كلما ارتفع العائد المستهدف ترتفع معه المخاطرة المتوقعة لذلك المشروع، وهذا ما يفسر أن سعر الفائدة مثلاً على السندات الحكومية (التي يصدرها البنك المركزي) تكون أقل عائداً بسبب خلوها من المخاطرة.

خامساً: مصادر تمويل الشركات

يشير (شلاش، وآخرون، 2008، ص16) إلى وجود مصدرين للتمويل في الشركات

المساهمة العامة، فهو يشمل كل الالتزامات التي على الشركة، وحقوق الملكية للشركة:

1- حق الملكية: ويتم التمويل بالملكية عن طريق إصدار الأسهم العادية أو الممتازة أو باحتجاز الأرباح في الشركة.

2- الاقتراض: ويتم التمويل بالاقتراض عن طريق الائتمان المصرفي والائتمان التجاري، كمصادر دين قصيرة الأجل أو طويلة الأجل، وبإصدار سندات، إذ يشكل التمويل الجانبي الأيسر من الميزانية، في حين ينحو (الهندي، 2006، ص67) منحى آخر في هذه التسمية فيقسم هذا التمويل إلى:

1- التمويل الداخلي :

ويقصد به مجموع الوسائل التمويلية التي أنشأتها الشركة بفعل نشاطها العادي أو الاستغلالي، والتي تبقى تحت تصرفها بصورة دائمة أو لمدة طويلة. أو الأموال المحصلة من المساهمين عن طريق زيادة رأس مال الشركة وذلك بتحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية أو تحويل السندات التي تصدرها الشركة إلى أسهم عادية، وعليه فالتمويل الداخلي هو نمط من التمويل يستخدم تراكم المدخرات المتأتية من الأرباح التي حققها المشروع للوفاء بالتزاماته المالية، وتختلف قدرة المشروعات في الاعتماد على هذا المصدر لتمويل احتياجاتها، ويرجع ذلك إلى أن توسيع إمكانيات التمويل الذاتي يرتبط أساساً بقدرة المشروع على ضبط عمليات تكاليف الإنتاج لزيادة هامش الربح، الأمر الذي يسمح بزيادة الأرباح من جهة أخرى.

2- التمويل الخارجي:

ويتمثل في لجوء الشركة إلى المدخرات المتاحة في السوق المالية سواء كانت محلية أو أجنبية بواسطة التزامات مالية (قروض، سندات) لمواجهة احتياجاتها التمويلية

وذلك في حالة عدم كفاية مصادر التمويل الداخلي المتوفرة لدى الشركة. تجدر الإشارة هنا إلى أن قرار تمويل نشاط الشركة من مصادر خارجية يجب أن يتم ضمن ما يعرف بدراسة الجدوى الاقتصادية التي تتطلب الموازنة بين تكلفة التمويل الخارجي ومخاطرة من جهة والعائد المتوقع على استثمار الأموال المحصلة من تلك المصادر.

وبسبب وجود عدة مصادر للتمويل فإنه من الممكن أن يظهر اختلاف بين الشركات في مدى اعتمادها على الاقتراض، أو على حقوق الملكية لتمويل مشاريعها ونشاطاتها المختلفة، أي سيكون هناك اختلاف في الهياكل المالية لهذه الشركات. لذلك فإنه ولاختيار هيكل التمويل المناسب للشركة توجد عدة عوامل تؤثر على قرار التمويل هي: (الزبيدي، 2001، ص211)

- **العوامل الداخلية:** وهي تلك العوامل المتعلقة أساساً بالمفاضلة بين المخاطرة والمردود العائد على الاستثمار.

- **العوامل الخارجية:** وتشمل حساسية الجهات المقرضة لارتفاع مديونية الشركة، وطبيعة الصناعة التي تعمل بها تلك الشركة من حيث المنافسة، والنمو، واستقرار المبيعات والأرباح، وقيمة الموجودات، إذ إن هذه العوامل تحدد الطاقة الاستيعابية للدين، أي نسبة المديونية المثلى.

وتتفاوت تركيبة الهيكل المالي بين الصناعات المختلفة وبين شركة وأخرى، ولا توجد طريقة مباشرة توصل الشركات إلى كيفية تشكيل الهيكل المالي، فقد جاءت أول هذه الدراسات من قبل (Modigliani & Miller, 1958)، إذ عملت على دراسة الهيكل المالي للشركة وعلاقته بتكلفة الأموال، وبينت أن قيمة الشركة المتمثلة في قيمة استثماراتها

والتي تتوقف بدورها على عوائدها والمخاطر المتعلقة بهذه العوائد لا ترتبط بأي علاقة مع الهيكل المالي، إذ إن مستوى المعلومات واحد لدى كل من إدارة الشركة والمالكين، لذلك لا يوجد اختلاف بين استخدام مصادر التمويل المختلفة، ف لديهم المعلومات نفسها عن المستقبل والفرص المتاحة أمام الشركة، وإن استخدام أي مصدر من مصادر التمويل لا يؤثر مطلقاً على القيمة السوقية للشركة، غير أن ذلك يتطلب وجود افتراضات غير واقعية، إذ إن هنالك اختلافاً في تصرفات المستثمرين، ووجود تكلفة للمعلومات والمبادلات، ووجود عمولات وساطة، وضرائب على أرباح الأعمال والأرباح الرأسمالية، ولا يوجد عدد كبير من المتعاملين في سوق الأوراق المالية، وذلك لكوننا نعيش في عالم واقعي ليس مثالياً بُني عليه افتراضات غير واقعية (شلاش، وآخرون، 2008، ص17)

وبشير (عبد الله، والصدیق، 2002، ص723) إلى أنه ووفقاً لافتراض نظرية التسلسل في استخدام مصادر التمويل الذي قدمه الباحثان (Myers & Majluf, 1984) وأوضحا فيه أنه في حالة عدم تماثل المعلومات لدى الشركة والأسواق المالية، فإن أول وحدة تمويل لعمليات الشركة، ولاستثماراتها هو رأس المال الذي يتم توفيره من مصادر داخلية، وإذا لم تكن الأموال التي تم توفيرها داخليا كافية، فإن الشركة تسعى إلى استخدام الديون الخارجية، يليها بعد ذلك إصدار حقوق الملكية بوصفها آخر مصدر تمويلي تلجأ إليه الشركة، ولا شك أن هناك منفعة من التمويل بالدين، أو ما يسمى بالرفع المالي، والذي يُعد في معظم الأحيان أقل مصادر التمويل كلفة نظراً للوفورات الضريبية المترتبة عليه، وهذا لا ينفي ارتفاع مخاطرها، ولأن هذا المصدر إذا ما أحسن استغلاله يزيد من ربحية المساهمين عن طريق زيادة العائد على حقوق الملكية، وزيادة نصيب السهم من الأرباح.

سادساً: تحديد التكلفة المرجحة لرأس المال المستثمر

يقصد بتكلفة رأس المال العائد المطلوب من قبل مقدمي التمويل سواء كان تمويلاً عن طريق الأسهم (التمويل الداخلي) أو تمويلاً عن طريق الديون (تمويل خارجي)، والذي يجب أن يتجاوز ذلك العائد الذي يمكن أن يحققه الممول فيما لو استثمر أمواله في مكان آخر وبعيد عن المخاطر (تكلفة الفرصة البديلة)، وبالتالي فإن هذه التكلفة تشمل نوعين: تكلفة حقوق الملكية (الأسهم)، وتكلفة الديون (السندات)، وتقوم الشركات على اختلاف أنواعها بمراعاة هذه التكاليف عند الشروع في استثمار معين وذلك من أجل الاختيار الأنسب لطريقة التمويل التي تتماشى مع وضع الشركة. (Lawrence, 2000, p: 488)

يشير (مطر، 2006، ص305) إلى أنه " في تقييم الجدوى الاقتصادية للمشروعات الرأسمالية وكأساس في إعداد موازنتها الرأسمالية، لا بد من تحديد التكلفة للأموال المستخدمة في تمويل هذه المشروعات، وذلك لاستخدامها أساساً لخصم التدفقات النقدية المتوقعة من المشروعات الاستثمارية تمهيداً للوصول إلى صافي القيمة الحالية. كما أن التكلفة المرجحة للأموال تخدم أيضاً إدارة الشركة في تحديد ما يعرف بالهيكل الأمثل لرأس المال أي توليفة مصادر التمويل التي تجعل تكلفة التمويل عند حدها الأدنى".

ولاحساب التكلفة المرجحة لرأس المال المستثمر كان لابد من توفر الآتي: (سعيد،

2005، ص87).

1- **تكلفة حقوق الملكية:** حيث يتم احتساب هذه التكلفة باستخدام نموذج تسعير

الأصول الرأسمالية CAPM التالي:

$$ER = RF + \beta (RM - RF)$$

إذ إن:

- ER: العائد المتوقع على حقوق الملكية والمطلوب احتسابه وفق هذا النموذج.
- RF: العائد الخالي من المخاطرة، إذ يعد العائد على شهادات الإيداع لمدة ثلاثة أشهر التي يصدرها البنك المركزي ممثلاً للعائد الخالي من المخاطرة.
- β : تمثل مقياس للمخاطرة النظامية التي تعد الأساس في احتساب العائد المتوقع على حقوق الملكية ضمن نموذج CAPM.
- RM عائد السوق والمطلوب احتسابه وفق هذا النموذج.

2- تكلفة الدين: إذ يتم احتساب تكلفة الدين من خلال الحصول على أسعار الفوائد على القروض والذي عادة ما يتم الإفصاح عنها في التقارير السنوية للشركات. ويتم احتساب تكلفة الفوائد قبل الضريبة من خلال ضرب قيمة الفوائد في $(1-T)$ ، إذ يتم احتساب نسبة الضريبة للشركات كآتي:

$$\text{نسبة الضريبة} = (\text{الدخل قبل الضريبة} - \text{الدخل بعد الضريبة}) / \text{الدخل قبل الضريبة}.$$

وللوصول إلى تكلفة الدين المرجحة تم استخراج وزن الديون الذي يمثل نسبة الدين إلى إجمالي رأس المال ومن ثم ضرب هذه النسبة في تكلفة الفوائد قبل الضرائب. وأخيراً يتم احتساب التكلفة المرجحة لرأس المال WACC التي تساوي التكلفة المرجحة لحقوق الملكية + التكلفة المرجحة للديون.

سابعاً: مفهوم العائد على الاستثمار

يكاد العائد على الاستثمار (العائد من الاستثمار) أن يكون أشهر الأدوات المالية المستخدمة في تقييم الجدوى الاقتصادية للمشروعات فهو يمثل النسبة بين الأموال المكتسبة (الأرباح أو الخسائر) والأموال المستثمرة (رأس المال نقود أو أصول)، والعائد على الاستثمار ليس محددًا بمدة زمنية لكن غالباً ما يستخدم لقياس العائد خلال سنة مالية ويسمى في هذه الحالة العائد السنوي على الاستثمار.

العائد على الاستثمار هو المبلغ أو نسبة الأرباح المتحققة من الاستثمار أو المحفز والمكافئ لكل استثمار يقوم به المستثمر، ويعبر عن قدرة الموجودات على تحقيق دخل معبر عنه كنسبة عائد، وهذه النسبة تكشف ربحية الشركة في عملياتها التشغيلية وغير التشغيلية أو هو الربح أو الخسارة المترتبة على الاستثمار خلال مدة زمنية معينة (Gangadhar & Baha, 2006, p: 28).

فالعائد على الاستثمار هو عائد متوقع وهو تقدير للتدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار في حين يعد العائد المتحقق فعلاً هو حصيلة الإيرادات الناتجة عن عملية الاستثمار، وبالتالي فإن الاختلاف بين المتوقع والمتحقق يعد مخاطر موضوعية يزداد حجمها ويقل بارتفاع وانخفاض مستوى الاختلاف بين المتحقق والمتوقع (Gitmen, 2000, p: 238).

ثامناً: المقومات الأساسية للقرار الاستثماري

يعدّ قرار الاستثمار قراراً بالغ الأهمية لارتباطه بمستقبل الشركة، فالخطأ في هذه القرارات لا يبعد الشركة عن المساءلة، ولربما يقودها إلى التعثر والإفلاس وصولاً إلى التصفية، كما أنه وبسبب الترابط بين قرارات الاستثمارية وقرارات التمويل اللذين يشتركان في تحقيق هدف الشركة، إلا و هو تعظيم ثروة الملاك يجعل من هذه القرارات من أخطر وأصعب القرارات داخل الشركة.

يشير (مطر، 2009، ص39) إلى أن القرار الاستثماري الناجح يتوقف على ثلاثة

مقومات أساسية هي:

1- تبني إستراتيجية ملائمة للاستثمار

إذ تختلف الإستراتيجية باختلاف أولويات المستثمرين والتي تتأثر بعدة عوامل: الربحية، السيولة، الأمان. والربحية التي تتمثل بمعدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع تحقيقه من الأموال المستثمرة، أما السيولة والأمان فيتوقفان على مدى تحمل المستثمر لعنصر المخاطرة ومدى قبوله لها في نطاق العائد على الاستثمار.

وينقسم المستثمرون حسب منحنيات تفضيلهم الاستثمارية إلى ثلاثة أنماط هي:

أ- **المستثمر المتحفظ:** وهو الذي يعطي عنصر الأمان الأولوية، وهذا ينعكس على

قراراته الاستثمارية التي تكون حساسة جداً تجاه عنصر المخاطرة.

ب- **المستثمر المضارب:** وهو الذي يعطي عنصر الربحية الأولوية، ولذلك تكون

حساسيته تجاه عنصر المخاطرة متدنية، فيكون على استعداد للدخول في مجالات

استثمارية خطرة طمعا في الحصول على معدلات مرتفعة من العائد على الاستثمار.

ج- المستثمر المتوازن: وهذا النوع يمثل النمط الأكثر عقلانية وهو مستثمر رشيد يهتم ويوازن بين العائد والمخاطرة، لذلك فإن حساسيته تجاه المخاطرة تكون في حدود معقولة تمكنه من اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة بشكل جيد وتراعي تنويع الاستثمارات بكيفية تعظيم العائد.

2- الاسترشاد بالأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري

يشير (مطر، 2009، ص39) إلى أن متخذ القرار الاستثماري عليه مراعاة ما يلي:

أ- مبدأ تعددية الخيارات الاستثمارية. يجب على متخذ القرار الاستثماري أن يراعي أن الفوائض النقدية المتوفرة لديه نادرة ومحدودة، في حين أن الفرص الاستثمارية كثيرة، مما يفرض عليه اختيار البديل الأنسب بعد القيام بعملية المفاضلة بينها.

- مبدأ الخبرة والتأهيل. يقضي هذا المبدأ إلى أن اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد يتطلب دارية وخبرة قد لا تتوفر لدى كل فئات المستثمرين، ويقسم متخذي القرارات إلى ثلاث فئات هي: فئة المستثمرين السذج حيث يملك هؤلاء فوائض يرغبون في استثمارها، لكن لا يملكون الدراية و الخبرة لاختيار الأداة الاستثمارية المناسبة. والفئة الثانية هي المستثمرون المحترفون الذين يتمتعون بالخبرة و الدراية الكافية لاتخاذ القرار الاستثماري، أما الفئة الثالثة فهم الأفراد الذين يحترفون تقديم الاستشارة و النصح للمستثمرين من الفئة الأولى، لذلك يفترض في المستثمر الساذج

أن يستعين في اتخاذ قراراته الاستثمارية بمشورة ذوي الخبرة ومشورة فئة المستشارين والمحللين المختصين لترشيد القرار الاستثماري.

- **مبدأ الملاءمة.** ويشكل مبدأ الملاءمة ركناً مهماً من الأركان الأساسية التي يفترض على المستثمر مراعاتها عند وضع الإستراتيجية الاستثمارية، ويطبق المستثمر هذا المبدأ في الواقع العملي عندما يقوم باختيار المجال الاستثماري المناسب ثم الأداة الاستثمارية المناسبة في ذلك المجال من بين مجالات وإدارات الاستثمار المتعددة والمتاحة له.

- **مبدأ التنويع أو توزيع المخاطر الاستثمارية.** إذ تتلخص أهداف المستثمر في تحقيق عائد مستهدف على الاستثمار، مما يعني أن كل مستثمر يحدد العائد على الاستثمار الذي يطمح في تحقيقه من استثماراته وذلك في صورة هدف، أو ما يعرف بالعائد على الاستثمار أي أن المستثمر يحدد عادة العائد على الاستثمار الذي يطمح في تحقيقه من استثماراته، ولتحديد هذا العائد الهدف يجب أن يتم خصم التدفقات النقدية المتوقعة بمعدل خصم ما يعادل العائد المستهدف وذلك لإيجاد القيمة الحالية لهذه التدفقات، فإذا كان صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المخصومة موجبا هذا يعني أن الاستثمار مجدٍ والعكس بالعكس، وبناء على هذا لا يمكن للمستثمر أن يضمن تماماً تحقق العائد الهدف على استثماراته إلا بتحقيق شرطين وهما: أن تكون التدفقات النقدية المتوقعة مؤكدة تماماً من حيث القيمة، وأن تكون مؤكدة تماماً من حيث التوقيت وأي خلل يحدث في الشرطين السابقين بسبب حالة عدم التأكد المحيطة بالمستقبل ينعكس ضمناً على العائد الهدف، لذلك ينشأ عن

احتمال عدم تحقق أي من الشرطين السابقين مخاطرة تحيط بالاستثمار، وتتنوع مخاطره ويتفاوت مداها وفقاً لطبيعة أدوات ومجالات الاستثمار، ويمكن أن نصنف هذه المخاطرة بوجه عام إلى مخاطر سوقية ومخاطر غير سوقية. فالمخاطر السوقية أو العادية سببها يرتبط بظروف السوق المالي وبالظروف الاقتصادية وتنعكس آثارها على جميع أدوات الاستثمار ولا يمكن تجنبها بالتنوع. أما المخاطر غير سوقية فيصعب عادة التنبؤ بها وإذا حدثت فإن آثارها تنعكس على الأدوات الاستثمارية بعينها من هنا يمكن تجنبها أو على الأقل تخفيض آثارها عن طريق تنوع الأدوات الاستثمارية.

تاسعاً: محددات قرار الاستثمار

لقرار الاستثمار محددات متعددة تؤثر فيه بشكل مباشر ويختلف هذا التأثير من

حالة لأخرى، و تتمثل هذه المحددات فيما يلي: (فهيمى، 2005، ص150)

1- التطور التكنولوجي: مما لا شك فيه أن التطور التكنولوجي في مجال إنتاجي معين أو أي نشاط اقتصادي يعدّ من العوامل المهمة في خلق فرصة استثمارية جديدة، إذ إن إنتاج مادة جديدة أو اتباع طرق إنتاجية متطورة في إنتاج السلع وفتح أسواق جديدة كلها تؤدي إلى زيادة الطرق الاستثمارية وبالتالي زيادة قدرة المستثمرين على توسيع حجم الاستثمار أو القيام باستثمارات جديدة.

2- اتجاه التوقعات ودرجة المخاطرة: يعد عامل التوقع بالظرف الاقتصادي من حيث درجة الانتعاش ودرجة الانكماش (التفاؤل والتشاؤم) من العوامل المؤثرة أيضاً في قرار

الاستثمار وحجمه، وذلك من خلال تأثيرها المباشر على تقديرات المستثمرين لما سيؤول إليه الاستثمار في مجال معين أي تقديراتهم وتوقعاتهم لعائد الاستثمار في مجال استثماري معين، فإذا كان التوقع بالانتعاش أي التفاؤل من حيث ازدياد حجم السوق المتوقع واستقرار الوضع السياسي، فإن ذلك سيشجع على زيادة حجم الاستثمار وتوسع مجالاته، أما إذا كان التوقع بالانكماش أي التشاؤم من حيث ضيق نطاق السوق وعدم الاستقرار السياسي فإن ذلك سيؤثر سلباً على مقدار حجم الفرص الاستثمارية و بالتالي حجم الاستثمار، ذلك إن توقعات الربحية أو العائد المتوقع ستكون أقل مما هي عليه في الظروف الاعتيادية أو ظروف الانتعاش والتفاؤل.

3- حجم سوق الاستثمار وطبيعة المناخ الاستثماري: يعدّ حجم سوق الاستثمار ذا أهمية وعامل حجم السوق كمحدد لقرارات الاستثمار، كما أن اتساع حجم السوق يعدّ من عوامل زيادة الكفاءة في استخدام الموارد الاقتصادية المتاحة وتحقيق الوفورات الاقتصادية، وبالتالي زيادة حجم الاستثمار، إضافة إلى اتساع حجم السوق يؤدي على خلق فرص استثمارية جديدة متكاملة أو مرتبطة مع الاستثمار قائمة، كما أنه يؤدي إلى زيادة ربحية الاستثمارات القائمة مما يخلق فرصاً استثمارية جديدة، من خلال تأثيره في قرار استخدام واستثمار هذه الأرباح في مجالات متعددة، بالإضافة إلى أن المناخ الاستثماري الذي يتضمن العوامل الأساسية والتي تعتمد على درجة الاستقرار السياسي والاقتصادي ودرجة كفاءة الدولة في بناء البنية الأساسية الأمر الذي يوفر المناخ السياسي والاقتصادي والاجتماعي الملائم لخلق فرص الاستثمار وزيادتها.

4- القوانين والتعليمات المالية: إن للقوانين والتعليمات المالية أثراً في زيادة حجم الاستثمار أو توسيع الاستثمار القائم، ومن هذه الأمور القانونية مسألة الضرائب التي تؤثر بشكل مباشر في قرار الاستثمار وفي تحديد اتجاهاته وطبيعته وحجم العائد المتوقع من تلك الفرص الاستثمارية.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

من أجل تكوين إطار مفاهيمي تستند إليه الدراسة الحالية في توضيح الجوانب الأساسية لموضوعها، فقد قام الباحث بمسح الدراسات السابقة حول موضوع هذه الدراسة، وقد تمت الاستعانة والإفادة من الدراسات التي لها علاقة بموضوع الدراسة وتخدم متغيراتها ومن هذه الدراسات ما يلي:

أولاً: الدراسات باللغة العربية

- دراسة عبد الله، والصدیق، (2002). بعنوان: "محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة في المملكة العربية السعودية".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل المحددة للهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة في المملكة العربية السعودية، ومدى تأثير كل عامل منها على مقدرة المنشأة في الحصول على التمويل، وبالتالي العمل على الاهتمام بهذه العوامل مستقبلاً حتى تتمكن من كسب ثقة مؤسسات التمويل المختلفة، وعلاوة على ذلك فإن التعرف على تلك العوامل من شأنه تحديد الطاقة الاستيعابية للديون في المنشآت ومعرفة مدى قدرتها على

اقتراض الأموال، من الجهات التمويلية. وقد تم اختيار عينة بلغت (36) شركة صناعية. وخلصت الدراسة إلى عدد من النتائج أبرزها: وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون (وهو المتغير التابع)، وكل من نسبة الديون السابقة وحجم المنشأة، من جانب آخر. كذلك تبين وجود علاقة سالبة بين نسبة الديون من جهة، وكل من الربحية مقاسة بالحصة السوقية، والسيولة، وحجم الضمانات المقدمة، وفرص النمو، من جهة أخرى، ولكنها علاقة معنوية فيما يتعلق بالربحية، وفرص النمو، وغير معنوية بالنسبة للسيولة والضمانات. كما تبين أن نتائج العلاقة بين نسبة الديون، وحجم المنشأة وربحيته يتوافق مع فرضيات الدراسة، في حين أن النتائج المتعلقة بالعلاقة بين نسبة الديون، ونسبة الديون السابقة، وحجم الضمانات، وفرص النمو تتناقض مع فرضيات الدراسة.

- دراسة اللوغانني، وآخرون، (2003)، بعنوان: "العوائد الجارية للأسهم ومعدلات عائد الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار فعالية استخدام قاعدة Dow-10 للتداول في سوق الأسهم، والتي تنص على أنه بإمكان المستثمر تحقيق معدل عائد يفوق متوسط معدل عائد السوق (عائد فوق عادي)، إذا استثمر أمواله في محفظة مؤلفة من الأسهم العشرة ذات الأعلى عائد في مجموعة الأسهم الثلاثين المكونة لمؤشر DJIA، والتعرف على مدى إمكانية الاستفادة منها في سوق الكويت للأوراق المالية. وقد تم في سبيل ذلك المقارنة بين

عائد محفظة تحتوي على أسهم ذات عائد جارٍ عالٍ، وعائد المحفظة السوقية، وشملت عينة الدراسة 16 شركة مالية خلال الفترة من 1992م إلى 2000م.

وأشارت نتائج الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن عائد المحفظة التي تحتوي على أسهم ذات عائد جارٍ عالٍ يتفوق على عائد محفظة السوق في كل سنة من سنوات الدراسة وأن العائد العالي لأسهم العائد الجاري لم يتحقق على حساب تحمل مخاطر عالية وأن محفظة العائد الجاري العالي واصلت تفوقها على محفظة السوق بعد أخذ الفرق في تكلفة التداول بعين الاعتبار، وتمثل هذه النتائج دليلاً غير مباشر على أن أسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية لا تعكس جميع المعلومات التي يمكن أن يحصل عليها المستثمرون مما يدل على عدم كفاءة السوق الكويتي.

- دراسة كريم، (2004) بعنوان: اختبار وتقييم العلاقة بين تكلفة رأس المال والعوائد

السوقية للأسهم دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار وتقييم العلاقة بين تكلفة رأس المال اعتماداً على التكلفة المرجحة لرأس المال WACC والعوائد السوقية للأسهم، كما هدفت إلى معرفة نوع وطبيعة العلاقة بين تكلفة التمويل والعائد السوقي للأسهم، بعد عوائد الأسهم هي محصلة للعديد من العوامل التي تأتي في مقدمتها مصادر التمويل وتكلفتها، وقد شمل مجتمع الدراسة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة من 1994-2004 وقد أجريت على عينة مكونة من 37 شركة. وقد بينت نتائج هذه الدراسة: وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التكلفة المرجحة لرأس المال والعوائد السوقية للأسهم. كذلك تبين وجود

علاقة عكسية وذات دلالة إحصائية بين التكلفة المرجحة لرأس المال كمتغير مستقل والعائد السوقي للسهم كمتغير تابع. كما تبين عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تكلفة حقوق الملكية كمتغير مستقل والعائد السوقي للسهم كمتغير تابع. وأشارت النتائج أيضا إلى وجود علاقة عكسية وذات دلالة إحصائية بين تكلفة التمويل بالدين (التمويل الخارجي) كمتغير مستقل والعائد السوقي للسهم كمتغير تابع.

وقد قدمت هذه الدراسة مجموعة من التوصيات كان أهمها: ضرورة أخذ تكلفة رأس المال بعين الاعتبار عند القدوم على عمليات استثمارية مختلفة وذلك محافظة على رأس المال من التآكل التدريجي. وأنه يتوجب على الشركات أن تأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال عن الاختيار بين بدائل التمويل بحيث يتم التمويل بالطريقة التي تناسب الشركة. مع ضرورة الإفصاح عن طرق التمويل وتكلفته بالنسبة للمستثمرين الجدد والقدامى، وذلك لأهمية المحتوى الإعلامي لتكلفة رأس المال كما أوضحت نتائج هذه الدراسة. كما أوصت الدراسة أنه عند الشروع في عمليات توزيع الأرباح على المساهمين يجب الانتباه إلى عدم المساس برأس المال، فالعديد من الشركات التي لا تقوم باحتساب تكلفة رأس المال وخاصة تكلفة حقوق الملكية، قد توزع جزءاً من رأس المال دون الشعور بذلك.

- دراسة مصطفى، (2004) بعنوان: دراسة تحليلية للبيانات المالية المؤثرة على سلوك أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية.

تناولت هذه الدراسة تحليل سلوك أسعار أسهم بعض الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية بالإسكندرية وذلك كاختبار لفاعلية البيانات المالية المتاحة في القوائم المالية،

والتقارير المنشورة، إذ أجريت الدراسة على مجموعة من الشركات بلغ عددها 33 شركة. وقد تم استخدام مصفوفة الارتباط وأسلوب الانحدار المتعدد مع بعض التحليلات بهدف التعرف على العلاقة بين المتغيرات المالية التي تؤثر على سلوك أسعار الأسهم، حيث تمثل المتغير التابع في معدل التغير في سعر السهم والمتغيرات المستقلة في: القيمة الاسمية للسهم، متوسط القيمة السوقية للسهم، ربحية السهم، التوزيعات للسهم الواحد بالإضافة إلى عدد من الصفقات التي تمت خلال التعامل على السهم، ومتوسط قيمة الصفقة الواحدة. وقد خلصت الدراسة إلى عدد من النتائج من أهمها: أن هناك تأثيراً جوهرياً لعدد الصفقات على معدل التغير في سعر السهم مما يعني أن سوق الأوراق المالية بمصر سوق كفاء بالرغم من انخفاض الوسط الحسابي للغاية لعدد الصفقات. وأنه لا توجد علاقة جوهريّة بين التوزيعات للسهم الواحد ومتوسط قيمة الصفقة وبين معدل التغير في سعر السهم، وهذا يعني أن سوق الأوراق المالية ضعيف وغير كفاء. وأن هناك تضارباً في النتائج التي تم التوصل إليها. إضافة إلى أن النتائج أشارت إلى أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين البيانات المالية المتاحة وبين أسعار الأسهم، مما يدل على انخفاض كفاءة سوق الأوراق المالية في مصر.

- دراسة (الخلايلة، 2004) بعنوان: مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح ومؤشرات الأداء النقدية وعلاقتها بالتغيرات في عوائد الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق عمان المالية.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح ومؤشرات الأداء النقدية ومدى قدرة كل منها على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم، حيث

اشتملت عينة الدراسة 32 شركة مدرجة في سوق عمان المالي والتي كانت في الفترة ما بين 1984-1999 وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج أبرزها: وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح والتي كانت تشمل معدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) ومؤشرات الأداء النقدية وهي التدفقات النقدية من العمليات (CFO) والتدفقات النقدية من رأس المال العامل (WCO). كما أشارت نتائج الدراسة إلى أن مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح أكثر ارتباطا بعوائد الأسهم من مؤشرات الأداء النقدية، وأن نسبة ما تفسره من التغييرات على عوائد الأسهم أكبر مما تفسره مؤشرات الأداء النقدية إذ إن مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح، وكما أشارت الدراسة، تحتوي على معلومات إضافية بالنسبة لعوائد الأسهم تفوق تلك التي تتضمنها مؤشرات الأداء النقدية.

- دراسة (الخدش، والعبادي، 2005) بعنوان: "علاقة كل من العائد المحاسبي والتدفقات النقدية إلى حقوق المساهمين بالقيمة السوقية للأسهم".

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أهمية العائد على حقوق المساهمين كنسبة مستندة على أساس الاستحقاق والتدفقات النقدية إلى حقوق المساهمين كنسبة مستندة إلى الأساس النقدي في اختبار الوضع المالي للشركات الصناعية وانجازاتها المالية، وشملت عينة الدراسة التقارير المالية ل 47 شركة.

وخلصت الدراسة إلى عدد من النتائج أهمها: وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد المحاسبي إلى حقوق المساهمين والقيمة السوقية للسهم. وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية إلى حقوق المساهمين والقيمة السوقية للأسهم إذ أظهرت

النتائج أن هذه العلاقة هي ذات ارتباط ودرجة معنوية أفضل من العلاقة بين العائد المحاسبي إلى حقوق المساهمين والقيمة السوقية لسهم.

- دراسة شلاش، والبقوم، والعون، (2008) **العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997 - 2001).**

هدفت الدراسة إلى التعرف على أهم محددات الهيكل المالي للشركات الصناعية الأردنية، المدرجة في سوق عمان المالي، وذلك للفترة من عام 1997م إلى 2001م. إضافة إلى تحديد الطاقة الاستيعابية للديون في المنشآت موضوع البحث، ومعرفة قدرتها على اقتراض الأموال من الجهات التمويلية.

وقد تناولت الدراسة السنة المالية 2001م، وتكوّن مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، المدرجة أسهمها في سوق عمان المالي للفترة المذكورة، والتي يبلغ عددها (89) شركة، بينما حجم العينة كان (58) شركة، تم جمع بيانات عنها لمتغيرات الدراسة.

وقد تمّ تلخيص العلاقة بين المؤشرات المحاسبية وشكل الهيكل المالي للشركات الصناعية المساهمة في الأردن باستخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد، إذ شمل نموذج الدراسة أربعة متغيرات مستقلة، وهي نسبة المديونية السابقة للشركة، والسيولة، والربحية ومعدل النمو، بينما تمثل نسبة الرفع المالي المتغير التابع في الهيكل المالي للشركة. وتوصلت الدراسة إلى عدد من النتائج أهمها: أن نسبة الرفع المالي، في الشركات الصناعية

الأردنية بمتوسط 36%، وهي نسبة منخفضة مقارنة مع مثيلاتها في دول أخرى، مثل الولايات المتحدة، وألمانيا، ودول شرق آسيا، إذ تجاوزت النسبة 80%، إضافة إلى أن هنالك علاقة إحصائية مهمة وموجبة، بين الهيكل المالي، ونسبة المديونية السابقة عند مستوى المعنوية 1% . كما تبين وجود علاقة مهمة إحصائياً وسالبة، بين الهيكل المالي، والربحية، والسيولة، ومعدل النمو عند مستوى المعنوية 1%، وأوصت الدراسة أن تتجه المنشأة التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة وبدرجة عالية على الأرباح المحتجزة، نظراً للخطورة العالية التي تترتب على الاقتراض، وتماشياً مع الظروف الاقتصادية غير المستقرة التي تواجه الأردن.

- دراسة نور والقشي والحسن (2009) بعنوان: شركات استثمار الأموال (البورصات العالمية)، وتحليل الأسباب والآثار المترتبة على انهيارها في الأردن.

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل الأسباب التي أدت إلى انهيار شركات الاستثمار في الأردن وتحديد الآثار المترتبة على ذلك. ولإنجاز هذه الأهداف فقد قام الباحثون بالاطلاع على حيثيات الانهيار والقانون الجديد المؤقت، ونظم استبانة متخصصة وزعت على عينة الدراسة التي بلغ عددها 144 استبانة شملت فئتين؛ المستشارين القانونيين وجهات الرقابة والإشراف حيث تجزأت إلى (وزارة الصناعة والتجارة، ومجلس تنظيم التعاملات في البورصات الأجنبية، وهيئة الأوراق المالية، والبنك المركزي).وقد توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج كان أبرزها: إن أهم الأسباب التي أدت إلى انهيار شركات استثمار الأموال

تمثلت في عدم وجود جهة أو هيئة رقابية على عمل تلك الشركات، وعدم وجود قوانين وتشريعات تنظم تعاملها في البورصات الأجنبية، وسوء إدارة السياسات الائتمانية، وعدم توفر الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين والتوجه نحو الكسب السريع، إضافة إلى قلة خبرة القائمين على عمل تلك الشركات وعدم الوعي لمخاطر مثل هذا النوع من الأعمال. وإن انهيار شركات استثمار الأموال في الأردن سوف ينعكس سلباً على مشكلة الفقر والبطالة، وتوليد أزمات اجتماعية وتخوف المستثمرين وإحجامهم عن الاستثمار في الأسواق الأردنية. وإن أهم الضوابط الرقابية التي تلزم شركات استثمار الأموال لتطبيق بنود القانون الجديد المؤقت تمثلت في توفير شرط رأس المال المطلوب والكفالة البنكية، وخضوع تلك الشركات لتدقيق سجلاتها وحساباتها، والاحتفاظ بسجلات مالية ومحاسبية.

- دراسة، محمد (2010) بعنوان: هيكل رأس المال وأثره على قيمة الشركة السوقية:

دراسة تطبيقية في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

هدفت الدراسة إلى إلقاء الضوء على المشكلات التي تعترض تكوين الهيكل المالي النموذجي في الشركات، وبيان أسباب عدم استخدام الطرق العلمية عند تكوينه، استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي في إطار جمع وتحليل البيانات من المصادر الأولية والثانوية. وتكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، إذ تم اختيار عينة بلغت (69) شركة. وتوصلت الدراسة إلى عدد من النتائج منها التمويل بالاستدانة بنسبة تتناسب مع حجم وطبيعة الشركة يرفع من قيمتها السوقية. كما تبين أن زيادة نسبة التمويل بالاستدانة عن الحد المعقول لكل شركة يؤدي إلى نتائج سلبية تؤدي إلى

مخاطر قد تتسبب في انهيار الشركة. بالإضافة إلى أن تخفيض تكلفة رأس المال المستخدم في تمويل أصول ومشروعات الشركات إلى أدنى نسبة ممكن وذلك باستخدام التمويل الدائن مما يساعد هذه الشركات للوصول إلى نموذج رأسمالي مناسب. وقدمت الدراسة عدة توصيات منها: يتوجب على الشركات المساهمة العامة والخاصة زيادة حجم تمويلها الدائن بنسبة تتلاءم وحجمها وطبيعة نشاطها بغرض زيادة قيمتها السوقية، وتفعيل العمل بالشركات من خلال إضافة كوادر مدربة وملمة بالجوانب المالية، أو مساعدة العاملين بها لترقيع درجاتهم العلمية في هذا المجال حتى يسهل التعامل مع الاستدانة والاستفادة منها مع مراعاة مخاطرها، كذلك تفعيل دقة وكفاءة وسرعة أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية في تقديم المعلومات المالية.

- دراسة العموش، (2011). بعنوان: العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي وأسعار الأسهم:

دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية الأردنية في بورصة عمان.

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي وأسعار الأسهم، كذلك تحديد أي من مؤشرات الأداء أكثر تأثيراً وارتباطاً بأسعار الأسهم، من خلال اختبار علاقة الارتباط بين مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح المحاسبية ومؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية وكذلك مقاييس الأداء الحديثة بأسعار الأسهم. اعتمد الباحث على المنهج التحليلي وعلى المعادلات والنسب المالية في اختبار وقياس العلاقة بين مقاييس الأداء وأسعار الأسهم، وتكون مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة مابين 2004 إلى 2008، إذ تم اختيار عينة بلغت (54) شركة صناعية.

واستخدم الباحث الأساليب الإحصائية ضمن الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS) في تحليل البيانات التي تم جمعها من خلال بيانات الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة ما بين 2004 إلى 2008،

وتوصلت الدراسة إلى عدد من النتائج أبرزها وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المالي مجتمعة وأسعار الأسهم، إذ إن التغير بمؤشرات الأداء المالية مجتمعة يؤدي إلى تغير في أسعار الاسهم، وأن هناك اختلافاً في درجة الارتباط بين مؤشرات الأداء المالية مجتمعة كمتغير مستقل وأسعار الاسهم كمتغير تابع، إذ بينت النتائج أن علاقة الارتباط كانت قوية في الأعوام 2004 و 2007 و 2008، في حين لم تكن هناك علاقة بين المتغيرات المستقلة والتابعة في عامي 2005 و 2006.

الدراسات باللغة الأجنبية

- دراسة (Shannon, 2002) بعنوان: **Cost of Capital Workbook**

تناولت هذه الدراسة تكلفة رأس المال الدفترية، وقد شملت العينة مجموعة من البنوك من آسيا وأمريكا اللاتينية خلال الفترة 2000 إلى 2001 في ظل سيطرة لوائح وسياسات الاقتصاد الكلي، إذ أشارت إلى أن تكلفة رأس المال الدفترية تساعد المسؤولين الماليين في أغلب الشركات على التقدير الصحيح لمعدلات العائد المطلوبة ومعالجة العديد من القضايا المرتبطة بتكلفة رأس المال، وكذلك تساعد على تقييم أعمال العاملين في جميع المستويات الإدارية وتمكينهم من اكتساب فهم أفضل لمفاهيم وإجراءات تكلفة رأس المال.

- دراسة (David and Richard, 2003) بعنوان:

(Estimating The Cost of Equity Capital for Property-Liability Insurers)

تناولت هذه الدراسة عملية تقدير تكلفة رأس المال فيما يتعلق بمسؤولية المؤمنين على حقوق الملكية، وقد اهتمت هذه الدراسة بكيفية تقدير تكلفة رأس المال باستخدام كل من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM ونموذج آخر يسمى بنموذج Fama، وأجريت على عينة مكونة من 174 شركة للفترة ما بين 1998 إلى 2002. وقد توصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: أن تكلفة رأس المال المحسوبة عن طريق استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية سوف تكون أقل من تلك المحسوبة باستخدام نموذج Fama .

- دراسة (Thomas, etal , 2006) بعنوان:

"Robust Estimation Of The Relation Between Stock Returns, Size, Dividend Yield And Payout Ratio "

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين العائد وتوزيعات الأرباح في سوق الأسهم في المملكة المتحدة، ولقد تم الحصول على قاعدة البيانات من السوق المالي، كما وتم التعرف على مقدار الدخل للمؤسسات، والتعرف كذلك على نسبة دفع التعويضات للمساهمين، ومن خلال نسب الأداء والعائد على الأسهم تم التعرف على الأسهم ذات العائد المرتفع والأخرى ذات العائد المنخفض، ومن خلال النسب المختلفة التي تم احتسابها مثل العائد على الدفع تم استنتاج علاقة ضمنية بمدى خصائص الشركة وحجمها. وقد شملت عينة الدراسة 71 مؤسسة مدرجة في بورصة المملكة المتحدة.

وتوصلت الدراسة إلا أن سلوك البورصة في المملكة المتحدة هو سلوك معقد مما زاد صعوبة إجراء الدراسة، كما أن العينات التي تم أخذها كانت في حالة تذبذب، ومن خلال النسب المختلفة التي حسابها يمكن استنتاج وتوقع العائدات على الأسهم، كما أن النسب المختلفة التي تم احتسابها في الدراسة ومن أهمها العائد على الأرباح تعطي للمستثمرين معلومات إضافية على حسن أداء المؤسسات، وكذلك تعرفهم بالاستثمار بالشركات ذات الجدوى المالية للاستثمار بها.

- دراسة (Kirby, 2007) بعنوان: **The Cost of Capital and its Impact**

هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر تكلفة رأس المال على الصناعة الفندقية، كما اهتمت بدراسة تكلفة رأس المال وأثارها المختلفة، وقد شملت عينة الدراسة على 32 شركة من الشركات التي تعمل في مجال الخدمات الفندقية في الولايات المتحدة. وأوضحت نتائج الدراسة أن تكلفة التمويل الخارجي والمتمثلة في الفوائد على القروض تتأثر بعدد كبير من العوامل مثل مدة القرض والتغير في سعر الفائدة والتقلبات التي تحدث على القيمة النقدية والضمان المقدم مقابل القرض وبالتالي يمكن وصف هذه المسائل بالمخاطر التي تصاحب التمويل الخارجي والتي يمكن تفاديها من خلال زيادة التدفقات النقدية المستقبلية.

- دراسة (Ioannidis, 2008) بعنوان:

**"The Relationship Between Bank Efficiency And Stock Returns:
Evidence From Asia And Latin America "**

هدفت الدراسة إلى التعرف على العلاقة ما بين كفاءة أداء البنوك وسعر العائد على الأسهم، وقد شملت العينة مجموعة من البنوك من آسيا وأمريكا اللاتينية خلال الفترة 2000 إلى 2006 في ظل سيطرة لوائح وسياسات الاقتصاد الكلي. وبينت الدراسة أن هناك علاقة ما بين العوائد على الأسهم ومدى كفاءة ومقدرة البنوك. وأن هناك علاقة ما بين التكاليف والعوائد على الأسهم. كما بينت أن نسبة العوائد على الأسهم تمثل النسبة الأساسية في تكوين الفكرة لدى المستثمرين حول كفاءة البنوك ومقدرتهم المالية. وأن نسب العوائد على الأسهم هي مصدر تقليدي للتعريف بمقدرة وكفاءة المؤسسة، وكثير من الأبحاث والدراسات تؤكد بأن النسب التي تقيس معدل الأرباح هي النسب الأفضل لمعرفة مقدرة وكفاءة المؤسسة، كما أن كثيراً من الدراسات ركزت على نسب أخرى تعد ذات فائدة مثل (نسب الاستحقاق ونسب الإيرادات والقيمة الاقتصادية المضافة ونسب الكفاءة).

- دراسة (Titman & weasels, 2008) بعنوان:

The determinants of capital structure choice

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار بعض النظريات المرتبطة بالهيكل التمويلي وتحديد معايير الرفع المالي والعوامل المؤثرة على الرفع المالي، وذلك من خلال قياس تأثير

الخصائص المرتبطة بالمنشأة و المحددة لمزايا و تكاليف التمويل سواء بالديون أو حقوق الملكية؛ بهدف اختيار هيكل تمويلي لعينة من الشركات الصناعية الأمريكية عددها بلغ 469 شركة وذلك خلال الفترة من 1974 إلى 1986 وذلك باستخدام أسلوب التحليل الوظيفي

.Function analysis

تمثلت المتغيرات التابعة في: مقاييس الرفع المالي وهي نسبة القروض طويلة الأجل، القروض قصيرة الأجل والسندات القابلة للتحويل إلى حقوق الملكية إلى كل من القيمة السوقية لحقوق الملكية مرة والقيمة الدفترية لحقوق الملكية مرة أخرى، وتمثلت المتغيرات المستقلة في: العوامل المؤثرة على الرفع المالي وهي (هيكل الأصول، الوفورات الضريبية البديلة، درجة التخصيص، تصنيف الصناعة، ربحية المنشأة، حجم المنشأة، معدل النمو، مخاطر التشغيل).

وقد أشارت الدراسة إلى عدد من النتائج منها وجود علاقة عكسية بين درجة التخصيص، ربحية المنشأة وبين نسبة الديون بالهيكل التمويلي. ووجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حجم المنشأة وبين نسبة الديون قصيرة الأجل. إضافة إلى عدم وجود تأثير معنوي على اختيار الهيكل التمويلي لكل من الوفورات الضريبية البديلة، درجة التقلب في الأرباح، معدل النمو وهيكل الأصول وذلك لوجود علاقات ارتباط بينهم.

- دراسة (Donates, & Vytautas, 2009) ، بعنوان:

" The Short-Run Relationship between Stock Market Prices And Macroeconomic Variables In Lithuania: An Application Of The Impulse Response Function، "

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة ما بين سوق الأسهم وعوائد الاقتصاد الكلي، خلال السنوات القليلة الماضية، وقد تمت الاستفادة من كثير من الدراسات السابقة النظرية التطبيقية التي تختص بموضوع الدراسة.

وخلصت الدراسة إلى جملة من النتائج منها: أن تحديد أسعار الأوراق المالية يتم من خلال بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، وهذا يعني أنه يمكن التأثير على متغيرات الاقتصاد الكلي من قبل القرارات الاستثمارية. وأن هناك علاقة قصيرة الأجل بين أسعار سوق الأسهم والاقتصاد الكلي تبعاً لجملة متغيرات مثل الناتج المحلي الإجمالي، وكذلك النقود المعروضة لها أثر إيجابي قوي على الأسهم.

- دراسة (Yale, 2010) بعنوان:

Cost of Capital Study for Telecommunications Utilities.

هدفت الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين تكلفة رأس المال في المستثمر في الاتصالات المحلية الريفية والعائد المتوقع، من خلال دراسة تكلفة رأس المال في قطاع المرافق والاتصالات بولاية كاليفورنيا، وقد درست العلاقة بين تكلفة رأس المال في المستثمر في الاتصالات المحلية الريفية والعائد المتوقع.

توصلت الدراسة إلى عدة نتائج منها: أن العائد على حقوق الملكية ازداد خلال فترة الدراسة من 11.8% إلى 13.4%. وأن العائد على الاستثمار ازداد خلال فترة الدراسة من 6.84% إلى 9.11%.

قدمت هذه الدراسة عدة اقتراحات منها أن العائد المطلوب على رأس المال المستثمر يجب أن يكون من 10 إلى 12.25% فيما يتعلق بمثل هذه الاستثمارات.

ثالثاً: ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

تتميز هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات السابقة بأنها تعدّ الدراسة المحلية الأولى في دولة الكويت التي تدرس علاقة الرفع المالي مع العائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، إذ سيقوم الباحث باستخدام منهجية البحث النوعي في تنفيذ هذه الدراسة الاختبارية التي تم من خلالها تحديد نوع وطبيعة العلاقة التي تربط بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في القطاعات الاقتصادية الثلاثة (المالي ، الصناعي ، الخدمي) وذلك من واقع البيانات العقلية المنشورة للشركات العاملة في تلك القطاعات والمدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية بتاريخ 31-12-2010 .

وإن معظم الدراسات التي أتيح للباحث الاطلاع عليها أجريت في بيئات مختلفة عن بيئة الكويت، فمنها ما كان في دول عربية مثل الأردن والسعودية والسودان ومنها ما كان في بيئات أجنبية مثل الولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا، بينما أجريت هذه الدراسة في

الكويت، حيث كانت شاملة للشركات المساهمة العامة الكويتية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية كمجتمع للدراسة والتي تعمل في نشاطات مختلفة.

الفصل الثالث

الطريقة والإجراءات

أولاً: طبيعة ونوع الدراسة

ثانياً: مجتمع الدراسة وعينتها

ثالثاً: مصادر وأساليب جمع المعلومات

رابعاً: أساليب التحليل الإحصائي للبيانات

الفصل الثالث

الطريقة والإجراءات

أولاً: طبيعة ونوع الدراسة

دراسة اختبارية (Empirical) تقوم على منهج البحث النوعي، هدفها التعرف على العلاقة التي تربط تركيبة الهيكل المالي للشركات المساهمة العامة الكويتية ممثلاً بنسبة الرفع المالي كمتغير مستقل والعائد على الاستثمار المحقق في تلك الشركات كمتغير تابع.

ثانياً: مجتمع الدراسة وعينتها

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة العامة الكويتية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية بتاريخ 31-12-2010 والبالغ عددها (180) شركة (سوق الكويت للأوراق المالية، قسم العلاقات العامة، النشرة السنوية 2010).

أما عينة الدراسة فهي طبقية عشوائية تم اختيارها بأسلوب عشوائي من بين الشركات العاملة في القطاعات الرئيسية الثلاثة (المالي، والصناعي، والخدمي) وبنسبة 30% من كل قطاع، حيث تم تطبيق هذه الدراسة على القطاعات الثلاثة، وتم استبعاد الشركات التالية من عينة الدراسة:

1- الشركات التي تداول أسهمها غير مستمر خلال فترة الدراسة.

2- الشركات التي اندمجت مع شركة أخرى خلال فترة الدراسة.

3- الشركات التي بياناتها المالية غير متوفرة خلال فترة الدراسة.

4- الشركات التي عملت على تجزئة القيمة السوقية لسهم الشركة خلال فترة الدراسة.

5- الشركات التي تحقق ارباح خلال فترة الدراسة.

وبمراعاة هذه الأسس فقد تم تحليل بيانات 54 شركة من الشركات التي استوفت الشروط السابقة الذكر، والملحق رقم (1) يبين أسماء هذه الشركات التي خضعت لبياناتها وقوائمها المالية المنشورة على مدار السنوات 2009-2011 للتحليل الإحصائي، من أجل التعرف على طبيعة العلاقة بين متوسط الرفع المالي على مستوى كل قطاع ومتوسط العائد على الاستثمار فيه، والجدول رقم (3-1) يبين توزيع الشركات حسب القطاع وحجم العينة، والملحق رقم (1) يبين أسماء الشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت المالي.

الجدول (3-1)

توزيع الشركات حسب القطاع وحجم العينة

عدد الشركات			القطاع
من حجم العينة %	عينة الدراسة	الكلي	
56	30	99	القطاع المالي
15	8	27	قطاع الصناعة
29	16	54	قطاع الخدمات
100	54	180	المجموع الكلي للشركات

المصدر: الجدول من إعداد الباحث.

ثالثاً: مصادر وأساليب جمع المعلومات

تم الاعتماد في هذه الدراسة على نوعين من مصادر المعلومات هما المصادر

الثانوية والمصادر الأولية وكما يلي:

المعلومات الأولية: وهي بيانات تم الحصول عليها من خلال القوائم المالية للشركات

المشمولة في عينة الدراسة والمدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية في تاريخ 31-12-

2010.

المعلومات الثانوية: وهي البيانات التي تم الحصول عليها من المصادر المكتبية ومن

المراجعة الأدبية للدراسات السابقة من أجل وضع الأسس العلمية والإطار النظري لهذه

الدراسة مثل:

1- الكتب المنهجية والمراجع العلمية التي تتحدث في مواضيع الإدارة المالية وعلم

المحاسبة وخاصة التي تبحث في موضوع الدراسة.

2- المواد العلمية التي تبحث في هيكل رأس المال والعائد على الاستثمار.

3- الرسائل الجامعية (الماجستير والدكتوراه) التي تبحث في موضوع الدراسة

الحالية.

4- الدوريات العلمية والنشرات المتخصصة.

5- التقارير الصادرة عن الجهات المختصة والهيئات المختلفة ومراكز الأبحاث.

6- الإحصاءات الرسمية الصادرة عن الجهات المختصة في الكويت.

7- المعلومات المتوفرة على شبكة الإنترنت والمواقع الالكترونية.

8- الأدلة الصادرة عن الهيئات ذات العلاقة والاختصاص.

رابعاً: أساليب التحليل الإحصائي للبيانات

1- تمت الاستعانة بالحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS) في تحليل البيانات التي

تم جمعها من خلال البيانات الواردة في القوائم المالية للشركات التي مثلت عينة الدراسة.

2- كما تم استخدام الأساليب الإحصائية الوصفية والتحليلية التالية:

أ- مقاييس النزعة المركزية: (الوسط الحسابي والانحراف المعياري) وذلك

للتعرف على خصائص الشركات المساهمة العامة الكويتية عينة الدراسة.

ب- اختبار تحليل الانحدار البسيط: وذلك لتحديد نوع العلاقة بين كل متغير مستقل

والمتغير التابع، واختبار الفرضيات الثلاث الأولى.

ج- اختبار تحليل التباين (ANOVA): وذلك لاختبار مدى وجود فروق ذات

دلالة إحصائية في الإجابات بين مجموعة من المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

د- اختبار شافيه (Scheffee): لاختبار الفروق بين نتائج الشركات المشمولة في

عينة الدراسة من القطاعات الثلاثة.

الفصل الرابع

تحليل النتائج واختبار الفرضيات

أولاً: التحليل الوصفي

ثانياً: تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضيات خلال فترة الدراسة 2009 إلى 2011.

ثالثاً: تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضية الفرعية الأولى خلال فترة الدراسة 2009 إلى 2011.

رابعاً: تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضية الفرعية الثانية خلال فترة الدراسة 2009 إلى 2011.

خامساً: تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضية الفرعية الثالثة خلال فترة الدراسة 2009 إلى 2011.

سادساً: نتائج تحليل التباين الأحادي (One way Anova)

الفصل الرابع

تحليل النتائج واختبار الفرضيات

بعد أن انتهت عملية جمع المعلومات اللازمة للدراسة تم إدخالها إلى جهاز الحاسوب، وتم تحليلها باستخدام برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS)، وحسب الأساليب الإحصائية المناسبة وكما يلي:

1- الإحصاء الوصفي: وذلك بإيجاد المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لخصائص الشركات المساهمة العامة الكويتية عينة الدراسة.

2- اختبار الفرضيات: تم اختبار الفرضيات باستخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression)، وذلك بحساب قيم T التي تقيس إمكانية وجود علاقة بين متغير مستقل لوحده وبين المتغير التابع، وتنص قاعدة القرار للاختبار على رفض الفرضية العدمية H_0 وقبول الفرضية البديلة H_a إذا كانت قيم (T) المحسوبة أكبر من قيمتهما الجدولية، وذلك عند مستوى معنوية (Sig.) 5%. كما تم احتساب معامل التحديد (R^2) Coefficient Of Determination والذي يمثل نسبة التباين في متغير الدراسة التابع، والذي يمكن تفسيره من قبل المتغيرات المستقلة ويقاس قوة العلاقة في نموذج الانحدار، (Malhotra, 2003, p.513)، إذ تأخذ معادلة الانحدار الخطي المتعدد Multiple

Regression الشكل التالي:

$$Y = a + bx_1 + bx_2 + \dots + b_k x_k + e$$

حيث ان

b : يمثل الحد الثابت.

b1 : معاملات الانحدار الجزئية Partial regression Coefficients أو

الميول الجزئية.

X1: المتغير المستقل.

E : الخطأ العشوائي وهو الفرق بين القيمة الحقيقية Y والقيمة التقديرية \hat{Y}

ويعرف بالمتبقي residual إذ إن $e = Y - \hat{Y}$ حيث يكون عدد معالم النموذج الخطي

العام هو $P - K + 1$ (K يمثل عدد المتغيرات المستقلة في النموذج).

أولاً: التحليل الوصفي

تم تحليل بيانات الشركات المساهمة العامة الكويتية المشمولة بالدراسة باستخدام

أسلوب الإحصاء الوصفي، وذلك باستخدام المقاييس الإحصائية كالوسط الحسابي والانحراف

المعياري والقيم الدنيا والقيم العليا للمتغير التابع (العائد على الاستثمار)، والنتائج الواردة في

الجدول رقم (1-4) تبين ذلك:

الجدول رقم (4 - 1)

ملخص التحليل الوصفي للشركات المساهمة العامة الكويتية

Descriptive										
	Mean		95% Confidence Interval for Mean		Median	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Skewness	
	Statistic	Std. Error	Lower	Upper					Statistic	Statistic
financial										
LEV	40.6573	1.76406	11.021	82.126	4.6055	11.83366	-26.58	31.61	-.168	.354
ROI	12.969	.07716	11.414	14.524	1.1393	.51761	.59	2.57	1.007	.354
industrial										
LEV	30.1501	2.07458	25.9691	34.3312	27.6929	13.91674	3.62	60.83	.388	.354
ROI	4.9090	.96614	2.9619	6.8562	1.4864	6.48110	.00	27.10	1.656	.354
service										
LEV	49.6552	3.15109	43.3046	56.0058	49.0958	21.13815	9.06	102.22	.288	.354
ROI	19.0655	2.93505	13.1503	24.9807	20.1394	19.68892	-17.35	60.90	.133	.354

الشركات المالية

المتغير المستقل (الرفع المالي): بلغ متوسط الرفع المالي للشركات المساهمة العامة المالية

الكويتية المشمولة في عينة الدراسة (40.6573%) خلال فترة إجراء الدراسة، وكما يظهر

من خلال الجدول السابق فإن هنالك تنديباً واضحاً في هذه النسبة، إذ بلغت في حدها الأدنى

(11.021%) وفي حدها الأعلى (82.126%).

المتغير التابع (العائد على الاستثمار): بلغ متوسط العائد على الاستثمار لنفس الشركات (12.969%) خلال فترة الدراسة، وكما يظهر من خلال الجدول السابق فإن هنالك تقارباً نوعاً ما في هذه النسبة إذ بلغت في حدها الأدنى (11.414%) وفي حدها الأعلى (14.524%).

الشركات الصناعية

المتغير المستقل (الرفع المالي): بلغ متوسط الرفع المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية الكويتية (30.1501%) خلال فترة إجراء الدراسة، وكما يظهر من خلال الجدول السابق فإن هنالك تذبذباً واضحاً في هذه النسبة، إذ بلغت في حدها الأدنى (25.9691%) وفي حدها الأعلى (34.3312%).

المتغير التابع (العائد على الاستثمار): بلغ متوسط العائد على الاستثمار للشركات المساهمة العامة الصناعية (4.9090%) خلال فترة الدراسة وكما يظهر من خلال الجدول السابق فإن هنالك تذبذباً قليلاً في هذه النسبة إذ بلغت في حدها الأدنى (2.9619%) وفي حدها الأعلى (6.8562%).

الشركات الخدمية

المتغير المستقل (الرفع المالي): بلغ متوسط الرفع المالي للشركات المساهمة العامة الخدمية (49.6552%) خلال فترة الدراسة وكما يظهر من خلال الجدول السابق فإن هذه النسبة إذ بلغت في حدها الأدنى (43.3046%) وفي حدها الأعلى (56.0058%).

المتغير التابع (العائد على الاستثمار): بلغ متوسط العائد على الاستثمار للشركات المساهمة العامة الخدمية (19%) خلال فترة الدراسة وكما يظهر من خلال الجدول السابق فإن هذه النسبة بلغت في حدها الأدنى (13.1503%) وفي حدها الأعلى (24.9807%).

ويلاحظ مما تقدم بأن الشركات المساهمة العامة الكويتية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية تتميز بمتوسط اعتمادها على تمويل هياكلها المالية من خلال الديون القصيرة والديون الطويلة الأجل، وبالمقابل اعتمادها بشكل كبير على التمويل من خلال أدوات الملكية بأنواعها المختلفة.

بدراسة البيانات الموضحة في الجدول السابق يستخلص الباحث ما يلي:

- 1- بالنظر الى نسبة الرفع المالي فان الشركات الخدمية كانت الأكثر اعتماداً على الاقتراض، في حين كانت الشركات الصناعية هي الأقل اقتراضاً، وبينهما الشركات المالية.
- 2- وبالنظر إلى العائد على الاستثمار كمؤشر للكفاءة في استثمار الأموال المقترضة، فقد احتلت الشركات الخدمية أيضاً المركز الأول، ثم بعدها الشركات الصناعية، في حين جاءت الشركات المالية في المرتبة الأخيرة.

ويعلل الباحث ذلك بالآثار التي انعكست على أداء الشركات بسبب الأزمة المالية العالمية، والتي كان القطاع المالي هو الأكثر تضرراً منها خصوصاً شركات الاستثمار المالية والعقارية التي تشكل الجزء الأكبر من القطاع المالي الكويتي.

ثانياً: تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضيات

خلال فترة الدراسة 2009 إلى 2011.

يتضمن هذا التحليل استخدام معادلة الانحدار البسيط Simple Regression

$$Y = a + bx_1 + e$$

إذ إن

b : يمثل الحد الثابت.

b1 : معاملات الانحدار الجزئية Partial regression Coefficients أو

الميول الجزئية.

X1: المتغير المستقل.

E : الخطأ العشوائي وهو الفرق بين القيمة الحقيقية Y والقيمة التقديرية \hat{Y}

ويعرف بالمتبقي residual إذ إن $e = Y - \hat{Y}$ حيث يكون عدد معالم النموذج الخطي

العام هو $P - K + 1$ (K يمثل عدد المتغيرات المستقلة في النموذج).

1-2-4 اختبار الفرضية الرئيسية الأولى: Ho1

وتنص هذه الفرضية على انه:

Ho1 لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية العاملة في القطاعات الثلاثة معا (المالي، والصناعي، والخدمي).

جدول رقم (2-4)

تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضية الرئيسية الاولى وللقطاعات الثلاثة معا خلال فترة الدراسة 2009 إلى 2011

السنة	T المحسوبة	T الجدولية	SIG T مستوى المعنوية	نتيجة الفرضية العدمية	R2	R
2009	12.705	2.30	**0.000	رفض	0.624	0.789
2010	27.88	2.30	**0.000	رفض	0.784	0.888
2011	3.474	2.30	0.006	رفض	0.307	0.554
-2009 2011	19.229	2.30	**0.000	رفض	0.307	0.554

** Sig. < .01 , * Sig. < .05

يوضح الجدول السابق رقم (2-4) نتيجة تطبيق تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضية الرئيسية للمتغير المستقل (الرفع المالي) وعلاقته

بالتغير التابع (العائد على الاستثمار) لكل سنة من سنوات الدراسة على حده بالإضافة إلى السنوات مجتمعة، وقد أظهرت النتائج ما يلي:

1- يظهر في الصف الخاص بعام 2009 وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية، إذ تبين أن قيمة (T المحسوبة = 12.705) أكبر من قيمتها الجدولية، وأن القيمة المعنوية (SIG) أقل من 0.05 فإننا نرفض الفرضية العدمية (H_0) وتقبل الفرضية البديلة (H_a) وهذا يعني: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية، من جانب آخر فإن معامل الارتباط (R) وقيمته (0.789) يشير إلى أن العلاقة بين المتغيرين وهما الرفع المالي والعائد على الاستثمار موجبة وقوية نسبياً، كما أن SIG أقل من 0.01، أما العامل التفسيري R^2 بلغ 62.4 وهذا يعني أن التغير في العامل المستقل (الرفع المالي) قادر على تفسير 62.4% من المتغير التابع (العائد على الاستثمار).

2- كما يظهر في الصف الخاص بعام 2010 وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية، لأن قيمة (T المحسوبة = 27.88) أكبر من قيمتها الجدولية، من جانب آخر فإن معامل الارتباط (R) وقيمته (0.888) يشير إلى أن العلاقة بين المتغيرين وهما الرفع المالي والعائد على الاستثمار موجبة وقوية نسبياً، كما أن SIG أقل من 0.01، أما العامل التفسيري R^2 بلغ 78.4 وهذا يعني أن التفسير في العامل المستقل (الرفع المالي) قادر على تفسير 78.4% من المتغير التابع (العائد على الاستثمار).

3- ويظهر في الصف الخاص بعام 2011 وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية، حيث تبين لأن قيمة (T المحسوبة = 3.474) أكبر من قيمتها الجدولية، من جانب آخر فإن معامل الارتباط (R) وقيمته (0.554) يشير إلى أن العلاقة بين المتغيرين وهما الرفع المالي والعائد على الاستثمار موجبة وقوية نسبياً، كما أن SIG إنها من 0.006، أما العامل التفسيري R² بلغ 0.307 وهذا يعني أن التفسير في العامل المستقل (الرفع المالي) قادر على تفسير 30.7 % من المتغير التابع (العائد على الاستثمار).

4- يظهر في الصف الخاص بالأعوام 2009-2010-2011 أي بالنسبة للفترات المالية الثلاث مجتمعة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية، لأن قيمة (T المحسوبة) أكبر من قيمتها الجدولية، من جانب آخر فإن معامل الارتباط (R) وقيمته (0.554) يشير إلى أن العلاقة بين المتغيرين وهما الرفع المالي والعائد على الاستثمار موجبة وقوية نسبياً، كما أن SIG أقل من 0.01، أما العامل التفسيري R² بلغ 0.307 وهذا يعني أن التفسير في العامل المستقل (الرفع المالي) قادر على تفسير 30.7% من المتغير التابع (العائد على الاستثمار).

ويلاحظ من خلال التحليل السابق أن التغير نسبة الرفع المالي يؤدي إلى تغير في نسبة العائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية في القطاعات الثلاثة، وأن هناك تبايناً في درجة الارتباط بين الرفع المالي كمتغير مستقل والعائد على الاستثمار كمتغير تابع، إذ بينت النتائج أن علاقة الارتباط كانت قوية في الأعوام التي شملتها الدراسة،

الأمر الذي جعل الباحث يقوم باختبار وتقييم العلاقة بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات حسب القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، وفيما يلي بيان لهذا التحليل:

ثالثاً: تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضية

الفرعية الأولى خلال فترة الدراسة 2009 إلى 2011.

اختبار الفرضية الفرعية الأولى: ho1-1

وتتص هذه الفرضية على انه:

ho1-1 لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على

الاستثمار في الشركات المالية المساهمة العامة الكويتية.

جدول رقم (3-4)

تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضية الفرعية الأولى خلال

فترة الدراسة 2009 إلى 2011 للشركات المالية

R	R2	نتيجة الفرضية العدمية	SIG	Beta	T الجدولية	T المحسوبة	السنة
0.298	0.089	رفض	*0.028	0.039	2.0066	2.258	2009
0.121	0.0147	رفض	**0.004	0.141	2.0066	2.994	2010
0.256	0.066	قبول	0.061	0.035	2.0066	1.916	2011
0.270	0.073	رفض	**0.000	0.0619	2.0066	4.591	-2009 2011

** Sig. < .01 , * Sig. < .05

يوضح الجدول السابق رقم (3-4) نتيجة تطبيق تحليل الانحدار الخطي البسيط

(Simple Regression) للفرضية الفرعية الأولى للمتغير المستقل (الرفع المالي) وعلاقته

بالمتغير التابع (العائد على الاستثمار) لكل سنة من سنوات الدراسة على حده بالإضافة إلى

السنوات مجتمعة، وقد أظهرت النتائج ما يلي:

1- يظهر في الصف الخاص بعام 2009 وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع

المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات المالية المساهمة العامة الكويتية، حيث تبين

أن قيمة (T المحسوبة = 2.258) أكبر من قيمتها الجدولية، من جانب آخر فإن معامل الارتباط (R) وقيمته (0.298) يشير إلى أن العلاقة بين المتغيرين وهما الرفع المالي والعائد على الاستثمار موجبة، كما أن قيمة الدلالة SIG وهي 0.028 أقل من 0.05 أما قيمة العامل التفسيري R² بلغت 0.089 وهو منخفض نسبياً وهذا يعني أن التغير في العامل المستقل (الرفع المالي) قادر على تفسير 8.9% من التغير في المتغير التابع (العائد على الاستثمار) علماً بأن معامل (BETA) قد بلغ 0.039 وهذه إشارة إلى أن اتجاه العلاقة موجبة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

2- يظهر في الصف الخاص بعام 2010 وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات المالية المساهمة العامة الكويتية، إذ تبين أن قيمة (T المحسوبة = 2.994) أكبر من قيمتها الجدولية، من جانب آخر فإن معامل الارتباط (R) وقيمته (0.121) يشير إلى أن العلاقة بين المتغيرين وهما الرفع المالي والعائد على الاستثمار موجبة، كما بلغت قيمة SIG (الدلالة الإحصائية) 0.004 أقل من مستوى دلالة 0.05 أما قيمة العامل التفسيري R² بلغت 0.147 % وهذا يعني أن التغير في العامل المستقل (الرفع المالي) قادر على تفسير 14.7% من التغير في المتغير التابع (العائد على الاستثمار) علماً بأن معامل (BETA) قد بلغ 0.141 وهذه إشارة إلى أن اتجاه العلاقة موجبة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

3- يظهر في الصف الخاص بعام 2011 عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات المالية المساهمة العامة الكويتية، إذ تبين أن قيمة (T المحسوبة = 1.916) أقل من قيمتها الجدولية، من جانب آخر فإن معامل

الارتباط (R) وقيمه (0.256)، أما قيمة العامل التفسيري R² بلغت 0.066، علما بأن معامل (BETA) قد بلغ 0.035 وهذه إشارة إلى أن اتجاه العلاقة موجبة بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

4- يظهر في الصف الخاص بالأعوام 2009-2010-2011 أي بالنسبة للفترات المالية الثلاث مجتمعة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات المالية المساهمة العامة الكويتية، إذ تبين أن قيمة (T المحسوبة=4.591) أكبر من قيمتها الجدولية، من جانب آخر فإن معامل الارتباط (R) وقيمه (0.270) يشير إلى أن العلاقة بين المتغيرين وهما الرفع المالي والعائد على الاستثمار موجبة، أما قيمة العامل التفسيري R² فقد بلغت 0.073 وهذا يعني أن التغير في العامل المستقل (الرفع المالي) قادر على تفسير 7.3% فقط من التغير في المتغير التابع (العائد على الاستثمار) علما بأن معامل (BETA) قد بلغ 0.0619 وهذه إشارة إلى أن اتجاه العلاقة موجبة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

رابعاً: تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضية

الفرعية الثانية خلال فترة الدراسة 2009 إلى 2011.

اختبار الفرضية الفرعية الثانية: ho1-2

وتتص هذه الفرضية على انه:

ho1-2 لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على

الاستثمار في الشركات الصناعية المساهمة العامة الكويتية.

جدول رقم (4-4)

تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضية الفرعية الثانية خلال فترة الدراسة 2009 إلى 2011 للشركات الصناعية

السنة	T المحسوبة	T الجدولية	Beta	SIG	نتيجة الفرضية العدمية	R2	R
2009	2.361	2.0066	0.042	*0.022	رفض	0.099	0.314
2010	-0.161	-2.006	2.829-	0.873	قبول	0.000	N/A
2011	2.343	2.0066	0.064	*0.023	رفض	0.097	0.311
-2009 2011	3.652	2.0066	0.024	**0.000	رفض	0.219	0.417

** Sig. < .01 , * Sig. < .05

يوضح الجدول السابق رقم (4-4) نتيجة تطبيق تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضية الفرعية الثانية للمتغير المستقل (الرفع المالي) وعلاقته بالمتغير التابع (العائد على الاستثمار) لكل سنة من سنوات الدراسة على حده بالإضافة إلى السنوات مجتمعة، وقد أظهرت النتائج ما يلي:

1- يظهر في الصف الخاص بعام 2009 وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات الصناعية المساهمة العامة الكويتية، إذ تبين أن قيمة (T المحسوبة = 2.361) أكبر من قيمتها الجدولية، وهذا يعني أنه: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات الصناعية المساهمة العامة الكويتية، من جانب آخر فإن معامل الارتباط (R) وقيمته (0.314) يشير إلى أن العلاقة بين المتغيرين وهما الرفع المالي والعائد على الاستثمار موجبة، أما قيمة العامل التفسيري R^2 بلغت 0.099 وهذا يعني أن التغير في العامل المستقل (الرفع المالي) قادر على تفسير 9.9% من التغير في المتغير التابع (العائد على الاستثمار) علماً بأن معامل (BETA) قد بلغ 0.042 وهذه إشارة إلى أن اتجاه العلاقة موجبة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

2- يظهر في الصف الخاص بعام 2010 عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات الصناعية المساهمة العامة الكويتية، إذ تبين أن قيمة (T المحسوبة = -0.161) أقل من قيمتها الجدولية، من جانب آخر فإن معامل الارتباط (R) وقيمته (0.314) يشير إلى أن العلاقة بين المتغيرين وهما

الرفع المالي والعائد على الاستثمار موجبة، علماً بأن معامل (BETA) قد بلغ - 2.829 وهذه إشارة إلى أن اتجاه العلاقة سالبة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

3- يظهر في الصف الخاص بعام 2011 وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات الصناعية المساهمة العامة الكويتية، إذ تبين أن قيمة (T المحسوبة=2.343) أكبر من قيمتها الجدولية، من جانب آخر فإن معامل الارتباط (R) وقيمته (0.467) يشير إلى أن العلاقة بين المتغيرين وهما الرفع المالي والعائد على الاستثمار موجبة، أما قيمة العامل التفسيري R² بلغت 0.097 وهذا يعني أن التغير في العامل المستقل (الرفع المالي) قادر على تفسير 9.7% من التغير في المتغير التابع (العائد على الاستثمار) علماً بأن معامل (BETA) قد بلغ 0.064 وهذه إشارة إلى أن اتجاه العلاقة موجبة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

4- يظهر في الصف الخاص بالأعوام 2009-2010-2011 أي بالنسبة للفترات المالية الثلاث وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات الصناعية المساهمة العامة الكويتية، إذ تبين أن قيمة (T المحسوبة 3.652) أكبر من قيمتها الجدولية، أما قيمة العامل التفسيري R² بلغت 0.219 وهذا يعني أن التغير في العامل المستقل (الرفع المالي) قادر على تفسير 21.9% من التغير في المتغير التابع (العائد على الاستثمار) علماً بأن معامل (BETA) قد بلغت 0.024 وهذه إشارة إلى أن اتجاه العلاقة موجبة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

خامسا: تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضية

الفرعية الثالثة خلال فترة الدراسة 2009 إلى 2011.

اختبار الفرضية الفرعية الثالثة: Ho1-3 وتنص هذه الفرضية على انه:

ho1-3 لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على

الاستثمار في الشركات الخدمية المساهمة العامة الكويتية.

جدول رقم (4-5)

تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression)

للفرضية الفرعية الثالثة خلال فترة الدراسة 2009 إلى 2011 للشركات الخدمية

R	R2	نتيجة الفرضية الخدمية	SIG	Beta	T الجدولية	T المحسوبة	السنة
0.277	0.077	رفض	*0.044	5.176	2.0066	2.068	2009
0.284	0.081	رفض	*0.037	13.822	2.0066	2.137	2010
0.212	0.045	قبول	0.124	2.982	2.0066	1.562	2011
0.089	0.008	قبول	0.153	1.875	2.0066	1.433	-2009 2011

يوضح الجدول السابق رقم (4-5) نتيجة تطبيق تحليل الانحدار الخطي البسيط

(Simple Regression) للفرضية الفرعية الثالثة للمتغير المستقل (الرفع المالي) وعلاقته

بالمتمغير التابع (العائد على الاستثمار) لكل سنة من سنوات الدراسة على حده بالإضافة إلى

السنوات مجتمعة، وقد أظهرت النتائج ما يلي:

1- يظهر في الصف الخاص بعام 2009 وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات الخدمية المساهمة العامة الكويتية، حيث تبين أن قيمة (T المحسوبة = 2.068) اكبر من قيمتها الجدولية، من جانب آخر فإن معامل الارتباط (R) وقيمته (0.277) يشير الى ان العلاقة بين المتغيرين وهما الرفع المالي والعائد على الاستثمار موجبة، أما قيمة العامل التفسيري R² بلغت 0.077 وهذا يعني أن التغير في العامل المستقل (الرفع المالي) قادر على تفسير 7.7% من التغير في المتغير التابع (العائد على الاستثمار) علماً بأن معامل (BETA) قد بلغ 5.176 وهذه إشارة إلى أن اتجاه العلاقة موجبه بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

2- يظهر في الصف الخاص بعام 2010 وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات الخدمية المساهمة العامة الكويتية، حيث تبين أن قيمة (T المحسوبة = 2.137) أكبر من قيمتها الجدولية، من جانب آخر فإن معامل الارتباط (R) وقيمته (0.284) يشير الى ان العلاقة بين المتغيرين وهما الرفع المالي والعائد على الاستثمار متوسطة، أما قيمة العامل التفسيري R² بلغت 0.081 وهذا يعني أن التغير في العامل المستقل (الرفع المالي) قادر على تفسير 8.1% من التغير في المتغير التابع (العائد على الاستثمار) علماً بأن معامل (BETA) قد بلغ 13.8 وهذه إشارة إلى أن اتجاه العلاقة موجبة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

3- يظهر في الصف الخاص بعام 2011 عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات الخدمية المساهمة العامة الكويتية، حيث تبين أن قيمة (T المحسوبة = 1.562) اقل من قيمتها الجدولية، من جانب آخر فإن

معامل الارتباط (R) وقيمته (0.212) يشير الى ان العلاقة بين المتغيرين وهما الرفع المالي والعائد على الاستثمار موجبة، أما قيمة العامل التفسيري R^2 بلغت 0.045 وهذا يعني أن التغير في العامل المستقل (الرفع المالي) قادر على تفسير 4.5% من التغير في المتغير التابع (العائد على الاستثمار) علما بأن معامل (BETA) قد بلغ 2.982 إشارة إلى أن اتجاه العلاقة موجبة لكنها ضعيفة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

4- يظهر في الصف الخاص بالأعوام 2009-2010-2011 أي الفترات المالية الثلاث مجتمعة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات الخدمية المساهمة العامة الكويتية، حيث تبين أن قيمة (T المحسوبة = 1.433) اقل من قيمتها الجدولية، من جانب اخر فان معامل الارتباط (R) وقيمته (0.089) يشير الى ان العلاقة بين المتغيرين وهما الرفع المالي والعائد على الاستثمار موجبة، أما قيمة العامل التفسيري R^2 بلغت 0.008 علما بأن معامل (BETA) قد بلغ (1.875) إشارة إلى أن اتجاه العلاقة موجبة لكنها ضعيفة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

جدول رقم (4-6)

ملخص للعلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في القطاعات الثلاث

معامل الارتباط (R) بين المتغيرين				اسم القطاع
متوسط السنوات الثلاثة معا	2011	2010	2009	
0.270	0.256	0.121	0.298	المالي
0.467	0.311	N/A	0.314	الصناعي
0.282	0.212	0.284	0.277	الخدمي
0.554	0.554	0.888	0.789	القطاعات الثلاث معا

تشير الأرقام الموضحة في الجدول أعلاه إلى ما يلي:

1- تشير أرقام العمود الأخير (الرابع) إلى أن محصلة العلاقة بين المتغيرين للسنوات الثلاث معا وللقطاعات الثلاث معا كانت موجبة وبمعامل ارتباط قدره (0.554). لكن بالنسبة للقطاعات فرادى كانت العلاقة الأقوى بين المتغيرين للقطاع الصناعي وبمعامل ارتباط (0.467) يليه في ذلك القطاع الخدمي (0.282) ثم بعد ذلك القطاع المالي بمعامل ارتباط (0.270).

2- أما الأرقام الموضحة في الصف الأخير (الرابع) فتظهر أن العلاقة بين المتغيرين كانت أقوى ما تكون في العام 2010 بمعامل ارتباط (0.888) يليه في ذلك عام 2009 بمعامل ارتباط (0.789) ثم أخيرا العام 2011 بمعامل ارتباط (0.554).

سادسا: نتائج تحليل التباين الأحادي (One way Anova)

اختبار الفرضية الرئيسية الثانية: Ho2 وتنص هذه الفرضية على انه:

Ho2 لا توجد فروق معنوية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على

الاستثمار فيما بين الشركات المساهمة العامة الكويتية العاملة في القطاعات الثلاثة (المالي،

والصناعي، والخدمي).

وتنص قاعدة القرار على "رفض الفرضية العدمية، وقبول الفرضية البديلة إذا

كانت قيمة F المحسوبة اكبر من قيمة F الجدولية ومستوى المعنوية Sig. اقل من 0.05".

(Sekaran, 2000: 317).

وللتعرف على مدى وجود فروق ذات دلالة إحصائية في الإجابات بين مجموعة من

المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، فقد تم استخدام اختبار تحليل التباين الأحادي (One

way Anova).

الجدول (4-7)

نتائج اختبار التباين ANOVA للفروق بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على
الاستثمار فيما بين الشركات المساهمة العامة الكويتية العاملة في القطاعات الثلاثة

النتيجة	مستوى المعنوية Sig	قيمة F الجدولية	قيمة F المحسوبة	درجات الحرية df	مجموع المربعات	مصدر التباين
يوجد فروق	.000	2.29	3.463	2	4.184	بين المجموعات
				52	101.495	داخل المجموعات
				54	105.678	التباين الكلي

*مستوى الدلالة المعنوية ≥ 0.05

تشير المعطيات الإحصائية في الجدول (4-6) أن قيمة F المحسوبة = 3.463 عند مستوى الدلالة المعنوية (0.034) وهي أكبر من قيمتها الجدولية (3) عند مستوى معنوية (0.05)، وبما أن قاعدة القرار تنص على رفض الفرضية العدمية H_0 إذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر من قيمتها الجدولية (Doane & Seward, 2007, P: 447).

كما أن مستوى الدلالة المعنوية لاختبار الفرضية (0.000) أقل من مستوى المعنوية المعتمد البالغ (0.05). إذن يمكن القول برفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة H_a ، ما يدل على وجود فروق ذات دلالة إحصائية في العلاقة بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار فيما بين الشركات المساهمة العامة الكويتية العاملة في القطاعات الثلاثة (المالي، والصناعي، والخدمي).

ولتحديد مصدر هذه الفروق تم استخدام اختبار شافيه Scheffe Test ليتبين من الجدول رقم (4-7) أنه توجد فروق بين نتائج الشركات المشمولة في عينة الدراسة من القطاعات الثلاثة، حيث تميل الفروق لصالح القطاع المالي.

الجدول (4-8)

نتائج اختبار شافيه Scheffe Test بين المتوسطات الحسابية

القطاع	المالي	الخدمات	الصناعي	المتوسط الحسابي
المالي	—		*	4.39
الخدمات		—		4.30
الصناعي			—	4.05

* الفروق معنوية ما بين القطاعين المالي والصناعي.

وتؤكد نتيجة هذا الاختبار ما سبق وأن كشفت عنه نتائج التحليل الوصفي لبيانات الدراسة والموضحة في الجدول رقم (4-1) إذ كانت الشركات العاملة في القطاع المالي هي الأقل كفاءة في استغلال مزايا الرفع المالي من الشركات.

الفصل الخامس

النتائج والتوصيات

أولاً: مناقشة النتائج

ثانياً: التوصيات

الفصل الخامس

النتائج والتوصيات

اولاً: مناقشة النتائج

هدفت هذه الدراسة الى اختبار طبيعة العلاقة بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية, وتحديد مدى ما يفسره الرفع المالي من تغيرات في نسبة العائد على الاستثمار، وتاليا ما توصلت إليه هذه الدراسة من نتائج:

1- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية في القطاعات الثلاثة معا المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية ولل سنوات الثلاث معا. إذ تبين أن تغير نسبة الرفع المالي يؤدي إلى تغير في نسبة العائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية في القطاعات الثلاث، كما بينت النتائج أن علاقة الارتباط كانت موجبة في الأعوام التي شملتها الدراسة حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (R) بين المتغيرين (0.554). وتختلف هذه النتيجة مع نتيجة دراسة عبد الله، والصديق، (2002)، التي خلصت إلى وجود علاقة سالبة بين نسبة الديون والربحية.

ولهذه النتائج أثر على المساهمين فهم المستفيدون في النهاية من استخدام الادارة

لمزيد من المديونية في تمويل الاصول لما يعود عليهم بتعظيم العائد إلى حقوق الملكية.

2- لكن بالنسبة للقطاعات فرادى كانت العلاقة الاقوى بينهما هي للقطاع الصناعي وبمعامل ارتباط (0.467) يليه في ذلك القطاع الخدمي (0.282)، ثم بعد ذلك القطاع المالي (0.270).

3- اما بالنسبة للسنوات فرادى، فان العلاقة بين المتغيرين كانت اقوى ما تكون خلال السنة 2010 بمعامل ارتباط (0.888)، ثم خلال السنة 2009 بمعامل ارتباط (0.784)، وأخيرا خلال السنة 2011 بمعامل ارتباط (0.554).

4- وفي المحصلة النهائية تتفق نتائج الدراسة بخصوص العلاقة بين المتغيرين الرفع المالي والعائد على الاستثمار مع النتائج التي كشفت عنها نتائج دراسة (شلاش وآخرون) عام 2008 عن وجود علاقة احصائية موجبة بين الهيكل المالي والربحي.

ثانياً: التوصيات

بناءً على ما تم التوصل إليه من نتائج في هذه الدراسة، فإنه يمكن تلخيص أهم

التوصيات، وذلك على النحو التالي:

1- ان تراعي الادارة في الشركات المساهمة العامة الكويتية لدى اتخاذ قراراتها التمويلية بين اختيار التركيبة المثلى لهيكل رأس المال فيها الذي يجعل التكلفة المرجحة للأموال عند حدها الأدنى.

2- كما ان تراعي تلك الادارة ايضا الموازنة بين تكلفة الحصول على الاموال من جهة وعنصر مخاطرة الرفع المالي من جهة اخرى.

3- اهمية ادراك المساهمين والملاك وحملة الاسهم انهم المستفيدون من استخدام الادارة لمزيد من المديونية في تمويل اصول الشركة كونه يعمل على تعظيم ربحيتهم.

4- اهمية استفادة المساهمين والملاك وحملة الاسهم من الرقابة الاضافية التي الدائنون خاصة البنوك التجارية على سلوك الادارة.

5- الاعتماد على مصادر التمويل بالملكية سواءً منها الداخلية أم الخارجية لتمويل هيكل رأس المال، وذلك لانخفاض تكاليفها مقارنة مع مصادر التمويل الخارجية، ولتأثيرها الايجابي على العائد على الاستثمار.

6- في اختبار مجالات أو فرص استثمار الأموال المفترضة من خلال دراسة الجدوى الاقتصادية لهذه المجالات والفرص، وذلك للتحقق من أن العائد المتوقع من استثمار تلك الأموال يزيد عن التكلفة المرجحة لهذه القروض.

- 7- أهمية العمل على توفير الكوادر البشرية المؤهلة والمدربة في مجال ادارة الموجودات والمطلوبات (ALM) Assets & Liabilities Management بحيث يكونوا قادرين على التعامل مع نسب الرفع المالي ونسب العائد على الاستثمار بشكل أفضل مع توفير التدريب اللازم لهم في هذا المجال وذلك لضمان التوصل للنتائج السليمة والدقيقة.
- 8- أهمية إجراء المزيد من الدراسات والأبحاث المتعمقة في مجال نسبة الرفع المالي والعائد على الاستثمار، لتشمل القطاعات الاقتصادية الأخرى، مثل البنوك، التي بدأت تأخذ مكانة مميزة في القطاعات الاقتصادية في سوق الكويت للأوراق المالية، وأيضاً قطاع التأمين للوقوف على مدى التباين في هذه القطاعات، مع القطاعات التي شملتها الدراسة الحالية.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

- الإبراهيمي، عبد الله، (2003)، **هيكل أساليب تقييم الاستثمارات الدار الجامعية**، بيروت، لبنان.
- حنفي، عبد الغفار، وقرياقص، رسمية، (2000). **أسواق المال**, الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- حداد، فايز سليم، (2009)، **الإدارة المالية**، دار الحامد: عمان، الأردن.
- الخدش، والعبادي، (2005)، **علاقة كل من العائد المحاسبي والتدفقات النقدية إلى حقوق المساهمين بالقيمة السوقية للسهم** " دراسة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية"، **مجلة دراسات، العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، المجلد (32)، العدد (1)، ص 20-30.**
- الخلايلة، محمود، (2004) **مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح ومؤشرات الأداء النقدية وعلاقتهاما بالتغيرات في عوائد الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق عمان المالية: المجلة العربية للعلوم الإدارية، القاهرة، المجلد 11، العدد 2، ص ص 183-204.**
- الخلايلة، محمود، (2001)، **العلاقة بين مؤشرات الأداء المحاسبية ومؤشرات الأداء السوقية: مجلة دراسات العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، مجلد 28 العدد الأول، ص ص 93-109.**

- الداوود، حسام، (2005). **مبادئ الاقتصاد الكلي**، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان: الأردن.
- رمضان، زياد، (2009)، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، دار الحامد للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
- الزبيدي، حمزة، (2001)، **"الإدارة المالية"**، دار الوراق للنشر والتوزيع والطباعة عمان: الأردن.
- سالم، عماد عبد الطيف، (2010). **دراسات في الاقتصاد**، دار بيت الحكمة، العراق: بغداد.
- سعيد، عبيد، (2005)، **تقدير معامل بيتا في أسواق رأس المال، مجلة أفاق اقتصادية**، الصادرة عن اتحاد غرف التجارة والصناعة، دولة الامارات العربية المتحدة، العدد (14)، ص 87-99.
- سوق الكويت للأوراق المالية، قسم العلاقات العامة، النشرة السنوية 2010.
- الشريف، عليان (2007)، **الإدارة المالية والتحليل المالي**، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- شلاش، سليمان، والبقوم، علي والعون سالم، (2008)، **العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال: حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997 - 2001)**، **مجلة المنارة**، جامعة آل البيت، المجلد 14، العدد 1، 2008. ص 45-82.
- الشماع، خليل محمد، (2003). **"الإدارة المالية"**، العراق، بغداد، مطبعة جامعة بغداد.

- عبد الله، عبد القادر، الصديق، بابكر، (2002). محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة في المملكة العربية السعودية، *مجلة الإدارة العامة*، معهد الإدارة العامة. الرياض، المجلد 42، العدد الرابع، كانون أول 2002م. ص 723-745.
- العدلوني، محمد أكرم، (2002)، *العمل المؤسسي*، دار ابن حزم للنشر والتوزيع، عمان: الأردن.
- العموش، بشار حمد، (2011). *العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي وأسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية الأردنية في بورصة عمان*. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة عمان العربية، عمان، الأردن.
- فهمي عبد العزيز، (2005). *هيكل أساليب تقييم الاستثمارات*، الدار الجامعية، بيروت، لبنان.
- القشي، ظاهر، (2008). *أثر تطبيق معايير المحاسبة الدولية في الشركات الأردنية على استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر*، *المجلة العربية للإدارة*، المنظمة العربية للإدارة، جامعة الدول العربية، القاهرة.
- كريم، عبد الحفيظ محمد، (2004). *اختبار وتقييم العلاقة بين تكلفة رأس المال والعوائد السوقية للأسهم دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي*، *مجلة العلوم الإنسانية*، السنة الرابعة: العدد 29: تموز. ص ص 39-52.
- اللوغانى، نبيل عيسى، والديحاني، اطلاق محمد، والسعد، خالد محمد، (2003)، *العوائد الجارية للأسهم ومعدلات عائد الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية*، *مجلة جامعة الملك سعود*، مجلد 17، العلوم الإدارية (1) ، ص 67-92 الرياض.

- محمد، أبكر احمد، (2010)، هيكل رأس المال وأثره على قيمة الشركة السوقية: دراسة تطبيقية، بحث مقدم إلى جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.
- مصطفى، نهال فريد، (2004)، دراسة تحليلية للبيانات المالية المؤثرة علي سلوك أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس.
- مطر، محمد، (2009). إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الخامسة، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
- مطر، محمد (2010)، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، الطبعة الثالثة، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
- معجم أبو غزالة للمحاسبة والأعمال، (2010). دار العلم للملايين، بيروت، لبنان.
- معروف، هوشيار، (2010)، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان.
- المطيري، بدر، (2011)، الآثار المتوقعة لتطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية على استقرار السوق المالي في دولة الكويت، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن.
- الميداني، محمد أيمن، (2009) "الإدارة التمويلية في الشركات"، الرياض، مكتبة العبيكان.

- نور، عبد الناصر والقشي، ظاهر والحسن، زيد (2009) تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال "التحديات - الفرص - الآفاق"، المؤتمر العلمي الدولي السابع، جامعة الزرقاء الأهلية (مؤتمر محكم)، الزرقاء، الأردن.
- الهندي، منير إبراهيم، (2007). "الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر"، الإسكندرية، المكتب العربي الحديث.
- الهندي، منير إبراهيم، (2006). الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مؤسسة المعارف، الإسكندرية.

المراجع الإنجليزية

- David Cummins and D. Phillips, (2003). **Estimating The Cost of Equity Capital for Property-Liability Insurers**. Online Available at: www.ingentaconnect.com/content, Cited on 20/10/2011.
- Donatas Pilinkus, Vytautas Boguslauskas (2009), The Short-Run Relationship Between Stock Market Prices And Macroeconomic Variables In Lithuania: An Application Of The Impulse Response Function, **Economics Of Engineering Decisions**. Vol (3), PP 20-80.
- Doane, David P. & Seward, Lori, E. (2007). **Applied Statistics in Business and Economics**. Boston: MC Graw-Hill Irwin.
- Gangadhar ,v,& Ramesh babu ,G, (2006), **investment management**, anmol publications, PVT, LTD.
- Gitmon ,L,Lawnence. (2000). **principles of managerial al finance**, 9ed ,USA, 2000.
- Harries, M., & A. Raviv. (2000). Capital structure & the information role of debt. **Journal of Finance**, (Vol. 43): pp: 321-349.
- Ioannidis, Leemput, & Kearney, (2008) The Relationship Between Bank Efficiency And Stock Returns: Evidence From Asia And Latin America " **Journal of Accounting Research**; Vol. 27, pp. 111-144.
- Jensen, M., W. Meckling. (2008). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, & Capital structure. **Journal of Financial Economics**, (Vol. 3): pp: 305-360.
- Kirby D.Payne, (2007). **The Cost of Capital and its Impact**, Online Available at: www.ingentaconnect.com/content, Cited on 20/10/2011.
- Lawrence D. Gitman, (2000), **Managerial Finanace**, 9th Edition, San Diego State University.

- Modigliani, F., & M. Miller. 1958, The cost of capital, Corporation finance, & the theory of investment. **American economic review**, pp: 261-592,.
- Myers, S. C., & N. Majluf. (1984). Corporate financing & Investment decisions when firms have information that Investors do not have. **Journal of Financial Economics**, (Vol. 13): pp:187-221.
- Ozkan, A. (2001). Determinants of capital structure & Adjustment to long run target: evidence from UK company panel data. **Journal of Business Financial & Accounting**, (Vol 28) No. 1&2, pp: 175-198.
- Sekaran, U. (2000), **Research Methods For Business**, A Skill-Building Approach. John Wiley and Sons Inc, New York.
- Shannon P. Pratt, (2002). **Cost of Capital Workbook**, Online Available at: www.ingentaconnect.com/content, Cited on 20/10/2011.
- Thomas O'Hara, Cathy Lazdowski, Calin Moldovean And Shawn Samuelson T. (2006). Financial Indicators of Stock Price Performance, **American Business Review**. Vol (5), PP: 50-65.
- Titman, A. & Wessels. R. (2008). The determinants of capital structure choice. **Journal of finance**. Vol (1), pp:1-19.
- Yale Braunstein, (2010). **Cost of Capital Study for Telecommunications Utilities, Working paper, School of Information Management and Systems**, University of California at Berkeley.

قائمة الملاحق

الملحق رقم (1) أسماء الشركات المساهمة العامة التي تم تحليل بياناتها

الملحق رقم (2) نتائج التحليل الإحصائي الوصفي واختبار الفرضيات

الملحق رقم (1)

أسماء الشركات المساهمة العامة التي تم تحليل بياناتها

الرقم	اسم الشركة
1	بنك الكويت الوطني
2	بنك الخليج
3	البنك التجاري الكويتي
4	الشركة الكويتية للاستثمار
5	شركة بيت الأوراق المالية
6	شركة دار الاستثمار
7	الشركة الدولية للإجارة والاستثمار
8	الشركة الأهلية للاستثمار
9	شركة الكويت والشرق الأوسط للاستثمار
10	الشركة الخليجية الدولية للاستثمار
11	شركة الساحل للتنمية والاستثمار
12	المجموعة الدولية للاستثمار
13	الشركة الكويتية للتمويل والاستثمار
14	شركة الاستثمارات الوطنية
15	مجموعة عارف الاستثمارية
16	شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول
17	شركة نور للاستثمار
18	شركة التمدين الاستثمارية
19	شركة الكويت للتأمين
20	شركة الخليج للتأمين

21	الشركة الأهلية للتأمين
22	شركة لؤلؤة الكويت العقارية
23	الشركة الكويتية العقارية القابضة
24	الشركة العربية العقارية
25	شركة التجارة والاستثمار العقاري
26	شركة الإنماء العقارية
27	شركة التعمير للاستثمار العقاري
28	شركة أركان الكويت العقارية
29	شركة دبي للتطوير العقاري
30	شركة الأرجان العالمية العقارية
31	مجموعة الصناعات الوطنية (القابضة)
32	شركة الخليج للكابلات والصناعات الكهربائية
33	شركة الصناعات المتحدة
34	شركة الكوت للمشاريع الصناعية
35	الشركة الكويتية لصناعات الأنابيب والخدمات النفطية
36	شركة بوبيان للبتر وكيمويات
37	شركة أسمنت الكويت
38	شركة الخليج لصناعة الزجاج
39	شركة الاتصالات المتنقلة (زين)
40	الشركة الوطنية للخدمات البترولية
41	شركة التعليم الأهلي
42	شركة النخيل للإنتاج الزراعي

الأولى للتسويق المحلي للوقود	43
شركة فيلا مودا لايف ستايل	44
الشركة الوطنية للمسالخ	45
شركة مركز سلطان للمواد الغذائية	46
شركة مجموعة عربي القابضة	47
شركة المجموعة المشتركة للمقاولات	48
شركة المستقبل العالمية للاتصالات	49
شركة مجموعة خدمات الحج والعمرة	50
شركة إياس للتعليم الأكاديمي والتقني	51
شركة الأنظمة الآلية	52
شركة مجمعات الأسواق التجارية الكويتية	53
شركة طيران الجزيرة	54

المصدر: سوق الكويت للأوراق المالية، قسم العلاقات العامة النشرة السنوية، 2010

الملحق رقم (2)

نتائج التحليل الإحصائي الوصفي واختبار الفرضيات

Descriptive										
	Mean		95% Confidence Interval for Mean		Median	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Skewness	
	Statistic	Std. Error	Lower	Upper					Statistic	Statistic
financial										
LEV	40.6573	1.76406	1.1021	8.2126	4.6055	11.83366	-26.58	31.61	-.168	.354
ROI	1.2969	.07716	1.1414	1.4524	1.1393	.51761	.59	2.57	1.007	.354
industrial										
LEV	30.1501	2.07458	25.9691	34.3312	27.6929	13.91674	3.62	60.83	.388	.354
ROI	4.9090	.96614	2.9619	6.8562	1.4864	6.48110	.00	27.10	1.656	.354
service										
LEV	49.6552	3.15109	43.3046	56.0058	49.0958	21.13815	9.06	102.22	.288	.354
ROI	19.0655	2.93505	13.1503	24.9807	20.1394	19.68892	-17.35	60.90	.133	.354

الفرضية الفرعية الأولى **Ho1-1** : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع

المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات المالية المساهمة العامة الكويتية.

Variables Entered/Removed(b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	TOTALQ(a)	.	Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: TOTALP

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0.554	0.307	.202	.47953

a Predictors: (Constant), TOTALQ

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	6.618	1	6.618	28.782	.000(a)
	Residual	25.064	53	.230		
	Total	31.683	54			

a Predictors: (Constant), TOTALQ

b Dependent Variable: TOTALP

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.893	.357		19.229	.000
	TOTALQ	.481	.090	.457	19.229	.000

a Dependent Variable: TOTALP

الفرضية الفرعية الثانية Ho1-2 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع

المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات الصناعية المساهمة العامة الكويتية.

Variables Entered/Removed(b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	TOTALG(a)	.	Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: TOTALP

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0.270	0.073	.241	.46758

a Predictors: (Constant), TOTALG

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7.852	1	7.852	35.913	.000(a)
	Residual	23.831	53	.219		
	Total	31.683	54			

a Predictors: (Constant), TOTALG

b Dependent Variable: TOTALP

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Sig.
		B	Std. Error	Beta	t	
1	(Constant)	1.951	.310		4.591	.000
	TOTALG	.462	.077	.498	4.591	.000

a Dependent Variable: TOTALP

الفرضية الفرعية الثالثة Ho1-3 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع

المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات الخدمية المساهمة العامة الكويتية.

Variables Entered/Removed(b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	TOTALS(a)	.	Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: TOTALP

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0.089	0.008	.294	.45101

a Predictors: (Constant), TOTALS

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	9.511	1	9.511	46.754	0.153
	Residual	22.172	65	.203		
	Total	31.683	66			

a Predictors: (Constant), TOTALS

b Dependent Variable: TOTALP

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients	t	Sig.
-------	--	-----------------------------	---------------------------	---	------

		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.723	.306		1.433	0.153
	TOTALS	.553	.081	.548	1.433	0.153

a Dependent Variable: TOTALP

الفرضية الرئيسية الثانية H_02 : لا توجد فروق معنوية ذات دلالة إحصائية بين علاقة نسبة الرفع المالي وبنسبة العائد على الاستثمار فيما بين الشركات المساهمة العامة الكويتية العاملة في القطاعات الثلاثة (المالي، والصناعي، والخدمي).

ANOVA

TOTALP

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	4.184	1	2.298	2.29	.000
Within Groups	101.495	53	.270		
Total	105.678	54			

نتائج اختبار شافيه Test بين المتوسطات الحسابية

Scheffe					
	Sector	Financial	Service	Industrial	Mean
Scheffe					
	Financial			*	4.39
	Service				4.30
	Industrial				4.05