

أثر كل من الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية السهم العادي  
للشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان

**The Impact of the Operating Leverage and Financial Leverage on Earnings Per Share. An  
Empirical Study on Jordanian Corporations Listed on Amman Stock Exchange**

اعداد الطالب  
محمد طلال ناصر الدين  
الرقم الجامعي(400910034)

اشراف  
الاستاذ الدكتور محمد مطر

رسالة ماجستير  
قدمت استكمالاً للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة

قسم المحاسبة

كلية الاعمال

جامعة الشرق الاوسط

الفصل الثاني/مايو

2011

## تفويض

أنا الموقع أدناه " محمد طلال ناصر الدين " أفوض جامعة الشرق الأوسط بتزويد نسخ من رسالتي ورقيا وكترونيا للمكتبات الجامعية أو الهيئات أو الأشخاص المعنية بالأبحاث والدراسات العلمية عند طلبها.

الاسم: محمد طلال ناصر الدين

التاريخ: 2011 / 5 / 22

التوقيع: محمد طلال ناصر الدين




## قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الرسالة وعنوانها

أثر كل من الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية السهم العادي  
في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان.

وقد أجازت بتاريخ 2011/5/22

أعضاء لجنة المناقشة

التوقيع	الإسم الثلاثي
	أ.د. محمد عطية مطر
	أ.د. عبد الناصر نور
	أ.د. محمود حسين الوادي

## الشكر والتقدير

قال تعالى: "وَإِنْ شَكَرْتُمْ لَأَزِيدَنَّكُمْ" صدق الله العظيم.

فالشكر أولاً لله رب العالمين الذي أعانني على اتمام هذه العمل المتواضع، وأصلي وأسلم على رسولنا محمد صلى الله عليه وسلم.

ولا يسعني بعد إتمام هذه الرسالة الا أن أحمد الله على ما وهبني إياه من صبر و عزيمة على هذا الأجاز.

كما ويسرني أن أتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى كل من ساهم معي في إنجاز هذا العمل المتواضع.

وأخص بالذكر الأستاذ الدكتور محمد مطر لتفضله بالإشراف على هذه الرسالة وعلى ما أفادني به من علمه الواسع و خبرته المتجددة وملاحظاته القيمة البناءة، فله مني خالص الشكر والتقدير.

كما أوجه شكري و تقديري إلى السادة رئيس وأعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم بقبول مناقشة هذه الرسالة، وعناء قراءتها وأثرائها بتوجيهاتهم القيمة.

وأقدم بالشكر والإعتراز لأساتذتي في كلية الأعمال و خاصة في قسمي المحاسبة والتمويل في جامعة الشرق الأوسط، ولزملائي الأعزاء دون استثناء وأخص بالذكر زميلي أنس الجمل على ما وفره لي من مصادر ومراجع قيمة.

كما وأتقدم بجزيل الشكر إلى مكتبة جامعة الشرق الأوسط على مساعدتهم للحصول على المصادر والمراجع القيمة الخاصة بموضوع الرسالة.

وأقدم بجزيل الشكر لمديري الشركة الذين أعطوني من وقتهم ووقت العمل لإنجاز هذه الدراسة فلهم مني خالص الشكر والتقدير والإحترام.

والحمد لله رب العالمين

الباحث

## الإهداء

إلى من لا يطيب الليل إلا بشكره ولا يطيب النهار إلا بطاعته .. ولا تطيب اللحظات إلا بذكره ولا تطيب الآخرة إلا بعفوه .. ولا تطيب الجنة إلا برويته... الله جل جلاله.

إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة .. ونصح الأمة .. إلى نبي الرحمة ونور العالمين سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم.

إلى ملاكي في الحياة .. إلى معنى الحب وإلى معنى الحنان والتفاني .. إلى بسمة الحياة وسر الوجود .. إلى من كان دعاؤها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي .. إلى ينبوع الصبر والتقاؤل والأمل .. إلى كل مافي الوجود بعد الله ورسوله .....أمي الحنونة

إلى قدوتي الأولى...ونيراسي الذي أنار دربي....إلى من علمني وشجعني ودفعتني لأكون لما أنا عليه... إلى من رفعت رأسي عاليا افتخارا به....إلى من فاضت روحه إلى خالقها قبل ان تكتحل عيناه بما أنجزته... والدي رحمه الله

إلى الروح التي سكنت لروحي.....إلى ريحانة حياتي .....زوجتي الغالية

إلى القلوب الطاهرة الرقيقة والنفوس الطيبة..... أخواتي

إلى سندي وقوتي وملاذي بعد الله..... إخواني

## قائمة المحتويات

الصفحة	الموضوع
ا	العنوان
ب	تفويض
ج	قرار لجنة المناقشة
د	الشكر والتقدير
هـ	الإهداء
و	قائمة المحتويات
ط	قائمة الجداول
ي	قائمة الأشكال
ي	قائمة الملحقات
ك	الملخص باللغة العربية
م	الملخص باللغة الإنجليزية
1	الفصل الأول: الإطار العام للدراسة
2	تمهيد
3	مشكلة الدراسة و أسئلتها
4	فرضيات الدراسة
5	أهمية الدراسة
5	أهداف الدراسة
6	حدود الدراسة
6	محددات الدراسة
7	التعريفات الإجرائية للدراسة
8	أنموذج الدراسة الافتراضي
9	الفصل الثاني: الإطار النظري والدراسات السابقة
10	المقدمة
11	مفهوم الهيكل التمويلي وعلاقته بطبيعة النشاط الإقتصادي للشركة
11	مفهوم الرافعة التشغيلية
12	العلاقة بين هيكل التكاليف والرافعة التشغيلية

13	مفهوم درجة الرافعة التشغيلية
----	------------------------------

## قائمة المحتويات

الصفحة	الموضوع
14	مزايا الرافعة التشغيلية
14	مخاطر الرافعة التشغيلية
16	مفهوم الهيكل التمويلي و علاقته بطبيعة النشاط الإقتصادي للشركة
17	مفهوم الرافعة المالية
18	العلاقة بين الهيكل التمويلي والرافعة المالية
18	مفهوم درجة الرافعة المالية
19	مزايا الرافعة المالية
20	مخاطر الرافعة المالية
20	مصادر التمويل ( داخلي، خارجي)
28	سياسات التمويل
31	العوامل المؤثرة على قرار التمويل
31	نقطة التعادل التمويلي
33	الدراسات السابقة
42	الفصل الثالث: الطريقة والإجراءات
43	منهج الدراسة
43	مجتمع الدراسة و عينتها
44	مصادر الحصول على البيانات
45	المعالجة الإحصائية المستخدمة
46	الفصل الرابع: نتائج التحليل الإحصائي و اختبار الفرضيات
47	تحليل بيانات عينة الدراسة
55	اختبار الفرضيات
66	الفصل الخامس: النتائج والتوصيات

## قائمة المحتويات

الصفحة	الموضوع
67	النتائج
68	التوصيات
69	قائمة المراجع
69	المراجع العربية
71	المراجع الأجنبية
74	قائمة الملحقات
75	ملحق قيم المتغيرات
85	ملحق مخرجات التحليل الإحصائي



## قائمة الجداول

رقم	محتوى الجدول	الصفحة
3-1	مجتمع الدراسة	43
3-2	عينة الدراسة	44
4-1	المتوسطات الحسابية لمتغيرات الدراسة في عينة البنوك	48
4-2	المتوسطات الحسابية لمتغيرات الدراسة في عينة الشركات الصناعية	50
4-3	المتوسطات الحسابية لمتغيرات الدراسة في عينة الشركات الخدمية	52
4-4	المتوسطات الحسابية لمتغيرات الدراسة على مستوى القطاع	54
4-5	تقييم أثر الرافعة التشغيلية (OL) في البنوك على ربحية السهم العادي (EPS)	56
4-6	تقييم أثر الرافعة التشغيلية (OL) في الشركات الصناعية على ربحية السهم العادي (EPS)	57
4-7	تقييم أثر الرافعة التشغيلية (OL) في الشركات الخدمية على ربحية السهم العادي (EPS)	58
4-8	تقييم أثر الرافعة المالية (FL) في البنوك على ربحية السهم العادي (EPS)	60
4-9	تقييم أثر الرافعة المالية (FL) في الشركات الصناعية على ربحية السهم العادي (EPS)	61
4-10	تقييم أثر الرافعة المالية (FL) في الشركات الخدمية على ربحية السهم العادي (EPS)	62
4-11	اختبار الفروقات لأثر الرافعة التشغيلية (OL) على ربحية السهم العادي (EPS) للشركات المساهمة العامة العاملة في قطاعات (البنوك، الصناعة، الخدمات)	64
4-12	اختبار الفروقات لأثر الرافعة المالية (FL) على ربحية السهم العادي (EPS) للشركات المساهمة العامة العاملة في قطاعات (البنوك، الصناعة، الخدمات)	65

## قائمة الأشكال

الصفحة	المحتوى	رقم الشكل
8	أنموذج الدراسة الافتراضي	1-1
29	سياسة التمويل المتحفظة	2-1
30	سياسة التمويل المجازفة	2-2
30	سياسة التمويل المتوازنة	2-3
33	نقطة التعادل التمويلي	2-4

## قائمة الملاحق

الصفحة	المحتوى
75	قيم المتغيرات للشركات في عام 2005
77	قيم المتغيرات للشركات في عام 2006
79	قيم المتغيرات للشركات في عام 2007
81	قيم المتغيرات للشركات في عام 2008
83	قيم المتغيرات للشركات في عام 2009
85	مخرجات التحليل الإحصائي لإختبار الفرضية الأولى والثانية لعينة البنوك
86	مخرجات التحليل الإحصائي لإختبار الفرضية الأولى والثانية لعينة الشركات الصناعية
87	مخرجات التحليل الإحصائي لإختبار الفرضية الأولى والثانية لعينة الشركات الخدمية
88	مخرجات التحليل الإحصائي لإختبار الفرضية الثالثة
88	مخرجات التحليل الإحصائي لإختبار الفرضية الرابعة

# أثر كل من الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية السهم العادي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان

إعداد

محمد طلال ناصر الدين

إشراف

الأستاذ الدكتور محمد عطية مطر

## الملخص باللغة العربية

هدفت هذه الدراسة إلى الكشف عن أثر كل من الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية السهم العادي للشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان.

ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على البيانات المالية المنشورة لعينة من الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة من 2005-2009، قام الباحث بجمع البيانات اللازمة لإجراء هذه الدراسة وهي (الرافعة التشغيلية، والرافعة المالية، وربحية السهم العادي) من واقع تلك البيانات، وقد توزعت عينة الدراسة على القطاعات الإقتصادية الثلاثة فشملت (5) بنوك و(27) شركة صناعية و(18) شركة خدمية، واستخدم الباحث العديد من الأساليب الإحصائية الوصفية مثل ( المتوسطات الحسابية والنسب المئوية) بالإضافة إلى استخدام أسلوب تحليل الانحدار والارتباط واختبار تحليل التباين المشترك (ANCOVA) لإختبار فرضيات الدراسة، وبعد إجراء عملية التحليل لبيانات الدراسة واختبار فرضياتها، كشفت الدراسة عن عدد من النتائج أهمها:

1- عدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية لأي من الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية السهم العادي للبنوك الأردنية .

2- عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية لأي من الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية السهم العادي للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

3- عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية لأي من الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية السهم العادي للشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية.

4- عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين أثر الرافعة التشغيلية على ربحية السهم العادي في جميع الشركات المساهمة العامة الأردنية العاملة في قطاعات البنوك، والصناعة، والخدمات.

5- عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين أثر الرافعة المالية على ربحية السهم العادي في جميع الشركات المساهمة العامة الأردنية العاملة في قطاعات البنوك، والصناعة، والخدمات.

وخرجت الدراسة أيضا بأهم التوصيات:

1- الموازنة بين تكلفة الحصول على الأموال المقترضة والعائد على الأصول التي تمول عن طريق تلك القروض.

2- تدريب العاملين في الإدارات المالية للشركات ممن يوكل إليهم إتخاذ قرارات التمويل والإستثمار على إدارة

الأصول والمطلوبات (Assets & Liabilities Management)

3- تشجيع الشركات المساهمة العامة الأردنية على ترشيد الإنفاق في الموجودات الثابتة، وبما يحقق هيكل تكاليف متوازن وفقا لمجال الأنشطة التي تعمل بها.

4- حث الشركات المساهمة العامة الأردنية على أن ترفق الشركات بقائمة الدخل المنشورة والمعدة وفقا

لنظرية التكاليف الإجمالية بقائمة ملحقة ومعدة وفقا لنظرية التكاليف المتغيرة، لكي تخدم أغراض البحث العلمي.

## **Abstract**

### **The Impact of the Operating Leverage and Financial Leverage on Earnings per Share. An Empirical Study on Jordanian Corporations Listed on Amman Stock Exchange**

**Prepared by  
Mohammad Talal Naser Deen**

**Supervised by Prof Mohammad Matar**

The study aimed at evaluating the impact of each of the operating and financial leverage on earnings per share, specifically for the Jordanian corporation listed on Amman stock exchange. To achieve the goals of this study, the researcher relied on variables of analyzing the published financial reports of those companies. The study covered the period from 2005 to 2009.

The Researcher collected the variables of this study (operating leverage, financial leverage, earnings per share) from the actual data. The sample has consisted of the three economic sectors and contained (5) banks, (27) industrial companies, and (18) service companies.

The researcher used several descriptive statistical methods such as mean, and percentage for comparison. They used regression, correlation and analysis of covariance (ANCOVA) to test the study hypotheses.

After analyzing the statistical data and testing hypotheses, the study revealed a number of results including:

1- There is no statistically significant impact of each of the operating and financial leverage on earnings per share of banks.

2 There is no statistically significant impact of each of the operating and financial leverage on earnings per share of industrial companies.

3- There is no statistically significant impact of each the operating and financial leverage on earnings per share of service companies.

4- There are no statistically significant differences impacting of the operating leverage on earnings per share in Jordanian corporations working in banks, industrial and service sectors.

5- There are no statistically significant differences impacting of the financial leverage on earnings per share in Jordanian corporations working in banks, industrial and service sectors.

The study also recommended companies to:

1- Balance between the cost of obtaining loans and return on assets financed by loans.

2- Training of personnel in the departments of the companies who have entrusted them to make investment and financing decisions to manage the assets and liabilities.

3- Encourage the Jordanian companies to rationalize spending in fixed assets, and to achieve a balanced cost structure, according to the area of activities which it operates.

4- Attaching an additional list of income statement prepared in accordance to the theory of variable cost with the income statement prepared in accordance with the theory of observation costs.

## الفصل الأول: الإطار العام للدراسة

1-1 تمهيد

1-2 مشكلة الدراسة وأسئلتها

1-3 فرضيات الدراسة

1-4 أهمية الدراسة

1-5 اهداف الدراسة

1-6 حدود الدراسة

1-7 محددات الدراسة

1-8 التعريفات الإجرائية

1-9 أنموذج الدراسة الإفتراضي

## الإطار العام للدراسة

### 1-1 تمهيد:

تختلف الشركات من حيث هياكل تكاليفها، ويمثل هيكل التكاليف العلاقة بين التكاليف الثابتة والمتغيرة لدى الشركة ويؤثر هيكل التكاليف على حساسية صافي ربح الشركة للتغير الحادث في مبيعاتها، ويقصد بحساسية الأرباح بالتغير في مبيعات المنشأة، إذ تشكل نسبة التكاليف الثابتة في هيكل تكاليف الشركة مؤشرا للرافعة التشغيلية لها، ويرتفع هذا المؤشر عادة في الشركات التي تعمل في صناعات تغلب عليها الكثافة الرأسمالية، وتحسب الرافعة التشغيلية عند مستوى مبيعات معين، وتمثل درجة الرافعة التشغيلية مدى التغير الذي يحصل على صافي الربح التشغيلي للشركة عند حدوث تغير في مبيعاتها (أبو نصار، 2005، ص 25).

ونظرا لأهمية هيكل رأس المال في تمويل الشركات لأصولها من خلال مزيج من حقوق الملكية والديونية يتم وصف هيكل رأس المال بحساب نسبة الديون إلى حقوق الملكية، ويمكن وصفه بالرافعة المالية للشركة، و تكون الرافعة المالية مرغوبة للشركات عندما يزداد العائد على الأصول عن تكلفة القرض، وفي هذه الحالة كلما ارتفعت الرافعة المالية ارتفع العائد على حقوق الملكية، في حين أن الرافعة المالية تكون غير مرغوب فيها إذا ما كان العائد على الأصول أقل من تكلفة القرض، إذ يعد إمداد الشركات بالأموال اللازمة لإنشائها أو توسيعها من أهم المشكلات التي تواجهها الشركات، وأن الطريقة التي تحصل بها على ما تحتاجه من أموال للقيام بنشاطاتها هي أول ما تفكر به الشركات، وبقدر ما يكون حجم التمويل كبيرا ويحسن استثماره، بقدر ما يكون العائد أو الربح الذي يعد هدف أي نشاط اقتصادي كبيرا (مطر، 2010، ص 277).

### 1-2 مشكلة الدراسة وأسئلتها



تكثر حالات الفشل المالي للشركات التي تنتج عن فشل إدارتها عند اتخاذ القرارات، سواء في المجالات التشغيلية أو في المجالات التمويلية. ويعزى فشل الإدارة في اتخاذ القرارات التشغيلية إلى عدم قدرتها في تحقيق التوازن بين توظيف رأس المال المستثمر في الشركة، ورأس المال العامل من جانب، وأصولها طويلة الأجل من جانب آخر، أي في عدم تحقيق التوازن المناسب في بناء هيكل التكاليف القائم على توزيع نفقاتها الإجمالية بين المتغيرة منها والثابتة، وبعبارة أخرى في عدم نجاحها في تحقيق الرفع التشغيلي المناسب لنشاطها.

أما فشلها في اتخاذ القرارات التمويلية فيعزى عادة إلى عدم نجاحها في تحقيق التوازن المناسب في اختيار مصادر التمويل ومن ثم في بناء هيكلها التمويلي القائم على توزيع هذه المصادر بين ما هو داخلي يعتمد على الملاك، وما هو خارجي يعتمد على الديون، أو بعبارة أخرى في عدم نجاحها في تحقيق الرفع المالي المناسب لنشاطها.

بناء على ما تقدم تتلخص مشكلة هذه الدراسة ببيان أثر كل من الرافعة التشغيلية والرافعة المالية من جهة، والعائد على السهم العادي من جهة أخرى.

كما يمكن صياغة المشكلة أيضا بالبحث عن إجابة لكل من الأسئلة الآتية:

1- هل تؤثر الرافعة التشغيلية على ربحية السهم العادي في الشركات المساهمة العامة المشمولة في الدراسة؟

2- هل تؤثر الرافعة المالية على ربحية السهم العادي في الشركات المساهمة العامة المشمولة في الدراسة؟

3- هل توجد فروق ذات دلالة إحصائية بخصوص أثر تفاعل الرافعة التشغيلية وربحية السهم العادي في الشركات المساهمة العامة الأردنية العاملة في قطاعات البنوك، الصناعة، الخدمات.

4- هل توجد فروق ذات دلالة إحصائية بخصوص أثر تفاعل الرافعة المالية وربحية السهم العادي

في الشركات المساهمة العامة الأردنية العاملة في قطاعات البنوك، الصناعة، الخدمات

### 3-1 فرضيات الدراسة

تقوم الدراسة على الفرضيات العدمية الأربعة التالية:

#### الفرضية الرئيسية الأولى

H01 لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة التشغيلية (OL) لكل من الشركات المساهمة العامة الأردنية المشمولة في عينة الدراسة على ربحية السهم العادي (EPS) لكل من تلك الشركات عند مستوى دلالة (0.05).

#### الفرضية الرئيسية الثانية

H02 لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية (FL) لكل من الشركات المساهمة العامة الأردنية المشمولة في عينة الدراسة على ربحية السهم العادي (EPS) لكل من تلك الشركات عند مستوى دلالة (0.05).

#### الفرضية الرئيسية الثالثة

لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بخصوص أثر تفاعل الرافعة التشغيلية (OL) وربحية السهم (EPS) العادي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المشمولة في الدراسة عند مستوى دلالة 0.05.

## الفرصية الرئيسية الرابعة

لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بخصوص أثر تفاعل الرافعة المالية (FL) و ربحية السهم (EPS) العادي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المشمولة في الدراسة عند مستوى دلالة 0.05.

### 4-1 أهمية الدراسة:

تتبع أهمية هذه الدراسة من أنها ستوضح أثر كل من الرافعتين التشغيلية والمالية في الشركات المساهمة العامة الأردنية على ربحية السهم العادي فيها، وعمّا إذا كان بالأمكان الإستفادة من استخدام هاتين الرافعتين في تحسين الأداء المالي فيها.

وهي بالنتائج التي ستكشف عنها ستقدم خدمة لمجالس الإدارة في تلك الشركات في مجال إتخاذ القرارات المالية في المجالين الإستثماري والتمويلي، أي في مجال تحديد مصادر الأموال وبيان أوجه استخداماتها المتاحة.

### 5-1 أهداف الدراسة

نظرا لأهمية ربحية السهم العادي في الأسواق المالية، كمؤشر لتقييم أداء الشركة المساهمة العامة من قبل الإدارة والمستثمرين والمقرضين وغيرهم من الأطراف ذات المصلحة، فإن الدراسة تسعى لتحقيق الأهداف التالية:

- 1- التعرف على أثر الرافعة التشغيلية على ربحية السهم العادي في الشركات المساهمة العامة الأردنية.
- 2- التعرف على أثر الرافعة المالية على ربحية السهم العادي في الشركات المساهمة العامة الأردنية.

3- معرفة فيما إذا كان هناك فروق بخصوص أثر تفاعل الرافعة التشغيلية وربحية السهم العادي للشركات المساهمة العامة الأردنية العاملة في قطاعات البنوك، الصناعة، الخدمات.

4- معرفة فيما إذا كانت هناك فروق بخصوص أثر تفاعل الرافعة المالية و ربحية السهم العادي للشركات المساهمة العامة الأردنية العاملة في قطاعات البنوك، الصناعة، الخدمات.

### **1-6 حدود الدراسة:**

تشمل حدود الدراسة وقتها ومكانها ومجالها التطبيقي إذ يقتصر مكان هذه الدراسة على الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان بجميع قطاعاتها: القطاع المالي، والقطاع الصناعي، وقطاع الخدمات من خلال البيانات المالية المجمعة لكل قطاع والمنشورة خلال الفترة من عام 2005-2009.

### **1-7 محددات الدراسة:**

- تهتم هذه الدراسة بالتحقق من أثر كل من الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية السهم العادي، لكن يمكن وجود عوامل أخرى تؤثر على ربحية السهم وليست بذات صلة على متغيرات الدراسة.

- تم استبعاد الشركات المساهمة العامة غير مدرجة في بورصة عمان، بالإضافة إلى إستبعاد الشركات التي لا يوجد لديها بيانات مالية متتالية تخدم فترة الدراسة.

- تم استبعاد شركات التأمين للقطاع المالي واعتماد قطاع البنوك فقط، وذلك لعدم توفر بيانات مالية تخدم الدراسة حول القطاع.

## 1-8 التعريفات الأجرائية

الرافعة التشغيلية: ترتبط درجة الرفع التشغيلي بهيكل التكاليف للشركات، فكلما ارتفعت نسبة التكاليف الثابتة في هذا الهيكل يزداد الرفع التشغيلي والعكس صحيح (Thukaram,2006,p:400) وتقاس الرافعة التشغيلية كما يلي:

$$OL = \frac{\text{التكاليف الثابتة}}{\text{التكاليف الكلية (الثابتة + المتغيرة)}}$$

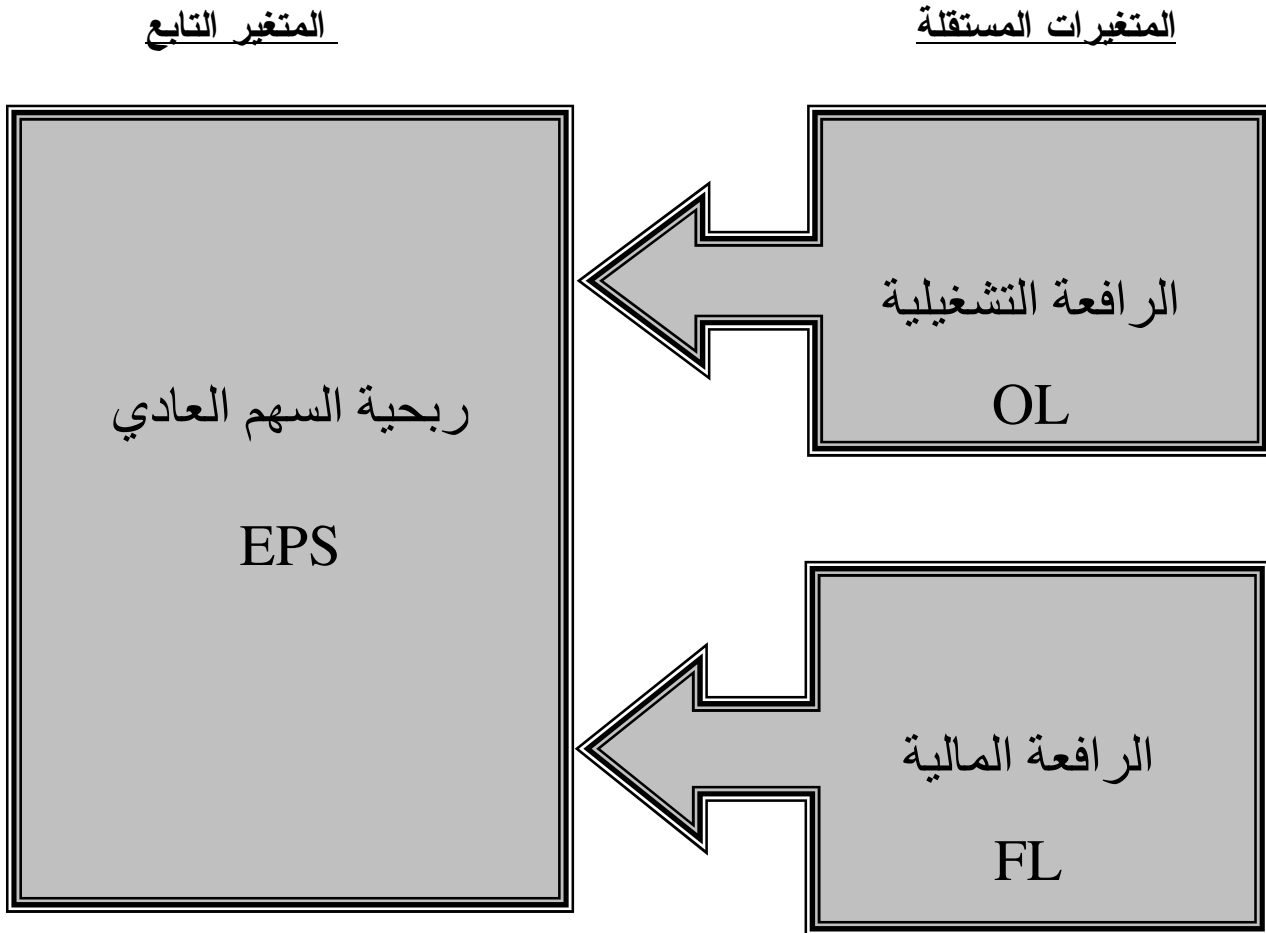
الرافعة المالية: ترتبط الرافعة المالية بالهيكل التمويلي للشركات، والتي تنتج عن وجود فوائد مدينة تتحملها الشركة. (Chandra, 2005, p: 26.6). وتقاس درجة الرافعة المالية كما يلي:

$$FL = \frac{\text{مجموع المطلوبات}}{\text{مجموع الأصول}}$$

ربحية السهم العادي (EPS): ويقصد بها حصة السهم العادي من الأرباح، وتقاس بصافي الربح بعد الضريبة مطروحا منه توزيعات الأسهم الممتازة مقسوما على الوسط المرجح لعدد الأسهم العادية (مطر، 2010، ص 41).

$$\text{EPS} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{الوسط الحسابي المرجح لعدد الأسهم العادية}}$$

## 1-9 نموذج الدراسة



الشكل (1-1)

اعداد الباحث

## الفصل الثاني: الأطار النظري والدراسات السابقة

### الأطار النظري

أولاً: المقدمة

ثانياً: هيكل التكاليف والرافعة التشغيلية

2-1 مفهوم الهيكل التمويلي وعلاقته بطبيعة النشاط الاقتصادي

2-2 مفهوم الرافعة التشغيلية

2-3 العلاقة بين هيكل التكاليف والرافعة التشغيلية

2-4 مفهوم درجة الرافعة التشغيلية

2-5 مزايا الرافعة التشغيلية

2-6 مخاطر الرافعة التشغيلية

ثالثاً: هيكل التمويل والرافعة المالية

2-7 مفهوم الهيكل التمويلي وعلاقته بطبيعة النشاط الاقتصادي للشركة

2-8 مفهوم الرافعة المالية

2-9 العلاقة بين الهيكل التمويلي والرافعة المالية

2-10 مفهوم درجة الرافعة المالية

2-11 مزايا الرافعة المالية

2-12 مخاطر الرافعة المالية

رابعاً: التمويل

2-13 مصادر التمويل (داخلي، خارجي)

2-14 سياسات التمويل

2-15 العوامل المؤثرة على قرار التمويل

2-16 نقطة التعادل التمويلي

خامساً: الدراسات السابقة

2-17 الدراسات العربية

2-18 الدراسات الأجنبية

## أولاً: المقدمة

إن حجم الأرباح يعتمد على حجم المبيعات وبالتالي على الطلب في السوق الذي يتأثر بالإضافة إلى عدة عوامل أخرى، بالأوضاع الإقتصادية، فإذا ازدادت المبيعات ازدادت الأرباح، وإذا نقصت المبيعات نقصت الأرباح (أو ظهرت الخسائر) لكن الزيادة أو النقصان في الأرباح الناتجة عن تقلب المبيعات تتأثر إلى حد كبير بنسبة التكاليف الثابتة في هيكل التكاليف ونسبة الدين في هيكل التمويل، فإذا كانت هاتان النسبتان مرتفعتان فإن نسبة تغير صغيرة في المبيعات تؤدي إلى نسبة تغير كبيرة في الأرباح الصافية للشركة أو ما يسمى بدرجة الرافعة التشغيلية ودرجة الرافعة المالية للشركة (الميداني، 2004، ص95).

يعنى مفهوم الرافعة (Leverage) في عالم الأعمال أن تسعى الشركة إلى تحقيق نقطة التوازن المثلى سواء من حيث هيكلها التكاليفي أو من حيث هيكلها التمويلي، وبالقدر الذي يعظم أداءها المالي من جهة ويخفض المخاطر المحيطة باحتمال استمراريتها من جهة أخرى. ( Helfert, 1990, p: 162 )

و يغطي مفهوم الرفع ثلاثة مجالات أساسية هي الرفع التشغيلي، والرفع المالي، والرفع المشترك وتنشأ الرافعة التشغيلية بوجود تكاليف ثابتة في التكاليف الإجمالية للشركة، بينما تنشأ الرافعة المالية عندما يتضمن هيكل رأس المال التزامات مالية أو ديونا على الشركة، أما الرافعة المشتركة فهي محصلة للرافعتين السابقتين وبالتالي تؤثر على أرباح الشركة بفعل أثر الرافعتين السابقتين معا .

( نور، وآخرون، 2005، ص255 )



ثانيا: هيكل التكاليف والرافعة المالية:

## 1-2 مفهوم هيكل التكاليف وعلاقته بطبيعة النشاط الإقتصادي للشركة:

تختلف المنشآت من حيث حجم التكاليف الثابتة لديها ومعدل التكلفة المتغيرة اللازمة لإنتاج الوحدة، ويرتبط مفهوم هيكل التكاليف بتركيبة هذا الهيكل من التكاليف الثابتة والتكاليف المتغيرة أو بالعلاقة بين التكاليف الثابتة والمتغيرة لدى الشركة، ويتفاوت هذا الهيكل من شركة إلى أخرى حسب طبيعة النشاط الإقتصادي للشركة فالبنسبة للشركات التي تستخدم التقنية الآلية في عملية التصنيع مثل المصانع فإنه يرتفع لديها التكاليف الثابتة في حين ينخفض معدل التكلفة المتغيرة للوحدة، أما الشركات التي لا تعتمد على التصنيع مثل الشركات الخدمية فإن التكاليف الثابتة تكون منخفضة نسبيا مقابل التكاليف المتغيرة (أبو نصار، 2006، ص25).

إن نستطيع القول إن طبيعة نشاط الشركات يحدد هيكل تكاليفها وعلى الشركات تحديد المزيج الأمثل لهيكل تكاليفها حتى لا تكون معرضة للمخاطر التشغيلية الناجمة عن سوء تحقيق التوازن في هيكل التكاليف المناسب.

## 2-2 مفهوم الرافعة التشغيلية:

اتفقت معظم المؤلفات على أن الرافعة التشغيلية تنتج نتيجة وجود تكاليف ثابتة مرتفعة في عمليات الشركة أو في هيكلها التكاليفي، إذ يؤثر هيكل التكاليف على حساسية صافي أرباح الشركة ويقصد بحساسية الأرباح، مدى تأثر الأرباح للتغير الحادث في المبيعات.

ويبدأ سلوك الرفع التشغيلي بالتباطؤ نتيجة تجاوز عمليات الشركة درجة التعادل وبعبارة أخرى كلما زاد حجم مبيعات للشركة انخفضت الرافعة التشغيلية (عقل، 2000، ص367).

### 3-2 العلاقة بين هيكل التكاليف والرافعة التشغيلية:

تتعدد تصنيفات التكاليف ليخدم كل تصنيف غاية أو أكثر تنشدها الإدارة، وهناك تصنيفات عدة للتكاليف وما يهم الباحث في هذا المجال هو تصنيف التكاليف حسب سلوكها حيث تنقسم التكاليف من حيث السلوك إلى:

1- التكاليف المتغيرة: وهي التكاليف التي تتغير في حجم النشاط، أي أن لمجموع التكاليف المتغيرة علاقة خطية مع حجم الإنتاج، وعليه فإن التكلفة المتغيرة للوحدة الواحدة ستكون ثابتة (أبو نصار، 2006، ص 27).

2- التكاليف الثابتة: وهي التكاليف التي تبقى في مجموعها ثابتة بغض النظر عن التغير في حجم النشاط ضمن المدى الملائم (Horngren,2009,p 56).

إذ توجد علاقة عكسية ما بين التكلفة الثابتة للوحدة وحجم الإنتاج، فالتكلفة الثابتة للوحدة تزداد بانخفاض حجم الإنتاج، وتنخفض بإزدياد حجم الإنتاج (Raiborn,2009).

3- التكاليف شبه الثابتة وشبه المتغيرة: وهي التكاليف التي تتميز بالمرونة حيث يكون جزء منها ثابتاً والجزء الآخر يكون متغيراً، إذ يتغير تبعا لحجم الإنتاج (Horngren,2009, p57).

تختلف المنشآت من حيث حجم التكاليف الثابتة كجزء من تكاليفه الإجمالية ، فبالنسبة للمنشآت التي تستخدم التقنية الآلية العالية في عملية التصنيع، ترتفع نسبة التكاليف الثابتة لديها في حين ينخفض معدل التكلفة المتغيرة للوحدة، وبالمقابل تكون التكلفة المتغيرة مرتفعة نسبيا لدى المنشآت التي تعتمد على العمالة في عملية التصنيع بدلا من الآلات، وبالمقابل تنخفض لدى هذا النوع من المنشآت التكاليف

الثابتة، ويمثل هيكل التكاليف العلاقة بين التكاليف الثابتة والمتغيرة لدى المنشأة، ويؤثر هيكل التكاليف على حساسية صافي ربح المنشأة والمقصود به هنا الرافعة التشغيلية (أبو نصار، 2005، ص 103).

وقد اعتبر (Brigham,2009) أن الرافعة التشغيلية ليست سوى عنصر واحد من عناصر المخاطر التجارية، ويصبح تأثيره قويا عند وجود تقلبات في المبيعات، والإنتاج والكلفة، وهكذا فإن ذلك يعظم من درجة تقلب الأرباح التشغيلية وبالتالي مخاطر الأعمال. (Brigham,2009,p:521).

ويرى (هندي،2008، ص253) أن الرافعة التشغيلية من مخاطر الأعمال تتعاظم بإرتفاع نسبة التكاليف الثابتة إلى اجمالي التكاليف الكلية، إذ كلما زادت نسبة التكاليف الثابتة في هيكل التكاليف، ترتب على التغير في قيمة المبيعات تغير أكبر في صافي ربح العمليات التشغيلية، بما يعني زيادة حجم مخاطر الأعمال والعكس صحيح.

#### 4-2 مفهوم درجة الرافعة التشغيلية:

أما درجة الرافعة التشغيلية فقد عرفها كثير من الكتاب بأنها مدى حساسية الربح التشغيلي للتغير الحادث في المبيعات ويمكن قياس درجة الرافعة التشغيلية (Degree of Operating Leverage) من خلال المعادلة التالية:

$$DOL = \frac{\text{المساهمة الحدية (Contribution margin)}}{\text{الربح قبل الفوائد والضرائب ( EBIT )}}$$

وتختلف درجة الرافعة التشغيلية من مستوى إنتاج إلى آخر فتبدأ بقيم سالبة وصغيرة لتصبح غير محددة عند كمية التعادل ثم تأخذ قيمة موجبة تتناقص بتزايد مستوى الإنتاج ما بعد كمية التعادل ( الميداني،2004، ص115).

## 5-2 مزايا الرافعة التشغيلية:

إن درجة الرافعة التشغيلية تقيس مدى تأثير الأرباح التشغيلية نتيجة التغير الحادث في قيمة المبيعات، وتتوقف مزايا الرافعة التشغيلية على طبيعة الأوضاع الإقتصادية للشركة وللسوق الذي تعمل فيه ، فإذا كانت الشركة بوضع تنافسي جيد، وتعمل في سوق يسوده ازدهار اقتصادي يسمح للشركة بالتوسع، فإن ارتفاع درجة الرافعة التشغيلية ستكون مؤشرا جيدا، لأنه تغير بسيط في المبيعات بالزيادة سينتج عنه زيادة كبيرة في مبيعاتها، مما يساعد الإدارة في اتخاذ القرارات في المجال التشغيلي وفي الوصول إلى المزيج التكاليفي الأمثل.

بالإضافة إلى أن مفهوم درجة الرافعة التشغيلية له مضامين بسياسات تسعير السلعة في الشركة، فقد تستطيع الشركة التي تتميز بدرجة رافعة تشغيلية مرتفعة و تواجه كسادا في مبيعاتها أن تخفض السعر قليلا فتزيد من مبيعاتها (بحسب مرونة الطلب بالنسبة للسعر) وتستفيد من الزيادة الكبيرة في أرباح التشغيل الناتجة عن زيادة المبيعات (الميداني، 2004، 115).

## 6-2 مخاطر الرافعة التشغيلية

وتنتج مخاطر الرافعة التشغيلية نتيجة ارتفاع نسبة التكاليف الثابتة وغيرها من الأعباء التي تتأثر إلى حد ما بالتغير في قيمة المبيعات، لذا فيجب أن تدفع بغض النظر عن مقدار الإيرادات المتاحة للشركة، وحيثما ازدادت التكاليف التشغيلية الثابتة فإن حجم المبيعات اللازمة لتغطية كل هذه التكاليف من الضروري أن تزداد، كذلك بمعنى آخر أن الشركة التي تزيد من تكاليفها التشغيلية الثابتة من الضروري أن تزيد من حجم مبيعاتها اللازمة لبلوغ نقطة التعادل، والعكس صحيح كذلك، لذا فإن نقطة التعادل هي مقياس آخر جيد لقياس مخاطر الرافعة التشغيلية فأعلى نقطة للشركة تمثل أعلى درجة لمخاطر الرافعة

التشغيلية، و بما أن استخدام الرافعة التشغيلية يؤدي إلى رفع التعادل فأى انخفاض في المبيعات سواء كان سبب المخاطر المنتظمة كوجود حالة كساد أو بسبب المخاطر غير المنتظمة كاتخاذ قرار إداري خاطئ سيزيد من احتمال وقوع خسارة (Brigham and Ehrhardt,2010,p 406).

وترتبط مخاطر الرافعة التشغيلية بمقدار التقلب الحادث في الربح التشغيلي للشركة بتغير الظروف الإقتصادية المحيطة بها.

فمثلا الشركة ( أ ) ذات درجة رافعة تشغيلية مرتفعة، فإنها في ظروف ازدهار اقتصادي تحقق أرباحا أعلى من الشركة ( ب ) ذات درجة الرافعة التشغيلية الأقل، لكن لو سادت ظروف كساد اقتصادي فإن أرباح الشركة ( أ ) ستهبط هبوطا حادا وبنسبة أعلى من نسبة هبوط الشركة ( ب ).

وتسمى مخاطر الرافعة التشغيلية بمخاطر الأعمال (Business Risk) والتي تعني التغير المتوقع في دخل المؤسسة قبل الفوائد والضرائب نتيجة لطبيعة نشاطها وظروف السوق وحدة المنافسة والتكاليف، هذا ويمكن النظر لهذا الخطر بأنه الخطر الذي ينشأ من التقلبات في الطلب على منتجات الشركة مما يؤدي إلى التقلب في كمية المبيعات و سعر البيع (عقل،2000، ص387).

وهي تلك المخاطر الناجمة عن ارتفاع مصاريف التشغيل عن معدلاتها المتوقعة، حيث يؤثر ذلك على صافي الدخل وقيمة المشروع والمخاطر التشغيلية قد تكون ناجمة عن طبيعة القطاع والطلب على المنتجات والتطور التكنولوجي ومستوى الأسعار والتكاليف ( ال شبيب، 2007، ص164).

ثالثا: هيكل التمويل والرافعة المالية:

## 2-7 مفهوم الهيكل التمويل وعلاقته بطبيعة النشاط الإقتصادي:

تعد وظيفة التمويل، بما تتضمنه من بحث عن مصادر التمويل والإختيار من بينها والتقرير بخصوص المزيح الأفضل منها، عملية مهمة جدا بالغة التعقيد وخاصة في المنشآت الكبيرة، لذلك يتطلب القيام بهذه الوظيفة توافر كفاءة متميزة لدى الإدارة المالية لما للقرارات المتعلقة بموضوع التمويل من أثر مهم على ربحية المؤسسة وسلامة وضعها المالي.

وبمجرد إنتهاء الإدارة المالية للمنشأة من تحديد كمية ونوعية احتياجاتها من الأموال، يبقى عليها أن تقرر مصادر التمويل التي عليها أن تختار من بينها، وأن تقرر أيضا كيفية تحقيق المزيح الأفضل من بين هذه المصادر. (عقل، 2000، ص265)

وعرف (الميداني، 2004، ص597) بأن التمويل هو الحصول على الأموال بالشكل الأمثل وتوزيع هذه الأموال في الشركة بالشكل الأمثل بهدف تعظيم ثروة المساهمين، وبمعنى آخر تتعلق وظيفة التمويل بإدارة حقيقية استثمارات الشركة بشكل يعظم العائد على هذه الإستثمارات بمزيح مناسب من مصادر التمويل لتخفيض كلفة رأس المال إلى الحد الأدنى.

ويجب التفريق بين الهيكل المالي الذي يظهر كيفية قيام المنشأة بتمويل أصولها المختلفة (وهو ما سيعبر عنه بهيكل التمويل)، والثاني هيكل رأس المال الذي يقصد به التمويل الدائم للمنشأة، الذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية، ويستبعد جميع أنواع الإئتمان قصيرة الأجل، وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال لمنشأة ما يعد جزءا من هيكلها المالي

(الحنوي، 2002).

ويرى (الميداني، 2004، ص597) بأن هيكل التمويل يشير إلى الجانب الأيسر من الميزانية، فهو يعبر عن تركيب أو مكونات الأموال التي بموجبها يتم تمويل الأصول (الجانب الأيمن من الميزانية)، وفي نفس السياق يشير كل من (Weston&Brigham) أن هيكل التمويل يمثل الجانب الأيسر للميزانية العمومية للمنشأة، ويعبر عن تركيب أو مكونات الأموال التي بموجبها يتم تمويل الأصول المتمثلة بالجانب الأيمن من الميزانية العمومية، إذ يمكن تمويل هذه الأصول من مصادر متعددة مثل رأس المال، والفائض المحتجز، وقروض قصيرة الأجل، أو قروض طويلة الأجل.

يتضح من التعريفات السابقة أن هيكل التمويل يتكون من أموال ملكية، أي الأموال التي يحصل عليها من مالكي المنشأة، ومصادرهما الأسهم، الأرباح المحتجزة، والأحتياطيات النقدية، أموال مقترضة، وهي التي يتم الحصول عليها عن طريق القروض التي تحصل عليها المنشأة، ومن أنواعها الإئتمان التجاري، القروض المصرفية قصيرة الأجل وطويلة الأجل، والسندات التي تصدرها المنشأة نوعاً من القروض طويلة الأجل مهما كانت طبيعة النشاط الإقتصادي للشركة.

## 8-2 مفهوم الرافعة المالية:

يعنى مفهوم رافعة التمويل استعمال الشركة للدين في هيكل التمويل بهدف زيادة العائد على حقوق المساهمين، ذلك لأن الدين مصدر رخيص نسبياً للتمويل، ويصبح أرخص إذا تم أخذ بعين الاعتبار التوفير الضريبي الناجم عن طرح الفائدة على الديون كنفقة، مما يؤدي إلى تخفيض الربح الخاضع، للضريبة ودفع ضرائب أقل (Chandra,2008).

وقد عرف (هندي، 2008، ص614) الرافعة المالية بأنها درجة اعتماد المنشأة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت سواء كانت قروضا، سندات، أو أسهما ممتازة، مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك، كما يؤثر على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها.

## 9-2 العلاقة بين الهيكل التمويلي والرافعة المالية:

تختلف مصادر التمويل وتتعدد تصنيفاتها، فتقسم من حيث المصدر إلى مصادر داخلية عن طريق الملكية ومصادر خارجية عن طريق الديون، وتقسم من حيث الأجل إلى مصادر قصيرة الأجل ومتوسطة الأجل، وطويلة الأجل.

وتلجأ الشركات إلى البحث عن مصادر للتمويل جديدة عندما تكون مصادر التمويل الذاتية غير كافية لمواجهة وتغطية احتياجاتها، أو لأنها ترغب في استعمال المزيد منها لاسباب عديدة مثل التوسع أو زيادة الربحية، لذا فإن هيكل التمويل عبارة عن مزيج من أموال الملكية والمديونية سواء كانت طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، وترتبط علاقة الرافعة المالية بالهيكل التمويلي من حيث نسبة المديونية في هيكل رأس المال، فكلما كانت الشركة تعتمد على الديون بصورة كبيرة في هيكلها التمويلي كانت الرافعة المالية مرتفعة، وعلى النقيض من ذلك كلما كانت الشركة تعتمد على التمويل بالملكية بصورة أكبر كانت الرافعة المالية منخفضة، فعلى الشركة أن تحدد المزيج التمويلي الأمثل الذي يخفض تكلفة رأس المال في الشركة إلى الحد الأدنى، ويعظم العائد على المساهمين.

## 10-2 مفهوم درجة الرافعة المالية:

ترتبط درجة الرافعة المالية بالهيكل التمويلي للشركات، والتي تنتج من وجود فوائد ثابتة لدى الشركة وتقاس درجة الرافعة المالية كما يلي:

الربح قبل الفوائد الضرائب (EBIT)

$$DFL = \frac{\text{الربح قبل الفوائد الضرائب (EBIT)}}{\text{الربح قبل الفوائد الضرائب (EBT)}}$$

الربح قبل الفوائد الضرائب (EBT)



إذ تقيس درجة الرافعة المالية مدى حساسية أو استجابة التغير للربح قبل الفوائد والضرائب نتيجة التغير في الربح قبل الضرائب. (Chandra, 2005, p: 26.6)

فمثلا عند افتراض أن درجة الرافعة المالية لشركة ما كانت (2) فهذا يعني أن تغيرا في الربح قبل الفائدة والضريبة بمقدار (1%) سيؤدي إلى تغير في الأرباح قبل الضريبة بمقدار (2%).

## 11-2 مزايا الرافعة المالية

في حالة الرفع المالي سنجد فرصة تحسين الربحية عن طريق الديون بكلفة ثابتة نسبيا ، وتشغيل هذه الديون في عمليات الشركة تحقق عائدا أفضل من كلفة الديون بافتراض قدرة الشركة على تحقيق ذلك ويشير (عقل، 2000، ص 369) إلى أن الرفع المالي يتحقق إذا ما تم في ظل عائد على الموجودات أعلى من كلفة الإقتراض المميزات التالية:

- 1- تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين كلفة الإقتراض ومردود الإستثمار.
- 2- المحافظة على السيطرة في المؤسسة لأن الدائنين لا صوت لهم في الإدارة.
- 3- عدم مشاركة الآخرين في الأرباح المحققة.
- 4- الإستفادة من ميزة كون الفوائد قابلة للتنزيل من الضريبة.
- 5- في فترات التضخم يتم اقتراض أموال ذات قوة شرائية عالية وإعادتها بأموال ذات قوة شرائية أقل.
- 6- الإقتراض بحكمه يمكن المؤسسة من بناء سمعة في الأسواق المالية، وهذا أمر هي بحاجة إليه دائما خاصة عندما تحتاج إلى المزيد من الإقتراض.

## 12-2 مخاطر الرافعة المالية

يقصد بالمخاطر المالية التذبذب في صافي الربح بعد الضريبة، أي التذبذب في صافي الربح بعد الضريبة في العائد المتبقي للملاك (حملة الأسهم العادية) بسبب استخدام مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة، كالفائدة واحتمالات عدم القدرة على سداد أصل الديون في أوقات استحقاقها أو الفائدة أو كليهما، فهي مخاطرة مربوطة بالديون، والمنطق أنه كلما زاد حجم الديون في هيكل تمويل الموجودات زادت درجة المخاطرة، والأصل في هذه المخاطر ليست الديون بحد ذاتها، إنما احتمالات انخفاض مستويات الأرباح المتوقع تحقيقها دون مستوى الفائدة المدفوعة على تلك الديون، وهذا يعني تعرض الشركة إلى خسائر بسبب انخفاض دون مستوى ما تتحمله من التكلفة، وهذا بحد ذاته مخاطرة مالية (هندي، 2008، ص614).

### رابعاً: التمويل

## 13-2 مصادر التمويل

ان المقصود بمصادر التمويل، تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأة على الأموال بهدف استثماراتها، ومن ثم فإنها تتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل ام قصيرة الأجل وهو ما يطلق عليها بالهيكل التمويلي، والهيكل التمويلي بهذا التعريف يختلف عن هيكل رأس المال الذي يشمل فقط على مصادر التمويل طويلة الأجل، التي تتمثل في القروض طويلة الأجل والسندات والأسهم العادية والأرباح المحتجزة والأسهم الممتازة إن وجدت، أما مصادر التمويل قصيرة الأجل التي تكون مع المصادر طويلة الأجل، الهيكل المالي للمنشأة فإنها تشمل أساساً على الإئتمان التجاري، والإئتمان المصرفي قصير الأجل (أل شبيب، 2009، ص117).

وتقسم مصادر التمويل من حيث المصدر إلى قسمين:-

1- التمويل الداخلي: وهو قدرة المنشأة على تغطية احتياجاتها المالية اللازمة لسداد الديون وتنفيذ الإستثمارات الرأسمالية، وزيادة رأسمالها العامل من الأموال الذاتية للمنشأة، وأيضا بيع أصولها الثابتة ويقسم التمويل الداخلي إلى قسمين تمويل بهدف التوسع في الأنشطة، وتمويل بهدف المحافظة على الطاقة الإنتاجية

2- التمويل الخارجي: وهو تمويل الإستثمارات الجديدة بالإعتماد على الأموال التي يتم الحصول عليها من المصادر الخارجية، ويتوقف حجم التمويل الخارجي على الإحتياجات المالية للوحدة، وحجم التمويل الداخلي المتاح (مطر، 2010، ص 277)

وفي المفاضلة بين هذين المصدرين سعيا وراء تخفيض التكلفة المرجحة لرأسمال الشركة المستثمر إلى الحد الأدنى المناسب حدد(مطر، 2010، ص 278) مجموعة من العوامل يجب أخذها بعين الاعتبار:

- 1- تكلفة المصادر المختلفة للتمويل، أي تكلفة الدينار الواحد من كل مصدر.
- 2- عنصر الملاءمة (Relevance) بمعنى أن يكون مصدر التمويل ملائما للمجال الذي تستخدم فيه الأموال، فإذا كان تمويل رأس المال العامل مثلا هو الهدف من قرار التمويل ليس من الحكمة حينئذ أن يكون تمويله بقرض طويل الأجل بل قرض قصير الأجل سعيا وراء تخفيض التكلفة المرجحة للأموال إلى حدها الأدنى، أما إذا كان الهدف من قرار التمويل هو التوسع أو شراء أصل رأس مالي، من الحكمة حينئذ ان يتم تمويله إما عن طريق الملاك أو بقرض طويل الأجل.
- 3- وضع السيولة النقدية في المنشأة لدى اتخاذ القرار، وسياساتها المتبعة في إدارة هذه السيولة، فإذا كان هذا الوضع حرجا قد تضطر الشركة لتجاوز عامل التكلفة والبحث عن مصادر تمويل طويلة الأجل لتجنب عوامل الضغط على السيولة في المستقبل.
- 4- القيود التي يفرضها المقرض على الشركة المقترضة والتي تتعلق عادة بالضمانات المقدمة، أو سياسات توزيع الأرباح، أو بالقيود على مصادر التمويل الأخرى.

5- المزايا الضريبية، فمصادر التمويل الخارجي بشكل عام تحقق وفورات ضريبية (Tax Savings) تخفض من المتوسط المرجح لتكلفة الأموال، وهو ما لا تحققه مصادر التمويل الداخلي، ذلك على أساس أن الفوائد المدفوعة عن القروض تعد عبئاً يحمل لربح الشركة، على عكس التوزيعات التي تدفع للملاك والتي تعد توزيعاً للربح لا عبئاً عليه وبالتالي لا تدخل في احتساب الوعاء الضريبي.

## 14-2 مصادر التمويل الداخلي

وتعد مصادر التمويل الداخلية كما قسمها (مطر، 2006، ص 277) الأموال التي يتم الحصول عليها من الملاك سواء كانت من الإحتياطات الإختيارية أو عن طريق الأرباح المحتجزة أو من الإصدارات المباشرة للأسهم

### 1- الأرباح المحتجزة:

وهي جزء من الأرباح التي تحتفظ بها الشركة بدلاً من توزيعها على مالكي الأسهم، فقد تلجأ الشركة إلى تمويل مشروعاتها الجديدة عن طريق هذا الأرباح فهي تتميز بأنها أقل كلفة وأسرعها للحصول على الأموال.

### 2- الأسهم العادية:

تعد الأسهم العادية وسيلة التمويل الرئيسية، لذا كان الإعتماد شبه الرئيسي على هذا النوع من الأسهم للتمويل الدائم للشركات لأن هذا النوع من الأسهم لا يحمل الشركة أية أعباء أو كلفة للغير كما هو الحال للأسهم الممتازة، بالإضافة إلى أن الشركة غير ملزمة بدفع أي عائد ثابت أو محدد لحملة الأسهم العادية مقابل استخدامها لأموالهم، ولكن إذا حققت الشركة أرباحاً واتخذت قراراً بتوزيعها، عندئذ يحصل حملة الأسهم على حصة من ذلك الربح (عقل، 2010، ص 106).

وقدد حدد (عقل،2010، 111) مجموعة من المزايا والعيوب للتمويل الداخلي وخاصة عن طريق الأسهم العادية من وجهة نظر الشركة المصدرة.

#### المزايا:

- أ- لا تشكل كلفة ثابتة على الشركة، لأنه لا يستحق عليها عائداً إلا إذا تحقق ربح وتقرر توزيعه كله أو جزء منه.
- ب- تعطي الأسهم العادية كمصدر تمويلي للشركة مرونة أكثر من تلك التي تقدمها الأوراق المالية ثابتة الكلفة مثل الأسناد والأسهم الممتازة، كما تكون أقل خطورة من غيرها.
- ت- تفادي فرض بعض القيود المالية التي قد ترد مع مصادر التمويل الأخرى، مثل الحفاظ على مستوى محدد من المديونية، ومستوى معين من رأس المال.
- ث- مصدر تمويلي مناسب عندما تكون الشركة قد استخدمت كامل طاقاتها على الإقتراض، لأن مثل هذه الزيادة في رأس المال تؤدي إلى زيادة الثقة في الشركة وتوسع قدرتها على الإقتراض.
- ج- قد تكون أكثر سهولة في التسويق من أدوات الدين الأخرى خاصة إذا كان مستقبل الشركة المصدرة لها جيداً.
- ح- لا تتضمن تاريخ استحقاق محدد، كما هي الحال في الأسناد، الأمر الذي يشكل عبئاً على التدفقات النقدية.

#### العيوب:

- أ- يؤدي التوسع في اصدار الأسهم العادية إلى زيادة قاعدة المالكين وقد يؤدي ذلك إلى تأثر سلطة المالكين المسيطرين حاليين.
- ب- توسيع قاعدة توزيع الأرباح، بالتالي تدني العوائد نتيجة لأنخفاض الأرباح المحتجزة لإعادة الإستثمار.

ت- قد تكون كلفة اصدارها عالية من حالة الإجراءات.

ث- الأرباح الموزعة تخضع للضريبة الأمر الذي يزيد من كلفتها بالمقارنة مع الدين.

### 3- الأسهم الممتازة:

ويعد مصدر مهما من مصادر التمويل للشركات وتمتاز بجمعها بين صفات أموال الملكية والإقتراض، وتعرف بأنها من أشكال الإستثمار في الشركة يقدم لمالكيه ميزتين: عائدا محددًا أي نسبة من قيمة السهم الإسمية، مركزًا ممتازًا اتجاه حملة الأسهم العادية (حنفي، 2007، ص414).

وتتشابه الأسهم الممتازة مع الأسهم العادية إذ يعد أن كلاهما من أموال الملكية، وأنه لا يوجد تاريخ محدد لردهما للمالكين، عدم دفع العوائد لحملة لا يؤدي إلى الإفلاس، العوائد المدفوعة لحملة لا تخصم من الدخل الخاضع للضريبة؛ وتختلف من حيث أن الأسهم الممتازة لها الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة، لا يكون لحملة الأسهم الممتازة حق التصويت في حين يكون ذلك لحملة الأسهم العادية (عقل، 2010، ص113).

وقد حدد (حنفي، 2007، ص513) مزايا وعيوب الأسهم الممتازة فيما يلي:

#### المزايا:

أ- لا يؤدي عدم دفع عوائد الأسهم الممتازة إلى إفلاس الشركة.

ب- عوائدها مقتصرة على نسبة معينة، إذ لا تشارك في أية زيادة في الأرباح كما أنها لا تؤدي إلى تآكل يذكر في ربحية السهم العادية.

ت- إن حق استدعائها يعطي الشركة المصدرة ميزة استبدالها بوسائل دين أقل كلفة إذا انخفضت أسعار الفوائد.

ث- لا يتطلب وجود أصول مرهونة كضمان لهذا التمويل كما يحصل بالقروض

ج- تقلل احتمال تأثر الشركة بالأوضاع الإقتصادية السلبية.

#### العيوب:

أ- أن معدل عائدها أعلى من العائد الخاص بالقروض.

ب-زيادة أعباء مالية على الشركة نتيجة تراكم عوائدها.

ت- قد تفرض بعض القيود على الشركة.

#### 15-2 مصادر التمويل الخارجي:

وتقسم مصادر التمويل الخارجي إلى القروض المباشرة أو القروض بإصدار سندات أو التمويل

بالاستئجار

#### 1- القروض:

وتعرف القروض بأنها عبارة عن اتفاق بين المقرض والمقترض يقمّ بموجبه المقرض مبلغاً من المال

ويلزم المقترض بإعادة المبلغ في مواعيد محددة بموجب دفعات متفق على قيمتها بالإضافة إلى فوائدها.

وتلجأ الشركات إلى الاقتراض بشكل رئيسي لتوفير الأموال اللازمة لها، لكن هناك أسباباً عديدة تلجأ

الشركات من أجلها للاقتراض مثل عدم امكانيتها لطرح أسهم جديدة، ضعف الطلب المالي في السوق

واحتمالات عدم تغطية الإصدار، يكون عادة أقل كلفة من إصدار الأسهم ( الميداني، 2004، ص506).

وهناك مجموعة من المزايا والعيوب للقروض ( هندي، 2008، ص551).

#### المزايا:

أ- تكلفة القرض محددة مسبقاً، وأن تكلفته المتوقعة أقل من تكلفة إصدار الأسهم العادية أو الأسهم

الممتازة.

ب- أن الفوائد المترتبة على القروض تعطي إعفاء من الضريبة للشركة باعتبارها من الأعباء الواجبة خصمها من الدخل قبل حساب الضريبة.

#### العيوب:

أ- أنه يترتب على القروض الإلتزام بدفع فوائد.

ب- زيادة المخاطرة بالتمويل الناتجة عن التوسع بالتمويل في المديونية، مما يؤدي إلى تخفيض قيمة الأسهم المتداولة.

ج- أنها ذات تاريخ استحقاق محدد وعلى الشركة سداد القرض أو اصدار قروض جديدة لسداد القرض القائم.

#### 2-الإسناد:

وهو عبارة عن سند إذني، يتعهد مصدره بأن يدفع فائدة على قيمته الإسمية بالإضافة إلى دفع القيمة الإسمية نفسها في تاريخ محدد مسبقاً و تحدد الشروط الفائدة والدفع عادة بنشرة الإصدار التي يتم تحضيرها قبل طرح الإسناد للبيع، وتتعد الأسباب التي تلجأ من أجلها الشركات للتمويل عن طريق

السندات (عقل 2010، ص، 120)

أ- الإستفادة من مزايا الرفع المالي

ب- التكلفة، كلفة الإقتراض محدودة والسندات لا تشارك في الأرباح في حال تحقق المزيد منها.

ت- الميزة الضريبية

ث- استعمال أموال الآخرين دون اشتراكهم في الإدارة

ج- زيادة موارد التمويل المتاحة للشركة حيث يمكن بجذب من لا يرغب في المشاركة في مخاطر الملكية.

ح- توفير المرونة لإدارة الشركة فيما يتعلق بالهيكل المالي من خلال اشتراط حقها في استدعاء الأسناد للوفاء.



## 2- التمويل بالاستئجار:

ويستخدم هذا النوع من التمويل في تمويل المباني والأجهزة وقد حدد (حنفي، 2007، ص 520) الأمور

المتشابهة والمختلفة بين التمويل بالاستئجار والتمويل بالإقتراض كما يلي:

أ- كالأهما يؤثر بالرافعة المالية.

ب- يوجد اختلاف بين التمويل بالاستئجار والتمويل بالإقتراض من حيث ان الاستئجار مرتبط بأصل

محدد.

ت- يتميز الاستئجار عن القروض من حيث أن المؤجر يتمتع بوضع أفضل مقارنة بالمقرض إذا واجهت

الشركة مصاعب مالية، إذ إنه من السهل على الشركات التي تتصف بمخاطر عالية أن تحصل على

التمويل بالاستئجار فيما يصعب عليها الحصول على القروض.

أشكال التمويل بالاستئجار:

1- بيع الأصل ثم استجاره:

ومن مميزات هذا النوع أن الشركة البائعة تحصل على تدفق نقدي كبير يساوي ثمن الأصل الذي تم

بيعه، وتحتفظ الشركة بنفس الوقت بحق الانتفاع من الأصل (الميداني، 2004، ص 515).

2- الاستئجار التمويلي:

ويتطلب هذا النوع من الاستئجار اطفاء كامل قيمة الأصل خلال فترة العقد لذلك يدعى أيضا بالاستئجار

الرأسمالي، وتتميز عقود الاستئجار التمويلي بأنها لا تقدم أية خدمات صيانة للتجهيزات، حيث يتكفل

المستأجر بنفقات الصيانة بالكامل، بالإضافة إلى أن عقد الإيجار التمويلي لا يمكن إلغاؤه، فإذا أراد

المستأجر أن يلغي العقد فعليه تسديد دفعات الإيجار كاملا (حنفي، 2007، ص 523).

3- الاستئجار التشغيلي

ويقدم عقد الاستئجار التشغيلي التجهيزات وخدمات الصيانة إلى المستأجر، لذلك فإنه يدعى أحيانا بعقد استئجار خدمات، وتستدعي مثل هذه العقود أن يقوم المؤجر بتقديم خدمات الصيانة للتجهيزات وتكون تكلفة الصيانة محسوبة في دفعة الإيجار الدورية.

ومن أهم خصائص الاستئجار التشغيلي أنه في كثير من الأحيان لا يتطلب اطفاء لكامل قيمة الأصل، ويتميز أيضا بأنه قد يحتوي على بند بإلغائه من قبل المستأجر، وإعادة التجهيزات إلى المؤجر قبل انتهاء فترة العقد وبعد إعطاء فترة إنذار مسبقاً ( النعيمي، 2007، ص 53).

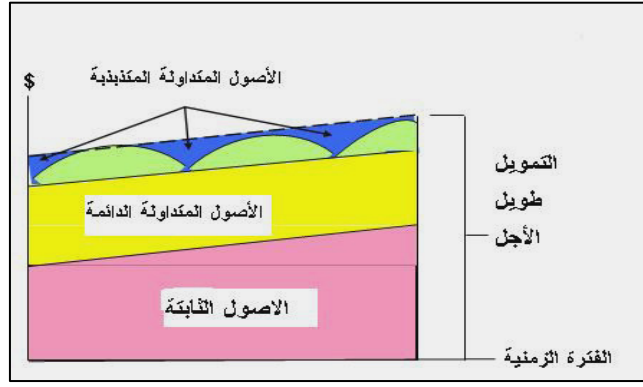
## 16-2 سياسات التمويل:

"تختلف سياسات التمويل التي تتبعها منشأة تتسم إدارتها بالجرأة عن أخرى تهيمن على مقاليد الأمور فيها إدارة محافظة في عملية اختيار مصدر التمويل الملائم والمفاضلة بين مصادر التمويل المملوكة ومصادر التمويل المقترضة.

وعادة ما تشير المراجع إلى وجود ثلاثة أنواع لسياسات التمويل.

### 1- سياسة التمويل المتحفظة:

يتم اتباع هذه السياسة عندما تمول الشركة قسماً فقط من الجزء المتقلب من الموجودات المتداولة بالقروض قصيرة الأجل، ويتم تمويل القسم المتبقي من الجزء المتقلب من الموجودات المتداولة والجزء الدائم من الموجودات المتداولة والموجودات الثابتة بمصادر تمويل طويلة الأجل والدائمة، حيث أن هذه السياسة تخفض إلى أقصى حد مخاطر التمويل بالقروض قصيرة الأجل، ولكنها مكلفة لأن الجزء الكبير من التمويل مأخوذ من مصادر التمويل طويلة الأجل والدائمة عالية التكلفة مما ينعكس بتخفيض ربحية الشركة (الميداني، 2004، ص 216) كما هو موضح في الشكل الآتي :

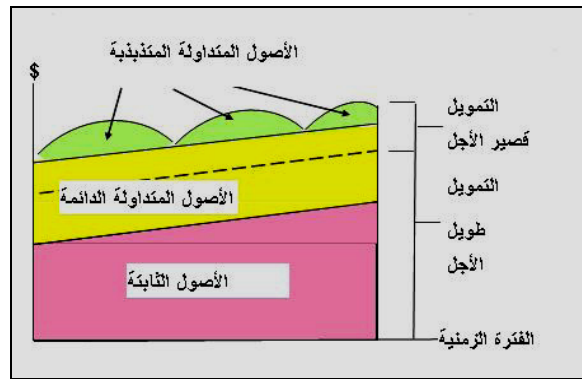


الشكل (2-1)

## 2- سياسة التمويل المجازفة:

وهي السياسة التمويلية التي يتم اتباعها عندما تتميز إدارة المنشأة بقدر من الجراءة، بحيث لا تمويل فقط الجزء المنقلب من الموجودات المتداولة بل أيضا قسما من الجزء الدائم من الموجودات المتداولة بقروض قصيرة الأجل، ويمول القسم المتبقي من الجزء الدائم من الموجودات المتداولة والموجودات الثابتة بمصادر تمويل طويلة الأجل ودائمة، إن هذه السياسة تخفض من تكلفة الفائدة على الشركة وتزيد من ربحيتها، ولكنه يعرض الشركة إلى خطر كبير ناتج عن احتمالات عدم توفر السيولة اللازمة لتسديد

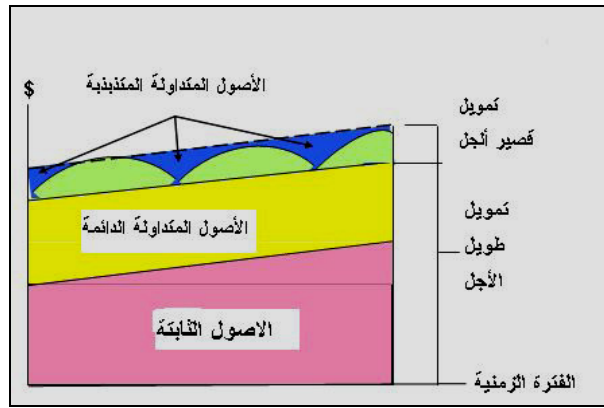
الديون (Brigham & Ehrhart, 2005)



الشكل (2-2)

### 3- سياسة التمويل المتوازنة:

ويقصد بها تلك السياسة التي تقوم على الإلتزام الحر بمبدأ التغطية، والذي يقتضي بضرورة مواعمة توقيت التدفقات النقدية المتولدة من الأصل مع توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويله وعليه تقوم إدارة المنشأة بموجب إتباع سياسة التمويل المثلى، بتمويل الأصول الدائمة من مصادر طويلة الأجل، والأصول المؤقتة من مصادر قصيرة الأجل ( الراوي، 2000، ص424) والشكل الآتي يوضح هذه السياسة.



الشكل (2-3)

وتجدر الإشارة هنا إلى أنه يجب اختبار سياسة التمويل الملائمة بناء على الظروف المحيطة بالمنشأة، وعلى التوقعات النقدية لهذه المنشأة، فيما يتعلق بمدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها.

### 2-17 العوامل المؤثرة على قرار التمويل

1- الملاءمة: بمعنى أن يكون مصدر التمويل ملائماً للمجال الذي تستخدم فيه الأموال، فلتمويل رأس المال العامل مثلاً، من الحكمة ان يتم ذلك عن طريق قرض قصير الأجل، أما إذا كان الهدف من وراء التمويل التوسع أو شراء أصل رأس مالي من الحكمة عندئذ تمويله عن طريق قرض طويل الأجل. (مطر، 2010، ص278)

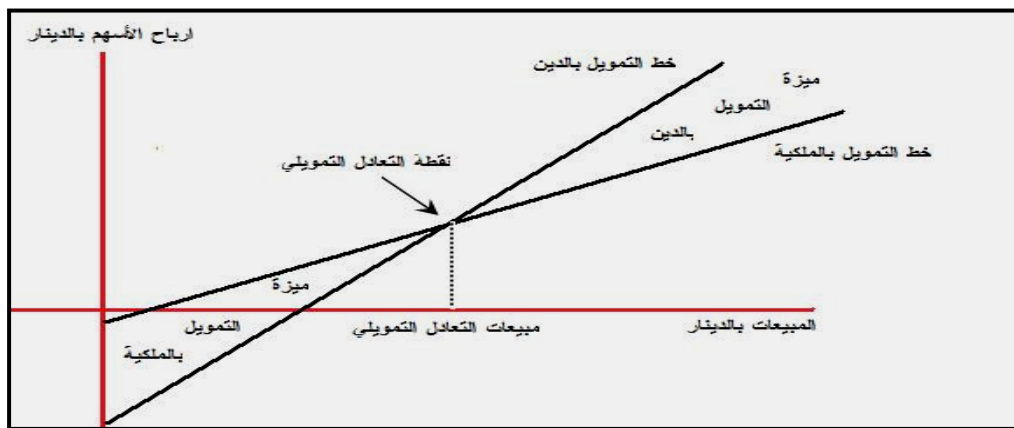
2- السيطرة: بقاء سيطرة المالكين الحاليين على المنشأة هي من العوامل التي تلعب دوراً بارزاً في تخطيط مصادر التمويل، لهذا السبب كثيراً ما نجد المالكين المسيطرين يفضلون التمويل عن طريق

الإقتراض وإصدار الأسهم الممتازة بدلا من إصدار أسهم عادية، لأن الدائنين العاديين والممتازين كليهما لا يهدد مثل هذه السيطرة بصورة مباشرة لأنهما لا يملكان التدخل في الإدارة. (عقل، 2000، ص275).

3-الميزة الضريبية: تتمثل الميزة الضريبية لأموال الإقتراض في أن فوائد هذه القروض تعد مصاريف تخصم من الدخل قبل حساب الضريبة (Brigham,2008,p:420).

4-تكلفة المصادر المختلفة للتمويل: أي تكلفة الدينار الواحد من كل مصدر. (مطر، 2010، ص278)

## 18-2 نقطة التعادل التمويلي



الشكل (4-2)

إعداد الباحث

يمكن تحديد نقطة التعادل التمويلي عن طريق استعمال الأرباح المحسوبة باستعمال طريقتي التمويل بالدين والأسهم، حيث تعرف نقطة التعادل التمويلي بأنها مستوى المبيعات الذي يؤدي إلى نفس العائد على الأسهم بغض النظر عن طريقة التمويل (Khan,2005).

ويتم قياس مبيعات التعادل التمويلي والأرباح للسهم لتحقيق المساواة بين معادلتني أرباح السهم لكل من طريقتي التمويل بالدين والأسهم وحل المعادلة الناتجة لحساب قيمة المبيعات كما يأتي:

$$EPS_D = \frac{S-(FC+VQ+I)(1-T)}{N} = \frac{S-(FC+VQ+I)(1-T)}{N} = EPS_E$$

حيث أن:

$EPS_D$  : العائد على السهم عند استعمال الدين.

$EPS_E$  : العائد على السهم عند استعمال الأسهم.

S : المبيعات

FC : التكلفة الثابتة

V : التكلفة المتغيرة للوحدة.

Q : عدد الوحدات المباعة.

I : الفائدة المدفوعة على الدين

T : معدل الضريبة

N : عدد الأسهم القائمة

## خامسا: الدراسات السابقة حول موضوع الدراسة

### 19-2 الدراسات العربية

1- دراسة (المخامرة، 1992) بعنوان: أثر التحول من السوق الموازي إلى السوق النظامي على الرفع المالي ومحدداته في الشركات المساهمة العامة الأردنية.

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

2- دراسة (ديرانية، 1993) بعنوان: محددات الهيكل المالي في الشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن.

تناولت هذه الدراسة أثر كل من: الربحية، الرفع التشغيلي، الحجم، النمو، التدبذب بالدخل، والإعفاءات، والوفورات الضريبية، على الهيكل المالي (مقاسا بالرفع المالي) وقد شملت عينة الدراسة على أربع وعشرين شركة صناعية أردنية مساهمة عامة مدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة (1981-1989) وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية بين الربحية والرافعة المالية، وتوصلت إلى وجود علاقة سلبية بين الإعفاءات والوفورات الضريبية والرفع المالي.

3- دراسة ( أبو فرحة، 2001) بعنوان: **العلاقة بين المخاطر النظامية وكل من الرفع التشغيلي والرفع المالي.**

وتمت هذه الدراسة في الأردن على عينة مكونة من (38) شركة مساهمة عامة في قطاع الصناعة والخدمات من عام 1984-1999 ، وقد توصلت الدراسة فيما يتعلق بالشركات الصناعية إلى وجود علاقة موجبة ليست ذات دلالة إحصائية بين المخاطر النظامية والرافعة المالية، ووجود علاقة إيجابية وليست ذات دلالة إحصائية بين المخاطر النظامية والرافعة التشغيلية.

4- دراسة (الأغبري، 2002) بعنوان: **أثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات الصناعات الغذائية اليمنية.**

سعت هذه الدراسة لمعرفة أثر الرافعة المالية على الأداء المالي للشركات الصناعية الغذائية اليمنية، وتناولت عينة مكونة من (10) شركات وتم اختبار الفرضيات على الشركات العشرة كل على حدة، وقد خلصت هذه الدراسة إلى وجود تأثير جوهري للرافعة المالية على معدل العائد على الإستثمار وبدوره على قيمة المنشأة.

5- دراسة (شلاش والبقوم والعون، 2004) بعنوان: **العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال.**

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 إقتراض الأموال من الجهات التمويلية. وقد تمّ تلخيص العلاقة بين المؤشرات المحاسبية وشكل الهيكل المالي للشركات الصناعية المساهمة في الأردن، باستخدام أسلوب تحليل الإنحدار 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 أن نسبة الرفع المالي، في الشركات الصناعية الأردنية بمتوسط 36%، وهي نسبة منخفضة مقارنة مع مثيلاتها في دول، 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%، وبينت، أيضاً، 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 الإعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة وبدرجة عالية على الأرباح المحتجزة، نظراً للخطورة العالية التي تترتب على الإقتراض، وتماشياً مع الظروف الإقتصادية غير المستقرة التي تواجه الأردن.

6- دراسة ( الأغا، 2005 ) بعنوان: أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على

#### الإستثمار

سعت هذه الدراسة لتقييم العلاقة بين الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الإستثمار، حيث شملت عينة مكونة من (15) شركة مساهمة عامة مدرجة في سوق فلسطين المالي، وتوصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين الإعتماد على مصادر التمويل (الممتلكة والمقترضة) وتكلفة هذه المصادر، كما توصلت لعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الإستثمار.

7- دراسة (النويران، 2007) بعنوان: أثر استخدام الرفع المالي في الشركات الصناعية الأردنية

### المساهمة العامة على العائد على حقوق الملكية والمخاطر النظامية.

تناولت هذه الدراسة موضوع دور الرفع المالي في تحسين العائد على حقوق الملكية وعلى زيادة المخاطر النظامية، حيث شملت عينة الدراسة (37) شركة صناعية أردنية مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان، وتوصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج، وجود علاقة إيجابية بين الرافعة المالية والمخاطر النظامية، بالإضافة إلى وجود علاقة سلبية بين الرافعة المالية والعائد على حقوق المساهمين في الشركات المساهمة العامة التي تناولتها الدراسة.

### 8- دراسة (يوسف، 2008) بعنوان: العوامل المؤثرة على ربحية السهم في سوق عمان المالي

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أهم العوامل المؤثرة على ربحية السهم، وكانت هذه العوامل هي العوامل الداخلية متمثلة في عدد عاملي الشركة، ورأس مال الشركة؛ والعوامل الخارجية متمثلة في التضخم، وسعر الفائدة، وعجز أو فائض ميزان المدفوعات، والعجز في الموازنة، والنتائج المحلي الإجمالي، وتكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات المدرجة في سوق عمان المالي للفترة ما بين 2000 - 2006 حيث شملت عينة الدراسة (60) شركة من مختلف القطاعات وتوصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج من أهمها وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم رأس المال و ربحية السهم.

9- دراسة (المحادين، 2010) بعنوان: أثر المزيج التمويلي في القيمة السوقية لشركات التأمين

الأردنية المدرجة في بورصة عمان.

هدفت هذه الدراسة إلى الكشف عن أثر المزيج التمويلي لشركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان في القيمة السوقية لأسهم هذه الشركات، حيث شملت هذه الدراسة على (25) شركة خلال الفترة الواقعة بين عام 2004-2009.

وتوصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج من أهمها، وجود أثر ذي دلالة إحصائية للمزيج التمويلي والعائد على السهم العادي الواحد في القيمة السوقية لشركات التأمين، وجود أثر ذي دلالة إحصائية للمزيج التمويلي ونصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة في القيمة السوقية لشركات التأمين.

## 18-2 الدراسات الأجنبية

1- دراسة (Darrat & Mukherjee, 1995) بعنوان:

### **The impact of: Operating and Financial Leverage on Equity Risks**

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

2 - دراسة (Ozkan, 2001) بعنوان:

### **Determinants Of Capital Structure & Adjustment to long Run Target**

تشير هذه الدراسة إلى أن الشركات البريطانية، كانت تبين أن لكل من الربحية، والسيولة، وفرص النمو، أثراً سالباً على الهيكل التمويلي، ووجدوا أثراً محدداً للحجم على مديونية المنشأة وأن العلاقة عكسية بين الأعتبارات الضريبية، ونسبة الإقتراض.

3- دراسة (Faff,2002) بعنوان:

### **New evidence on the impact of financial leverage on systematic risk.**

اختبرت هذه الدراسة أثر الرافعة المالية على المخاطر النظامية، باستخدام طريقة السلاسل الزمنية، وشملت عينة الدراسة 348 شركة أمريكية خلال الفترة ( 1979- 1994). وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة قوية وموجبة وذات دلالة إحصائية مهمه بين الرفع المالي والمخاطر النظامية في مختلف القطاعات الإقتصادية.

4- دراسة (Aivazian & Ge,2003) بعنوان:

### **The Impact of Leverage on Firms Investments.**

هدفت هذه الدراسة قياس أثر الرافعة المالية على قرارات الإستثمار، وأجريت على 863 شركة كندية، وغطت الفترة من 1982-1999 لهذه الشركات معتمدة سجل الغرفة التجارية الكندي، واستخدمت هذه الدراسة نموذج Instrumental Variable Approach بالإضافة إلى نموذج Alternative Empirical Models لعلاج العلاقة بين الرافعة والإستثمار، وأظهرت نتائج هذه الدراسة أن هناك تأثيراً سلبياً للرافعة المالية على معدل العائد على الإستثمار، وهي أكثر سلبية على الشركات ذات فرص النمو المنخفض مقارنة بالشركات ذات فرص النمو العالية.

5- دراسة (Demosak & Rataporn, 2005) بعنوان:

### **The Determinants of Capital Structure.**

هدفت هذه الدراسة إلى فحص المحددات التي تؤثر على استخدام الرافعة المالية في هيكل التمويل، حيث أجريت هذه الدراسة على أربع دول هي تايلاند، وماليزيا، و سنغفورة، وأستراليا، حيث تم اختيار (294) شركة، (669) شركة، (345) شركة، (219) شركة من الدول على التوالي، وشملت فترة الدراسة من عام 1993 إلى عام 2001 لبيانات هذه الشركات.

وتوصلت الدراسة إلى أن هيكل رأس المال يتأثر بالظروف البيئية التي تعمل بها المؤسسات مثل ( نشاط سوق الأسهم المالية، معدل حقوق الدائنين، وحقوق الملكية) وتوصلت هذه الدراسة إلى أن هناك تأثيراً إيجابياً لكل من الرافعة المالية، فرص النمو، والسيولة على حجم المنشآت.

6- دراسة (Chen, 2004) بعنوان:

### **The Relationship between the Financial Leverage and the Operating Leverage.**

أجريت هذه الدراسة في جمهورية الصين، و حسب الدراسة فإن علم المدير المالي بإحتمالية النمو العالية، فإنه سيختار رافعة تشغيلية عالية كأداة تساعد على السعي إلى تحقيق تكلفة رأس مال منخفضة، وبالمقابل فإن علم المدير بأن الشركة في مركز مالي سيء، فسيختار رافعة تشغيلية منخفضة، وسوف تتحمل الشركة تكلفة رأس مال أعلى التي بدورها ستؤدي إلى مخاطر أعلى.

كما استنتجت الدراسة وجود علاقة إيجابية بين الرافعة التشغيلية وبين الرافعة المالية، بمعنى آخر أن ما ينطبق في هذه الدراسة على الرافعة التشغيلية سينطبق على الرافعة المالية من ناحية الإختبار.

7- دراسة (Gritta,2006) بعنوان:

### **The Effect of Each Operating Leverage, Financial Leverage on Profit in the US Airlines**

تمت هذه الدراسة على شركات الطيران الأمريكية من عام 1990-2003 وذلك من خلال دراسة الروافع وأثرها على الأرباح، وذلك بسبب ارتفاع التكاليف الثابتة في شركات الطيران واستخدامها لنسبة كبيرة من الديون في هيكل رأس المال، وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين الرافعة التشغيلية و معدل العائد على حقوق المساهمين في الشركات المستخدمة في العينة، باستثناء مناطق الجنوب الغربي فقد كانت العلاقة إيجابية، وخلصت الدراسة أيضا إلى أن مخاطر الرافعة التشغيلية كانت عالية جدا وخاصة بعد أحداث 11 أيلول وذلك بسبب ارتفاع التكلفة الثابتة وانخفاض التكلفة المتغيرة.

8- دراسة (Ching, 2007) بعنوان:

### **Valuation of Strategic Operating Leverage Option.**

تقوم هذه الدراسة على دراسة العلاقة بين المخاطر التشغيلية والرافعة التشغيلية حيث تمت هذه الدراسة على الشركات التايوانية، وهدفت هذه الدراسة لتحديد أفضل استراتيجية للرافعة التشغيلية وذلك لخيارات التوسع والنمو ومواجهة المخاطر التشغيلية، وخلصت هذه الدراسة إلى ان الإدارات في المنشآت تحاول مقاومة استخدام الرافعة التشغيلية لمقاومة ومواجهة المخاطر في حال توقعاتهم كانت سيئة عند خيارات التوسع والنمو، وأنها سوف تعتمد على الرافعة التشغيلية في حال كانت توقعاتهم جيدة لخيارات التوسع والنمو.

## **Determinants of Capital Structure Choice: A Case Study of Jordanian Industrial Companies**

قامت هذه الدراسة على تحليل القوة التفسيرية لبعض النظريات الحديثة للهيكل الأمثل لرأس المال، حيث حاولت هذه الدراسة فحص محددات هيكل رأس المال مثل ( عمر الشركة، حجم الشركة، هيكل الأصول، مخاطر الأعمال، معدل النمو، العائد على الأصول) مع الرافعة المالية للشركات الصناعية الأردنية ما بين عام 2004 و عام 2007.

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية، ما بين حجم الشركة، هيكل الأصول، معدل النمو والضرية مع الرافعة المالية، كما أظهرت وجود علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين العائد على الأصول والرافعة المالية، بالإضافة إلى أنها أظهرت عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين ( عمر الشركة، هيكل الأصول، ومخاطر الشركة مع الرافعة المالية).

### **19-2 ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة**

تعالج هذه الدراسة أثر كل من الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية السهم العادي في الشركات المساهمة العامة المدرجة ببورصة عمان، وتتميز هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات بأنها تبحث أثر الرافعتين التشغيلية والمالية كل على حدة على ربحية السهم العادي بالإضافة إلى أنها دراسة اختبارية ستطبق على جميع القطاعات الإقتصادية في سوق عمان المالي القطاع الصناعي، و قطاع الخدمات المتمثل بقطاع البنوك، وتستخدم هذه الدراسة البيانات الفعلية المستخرجة من القوائم المالية المنشورة للشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي.

## الفصل الثالث: منهجية الدراسة (الطرق والأجراءات)

3-1 منهج الدراسة

3-2 مجتمع الدراسة والعينة

3-3 مصادر الحصول على البيانات

3-4 المعالجة الإحصائية المستخدمة



## الفصل الثالث

### منهجية الدراسة ( الطرق والإجراءات)

#### 3-1 منهج الدراسة

تبعاً لطبيعة الدراسة وطبيعة البيانات المراد تحليلها، سيقوم الباحث باستخدام التحليل النوعي القائم على الأسلوب الاستدلالي التحليلي من أجل تحليل البيانات والتي تم جمعها من خلال البيانات المالية الفعلية للشركات ، وذلك عن طريق استخدام التحليل المالي للمتغيرات وسيتم من واقع هذه البيانات تحديد المتغيرات المستقلة والمحددة ( الرافعة المالية FL، الرافعة التشغيلية OL) والمتغير التابع (ربحية السهم العادي EPS) للشركات خلال فترة الدراسة وسيتم إيجاد التأثير للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع من خلال استخدام أسلوب الإنحدار وذلك لمعرفة قوة العلاقة واتجاهها وتأثيرها من خلال المؤشرات الإحصائية المتوفرة في برنامج SPSS .

#### 3-2 مجتمع الدراسة وعينتها

يمثل مجتمع الدراسة الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي بجميع قطاعاته الإقتصادية، القطاع الصناعي، والقطاع الخدمي، والقطاع المالي المتمثل بالبنوك لفترة الواقعة من عام (2005-2009) كما هو موضح في الجدول (3-1) الآتي:

مجتمع الدراسة

الجدول (3-1)

العدد	اسم القطاع
15	قطاع البنوك
89	قطاع الصناعة
61	قطاع الخدمات
165	المجموع

أما عينة الدراسة فكانت عينة طبقية عشوائية شكلت نسبة (30%) من مجتمع الدراسة حيث تكونت عينة الدراسة من (50) شركة لها بيانات مالية كافية تغطي فترة الدراسة كما هي موضحة في الجدول (2-3) الآتي:

الجدول رقم (2-3)

عينة الدراسة

العدد	اسم
5	قطاع البنوك
27	قطاع الصناعة
18	قطاع الخدمات
50	المجموع

### 3-3 مصادر الحصول على البيانات

4- المصادر الثانوية: للحصول على المعلومات الثانوية، تم الإعتماد على الكتب العلمية الأجنبية والعربية المتخصصة بموضوع الدراسة، الدوريات، والأبحاث، والدراسات السابقة، والرسائل الجامعية ذات الصلة بموضوع الدراسة، وذلك من أجل بناء الجانب النظري لهذه الدراسة.

5- المصادر الأولية: وهي المصادر التي تغطي الجانب التطبيقي للدراسة والمتمثلة بالقائمتين الماليتين (الميزانية العمومية، وقائمة الدخل) المجمعّة للقطاعات الإقتصادية المنشورة عن الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان، بالإضافة إلى النشرات التحليلية لأرباح الأسهم وأسعارها، إذ أن هذه البيانات متوفرة في هيئة الأوراق المالية وهي متاحة للجميع، حيث تقوم الهيئة بتزويد هذه البيانات على أقراص مدمجة أو من خلال الموقع الإلكتروني لسوق عمان المالي [www.ase.com.jo](http://www.ase.com.jo)

#### 3-4: المعالجة الإحصائية المستخدمة

بالإستفادة من الدراسات السابقة، واستشارة المختصين في الجوانب الإحصائية، ولغرض اختبار فرضيات الدراسة، تم إجراء الدراسة التطبيقية بإستخدام الحزمة الإحصائية للعلوم الإجتماعية والإنسانية (SPSS) (Statistical Packages for Social Sciences) بالإضافة إلى استخدام

الأساليب الإحصائية التالية:

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

2- معامل الارتباط

3- تحليل الإنحدار البسيط

4- تحليل التباين المشترك (ANCOVA)

## الفصل الرابع: نتائج التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات

4-1 تحليل بيانات عينة الدراسة

4-2 اختبار الفرضيات

## الفصل الرابع تحليل بيانات الدراسة

### 4-1 تحليل بيانات عينة الدراسة:

وفقا لنموذج الدراسة وفرضياتها، تبحث الدراسة العلاقة بين ثلاثة متغيرات أساسية تتمثل بالرافعة التشغيلية والرافعة المالية وربحية السهم العادي، وتطلب الأمر عرض هذه المتغيرات وبيان كيفية احتسابها، وذلك تمهيدا لتحليل وتفسير نتائج الفرضيات التي تسعى الدراسة لتحقيق منها.

ويشير معظم كتاب الإدارة المالية إلى أن الرافعة التشغيلية تتمثل بنسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف الكلية، ونظرا لأن قوائم الدخل المنشورة للشركات المشمولة في عينة الدراسة معدة وفقا لنظرية التكاليف الإجمالية التي لا تعرض الجزء المتغير من التكاليف الكلية بشكل مستقل عن الجزء الثابت منها، لذا قام الباحث بإحتساب الرافعة التشغيلية بناء على ذلك من خلال فرز التكاليف إلى ثابتة ومتغيرة في كل شركة بناء على طبيعة نشاطها الإقتصادي ففي الشركات الصناعية والخدمية، اعتبر الباحث تكلفة المبيعات والمصاريف التشغيلية الأخرى والمصاريف البيعة و 25% من المصاريف الإدارية والتسويقية ومصاريف الفوائد البنكية تكاليف متغيرة، واعتبر الإهلاكات والمصاريف الأخرى والجزء الآخر من المصاريف الإدارية والتسويقية ومصاريف الفوائد البنكية تكاليف ثابتة.

أما في البنوك فقد اعتبر الباحث الفوائد المدينة والمصاريف التشغيلية و 25% من نفقات الموظفين تكاليف متغيرة واعتبر الإهلاكات والمخصصات والجزء الآخر من نفقات الموظفين تكاليف ثابتة.

أما بالنسبة للرافعة المالية فيشير معظم كتاب الإدارة المالية ومعظم الدراسات إلى أنها تساوي مجموع المطلوبات مقسومة على مجموع الأصول وعلى هذا الأساس قام الباحث بإحتساب الرافعة المالية للشركات المشمولة في عينة الدراسة ولجميع القطاعات.

أما بالنسبة لربحية السهم العادي فقد تم أخذ بياناتها من القوائم المنشورة عن أسعار الأسهم و أرباحها للشركات المساهمة العامة.

وتشير الجداول أدناه إلى قيم المتوسطات الحسابية لمتغيرات الدراسة للشركات المساهمة العامة حسب القطاع وذلك على مدار الفترة الزمنية للدراسة التي غطت السنوات الممتدة من (2005-2009) والموضحة في ملاحق الدراسة.

#### الجدول رقم (1-4)

المتوسطات الحسابية لمتغيرات الدراسة في عينة البنوك

المتوسطات الحسابية			الشركة	الرقم
OL	FL	EPS		
0.327	0.848	0.152	بنك الإستثمار العربي	1
0.443	0.834	0.427	بنك الإسكان	2
0.373	0.923	0.327	البنك الإسلامي الأردني	3
0.394	0.846	0.795	البنك العربي	4
0.571	0.887	0.362	بنك القاهرة عمان	5
0.421	0.868	0.413	للقطاع كوحدة واحدة	

بمطالعة بيانات الجدول رقم (1-4) والخاص بعينة البنوك يلاحظ ما يلي:

- 1- تتراوح نسب الرافعة التشغيلية (OL) للبنوك المشمولة في عينة الدراسة بين (0.327) لبنك الإستثمار العربي، و(0.571) لبنك القاهرة عمان، وان الإنخفاض النسبي لنسب الرفع التشغيلي في جميع تلك البنوك فيما عدا (بنك القاهرة عمان) يتواءم مع طبيعة الهيكل التكاليفي للقطاع المصرفي الذي تتخفف فيه عادة التكاليف الثابتة.

و تتراوح نسب الرافعة المالية (FL) في تلك البنوك من (0.834) لبنك الإسكان، و(0.923) للبنك الإسلامي الأردني، وان الإرتفاع النسبي لنسب الرفع المالي في جميع تلك البنوك يتواءم تبعاً مع طبيعة عمل القطاع المصرفي حيث تشكل الديون (ودائع العملاء) المصدر الأكبر لتمويل أنشطة تلك البنوك.

2- تتراوح نسب العائد على السهم العادي (EPS) المحققة في تلك البنوك من (0.152) لبنك الإستثمار العربي، و(0.795) للبنك العربي، ومع أن تلك النسب هي بشكل عام مرتفعة بالقياس لنظائرها في القطاعات الإقتصادية الأخرى، إلا أنها تتفاوت وبشكل ملحوظ فيما تلك البنوك.

3- وبمقارنة نسب (EPS) التي حققتها تلك البنوك مع النسب المناظرة لها وللرافعة المالية (FL) يلاحظ أن البنك العربي وبنك الإسكان على التوالي كانا الأكثر نجاحاً في الإستفادة من مزايا المتاجرة بالملكية لأنهما حققا النسبتين الأعلى من (EPS) وذلك بالمقارنة مع بنك الإستثمار العربي الذي حقق النسبة الأدنى، هذا ما يؤشر إلى أن هذين البنكين نجحا في استخدام ودائع العملاء في تحسين ربحيتهما على عكس الأخير الذي لم يستطع تحقيق هذه الميزة.

ويلاحظ من جهة أخرى بأن العلاقة التي تربط المتغيرين المستقلين (OL، FL) بالمتغير التابع (EPS) وفي جميع تلك البنوك طفيفة، بما يعني عدم وجود أثر جوهري لطبيعة الهيكل التكاليفي للبنك وهيكله التمويلي من جهة أخرى على ربحيته.

الجدول رقم (2-4)

المتوسطات الحسابية لمتغيرات الدراسة في عينة الشركات الصناعية

المتوسطات الحسابية			الشركة	الرقم
OL	FL	EPS		
0.183	0.379	0.395	الإتحاد للصناعات المنطورة	1
0.463	0.383	0.105	الأردنية لإنتاج الأدوية	2
0.201	0.257	0.377	الأردنية للصناعات الخشبية	3
0.171	0.467	0.266	الإقبال للاستثمار	4
0.155	0.269	0.118	الألبان الأردنية	5
0.070	0.407	0.104	الباطون الجاهز والتوريدات الإنشائية	6
0.243	0.290	1.622	البوتاس العربية	7
0.141	0.444	-0.059	الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	8
0.391	0.422	0.019	الشرق الأوسط للصناعات الدوائية والكماوية	9
0.060	0.155	0.094	العالمية الحديثة للزيوت النباتية	10
0.152	0.291	0.139	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية	11
0.085	0.164	0.167	العربية لصناعة المواسير المعدنية	12
0.200	0.238	-0.101	الموارد الصناعية الأردنية	13
0.055	0.329	0.067	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	14
0.055	0.320	0.095	حديد الأردن	15
0.295	0.230	0.283	دار الدواء للتنمية والاستثمار	16
0.166	0.694	-0.068	رم علاء الدين للصناعات الهندسية	17
0.107	0.523	0.063	المتكاملة للمشاريع المتعددة	18
0.136	0.528	0.117	مجمع الشرق الأوسط للصناعات الهندسية	19
0.107	0.376	0.321	مصانع الإتحاد لإنتاج التبغ	20
0.173	0.036	0.503	مصانع الأجواخ الأردنية	21
0.169	0.308	0.878	مصانع الإسمنت الأردنية	22
0.104	0.378	1.077	مناجم الفوسفات	23
0.095	0.733	-0.259	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن	24
0.199	0.232	0.040	الدولية للصناعات الخزفية	25
0.865	0.340	-0.018	أمانة للاستثمارات الزراعية	26
0.275	0.435	0.077	مصانع الورق والكرتون	27
0.197	0.357	0.238	للقطاع كوحدة واحدة	



يتضح من بيانات الجدول رقم (2-4) السابقة والخاص بعينة الشركات الصناعية ما يلي:

1- تتراوح نسب الرافعة التشغيلية (OL) بين (0.055) لكل من شركتي حديد الأردن، والوطنية لصناعة الكوابل، و(0.865) لشركة أمانة للاستثمارات الزراعية. ولعلّ العنصر الأساسي في تحديد قيمة هذه النسب هو قيمة مصاريف اهتلاك الآلات والمعدات والموجودات الثابتة عموماً التي توظفها تلك الشركات. أما نسبة الرافعة المالية (FL) فتتراوح قيمتها بين (0.036) لشركة مصانع الأجواخ الأردنية و (0.733) للأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن.

2- و تتراوح نسب عائد السهم العادي بين (-0.259) للأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن و(1.622) لشركة البوتاس العربية، ومما يلفت النظر لدى دراسة تلك النسب في هذه العينة من الشركات هو الإنخفاض النسبي لربحية تلك الشركات إذا ان 13% منها لم يتجاوز عائد السهم العادي منها نسبة 10% لا بل إن بعضاً منها حقق عائداً سلبياً على سهمها العادي.

ويمكن عزو ذلك إلى تداعيات الأزمة المالية العالمية التي خلقت أثاراً جوهرية على أنشطتها خلال العامين 2008، 2009.

3- ولدى مقارنة نسبة (EPS) التي حققتها تلك الشركات مع نسب الرافعة المالية (FL) المناظرة لها يلاحظ بأن بعضاً منها مثل البوتاس العربية ومناجم الفوسفات و مصانع الإسمنت وشركة الأجواخ الأردنية، تمكنت من تحقيق مزايا المتاجرة بالملكية فحققت عوائد على أسهمها تتجاوز نسبة 50%.

لكن و بالمقابل فإن الغالبية العظمى المتبقية منها فشلت في استثمار الأموال التي حصلت عليها من الديون، فحققت عوائد منخفضة على أسهمها، لا بل أن بعضها تجاوز فشله هذا إلى الحد فحققت عوائد سالبة وذلك مثل كل من : الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن، رم علاء الدين للصناعات الهندسية، واللذان كانتا على رأس القائمة في نسب المديونية (0.733) ، (0.694) على التوالي في حين كانت نسبة عائد السهم العادي لكل منهما على التوالي (-0.259)، (0.068) مما يعني أن الإدارة في أمثال هاتين الشركتين فشلت في مجال

إدارة الموجودات / المطلوبات دفعت فوائد على القروض تتجاوز إلى حد كبير العوائد المحققة من الموجودات التي مولتها عن طريق تلك القروض.

4- من جانب آخر، فإن نسب الرافع التشغيلي (OL) ونسب الرفع المالي (FL) من جهة، بما يقابلها من نسب العائد على السهم العادي (EPS) من جهة أخرى لمعظم الشركات الصناعية المشمولة في الجدول تكشف عن ضعف العلاقة فيم بينها، وبما يعني ان ليس لنسب الرفع التشغيلي والرفع المالي في تلك الشركات آثار جوهرية ملموسة على ربحيتها.

#### الجدول رقم (3-4)

المتوسطات الحسابية لمتغيرات الدراسة في عينة شركات الخدمات

المتوسطات الحسابية			الشركة	الرقم
OL	FL	EPS		
0.303	0.481	0.136	الأردنية للتطوير المشاريع السياحية	1
0.253	0.197	0.035	الأردنية للاستثمار والنقل السياحي	2
0.204	0.437	0.155	الإسراء للتعليم والإستثمار	3
0.161	0.363	0.144	الدستور	4
0.369	0.251	0.147	الزرقاء للتعليم	5
0.188	0.136	0.161	العربية الدولية للفنادق	6
0.089	0.750	0.176	الكهرباء الأردنية	7
0.421	0.499	-0.129	الموحدة للنقل والخدمات	8
0.247	0.123	0.179	النقلات السياحية الأردنية	9
0.032	0.871	0.214	مصفاة البترول الأردنية	10
0.117	0.372	0.247	الخطوط البحرية الوطنية	11
0.115	0.161	1.144	الأسواق الحرة الأردنية	12
0.213	0.297	-0.049	الأهلية للمشاريع	13
0.765	0.434	0.083	بندار للتجارة والإستثمار	14
0.338	0.093	0.050	مجموعة أوفتك القابضة	15
0.255	0.198	0.046	البلاد للخدمات الطبية	16
0.790	0.234	0.002	التجمعات للمشاريع السياحية	17
0.225	0.829	-0.127	البحرينية الأردنية للتقنية والإستثمارات	18
0.282	0.374	0.145	للقطاع كوحدة واحدة	

كشفت بيانات الجدول (3-4) السابقة والخاص بعينة الشركات الخدمية عما يلي:

1- تتراوح نسبة الرافعة التشغيلية (OL) بين (0.032) لشركة مصفاة البترول الأردنية، (0.790) لشركة التجمعات للمشاريع السياحية.

أما نسب الرافعة المالية (FL) فتتراوح قيمها بين (0.093) لمجموعة أفنك القابضة (0.871) لشركة مصفاة البترول الوطنية.

2- وتتراوح نسب عائد السهم العادي (EPS) بين (-0.129) للشركة الموحدة للنقل والخدمات و (1.144) لشركة الأسواق الأردنية.

3- بمقارنة نسب عائد السهم العادي (EPS) التي حققتها تلك الشركات مع نسب الرفع المالي (FL) المناظرة لها يلاحظ بأن بعضا منها نجح في تحقيق مزايا المتاجرة بالملكية فحقق عوائد مقبولة نسبيا من الأموال المقترضة.

من هذه الشركات على سبيل المثال: الأسواق الحرة الأردنية، الخطوط البحرية الوطنية، مصفاة البترول الوطنية. بينما وفي الجانب الآخر فشلت شركات أخرى في استثمار الأموال المقترضة فحققت عوائد سالبة على استثمار تلك الأموال مثل: البحرينية الأردنية للتقنية والإستثمارات، والموحدة للنقل والخدمات، والأهلية للمشاريع.

4- ولدى مقارنة نسب الرفع التشغيلي (OL) ونسب الرفع المالي (FL) للشركات الخدمية المشمولة بالدراسة بنسب عوائد السهم العادي المناظرة لها، يتضح هنا أيضا وكما كان الحال بالنسبة للبنوك والشركات الصناعية لا يوجد أثر ملموس للرافعتين التشغيلية والمالية في الشركات الخدمية على ربحية تلك الشركات.

#### الجدول رقم (4-4)

المتوسطات الحسابية لمتغيرات الدراسة على مستوى القطاع

المتوسطات الحسابية			القطاع	الرقم
OL	FL	EPS		
0.421	0.868	0.413	قطاع البنوك	1
0.197	0.357	0.238	قطاع الصناعة	2
0.282	0.374	0.145	قطاع الخدمات	3

بمطالعة بيانات الجدول رقم (4-4) الخاص بالشركات المشمولة في عينة الدراسة ومن القطاعات الثلاث: المالية والصناعية والخدمية يلاحظ ما يلي:

1- بخصوص الرفع التشغيلي (OL) جاء القطاع المصرفي في المرتبة الأولى بنسبة (0.421) يليه قطاع الخدمات بنسبة (0.282) ثم قطاع الصناعة بنسبة (0.197) ويمكن تفسير ذلك بأن الرواتب والأجور وهي بطبيعتها عناصر تكاليف ثابتة تشكل عنصرا مهما في الهيكل التكاليفي للبنك، في حين يشكل مصروف اهتلاك الآلات والمعدات عنصرا مهما في الهيكل التكاليفي لشركات الخدمات، أما في الشركات الصناعية وان كانت تستخدم الآلات والمعدات إلا أن تكلفة المواد الخام، الأجور المباشرة وهي بطبيعتها عناصر تكلفة متغيرة تشكل الجانب الأهم في هيكلها التكاليفي.

2- أما بخصوص الرفع المالي (FL) احتل قطاع البنوك المرتبة الأولى بنسبة (0.868) يليه قطاع الخدمات بنسبة (0.374) ثم قطاع الصناعة بنسبة (0.357) ويمكن تفسير ذلك بمدى اعتماد كل قطاع منها على الديون في تمويل نشاطه، فالبنوك هي بطبيعة عملها أكثر القطاعات استخداما لأسلوب المتاجرة بالملكية لأن (ودائع العملاء والقروض الخارجية) تشكل أساس هيكلها التمويلي، أما قطاع الخدمات فيعتمد هو الآخر بشكل كبير على القروض في تمويل انشطته، في حين يعتمد قطاع الصناعة على القروض هو الآخر لكن بدرجة أقل، حيث تشكل حقوق الملكية جزءا مهما في هيكلها التمويلي.

3- احتل القطاع المصرفي المرتبة الأولى في العائد على السهم العادي (EPS) بنسبة (0.413) يليه في ذلك قطاع الصناعة بنسبة (0.238) ثم قطاع الخدمات بنسبة (0.145) ويمكن ربط ذلك مرة أخرى بتداعيات الأزمة المالية العالمية، والتي انعكست آثارها السلبية على جميع القطاعات بلا استثناء ولو بدرجات متفاوتة. إذ كانت الشركات الخدمية هي الأكثر تأثراً بها، يليها الشركات الصناعية، أما قطاع البنوك فكان الأقل تأثراً بها ربما لسبب السياسات المتحفظة في منح التسهيلات التي كانت السمة الغالبة على إدارات تلك البنوك.

### 3-4 اختبار الفرضيات

تم إخضاع الفرضيتين الأولى والثانية لاختبار تحليل الإنحدار البسيط عند مستوى معنوية 0.05، في حين تم إخضاع الفرضية الثالثة والرابعة لاختبار تحليل التباين المشترك (ANCOVA).

وسيتم رفض أو عدم رفض (قبول) الفرضية وفقاً لقاعدة القرار الآتية:

ترفض الفرضية العدمية ( $H_0$ ) إذا كانت: (T) المحسوبة < من قيمة (T) الجدولية، أو إذا كانت قيمة مستوى الدلالة ( $Sig$ )  $0.05 \geq$  والعكس بالعكس، أي تقبل الفرضية العدمية ( $H_0$ ) إذا كانت قيمة (T) المحسوبة > من قيمة (T) الجدولية، أو إذا كانت قيمة مستوى الدلالة ( $Sig$ )  $0.05 <$

### 3-4-1 اختبار الفرضية العدمية الأولى للبنوك

لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للرافعة التشغيلية للبنوك المشمولة في عينة الدراسة على ربحية السهم العادي فيها عند مستوى دلالة (0.05).

تم استخدام تحليل الإنحدار البسيط لاختبار هذه الفرضية، وذلك من خلال اختبار دالة الارتباط والأثر وكانت النتائج كما يلي:

جدول (4-5)

تقييم أثر الرافعة التشغيلية (OL) في البنوك على ربحية السهم العادي (EPS)

نتيجة الإختبار	مستوى الدلالة Sig	قيمة T الجدولية	قيمة T المحسوبة	معامل الإندثار $\beta$	معامل التحديد $R^2$	معامل الارتباط R	قطاع البنوك
قبول	0.842	2.776	0.217	0.316	0.016	0.125	

تكشف بيانات الجدول اعلاه ما يلي:

1- إذ أن قيمة (T) المحسوبة وهي (0.217) أقل من قيمتها الجدولية وهي (2.776) كما أن مستوى الدلالة (Sig) وهو (0.842) < (0.05) إذن تقبل الفرضية العدمية الأولى ( $H_0$ ) وبما يعني أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة التشغيلية (OL) على ربحية السهم العادي (EPS) للبنوك المشمولة في عينة الدراسة عند مستوى دلالة (0.05).

2- إن الإنخفاض النسبي لكل من معامل الارتباط (R) وهو (0.125) و معامل الإندثار ( $\beta$ ) وهما (0.316) يشيران إلى ضعف العلاقة بين الرافعة التشغيلية (OL) وعائد السهم العادي (EPS) في تلك البنوك و كذلك ضعف التأثير. كما ويؤكد هذه النتيجة الإنخفاض النسبي لقيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) وهو (0.016) والذي يعني بأن المتغير المستقل الرفع التشغيلي (OL) يفسر ما نسبته (1.6%) من التغيرات التي تطرأ على قيمة المتغير التابع ربحية البنوك (EPS) أما النسبة المتبقية والبالغة (98.4%) فإنها تعزى إلى متغيرات أخرى لم تدخل في نموذج الإندثار البسيط.

3- وتؤكد نتيجة هذا الإختبار النتيجة السابقة التي استخلصها الباحث من تحليل بيانات الدراسة الموضحة عن قطاع البنوك في الجدول رقم (4-1) والتي أشارت إلى ضعف العلاقة بين المتغير المستقل (OL) للبنوك المشمولة في عينة الدراسة بالمتغير التابع وهو عائد السهم العادي (EPS) لتلك البنوك.

### 3-4-2 اختبار الفرضية العدمية الأولى للشركات الصناعية

لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للرافعة التشغيلية للشركات الصناعية المشمولة في عينة الدراسة على ربحية السهم العادي فيها عند مستوى دلالة (0.05).

تم استخدام تحليل الإنحدار البسيط لاختبار هذه الفرضية، وذلك من خلال اختبار دالة الارتباط والأثر وكانت النتائج كما يلي:

جدول (4-6)

تقييم أثر الرافعة التشغيلية (OL) في الشركات الصناعية على ربحية السهم العادي (EPS)

قطاع الصناعة	معامل الارتباط R	معامل التحديد R <sup>2</sup>	معامل الإنحدار $\beta$	قيمة T المحسوبة	قيمة T الجدولية	مستوى الدلالة Sig	نتيجة الإختبار
	0.064	0.004	-0.153	-0.320	2.056	0.752	قبول

تكشف بيانات الجدول اعلاه ما يلي:

1- إذ أن قيمة (T) المحسوبة وهي (-0.153) أقل من قيمتها الجدولية وهي (2.056) كما ان مستوى الدلالة (Sig) وهو (0.752) < (0.05) إذن تقبل الفرضية العدمية الأولى (H<sub>01</sub>) وبما يعني أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة التشغيلية (OL) على ربحية السهم العادي (EPS) للشركات الصناعية المشمولة في عينة الدراسة عند مستوى دلالة (0.05).

2- ان الإنخفاض النسبي لكل من معامل الارتباط (R) وهو (0.064) و معامل الإنحدار ( $\beta$ ) وهما (-0.153) يشيران إلى ضعف العلاقة بين الرافعة التشغيلية (OL) وعائد السهم العادي (EPS) في تلك الشركات وكذلك ضعف التأثير، كما ويؤكد هذه النتيجة الإنخفاض النسبي لقيمة معامل التحديد (R<sup>2</sup>) وهو (0.004) والذي يعني بأن المتغير المستقل الرفع التشغيلي (OL) يفسر ما نسبته (0.004) من التغيرات التي تطرأ على قيمة المتغير التابع ربحية

الشركات الصناعية (EPS) أما النسبة المتبقية والبالغة (99.6%) فإنها تعزى إلى متغيرات أخرى لم تدخل في نموذج الإنحدار البسيط.

3- وتؤكد نتيجة هذا الإختبار النتيجة السابقة التي استخلصها الباحث من تحليل بيانات الدراسة الموضحة عن قطاع الصناعة في الجدول رقم (2-4) التي أشارت إلى ضعف العلاقة بين المتغير المستقل (OL) للشركات الصناعية المشمولة في عينة الدراسة بالمتغير التابع وهو عائد السهم العادي (EPS) لتلك الشركات.

### 3-4-3 اختبار الفرضية العدمية الأولى للشركات الخدمية

لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للرافعة التشغيلية لشركات الخدمات المشمولة في عينة الدراسة على ربحية السهم العادي فيها عند مستوى دلالة (0.05).

تم استخدام تحليل الإنحدار البسيط لاختبار هذه الفرضية، وذلك من خلال اختبار دالة الارتباط والأثر وكانت النتائج كما يلي:

#### جدول (4-7)

تقييم أثر الرافعة التشغيلية (OL) في الشركات الخدمية على ربحية السهم العادي (EPS)

نتيجة الإختبار	مستوى الدلالة Sig	قيمة T الجدولية	قيمة T المحسوبة	معامل الإنحدار $\beta$	معامل التحديد $R^2$	معامل الارتباط R	قطاع الخدمات
قبول	0.169	2.110	-1.439	-0.448	0.115	0.339	

تكشف بيانات الجدول اعلاه ما يلي:

1- إذ أن قيمة (T) المحسوبة وهي (-1.439) أقل من قيمتها الجدولية وهي (2.110) كما ان مستوى الدلالة (Sig) وهو (0.169) < (0.05) إذن تقبل الفرضية العدمية الأولى ( $H_0$ ) وبما يعني أنه لا يوجد أثر ذو دلالة



إحصائية للرافعة التشغيلية (OL) على ربحية السهم العادي (EPS) للشركات الخدمية المشمولة في عينة الدراسة عند مستوى دلالة (0.05).

2- ان الإنخفاض النسبي لكل من معامل الارتباط (R) وهو (0.339) و معامل الإنحدار ( $\beta$ ) وهما (-0.448) يشيران إلى ضعف العلاقة بين الرافعة التشغيلية (OL) وعائد السهم العادي (EPS) في تلك الشركات وكذلك ضعف التأثير.

كما ويؤكد هذه النتيجة الإنخفاض النسبي لقيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) وهو (0.115) والذي يعني بأن المتغير المستقل الرفع التشغيلي (OL) يفسر ما نسبته (11.5%) من التغيرات التي تطرأ على قيمة المتغير التابع ربحية الشركات الخدمية (EPS) أما النسبة المتبقية والبالغة (88.5%) فإنها تعزى إلى متغيرات أخرى لم تدخل في نموذج الإنحدار البسيط.

3- وتؤكد نتيجة هذا الإختبار النتيجة السابقة التي استخلصها الباحث من تحليل بيانات الدراسة الموضحة عن قطاع الخدمات في الجدول رقم (3-4) التي أشارت إلى ضعف العلاقة بين المتغير المستقل (OL) للشركات الخدمية المشمولة في عينة الدراسة بالمتغير التابع وهو عائد السهم العادي (EPS) لتلك الشركات.

#### 3-4-4 اختبار الفرضية العدمية الثانية للبنوك

لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية للرافعة المالية للبنوك المشمولة في عينة الدراسة على ربحية السهم العادي فيها عند مستوى دلالة (0.05).

تم استخدام تحليل الإنحدار البسيط لاختبار هذه الفرضية، وذلك من خلال اختبار دالة الارتباط والأثر وكانت النتائج كما يلي:

جدول (4-8)

تقييم أثر الرافعة المالية (FL) في البنوك على ربحية السهم العادي (EPS)

نتيجة الإختبار	مستوى الدلالة Sig	قيمة T الجدولية	قيمة T المحسوبة	معامل الإندار $\beta$	معامل التحديد $R^2$	معامل الإرتباط R	قطاع البنوك
قبول	0.662	2.776	-0.482	-1.725	0.072	0.268	

تكشف بيانات الجدول اعلاه ما يلي:

1- حيث أن قيمة (T) المحسوبة وهي (-0.482) أقل من قيمتها الجدولية وهي (2.776) كما أن مستوى الدلالة (Sig) وهو (0.662) < (0.05) إذن تقبل الفرضية العدمية الثانية ( $H_0$ ) وبما يعني أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية (FL) على ربحية السهم العادي (EPS) للبنوك المشمولة في عينة الدراسة عند مستوى دلالة (0.05).

2- ان الإنخفاض النسبي لكل من معامل الإرتباط (R) وهو (0.268) و معامل الإندار ( $\beta$ ) وهما (-1.725) يشيران إلى ضعف العلاقة بين الرافعة المالية (FL) وعائد السهم العادي (EPS) في تلك البنوك وكذلك ضعف التأثير.

كما يؤكد هذه النتيجة الإنخفاض النسبي لقيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) وهو (0.072) والذي يعني بأن المتغير المستقل الرفع المالي (FL) يفسر ما نسبته (7.2%) من التغيرات التي تطرأ على قيمة المتغير التابع ربحية البنوك (EPS) أما النسبة المتبقية والبالغة (92.8%) فإنها تعزى إلى متغيرات أخرى لم تدخل في نموذج الإندار البسيط.

3- وتؤكد نتيجة هذا الإختبار النتيجة السابقة التي استخلصها الباحث من تحليل بيانات الدراسة الموضحة عن قطاع البنوك في الجدول رقم (4-1) التي أشارت إلى ضعف العلاقة بين المتغير المستقل (FL) للبنوك المشمولة في عينة الدراسة بالمتغير التابع وهو عائد السهم العادي (EPS) لتلك البنوك.

### 3-4-5 اختبار الفرضية العدمية الثانية للشركات الصناعية

لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للرافعة المالية للشركات الصناعية المشمولة في عينة الدراسة على ربحية السهم العادي فيها عند مستوى دلالة (0.05).

تم استخدام تحليل الإنحدار البسيط لاختبار هذه الفرضية، وذلك من خلال اختبار دالة الارتباط والأثر وكانت النتائج كما يلي:

#### جدول (4-9)

تقييم أثر الرافعة المالية (FL) في الشركات الصناعية على ربحية السهم العادي (EPS)

قطاع الصناعة	معامل الارتباط R	معامل التحديد R <sup>2</sup>	معامل الإنحدار β	قيمة T المحسوبة	قيمة T الجدولية	مستوى الدلالة Sig	نتيجة الاختبار
	0.298	0.089	-0.771	-1.559	2.056	0.132	قبول

تكشف بيانات الجدول اعلاه ما يلي:

1- إذ أن قيمة (T) المحسوبة وهي (-1.559) أقل من قيمتها الجدولية وهي (2.056) كما أن مستوى الدلالة (Sig) وهو (0.132) < (0.05) إذن تقبل الفرضية العدمية الثانية (H<sub>0</sub>) وبما يعني أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية (FL) على ربحية السهم العادي (EPS) للشركات الصناعية المشمولة في عينة الدراسة عند مستوى دلالة (0.05).

2- إن لكل من معامل الارتباط (R) وهو (0.298) و معامل الإنحدار (β) وهما (-0.771) يشيران إلى ضعف العلاقة بين الرافعة المالية (FL) وعائد السهم العادي (EPS) في تلك الشركات وكذلك ضعف التأثير.

كما ويؤكد هذه النتيجة الإنخفاض النسبي لقيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) وهو (0.089) الذي يعني بأن المتغير المستقل الرفع المالي (FL) يفسر ما نسبته (8.9%) من التغيرات التي تطرأ على قيمة المتغير التابع ربحية الشركات الصناعية (EPS) أما النسبة المتبقية والبالغة (91.1%) فإنها تعزى إلى متغيرات أخرى لم تدخل في نموذج الإنحدار البسيط.

3- وتؤكد نتيجة هذا الإختبار النتيجة السابقة التي استخلصها الباحث من تحليل بيانات الدراسة الموضحة عن قطاع الصناعة في الجدول رقم (2-4) التي أشارت إلى ضعف العلاقة بين المتغير المستقل (FL) للشركات الصناعية المشمولة في عينة الدراسة بالمتغير التابع وهو عائد السهم العادي (EPS) لتلك الشركات.

### 3-4-6 اختبار الفرضية العدمية الثانية للشركات الخدمية

لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للرافعة المالية لشركات الخدمات المشمولة في عينة الدراسة على ربحية السهم العادي فيها عند مستوى دلالة (0.05).

تم استخدام تحليل الإنحدار البسيط لاختبار هذه الفرضية، وذلك من خلال اختبار دالة الارتباط والأثر وكانت النتائج كما يلي:

#### جدول (10-4)

تقييم أثر الرافعة المالية (FL) في شركات الخدمات على ربحية السهم العادي (EPS)

قطاع الخدمات	معامل الارتباط R	معامل التحديد $R^2$	معامل الإنحدار $\beta$	قيمة T المحسوبة	قيمة T الجدولية	مستوى الدلالة Sig	نتيجة الإختبار
	0.219	0.048	-0.249	-0.899	2.110	0.382	قبول

تكشف بيانات الجدول اعلاه ما يلي:

1- إذ أن قيمة (T) المحسوبة وهي (-0.899) أقل من قيمتها الجدولية وهي (2.110) كما ان مستوى الدلالة (Sig) وهو (0.382) < (0.05) إذن تقبل الفرضية العدمية الثانية ( $H_0$ ) وبما يعني أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية

للرافعة المالية (FL) على ربحية السهم العادي (EPS) للشركات الخدمية المشمولة في عينة الدراسة عند مستوى دلالة (0.05).

2- ان لكل من معامل الارتباط (R) وهو (0.219) و معامل الإنحدار ( $\beta$ ) وهو (-0.249) يشير إلى ضعف العلاقة بين الرافعة المالية (FL) وعائد السهم العادي (EPS) في تلك الشركات.

كما ويؤكد هذه النتيجة الإنخفاض النسبي لقيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) وهو (0.048) والذي يعني بأن المتغير المستقل الرفع المالي (FL) يفسر ما نسبته (4.8%) من التغيرات التي تطرأ على قيمة المتغير التابع ربحية الشركات الخدمية (EPS) أما النسبة المتبقية والبالغة (95.2%) فإنها تعزى إلى متغيرات أخرى لم تدخل في نموذج الإنحدار البسيط.

3- وتؤكد نتيجة هذا الإختبار النتيجة السابقة التي استخلصها الباحث من تحليل بيانات الدراسة الموضحة عن قطاع الخدمات في الجدول رقم (3-4) والتي أشارت إلى ضعف العلاقة بين المتغير المستقل (FL) للشركات الخدمية المشمولة في عينة الدراسة بالمتغير التابع وهو عائد السهم العادي (EPS) لتلك الشركات.

### 3-4-7 اختبار الفرضية الثالثة

لا توجد فروق ذات دلالة احصائية بخصوص اثر التفاعل بين الرافعة التشغيلية و ربحية السهم العادي في الشركات المساهمة العامة الأردنية العاملة في قطاعات البنوك، الصناعة، الخدمات عند مستوى دلالة 0.05.

استخدم الباحث لاختبار هذه الفرضية تحليل التباين المشترك (ANCOVA) إذ يستخدم هذا التحليل إحصائياً لبيان تجانس ميل الإنحدار (عدم وجود الفروق في الأثر) وذلك لفحص فيما إذا كان هنالك فرق في الأثر للمتغير المستقل وهو الرافعة التشغيلية على المتغير التابع وهو ربحية السهم العادي ضمن قطاعات الدراسة الثلاثة (البنوك، الصناعة، الخدمات)، وقد كانت النتائج كما يلي:

### الجدول (4-11)

اختبار الفروقات لأثر التفاعل بين الرافعة التشغيلية و ربحية السهم العادي للشركات المساهمة العامة العاملة في قطاعات (البنوك، الصناعة، الخدمات)

نتيجة الإختبار	مستوى الدلالة Sig	قيمة F الجدولية	قيمة F المحسوبة	متوسط المربع Mean Square	درجة الحرية df	مجموع المربعات Sum of Squares	الرافعة التشغيلية للقطاعات
قبول	0.835	3.23	0.181	0.022	2	0.044	

تكشف بيانات الجدول اعلاه بأن قيمة (F) المحسوبة وهي (0.181) وهي أقل من قيمة (F) الجدولية والبالغة (3.230) كما وأن مستوى الدلالة (Sig) وهو (0.835)  $<$  (0.05) إذن تقبل الفرضية العدمية الثالثة (H03) وبما يعني أنه لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بخصوص أثر التفاعل بين الرافعة التشغيلية و ربحية السهم العادي للشركات المساهمة العامة الأردنية العاملة في قطاعات (البنوك، والصناعة، والخدمات).

### 8-4-3 اختبار الفرضية الرابعة

لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بخصوص اثر التفاعل بين الرافعة المالية و ربحية السهم العادي في الشركات المساهمة العامة الأردنية العاملة في قطاعات البنوك، الصناعة، الخدمات عند مستوى دلالة 0.05.

استخدم الباحث لاختبار هذه الفرضية تحليل التباين المشترك (ANCOVA) حيث يستخدم هذا التحليل إحصائياً لبيان تجانس ميل الإنحدار (عدم وجود الفروق في الأثر) وذلك لفحص فيما إذا كان هنالك فرق في الأثر للمتغير المستقل وهو الرافعة التشغيلية على المتغير التابع وهو ربحية السهم العادي ضمن قطاعات الدراسة الثلاثة (البنوك، الصناعة، الخدمات)، وقد كانت النتائج كما يلي:

### الجدول (4-12)

اختبار الفروقات لأثر التفاعل بين الرافعة المالية و ربحية السهم العادي للشركات المساهمة العامة العاملة في قطاعات (البنوك، الصناعة، الخدمات)

نتيجة الإختبار	مستوى الدلالة Sig	قيمة F الجدولية	قيمة F المحسوبة	متوسط المربع Mean Square	درجة الحرية df	مجموع المربعات Sum of Squares	الرافعة التشغيلية للقطاعات
قبول	0.302	3.230	1.254	0.145	2	0.436	

تكشف بيانات الجدول اعلاه بأن قيمة (F) المحسوبة وهي (1.254) وهي أقل من قيمة (F) الجدولية والبالغة (3.230) كما وأن مستوى الدلالة (Sig) وهو (0.302) < (0.05) إذن تقبل الفرضية العدمية الرابعة (H04) وبما يعني أنه لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بخصوص أثر التفاعل بين الرافعة المالية و ربحية السهم العادي للشركات المساهمة العامة الأردنية العاملة في قطاعات (البنوك، والصناعة، والخدمات).

## الفصل الخامس: النتائج والتوصيات

### 6-1 النتائج

### 6-2 التوصيات



## 6-1 النتائج

توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج من أهمها:

- 1- بخصوص الرفع التشغيلي (OL) جاء القطاع المصرفي في المرتبة الأولى بنسبة (0.421) يليه قطاع الخدمات بنسبة (0.282) ثم قطاع الصناعة بنسبة (0.197)
- 2- أما بخصوص الرفع المالي (FL) احتل قطاع البنوك المرتبة الأولى بنسبة (0.868) يليه قطاع الخدمات بنسبة (0.374) ثم قطاع الصناعة بنسبة (0.357)
- 3- احتل القطاع المصرفي المرتبة الأولى في العائد على السهم العادي (EPS) بنسبة (0.413) يليه في ذلك قطاع الصناعة بنسبة (0.238) ثم قطاع الخدمات بنسبة (0.145).
- 4- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة التشغيلية للشركات المساهمة العامة الأردنية العاملة في قطاعات (البنوك، والصناعة، والخدمات) على ربحية السهم العادي فيها عند مستوى دلالة (0.05).
- 5- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية للشركات المساهمة العامة الأردنية العاملة في قطاعات البنوك، والصناعة، والخدمات على ربحية السهم العادي فيها عند مستوى دلالة (0.05).
- 6- لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بخصوص أثر الرافعة التشغيلية على ربحية السهم العادي للشركات المساهمة العامة الأردنية العاملة في قطاعات (البنوك، والصناعة، والخدمات) عند مستوى دلالة (0.05).
- 7- لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بخصوص أثر الرافعة المالية على ربحية السهم العادي للشركات المساهمة العامة الأردنية العاملة في قطاعات (البنوك، والصناعة، والخدمات) عند مستوى دلالة (0.05).

## 2-6 التوصيات

وفي ضوء النتائج التي توصلت اليها الدراسة يوصي الباحث الشركات المساهمة العامة بما يأتي:

- 1- الموازنة بين تكلفة الحصول على الأموال المقترضة والعائد على الأصول التي تمول عن طريق تلك القروض.
- 2- تدريب العاملين في الإدارات المالية للشركات ممن يوكل اليهم اتخاذ قرارات التمويل والاستثمار على إدارة الأصول والمطلوبات (Assets & Liabilities Management)
- 3- تشجيع الشركات المساهمة العامة الأردنية على ترشيد الأنفاق في الموجودات الثابتة، وبما يحقق هيكل تكاليف متوازن وفقا لمجال الأنشطة التي تعمل بها.
- 4- حث الشركات المساهمة العامة الأردنية على ان ترفق بقائمة الدخل المنشورة والمعدة وفقا لنظرية التكاليف الأجمالية بقائمة ملحقة ومعدة وفقا لنظرية التكاليف المتغيرة، لكي تخدم اغراض البحث العلمي.
- 5- ضرورة تكرار هذه الدراسة بنفس متغيراتها الحالية في سنوات لاحقة، وذلك للتأكد من ثبات النتائج التي توصلت اليها هذه الدراسة.
- 6- يتضح من الأطار النظري للدراسة الحالية ان هناك متغيرات أخرى تم استبعادها في هذا البحث وفي ابحاث سابقة مثل: حجم الشركة، معدل النمو، الرافعة المشتركة، لذا توصي الدراسة بأخذ هذه المتغيرات بعين الاعتبار عند اجراء دراسة مشابهة لهذه الدراسة.

## المصادر والمراجع

### أولاً: المراجع العربية

- أبو فرحة، حنان (2001). العلاقة بين المخاطر النظامية وكل من الرفع التشغيلي والمالي. رسالة ماجستير غير منشورة كلية الأعمال، الجامعة الأردنية.
- أبو نصار، محمد (2006). المحاسبة الإدارية. ط2، عمان: دار وائل للنشر.
- الأغا، محمد بسام (2005). أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار. رسالة ماجستير غير منشورة كلية الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة.
- الأغبري، ثروة محمد (2002). أثر الرافعة المالية على الأداء المالي للشركات الصناعية الغذائية اليمنية. رسالة ماجستير غير منشورة كلية الأعمال، جامعة صنعاء.
- ال شبيب، دريد كامل (2007). مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة. ط1، عمان: دار المسيرة.
- ال شبيب، دريد كامل (2009). مبادئ الإدارة المالية. ط1، عمان: دار المناهج للنشر والتوزيع.
- برجهام، ويستون (1993). التمويل الإداري. ترجمة (بيله عبدالرحمن، النعماني عبد الفتاح) الرياض: دار المريخ.
- الحناوي، محمد صالح (2002). الإدارة المالية مدخل القيمة و اتخاذ القرارات. الأسكندرية، الدار الجامعية.
- حنفي، عبد الغفار (2007). أساسيات التمويل والإدارة المالية. ط6، الأسكندرية: المكتب العربي الحديث.
- ديرانية، رسلان (1992). محددات الهيكل المالي في الشركات الصناعية الأردنية. رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية.

- الرأوي، خالد (2000). التحليل المالي للقوائم المالية والأفصاح المحاسبي. ط1، عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع.
- شلاش سليمان، والعون سالم، والبقوم علي (2008). العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال. المنارة، المجلد 14، العدد 1، ص 45-80.
- عقل، مفلح محمد (2000). مقدمة في الإدارة المالية. ط2، عمان: دار وائل للنشر.
- عقل، مفلح محمد (2010). مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي. ط1، عمان: مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع.
- المحادين، حامد احمد (2010). أثر المزيج التمويلي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط.
- المخامرة، وجدي رفيق (1992). أثر التحول من السوق الموازي إلى السوق النظامي على الرفع المالي ومحدداته في الشركات المساهمة العامة الأردنية. رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية.
- مطر، محمد (2010). الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والأئتماني. ط2، عمان: دار وائل للنشر.
- الميداني، محمد عزت (2004). الإدارة التمويلية في الشركات. ط4، الرياض: مكتبة العبيكان.
- النعيمي، عدنان تآيه، والخرشة، ياسين كاسب (2007). أساسيات في الإدارة المالية. ط1 عمان: دار المسيرة.
- نور، عبدالناصر، وآخرون (2005). التحليل المالي مدخل إلى صناعة القرارات. ط2، عمان: دار وائل للنشر.

- النويران، زياد (2007). أثر استخدام الرافعة المالية في الشركات المساهمة العامة على العائد على حقوق الملكية والمخاطر النظامية. رسالة ماجستير غير منشورة كلية الأعمال، جامعة عمان العربية.
- هندي، منير ابراهيم (2008). الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات. ط2، الأسكندرية: منشأة المعارف.
- يوسف، دانا بسام (2008). العوامل المؤثرة على ربحية السهم العادي في سوق عمان المالي. رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط.

#### ثانياً: المراجع الأجنبية

- Aivazian, V.A and Qiy, y, (2005) "The Impact of Leverage on Firm Investment" Canadian investment, **Journal of Corporate Finance**, Vol: 11, No: 2 , p: 277-291.
- Brigham, Ehrhardt (2010). **Financial Management Theory and Practice**, 13<sup>th</sup> Edition, South Westren.
- Brigham, Eugene, Ehrhardt (2005). **Financial Management Theory and Practice**, 12<sup>th</sup> Edition, Mike Roche Publisher.
- Charles T. Horngren, Srikant M. Datar, Geogr Foster, Madhav Rajan, Christopher Ittner (2009). **Cost Accounting: A Managerial Emphasis**, 13<sup>th</sup> Edition, Pearson – Prentic Hall.
- Chia I Ching.(2007).Valuation of Strategic Operating Leverage Option  
**Ncku Ethesys, www. ethesys.lib.ncku.edu.tw**

- Chin Cheng Chen (2004).The Relationship between the Financial Leverage and Operating Leverage. **Journal of Finance**, Vol: 79, No: 4, P: 124-137.
- Darrat.A.F and Mukherjee.T.k (1995). The Impact of Operating Leverage and Financial Leverage on Equity Risk, **Financial Economic**, vol:4, No:2, P: 141-155.
- Desomsak & Rataporn (2005) , The Determinants Of Capital Structure. **Journal of Development Economics**. Vol:4 No: 76, P: 499-524
- Erich.A.Helfert (1990). **Techniques of Financial Analysis**. 9<sup>th</sup> Edition, Mcgraw Hill.
- Eugene.F, Brigham (2008). **Fundamental of Financial Management**. 6<sup>th</sup> Edition, south western.
- Eugene.F, Brigham (2009). **Intermediate of Financial Management**. 10<sup>th</sup> Edition, south western.
- Faff R.W., Brooks R.D., Kee Ho Yew (2002). New evidence on the impact of financial leverage on beta risk: A time-series approach. **Journal of Economics and Finance**, VOL: 13, No:3,2002, P:21-42.
- Faris AL- Shubiri (2010). Determinants of Capital Structure Choice: A Case Study of Jordanian Industrial Companies, **An-Najah Univ. J. of Res. (Humanities)**, Vol. 24(8), P:458-488
- Grrita .Richard.D (2006). The Effect of Each Operating Leverage, Financial Leverage on Profit in the US Airlines **Journal of the Transportation Research Forum**, Vol 45, No: 2 P: 148-149.

- Khan M . Y, Jain P.k, (2005). **Basic Financial Management**, 2<sup>nd</sup> Edition, Mc Graw Hill.
- Kinney Raiborn (2009). **Accounting Foundation and Evaluation**, 6<sup>th</sup> Edition, South Western.
- M.E Thukaram Rao (2006). **Accounting and Financial Management for BCA&MCA**, 1<sup>st</sup> Edition, New Age International.
- Ozkan , A . (2001). Determinants of Capital Structure & Adjustment to Long Run Target : Evidence From UK Company Panal Data **Journal of Business Financial & Accounting** , Vol . 28 ( 1 & 2 ) P.P 175- 198.
- Prasanna Chandra, (2005) **Fundamentals of Financial Management** 4<sup>th</sup> Edition, Mcgraw Hill.
- Prasanna Chandra (2008) **Financial Management Theory and Practice** 7<sup>th</sup> Edition, Mcgraw Hill.

## الملاحق

### الملحق (1)

#### قيم المتغيرات

قيم المتغيرات للشركات عام 2005

قيم المتغيرات للشركات عام 2006

قيم المتغيرات للشركات عام 2007

قيم المتغيرات للشركات عام 2008

قيم المتغيرات للشركات عام 2009

مخرجات التحليل الأحصائي SPSS



## قيم المتغيرات للشركات في عام 2005

البنوك	OL	FL	EPS
البنك الأستثماري العربي	0.339	0.888	0.285
بنك الأسكان	0.528	0.876	0.718
البنك الإسلامي الأردني	0.349	0.948	0.327
البنك العربي	0.445	0.889	1.137
بنك القاهرة عمان	0.678	0.866	0.700
الصناعة	OL	FL	EPS
الاتحاد للصناعات المتطورة	0.157	0.269	0.380
الأردنية لإنتاج الأدوية	0.445	0.408	0.128
الأردنية للصناعات الخشبية	0.235	0.304	0.464
الأقبال للاستثمار	0.167	0.305	0.190
الألبان الأردنية	0.159	0.265	0.245
الباطون الجاهز والتوريدات الأنشائية	0.093	0.409	0.050
البوتاس العربية	0.327	0.378	0.517
الزبي لصناعة الألبسة الجاهزة	0.140	0.332	0.050
الشرق الأوسط للصناعات الدوائية والكيمائية	0.320	0.287	-0.027
العالمية الحديثة للزيوت النباتية	0.084	0.079	0.043
العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية	0.159	0.312	0.134
العربية لصناعة المواسير المعدنية	0.058	0.210	0.246
الموارد الصناعية الأردنية	0.090	0.173	0.018
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	0.063	0.375	0.133
حديد الأردن	0.046	0.415	0.189
دار الدواء للتنمية والأستثمار	0.325	0.160	0.386
رم علاء الدين للصناعات الهندسية	0.218	0.713	-0.193
المتكاملة للمشاريع المتعددة	0.099	0.405	0.124
مجمع الشرق الأوسط للصناعات الهندسية	0.130	0.714	0.551
مصانع الأتحاد لإنتاج التبغ	0.086	0.235	0.503
مصانع الأجواخ الأردنية	0.166	0.077	1.070
مصانع الأسمنت الأردنية	0.156	0.219	1.110

مناجم الفوسفات	0.138	0.561	0.138
الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن	0.059	0.480	0.006
الدولية للصناعات الخزفية	0.212	0.247	0.045
أمانة للاستثمارات الزراعية	0.911	0.200	-0.061
مصانع الورق والكرتون	0.247	0.314	0.148
<b>الخدمات</b>	<b>OL</b>	<b>FL</b>	<b>EPS</b>
الأردنية لتطوير المشاريع السياحية	0.769	0.548	0.167
الأردنية للاستثمار والنقل السياحي	0.282	0.211	0.273
الأسراء للتعليم والاستثمار	0.272	0.417	0.189
الدستور	0.164	0.292	0.001
الزرقاء للتعليم	0.199	0.231	0.011
العربية الدولية للفنادق	0.205	0.130	0.281
الكهرباء الأردنية	0.103	0.722	0.210
الموحدة للنقل والخدمات	0.681	0.370	0.042
النقلات السياحية الأردنية	0.258	0.069	0.517
مصفاة البترول الأردنية	0.043	0.843	0.211
الخطوط البحرية الوطنية	0.105	0.278	0.722
الأسواق الحرة الأردنية	0.099	0.135	0.840
الأهلية للمشاريع	0.221	0.296	-0.090
بندار للتجارة والاستثمار	0.711	0.339	0.037
مجموعة افتك القابضة	0.752	0.037	0.516
البلاد للخدمات الطبية	0.249	0.187	0.070
التجمعات للمشاريع السياحية	0.854	0.288	-0.020
البحرينية الأردنية للتقنية والاتصالات	0.365	0.550	0.039

## قيم المتغيرات للشركات في عام 2006

البنوك	OL	FL	EPS
البنك الأستثمري العربي	0.310	0.873	0.187
بنك الأسكان	0.449	0.796	0.369
البنك الإسلامي الأردني	0.359	0.921	0.241
البنك العربي	0.388	0.832	0.740
بنك القاهرة عمان	0.525	0.883	0.285
الصناعة	OL	FL	EPS
الاتحاد للصناعات المتطورة	0.179	0.308	0.461
الأردنية لإنتاج الأدوية	0.435	0.369	0.107
الأردنية للصناعات الخشبية	0.217	0.257	0.547
الأقبال للاستثمار	0.177	0.476	0.012
الألبان الأردنية	0.185	0.537	0.083
الباطون الجاهز والتوريدات الأنشائية	0.095	0.435	0.190
البوتاس العربية	0.308	0.331	0.470
الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	0.135	0.352	0.017
الشرق الأوسط للصناعات الدوائية والكيمائية	0.321	0.363	0.094
العالمية الحديثة للزيوت النباتية	0.081	0.076	0.035
العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية	0.144	0.279	0.108
العربية لصناعة المواسير المعدنية	0.091	0.090	0.075
الموارد الصناعية الأردنية	0.197	0.231	0.019
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	0.053	0.308	0.157
حديد الأردن	0.046	0.123	0.160
دار الدواء للتنمية والأستثمار	0.270	0.170	0.364
رم علاء الدين للصناعات الهندسية	0.193	0.610	0.010
المتكاملة للمشاريع المتعددة	0.080	0.448	0.003
مجمع الشرق الأوسط للصناعات الهندسية	0.150	0.400	0.107
مصانع الأتحاد لإنتاج التبغ	0.098	0.391	0.477
مصانع الأجواخ الأردنية	0.166	0.052	0.462
مصانع الأسمنت الأردنية	0.174	0.299	0.913

مناجم الفوسفات	0.113	0.517	0.214
الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن	0.096	0.597	- 0.140
الدولية للصناعات الخزفية	0.224	0.271	0.001
أمانة للاستثمارات الزراعية	0.863	0.281	- 0.053
مصانع الورق والكرتون	0.267	0.418	0.086
<b>الخدمات</b>	<b>OL</b>	<b>FL</b>	<b>EPS</b>
الأردنية لتطوير المشاريع السياحية	0.202	0.440	0.106
الأردنية للاستثمار والنقل السياحي	0.330	0.141	- 0.098
الأسراء للتعليم والاستثمار	0.212	0.572	- 0.105
الدستور	0.147	0.357	0.251
الزرقاء للتعليم	0.210	0.233	0.120
العربية الدولية للفنادق	0.210	0.142	0.138
الكهرباء الأردنية	0.090	0.712	0.257
الموحدة للنقل والخدمات	0.367	0.395	- 0.142
النقلات السياحية الأردنية	0.259	0.134	- 0.040
مصفاة البترول الأردنية	0.034	0.883	0.144
الخطوط البحرية الوطنية	0.129	0.463	- 0.234
الأسواق الحرة الأردنية	0.111	0.199	1.050
الأهلية للمشاريع	0.225	0.446	- 0.080
بندار للتجارة والاستثمار	0.769	0.506	0.158
مجموعة افتك القابضة	0.113	0.110	- 0.313
البلاد للخدمات الطبية	0.244	0.177	0.071
التجمعات للمشاريع السياحية	0.794	0.093	- 0.009
البحرينية الأردنية للتقنية والاتصالات	0.280	0.814	- 0.116

## قيم المتغيرات للشركات في عام 2007

البنوك	OL	FL	EPS
البنك الأستثماني العربي	0.305	0.815	0.068
بنك الأسكان	0.421	0.823	0.431
البنك الإسلامي الأردني	0.368	0.916	0.354
البنك العربي	0.338	0.833	0.940
بنك القاهرة عمان	0.540	0.890	0.279
الصناعة	OL	FL	EPS
الاتحاد للصناعات المتطورة	0.198	0.435	0.457
الأردنية لإنتاج الأدوية	0.429	0.358	0.082
الأردنية للصناعات الخشبية	0.113	0.311	0.481
الأقبال للاستثمار	0.162	0.469	0.259
الألبان الأردنية	0.160	0.223	0.058
الباطون الجاهز والتوريدات الأنشائية	0.090	0.515	0.250
البوتاس العربية	0.200	0.284	1.803
الزري لصناعة الألبسة الجاهزة	0.151	0.466	0.124
الشرق الأوسط للصناعات الدوائية والكيمائية	0.393	0.442	0.026
العالمية الحديثة للزيوت النباتية	0.054	0.194	0.112
العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية	0.140	0.315	0.135
العربية لصناعة المواسير المعدنية	0.087	0.184	0.126
الموارد الصناعية الأردنية	0.201	0.224	0.004
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	0.053	0.283	0.156
حديد الأردن	0.038	0.196	0.238
دار الدواء للتنمية والأستثمار	0.283	0.184	0.173
رم علاء الدين للصناعات الهندسية	0.168	0.656	0.027
المتكاملة للمشاريع المتعددة	0.082	0.533	0.168
مجمع الشرق الأوسط للصناعات الهندسية	0.153	0.441	0.098
مصانع الأتحاد لإنتاج التنغ	0.114	0.398	0.305
مصانع الأجواخ الأردنية	0.156	0.014	0.427

مصانع الأسمنت الأردنية	0.191	0.355	0.797
مناجم الفوسفات	0.104	0.392	0.615
الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن	0.087	0.765	- 0.217
الدولية للصناعات الخزفية	0.147	0.245	0.009
أمانة للاستثمارات الزراعية	0.819	0.331	0.006
مصانع الورق والكرتون	0.262	0.469	0.058
<b>الخدمات</b>	<b>OL</b>	<b>FL</b>	<b>EPS</b>
الأردنية لتطوير المشاريع السياحية	0.174	0.445	0.205
الأردنية للاستثمار والنقل السياحي	0.270	0.155	- 0.062
الأسراء للتعليم والاستثمار	0.220	0.476	0.240
الدستور	0.156	0.360	0.325
الزرقاء للتعليم	0.215	0.316	0.160
العربية الدولية للفنادق	0.185	0.115	0.141
الكهرباء الأردنية	0.084	0.735	0.168
الموحدة للنقل والخدمات	0.343	0.556	- 0.373
النقل السياحية الأردنية	0.258	0.096	0.158
مصفاة البترول الأردنية	0.025	0.886	0.137
الخطوط البحرية الوطنية	0.142	0.338	0.263
الأسواق الحرة الأردنية	0.127	0.162	0.830
الأهلية للمشاريع	0.191	0.233	- 0.050
بندار للتجارة والاستثمار	0.785	0.431	0.106
مجموعة افنك القابضة	0.273	0.080	0.011
البلاد للخدمات الطبية	0.256	0.195	0.018
التجمعات للمشاريع السياحية	0.763	0.069	0.009
البحرينية الأردنية للتقنية والاتصالات	0.204	0.852	- 0.191

## قيم المتغيرات للشركات في عام 2008

البنوك	OL	FL	EPS
البنك الأستثمري العربي	0.339	0.822	0.116
بنك الأسكان	0.468	0.832	0.381
البنك الإسلامي الأردني	0.421	0.913	0.433
البنك العربي	0.376	0.843	0.674
بنك القاهرة عمان	0.565	0.896	0.254
الصناعة	OL	FL	EPS
الاتحاد للصناعات المتطورة	0.234	0.505	0.406
الأردنية لإنتاج الأدوية	0.573	0.416	0.058
الأردنية للصناعات الخشبية	0.209	0.218	0.348
الأقبال للاستثمار	0.170	0.551	0.372
الألبان الأردنية	0.136	0.165	0.118
الباطون الجاهز والتوريدات الأنشائية	0.032	0.288	0.040
البوناس العربية	0.152	0.264	3.737
الزري لصناعة الألبسة الجاهزة	0.126	0.531	- 0.153
الشرق الأوسط للصناعات الدوائية والكيمائية	0.441	0.518	- 0.015
العالمية الحديثة للزيوت النباتية	0.040	0.146	0.148
العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية	0.171	0.269	0.165
العربية لصناعة المواسير المعدنية	0.077	0.194	0.231
الموارد الصناعية الأردنية	0.242	0.384	- 0.600
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	0.043	0.361	- 0.180
حديد الأردن	0.057	0.445	- 0.285
دار الدواء للتنمية والاستثمار	0.283	0.248	0.186
رم علاء الدين للصناعات الهندسية	0.102	0.748	0.016
المتكاملة للمشاريع المتعددة	0.092	0.625	- 0.026
مجمع الشرق الأوسط للصناعات الهندسية	0.113	0.512	0.055
مصانع الأتحاد لإنتاج التبغ	0.132	0.470	0.243
مصانع الأجواخ الأردنية	0.192	0.016	0.268

مصانع الأسمنت الأردنية	0.137	0.328	0.815
مناجم الفوسفات	0.073	0.243	3.182
الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن	0.100	0.887	- 0.601
الدولية للصناعات الخزفية	0.173	0.194	0.065
أمانة للاستثمارات الزراعية	0.838	0.406	- 0.085
مصانع الورق والكرتون	0.295	0.492	0.001
<b>الخدمات</b>	<b>OL</b>	<b>FL</b>	<b>EPS</b>
الأردنية لتطوير المشاريع السياحية	0.217	0.488	0.179
الأردنية للاستثمار والنقل السياحي	0.241	0.263	0.051
الأسراء للتعليم والاستثمار	0.166	0.376	0.190
الدستور	0.158	0.381	0.094
الزرقاء للتعليم	0.606	0.255	0.244
العربية الدولية للفنادق	0.155	0.145	0.128
الكهرباء الأردنية	0.081	0.777	0.184
الموحدة للنقل والخدمات	0.396	0.577	- 0.029
النقل السياحية الأردنية	0.266	0.160	0.144
مصفاة البترول الأردنية	0.027	0.875	0.241
الخطوط البحرية الوطنية	0.112	0.383	0.239
الأسواق الحرة الأردنية	0.115	0.154	1.130
الأهلية للمشاريع	0.197	0.412	- 0.020
بندار للتجارة والاستثمار	0.814	0.526	0.049
مجموعة افتك القابضة	0.267	0.118	0.012
البلاد للخدمات الطبية	0.262	0.232	0.046
التجمعات للمشاريع السياحية	0.780	0.368	0.034
البحرينية الأردنية للتقنية والاتصالات	0.160	0.975	- 0.619



## قيم المتغيرات للشركات في عام 2009

البنوك	OL	FL	EPS
البنك الاستثماري العربي	0.340	0.843	0.105
بنك الأسكان	0.350	0.841	0.238
البنك الإسلامي الأردني	0.368	0.919	0.279
البنك العربي	0.422	0.835	0.486
بنك القاهرة عمان	0.546	0.899	0.290
الصناعة	OL	FL	EPS
الاتحاد للصناعات المتطورة	0.145	0.376	0.272
الأردنية لإنتاج الأدوية	0.435	0.362	0.149
الأردنية للصناعات الخشبية	0.231	0.197	0.044
الأقبال للاستثمار	0.179	0.535	0.495
الألبان الأردنية	0.135	0.153	0.084
الباطون الجاهز والتوريدات الأتشفانية	0.042	0.387	-0.010
البوتاس العربية	0.227	0.192	1.581
الزيت لصناعة الألبسة الجاهزة	0.151	0.541	-0.050
الشرق الأوسط للصناعات الدوائية والكيمائية	0.482	0.499	0.016
العالمية الحديثة للزيوت النباتية	0.043	0.278	0.134
العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية	0.146	0.279	0.152
العربية لصناعة المواسير المعدنية	0.111	0.144	0.157
الموارد الصناعية الأردنية	0.270	0.176	0.052
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	0.065	0.319	0.068
حديد الأردن	0.088	0.421	0.175
دار الدواء للتنمية والاستثمار	0.313	0.390	0.304
رم علاء الدين للصناعات الهندسية	0.151	0.744	-0.201
المتكاملة للمشاريع المتعددة	0.184	0.605	0.047
مجمع الشرق الأوسط للصناعات الهندسية	0.133	0.573	-0.225
مصانع الأتحاد لإنتاج التبغ	0.104	0.387	0.078
مصانع الأجواخ الأردنية	0.187	0.022	0.288

مصانع الأسمت الأردنية	0.185	0.337	0.756
مناجم الفوسفات	0.094	0.177	1.238
الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن	0.132	0.938	-0.343
الدولية للصناعات الخزفية	0.241	0.203	0.078
أمانة للاستثمارات الزراعية	0.894	0.481	0.105
مصانع الورق والكرتون	0.302	0.484	0.094
<b>الخدمات</b>	<b>OL</b>	<b>FL</b>	<b>EPS</b>
الأردنية لتطوير المشاريع السياحية	0.151	0.484	0.021
الأردنية للاستثمار والنقل السياحي	0.141	0.216	0.010
الأسراء للتعليم والأستثمار	0.148	0.344	0.261
الدستور	0.179	0.427	0.050
الزرقاء للتعليم	0.617	0.222	0.202
العربية الدولية للفنادق	0.183	0.148	0.116
الكهرباء الأردنية	0.086	0.802	0.061
الموحدة للنقل والخدمات	0.319	0.597	0.144-
النقلات السياحية الأردنية	0.195	0.156	0.117
مصفاة البترول الأردنية	0.029	0.870	0.339
الخطوط البحرية الوطنية	0.097	0.400	0.244
الأسواق الحرة الأردنية	0.124	0.156	1.870
الأهلية للمشاريع	0.231	0.096	-0.003
بندار للتجارة والأستثمار	0.748	0.369	0.063
مجموعة افتك القابضة	0.284	0.120	0.026
البلاد للخدمات الطبية	0.265	0.198	0.024
التجمعات للمشاريع السياحية	0.760	0.351	-0.006
البحرينية الأردنية للتقنية والاتصالات	0.116	0.955	0.254

## الملحق (2)

### مخرجات التحليل الإحصائي لعينة البنوك

<b>Model Summary</b>				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.125 <sup>a</sup>	.016	-.313	.271269

a. Predictors: (Constant), OL

<b>Coefficients<sup>a</sup></b>						
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.279	.625		.447	.685
	OL	.316	1.453	.125	.217	.842

a. Dependent Variable: EPS

<b>Model Summary</b>				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.268 <sup>a</sup>	.072	-.237	.263369

a. Predictors: (Constant), FL

<b>Coefficients<sup>a</sup></b>						
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.909	3.104		.615	.582
	FL	-1.725	3.576	-.268	-.482	.662

a. Dependent Variable: EPS

مخرجات التحليل الإحصائي لعينة الشركات الصناعية

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.064 <sup>a</sup>	.004	-.036	.401962

a. Predictors: (Constant), OLINDUS

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.268	.122		2.201	.037
	OLINDUS	-.153	.477	-.064	-.320	.752

a. Dependent Variable: EPSINDUS

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.298 <sup>a</sup>	.089	.052	.384523

a. Predictors: (Constant), FLINDUS

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.513	.191		2.681	.013
	FLINDUS	-.771	.495	-.298	-1.559	.132

a. Dependent Variable: EPSINDUS

مخرجات التحليل الإحصائي لعينة شركات الخدمات

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.339 <sup>a</sup>	.115	.059	.263804

a. Predictors: (Constant), OLSER

Coefficients <sup>a</sup>							
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t		Sig.
		B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	.272	.108		2.523	.023	
	OLSER	-.448	.312	-.339	-1.439	.169	

a. Dependent Variable: EPSSER

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.219 <sup>a</sup>	.048	-.011	.273535

a. Predictors: (Constant), FLSER

Coefficients <sup>a</sup>							
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t		Sig.
		B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	.238	.122		1.955	.068	
	FLSER	-.249	.277	-.219	-.899	.382	

a. Dependent Variable: EPSSER

مخرجات التحليل الأحصائي للفرضية الثالثة

Source	Type III Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	Partial Eta Squared
Corrected Model	.459 <sup>a</sup>	5	.092	.751	.590	.079
Intercept	.121	1	.121	.989	.326	.022
SECTOR	8.126E-5	2	4.063E-5	.000	1.000	.000
OL	.003	1	.003	.021	.885	.000
<b>SECTOR * OL</b>	<b>.044</b>	<b>2</b>	<b>.022</b>	<b>.181</b>	<b>.835</b>	<b>.008</b>
Error	5.374	44	.122			
Total	8.296	50				
Corrected Total	5.832	49				

مخرجات التحليل الأحصائي للفرضية الرابعة

Source	Type III Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	Partial Eta Squared
Corrected Model	.731 <sup>a</sup>	5	.146	1.260	.298	.125
Intercept	.051	1	.051	.438	.512	.010
SECTOR	.186	2	.093	.804	.454	.035
SECTOR * FL	.436	3	.145	1.254	.302	.079
Error	5.102	44	.116			
Total	8.296	50				
Corrected Total	5.832	49				