مجلة أبحاث ودراسات التنمية، المجلد (09) /العدد (1)، جوان 2022، ص.ص:125-147

الرفع المالي وأثره على القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة

دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (2010-2020)

Financial leverage and its impact on the market value of companies listed on the stock exchange-a standard study of a sample of companies listed on the Amman Stock Exchange for the period (2010-2020)

بلقاسمي الزايدي*[1]، شلابي نعيمة[2]

[1]مخبر الاقتصاد التطبيقي في التنمية، جامعة الدكتور يحي فارس، المدية، belkasmi.zaidi@univ-medea.dz

[2]مخبر الاقتصاد التطبيقي في التنمية، جامعة الدكتور يحي فارس، المدية، chelabi.naima@univ-medea.dz

تاريخ الاستلام:.2022/04/18 تاريخ القبول:2022/06/05 تاريخ النشر :2022/06/15

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة الوقوف على مدى تأثير الرفع المالي على القيمة السوقية للمؤسسات، من خلال تطبيق الدراسة على عينة من المؤسسات المدرجة ببورصة عمان "الأردن" في الفترة (2010-2020)، حيث تم بناء نموذج يضم المتغير المستقل: الرفع المالي (FL)، والمتغيرات الضابطة: نسبة المديونية (DR)، ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، ومعدل العائد على الأصول (ROA)، وكذلك ربحية السهم (EPS)، والمتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية للمؤسسات، وقد تمت معالجة بيانات الدراسة إحصائيا وقياسيا باستخدام نماذج البانل. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي والقيمة السوقية للمؤسسة، وأن كل من معدلي العائد على حقوق الملكية والأصول وربحية السهم تؤثر إيجابيا وبشكل معنوي على القيمة السوقية المؤسسة، كما تبين وجود أثر معنوي سالب لنسبة المديونية على القيمة السوقية، ووفق هذه النتائج فقد تم التوصل إلى أن 76,78% من التغير الحاصل في القيمة السوقية للمؤسسة يفسر من خلال متغيرات هذه الدراسة.

الكلمات المفتاحية: القيمة السوقية، الرفع المالي،هيكل رأس المال، النظرية المالية، نماذج البانل.

ترميز JEL: G32

Abstract:

This Study aims to determine the impact of financial leverage on the market value of firms, by applying the study to a sample of firms listed on the Amman "Jordan" Stock Exchange (2010-2020), Where a model has been built includes independent variables: financial leverage (FL), and control variables: debt ratio, rate of return on equity, rate of return on assets, earnings per share, the dependent variable is the market value of the Firm, using panel models. The study concluded that there is a positive relationship between financial leverage and the market value of the Firm, and the rates of return of equity and assets and earnings per share positively affects the market value, and there is a negative effect of the debt ratio on the market value, so it was concluded that 78.77% of the variation in the market value of the Firm is explained through the variables of study.

Keywords: market value, financial leverage, Capital financial Structure financial, theory, panel models.

JEL Classification Codes: G32

* المؤلف المرسل

1.مقدمة:

تتماشى القرارات المالية والاستثمارية داخل المؤسسات الاقتصادية وفق رؤية مدروسة ومحكمة من طرف الإدارة المالية، فهي تسعى لترشيد وتسيير وإدارة الموارد المالية المتاحة أمامها بما يحقق أهدافها ويرضي ملاكها.

فتلبية الاحتياجات المالية الناجمة عن النشاط الاستغلالي والاستثماري يحتم على المؤسسة تبني خطط واستراتيجيات تمويلية من أجل اختيار البنية المكونة لمصادر التمويل، ومساهمة كل مصدر في هيكلها التمويلي، وتحديد طبيعة هذا المصدر من حيث أنه تمويل ممتلك أو المقترض.

ويعتبر الرفع المالي أحد أهم الحلول التمويلية التي يتبعها المسير المالي في تحقيق معدلات ربحية وزيادة ثروة الملاك وزيادة ربحية الأسهم وهو ما أكدته النظرية المالية مجسدة في المدخل التقليدي، ومدخل مودغلياني وميلر 1963، ومدخل صافي الدخل التي عالجت أمثليه الهيكل المالي انطلاقا من التناقضات والخلافات التي صاحبت الرافعة المالية المثلى أو نسبة التمويل المقترض الأمثل في الهيكل المالي التي تجعل المعدل الموزون لتكلفة التمويل في حده الأدنى بما يعظم العائد على حق الملكية وهو معيار التعبير عن القيمة السوقية للمؤسسة.

ولتحقيق هذا التوازن في الهيكل التمويلي عموما وتوازن في ثنائية العائد والمخاطرة ومدى تأثيرها على القيمة السوقية للمؤسسة، ارتأينا دراسة العلاقة بين القيمة السوقية كمتغير تابع والرفع المالي، ومعدل العائد على حقوق الملكية، ومعدل العائد على الأصول، وربحية السهم، ونسبة المديونية كمتغيرات وعوامل مستقلة، وهذا من خلال إجراء اختبار تجريبي لطبيعة هذه العلاقة وهذا من خلال طرح التساؤل التالي:

" كيف يمكن للرفع المالي التأثير على القيمة السوقية للمؤسسة؟"

فرضيات الدراسة:

في خضم محاولة الإجابة على الإشكالية نقدم جملة من الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى:

H0 : هناك علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة للرفع المالي (FL) على القيمة السوقية للمؤسسة.

الفرضية الثانية:

H0: هناك علاقة ذات دلالة إحصائية سالبة لنسبة المديونية (DR) على القيمة السوقية للمؤسسة.

الفرضية الثالثة:

H0 : هناك علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة لمعدل العائد على الأصول(ROE)ومعدل العائد على حق الملكية (ROA) على القيمة السوقية للمؤسسة.

الفرضية الرابعة:

H0: هناك علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة لربحية السهم (EPS) على القيمة السوقية للمؤسسة.

أهداف البحث: يسعى الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى:

✓ التعرف على اتجاه العلاقة ونوعها بين الرفع المالي والقيمة السوقية للمؤسسات المسعرة في بورصة عمان–الأردن وهذا بقياسه كميا؛

✓ التعرف على اتجاه العلاقة ومدى تأثير كلا من ربحية السهم، ومعدل العائد على حقوق الملكية، ومعدل العائد على الأصول في القيمة السوقية للمؤسسات محل الدراسة؛

✓ قياس أثر واتجاه العلاقة لنسبة المديونية على القيمة السوقية للمؤسسة.

الدراسات السابقة:

✓ دراسة نشأة حكمت عليوي (2019) بعنوان: أثر الرفع المالي على الأداء المالي في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، وقد سعت الدراسة لتحديد أثر الرفع المالي كمتغير مستقل على الأداء المالي المقاس بكل من العائد على حقوق الملكية (ROE)، والعائد على الأصول (ROA)، وقد شملت عينة الدراسة (44) شركة مساهمة من جميع القطاعات المالية والصناعية والخدمية وفق العينة الطبيعية العشوائية وهذا خلال الفترة (2013-2017)، وذلك باستخدام المنهج الوصفي التحليلي. (حكمت العليوي، 2019)

وبينت نتائج الدراسة وجود أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس بالعائد على حقوق الملكية في الشركات المدرجة في السوق المالي، وعدم وجود أثر للرفع المالي على الأداء المالي مقاسا بمعدل العائد على الاستثمار.

✓ دراسة بدر الدين قدوح، مليكاوي مولود بعنوان: قياس أثر تكلفة الأموال على القيمة السوقية للمنشأة باستخدام بيانات البانل للشركات الصناعية المدرجة في بورصة الكويت للسوق المالي، وهذا خلال الفترة (2014-2018)، وقد سعت الدراسة لتحديد أثر كلا من تكلفة الأموال وحق الملكية والأرباح المحتجزة وصافي التدفقات النقدية على القيمة السوقية للمنشأة للمؤسسة، حيث شملت الدراسة عينة من (30) شركة صناعية كويتية، وهذا باتباع الدراسة الإحصائية القياسية باستخدام نماذج البانل. (قدوج و مليكاوي، 2021)

وبينت النتائج وجود أثر معنوي إيجابي لتكلفة رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة.

دراسةSutrisno(2016) بعنوان:Capital Structure Determinants and Their Impacte on Firme Value والتي تسعى إلى تحديد تأثير محددات هيكل رأس المال في قيمة المؤسسة، وشملت عينة الدراسة (125) مؤسسة صناعية المدرجة ببورصة إندونيسيا، وهذا خلال الفترة (2008-2018) باستخدام دراسة إحصائية قياسية ممثلة في الانحدار الخطي المتعدد، وتم التعامل مع الرفع المالي كأحد المحددات الهامة في هيكل رأس المال (كمتغير مستقل) والقيمة السوقية (كمتغير تابع).(sutrisno, 2016)

وجاءت نتائج الدراسة المتعلقة بالرفع المالي على أن له تأثير معنوي كبير على قيمة المؤسسة على غرار كل من هيكل الأصول، والربحية، في حين لم تكن لكل من حجم المؤسسة ونموها أي تأثير على قيمة المؤسسة.

✓ دراسة حسين محمد حسين سمعان بعنوان: أثر هيكل رأس المال والرفع المالي والربحية على قيمة شركات التعليم والاستثمار الأردنية، كان الهدف منها معرفة أثر كل من هيكل رأس المال والرفع المالي والربحية باعتبارهم متغيرات مستقلة على قيمة شركات التعليم والاستثمار الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية باعتبارها متغير تابع، وقد شملت الدراسة مسحا كليا لمجتمع الدراسة المتكون من (06) شركات خلال الفترة (2006-2011)، وذلك باستخدام دراسة إحصائية باستخدام برنامج SPSS للتوصل إلى معادلة الانحدار الخطي البسيط.

وبينت نتائج الدراسة تأثير الرفع المالي على قيمة الشركات محل الدراسة خلال فترة الدراسة كما بينت النتائج أيضا عدم تأثير معدل العائد على حقوق الملكية في قيمة الشركات. (محمد حسين سمحان، 2015)

2.الإطار النظري:

1.2.تعريف الرفع المالي:(financial leverage)

التعريف الأول: يعرف الرفع المالي على أنه مدى استخدام القروض طويلة الأجل إلى حقوق الملكية في هيكل رأس المال المؤسسات، بغية الاستفادة من المزايا الناتجة عن هذا التمويل في شقه التفاضلي بين القروض وحقوق الملكية. (شاكر عبد الخالق، 2021، صفحة 87)

التعريف الثاني: الرفع المالي هو مقياس لمدى مساهمة الملاك في الهيكل التمويلي مقارنة بالتمويل الذي مصدره القروض المختلفة. (رحيم و خلدون، 2018، صفحة 61)

التعريف الثالث: يعكس الرفع المالي التغير الذي يحدث في صافي الربح المتاح للملاك من جراء التغير في صافي ربح العمليات، وينشأ الرفع المالي من وجود التكاليف المالية الثابتة وهذا مع ثبات العوامل الأخرى على حالها. (سليم حداد، 2014، صفحة 268)

من خلال التعاريف السابقة نستخلص أن الرفع المالي مؤشر للدلالة عن مدى استخدام أموال الغير ذات التكاليف الثابتة في التمويل من أجل زيادة الأرباح التشغيلية قبل الفوائد والضرائب (EBIT)، وهذا بتبني آلية مرجعية مبنية على أمثليه الهيكل التمويلي، الذي من خلاله تسعى المؤسسة إلى تحقيق عائد ينجم عنه زيادة عوائد الملاك والمساهمين (ROE). والتكاليف الناتجة عن استخدام الرفع المالي تأخذ صورتين في شكل فوائد مدفوعة ناجمة عن الديون المقترضة من المصارف أو المؤسسات المالية، أو في شكل أرباح للأسهم الممتازة كون السهم الممتاز يتمتع بأرباح مضمونة وثابتة.

2.2.نسب الرفع المالي:

1.2.2.نسبة مجموع القروض إلى الأموال الخاصة: (جبران عبد العلي، 2021، صفحة 414)

نسبة الرفع المالي= $\frac{\text{مجموع القروض}}{\text{الأموال الخاصة}}$ وهي تعطي دلالة لمدى مساهمة الملاك مقارنة مع التمويل المقترض.

2.2.2.نسبة إجمالي الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول: (عبد الخالق الأنصاري، بدون سنة، صفحة 202)

نسبة الرفع المالي= $\frac{\text{إجمالي الديون طويلة الأجل}}{\text{إجمالي الأصول}}$ وهي تستخدم لتحديد حجم الأصول التي تم تمويلها عن طريق الديون.

3.2.2.معدل تغطية الفوائد: تعطى بالعلاقة التالية (جبران عبد العلي، 2021، صفحة 215)

معدل تغطية الفوائد= $\frac{\text{الأرباح قبل الفوائد و الضرائب}}{\text{الفوائد}} = \frac{EBIT}{I}$

3.2.مصادر تمويل هيكل رأس المال في المؤسسة:

طبيعة نشاط المؤسسة يلزمها على تبني استراتيجية تمويلية معينة، فهي تعتمد في نشاطها الاستغلالي بشكل كبير على التمويل قصير ومتوسط الأجل، أما نشاطها الاستثماري المرفق بعمليات التوسع أو إقامة استثمارات جديدة يتطلب أموال كبيرة ولمدة طويلة وعليه فهي تعتمد على مواردها الذاتية أو موارد أخرى.

1.3.2.الأسهم العادية:

هي عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل تمثل مستند ملكية، لها قيمة إسمية، وقيمة دفترية وقيمة سوقية، وقيمة تصفوية، وتعتبر الأسهم العادية آلية من آليات التمويل طويل الأجل التي تلجأ لها المؤسسات خلال فترة حياة المشروع، ويمكن استعراض قيمها على النحو التالي: (Bodi & Merton, 2014, pp. 86-87)

- **القيمة الإسمية: (Nominal Value):** هي القيمة المكتوبة على الصك أو قسيمة السهم، ويكون منصوص عليها بحكم العقد التأسيسي والنظام الداخلي والتي تمثل رأس المال المدفوع نظريا (رأس المال الاجتماعي للمؤسسة).
- **القيمة السوقية:(Market Value):** وهي عبارة عن السعر الذي يتم التعامل والتداول به في سوق رأس المال، وهي تمتاز بالتقلب في ظل ظروف السوق، فقد تكون هذه القيمة أكبر من القيمة الإسمية والدفترية فتحقق أرباح رأسمالية والعكس صحيح.
- **القيمة الحقيقية (Divident Value):** تعبر على القيمة المتوقعة من طرف حامل السهم العادي مستقبلا معبرا عنها بالعائد المترجم بالثمن الذي يقبل أن يدفعه للحصول على العائد الذي تعطيه الأسهم في قادم الأيام، وهي تساوي حاصل قسمة العائد المتوقع والعائد المطلوب، وهي تعكس مدى استجابة السوق للمعلومات الجديدة. (علي إبراهيم العامري، 2010، صفحة 472)
- **القيمة الدفترية (Book Value):** هي القيمة التاريخية التراكمية المسجلة محاسبيا في سجلات المؤسسة، وهي تمثل حاصل قسمة مجموع حقوق الملكية مطروح منها الأسهم الممتازة على عدد الأسهم العادية. (بن زكورة، 2022، صفحة 192)
- **القيمة التصفوية(Liquidation Value)** : هي قيمة السهم من باقي عملية التصفية لموجودات المؤسسة الثابتة والمتداولة، وهذا بعد خصم حقوق الدائنين والموظفين والحكومة والموردين، والبنوك، وتبنى التصفية وفق خبرة موثوقة وعادلة لبنود الأصول وتكون نقدية. (بن زكورة، 2022، صفحة 192)

والأسهم العادية تتفرع إلى عدة أنواع نذكر أهمها فيما يلي:

1.1.3.2الأسهم الكلاسيكية: وهي جملة الأسهم العادية التي تتعامل بها المؤسسات ذات هيكلة بسيطة وقرارات معتادة في تسيير الطرق التمويلية لها.

2.1.3.2.الأسهم العادية المستحدثة: لظروف وطبيعة أعمال المؤسسات، ورؤى تسييريه للإدارة المالية ظهرت جملة من الأسهم العادية الحديثة التي تلبي تطلعات هذه المؤسسات. حيث نجدها مقسمة إلى:

•**الأسهم العادية لأقسام الإنتاج:** في هذا النوع من الأسهم العادية، صاحب السهم يتحصل على عوائد أسهمه من القسم الإنتاجي الذي تم الاستثمار فيه، وليس من عوائد أسهم المؤسسة ككل، ففي هذا النوع كل قسم من أقسام الإنتاج يتحمل تسديد أرباحه أو تقسيم خسائره على مستثمريه، وهذا النوع من ألسهم العادية يخلق نوع من تضارب المصالح بين المستثمرين في المؤسسة. (غياث شيخة، 2021، صفحة 69)

•**الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة:** من المفروض أن التوزيعات المقدمة لحملة الأسهم العادية لا تعتبر من المصروفات التي ينبغي خصمها قبل الضريبة، وبغرض تشجيع المؤسسات عن التنازل عن أسهمها لعمالها أقر التشريع الأمريكي في الثمانينات تحفيزات ضريبية وجبائيه لصالح المؤسسات التي تتنازل عن هذه الحصص لعمالها، وهذا من خلال السماح لها بتوزيع حصص الأسهم العادية من الأرباح الإجمالية.

•**أسهم الخزينة:** هي تلك الأسهم العادية التي يحق للمؤسسة إعادة شرائها من المستثمر وفق علاوة محددة مسبقا في العقد، وهذا القرار تتخذه المؤسسة بناء على معطيات سادت السوق المالي وأثرت على الأسهم إيجابا.

•**الأسهم العادية المضمونة:** هي نوع استثماري مالي يجيز لصاحبه المطالبة بتعويضات مالية نتيجة انخفاض القيمة السوقية إلى ما بعد الحدود السعرية المتفق عليها مبدئيا والمشار إليها في العقد والمحددة أما نسبيا أو مبلغ مالي نقدي، أو بتعويض نوعي آخر. (غياث شيخة، 2021، الصفحات 69-70)

2.3.2.الأسهم الممتازة:

يمثل السهم الممتاز الازدواج النوعي بين الأسهم العادية والسندات، فهو مستند ملكية له قيمة إسمية ودفترية، وسوقية كما في السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية للسهم الممتاز تعبر على قيمتها مقسومة على عددها، وهذا راجع لكون أن السهم الممتاز ليس له نصيب من الاحتياطات والأرباح المحتجزة كما في السهم العادي، والتمويل بالأسهم الممتازة يجمع بين صفات التمويل المقترض والتمويل الممتلك من حيث نصيبه من الأرباح المحدد بنسبة من القيمة الإسمية فهو يماثل أدوات المديونية.

وكذلك في حالة التصفية يحق لحامله الحصول على نصيبه قبل حملة الأسهم العادية، وكذلك تشبه الاسهم الممتازة السهم العادية كونها تمثل ملكية ليس لها تاريخ استحقاق معين وأن مسؤولية حامله محدودة.

وتصنف الأسهم الممتازة كالتالي: (أمين زويل، 2021، صفحة 47)

1.2.3.2.الأسهم الممتازة التراكمية (المجمعة للأرباح): بموجب هذا النوع من الأسهم يحق لصاحبه الحصول على الأرباح المتراكمة من السنوات السابقة التي قررت فيها المؤسسة عدم التوزيع، فصاحب السهم يحق له الحصول على أرباح كافة السنوات في حالة قررت المؤسسة توزيع الأرباح خلال السنة الحالية أو القادمة.

2.2.3.2. الأسهم الممتازة المشاركة: هي جملة الأسهم الممتازة التي يحق لحملتها مشاركة حملة الأسهم العادية في الربح المتبقي وهذا بعد استيفاءه لحصته الثابتة.

3.2.3.2.الأسهم الممتازة ذات العائد المتحرك: هي تلك الأسهم المربوطة عوائدها بمعدلات الفائدة على السندات الحكومية من كلا الاتجاهين صعودا ونزولا.

4.2.3.2.الأسهم الممتازة التي لها حق في التصويت: هي نوع مستحدث يتحصل بموجبها صاحب السهم العادي على هذا النوع من الأسهم كشكل من أشكال التعويض العيني.

5.2.3.2. الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية: هو حق يجيزه العقد المبرم بين المستثمر والمؤسسة، والذي بموجبه يعطي الحق لحامله تحويل السهم العادي بعد فترة زمنية محددة مسبقا إلى سهم ممتاز، وهو حتمية على المستثمر الرشيد في حال ما إذا سادت ظروف اقتصادية معينة.

3.3.2. التمويل بالأوراق المالية القابلة للتحويل:

هي أدوات مالية مؤجلة التمويل لا تزود المؤسسة بأموال حقيقية آنيا، لأن المديونية والأسهم الممتازة تستبدل بأسهم عادية تخلق بموجبها علاوة ناجمة عن القيمة السوقية للورقة المالية القابلة لتحويل بأعلى من قيمة التحويلات وقت الإصدار، وتعتبر هذه الآلية التمويلية ملجأ العديد من المؤسسات في حال وجود سوق مالي غير كفؤ وكذا باعتبار القيمة المنخفضة للمؤسسة الناجمة عن تلك الظروف السوقية الأمر الذي يحتم عليها اصدار أوراق مالية بأقل من قيمتها الحقيقية ،فإجراء التحويل للمديونية والأسهم الممتازة الى أسهم عادية يؤدي الى تخفيض التكاليف الثابتة التي تتحملها المؤسسة ،الامر الذي يدفع بها الى تقوية مركزها المالي ومنه إمكانية المفاوضة في الحصول على تمويلات متعددة. (خلة توفيق، 2022، صفحة 101)

4.3.2.التمويل بالخيارات: هو عقد يعطي لحامله حق شراء أو بيع موجود محدد وبسعر معين، يسمى سعر التنفيذ في أو قبل تاريخ محدد، فهو إجراء للتحوط من أسعار الأسهم والسندات، وكآلية تمويلية تمزج بين الدين وأسواق رأس المال، وهذا بتخصيص الكفؤ للدين في السوق المالي في المشروعات الأكثر فعالية وكذلك توزيع المخاطر بين الفاعلين الحقيقيين مما ينجر عنه تخفيض تكلفة رأس المال.

5.3.2. التمويل المالي الإسلامي: هو أحد الحلول التمويلية الحديثة التي بينت نجاعتها من خلال الأزمات المالية المتكررة من خلال صيغها الموافقة للشريعة الإسلامية.

6.3.2. السندات: هي وثيقة تبيعها المؤسسة للجمهور بقيمة إسمية محددة وتحمل فائدة محددة يتم دفها دوريا، ولها موعد استحقاق طويل الأجل.

7.3.2.التمويل الداخلي الذاتي:

هي القيمة من صافي الدخل الذي تقرر المؤسسة احتجازه لغرض إعادة استثمارها، وهو أقل تكلفة من إصدار الأسهم العادية، كما أن نسبة احتجاز هذه الأرباح من قبل المؤسسة مرهونة بما ستحققه من عوائد تكون مساوية على الأقل لتلك العوائد التي كان سيحققها الملاك من إعادة استثمارها بأنفسهم في مشاريع أخرى، والملاحظ أن تكلفة الأسهم العادية أكبر من تكلفة الأرباح المحتجزة بمقدار(1-B) (1-T) حيث: (جايد مشكور العامري و آخرون، 2021، صفحة 219)

T : متوسط معدل ضريبة الدخل للملاك

B: معدل عمولة الوساطة

Kr = Ke (1-T) ((1-B) حيث :

Kr : تكلفة الأرباح المحتجزة

Ke : تكلفة حق الملكية

8.3.2.القروض البنكية:

هي مصادر تمويلية تحصل بموجبها المؤسسة على أموال لتمويل نشاطها الاستثماري من البنوك والمؤسسات المالية، وشركات التأمين، وصناديق التقاعد، وقد يصل تاريخ استحقاقها إلى (30) سنة، ومن أهم خصائص هذا النوع أنه يتم الاتفاق على كافة نواحي المعاملات القانونية كمعدل الفائدة تاريخ الاستحقاق، الرهونات والامتيازات، .... إلخ وهذا بتفاوض بين المؤسسة والجهة المقرضة. (حسين الوادي و يونس يامين، 2014، صفحة 237)

4.2.الإمتداد النظري للقيمة السوقية والرافعة المالية في المؤسسة:

أحدثت التجاذبات الفكرية والمعرفية في مجال دراسة خيارات هيكل رأس المال جدلا واسعا بين المنظرين والمختصين، حيث يرى البعض أن هناك علاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية للمؤسسة، وأن هذه القيمة تحدد بكيفية ونوعية اختيار مصادر التمويل، أما الآخرين فيؤكدون على استقلالية قيمة المؤسسة عن تأثيرات الاستدانة وتكلفة رأس المال.

1.4.2.تعريف القيمة السوقية للمؤسسة:

التعريف الأول: تعرف معايير التقييم الدولية القيمة السوقية بأنها" المبلغ المقدر الذي يتم به تبادل ممتلكات معينة في تاريخ التقييم بين المشتري والبائع، وهذا الإجراء يكون في إطار صفقة يسودها الرضى والمعرفة التامة ببنودها. (Vernimmen & autre, 2022, pp. 575-576)

التعريف الثاني: وتعرف القيمة السوقية بأنها السعر الذي من خلاله يتم تداول الأصول في إطار علني وبإجراءات المصداقية والشفافية المتاحة لكامل المستثمرين في إطار المزايدة التنافسية. (Bodi & Merton, 2014)

2.4.2.النظريات المفسرة لتأثير الرافعة المالية على قيمة المؤسسة:

من خلال التعريفات السابقة للقيمة السوقية والرفع المالي سنحاول فهم الارتباط الموجود بينهما وفق المداخل والنظريات المالية التي عالجت موضوع العلاقة الرابطة بين الرفع المالي والقيمة السوقية.

1.2.4.2. النظرية التقليدية: (Traditionnel Theory): تؤكد النظرية التقليدية التي تتوسط أفكارها كلا من نظرية صافي الربح ونظرية ربح الاستغلال على وجود هيكل مالي أمثل، إذ يمكن للمؤسسة من خلال تحديد درجة المديونية أي تحديد درجة الرفع المالي من زيادة القيمة السوقية لها جراء خفض التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال. (عطاء الله غنيم، صفحة 644)

ومع زيادة القروض ذات التكلفة المنخفضة والحاملة لمخاطر أقل من نظيرتها الأخرى من مصادر التمويل (الأسهم العادية والممتازة) يؤدي إلى ارتفاع العائد المطلوب على رأس المال المملوك (حقوق الملكية) حيث قسمت هذه النظرية التأثيرات الممكنة للربح التمويلي على القيمة السوقية إلى ثلاثة مراحل:

المرحلة الأولى: زيادة الرافعة المالية مقارنة مع حقوق الملكية يؤدي إلى زيادة العائد المطلوب على حق الملكية وبالتالي تخفيض التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للمؤسسة.

المرحلة الثانية: وهي مرحلة التميز والاستفادة الفعلية من مزايا الرفع المالي، بحيث تبلغ قيمة المؤسسة أقصى قيمة لها موازاتا مع انخفاض التكلفة لأدنى مستوياتها.

المرحلة الثالثة: وهي مرحلة ظهور مساوئ الرافعة المالية، نتيجة الافراط في استخدام القروض لتمويل هيكل رأس المال المؤسسة، وفي هذه المرحلة تكون المؤسسة عرضة لمخاطر العسر المالي، الأمر الذي يدفع بالدائنين إلى زيادة معدلات الفائدة، والذي بدوره يعطي إشارة للملاك عن الوضعية الحرجة للمؤسسة، مما يصحبه ارتفاع في تكلفة رأس المال الممتلك من طرف المساهمين.

2.2.4.2.نظرية ربح الاستغلال: تؤكد هذه النظرية على عدم وجود أي تأثير للتغير في نسب الرفع المالي على القيمة السوقية للمؤسسة، فهي مستقلة تماما عن أي تغيرات في توليفة هيكلها المالي.

3.2.4.2. نظرية صافي الربح 1952: تشير هذه النظرية إلى إمكانية زيادة القيمة السوقية للمؤسسات وفق آلية تبنى على تدنية تكلفة الأموال عن طريق زيادة الرافعة المالية في هيكل رأس مال المنشأة وفق جملة من الفرضيات، هدف هذه النظرية هو إيجاد توليفة مميزة لهيكل رأس المال التي من خلالها تسعى إلى تدنية التكلفة من جهة وزيادة القيمة السوقية من جهة أخرى، وهذا في نفس المستوى التشغيلي الذي تتبناه المؤسسة وتعطى علاقة القيمة السوقية كالتالي: (الحناوي و قرياقص، 1992، صفحة 314)

EBIT : الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب

$$V = \frac{EBIT}{WACC}$$

V : القيمة السوقية للمؤسسة

WACC : التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

4.2.4.2. نظرية موديغلياني وميلر:

الاقتراح الأول (1958): خالفا العالمان موديغلياني وميلر التوجه النظري للنظرية التقليدية فيما يخص قيمة المؤسسة وكيفية تأثير هيكلها المالي عليها، وأكدوا مقبولية مدخل ربح الاستغلال في توجهاته المنادية بعدم وجود توليفة لهيكل رأس المال التي تؤثر على قيمة المؤسسة، حيث وحسب الاقتراح الأول لـ (M&M)وفي ظل عدم وجود ضرائب، وسوق رأس المال تام فإن القيمة السوقية لأي مؤسسة هي مستقلة عن هيكلها المالي، وإن قيمتها عبارة عن رسملة العوائد المتوقعة من الأموال الخاصة للمؤسسة. (أيمن عزت الميداني، 2004، صفحة 670)

الاقتراح الثاني (1963): في عام 1963 صحح العالمان (M&M) فرضيتهما بخصوص عدم وجود ضرائب، وهذا لتعرضهما لمجموعة من الانتقادات خاصة فيما يتعلق بفرضية السوق التام، ووفق هذا المقترح توصلا إلى أن قيمة المؤسسة التي تعتمد على الرافعة المالية في هيكلها المالي تكون أكبر بمقدار الوفر الضريبي لمؤسسة أخرى مماثلة ولكن لا تستخدم الرفع المالي (Topsacalian & Teulié, 2013, p. 513) وتعطى العلاقة كالتالي:

$$\mathbf{Vt = Vn + Td}$$

Vt: القيمة السوقية للمؤسسة التي تستخدم الرفع المالي

Vn: القيمة السوقية للمؤسسة التي لا تستخدم الرفع المالي

Td: القيمة الحالية للوفرات الضريبية الناجمة عن الدين

5.2.4.2. نظرية التوازن (TOT): عالجت هذه النظرية الإشكالية المتعلقة بمعدلات الاقتراض المثلى والتي تسعى المؤسسة الاقتراب التدريجي منها وخلق نوع من التوازن في استعمال الرفع المالي مقارنة بالأموال الخاصة، من أجل الدفع بالمؤسسة إلى تحقيق عوائد وأرباح للأسهم تكون مقبولة، وقد أخطرت هذه النظرية المدراء الماليين عن المشاكل والصعوبات المرتقبة من زيادة الرفع المالي والمتمثلة في عدم القدرة على السداد والوقوع في مشكلة العسر المالي وإمكانية التعرض للإفلاس، وأشارت النظرية كذلك إلى تلك الصراعات التي قد تنشأ بين الوكلاء وهو ما عالجته نظرية الإفلاس والوكالة، حسب النظرية تزداد القيمة السوقية للمؤسسة كلما زاد الرفع المالي، وهذا يفسره انخفاض تكلفة التمويل لرأس المال والوفرات الضريبية، لكن في مرحلة معينة من حياة المشروع تبدأ مخاطر الإفلاس ومخاطر تكاليف الوكالة بظهور أيا كان نوعها تكاليف وكالة القروض أو تكاليف وكالة حقوق الملكية، وبالتالي تقلل من قيمة المنشأة. (صلال الحسناوي، 2018، الصفحات 167-168)

$$Vt = Vu + Vd - Va(f) - Va(h)$$

Vt : القيمة السوقية للمؤسسة حسب نظرية التوازن

Vu : القيمة السوقية للمؤسسة التي تستخدم التمويل الممتلك

Vd : الوفرات الضريبية بالقيمة الآنية الناجمة عن استخدام الرفع المالي

V(f) : تكاليف الإفلاس

V(h) : تكاليف الوكالة

6.2.4.2. نموذج مايرز (Mayers 1990): حسب هذا النموذج فإن قيمة المؤسسة تزداد بازدياد الأموال الخاصة، أي هناك تفضيل لحقوق الملكية على الرفع المالي والتمويل المقترض، فالمدراء الماليين يسعون لتعظيم ثروة الملاك من خلال تمويل الهيكل المالي من الأرباح المحتجزة أولا ثم زيادة رأس المال وأخيرا الاقتراض، فحسب **Mayers** تقليل تداعيات التكاليف الثابتة على المؤسسة هو الحل نحو رفع القيمة السوقية للمؤسسة وتجنيبها صدمات العسر المالي. (صلال الحسناوي، 2018، صفحة 176)

7.2.4.2. نموذج روس (Ross 1977): قدم النموذج اقتراح يتعلق بالتوليفة التي من الممكن استخدامها في بناء هيكل مالي أمثل، واستخدام الديون وزيادة الرفع المالي حسب Ross تعتبر بمثابة مؤشر على تحسن أداءها المالي، وزيادة الرفع المالي يعطي انطباعا لمحيط المنشأة على قدرتها على الوفاء بمستحقاتها للغير وقدرتها على السداد.

3. الدراسة التطبيقية:

تم الاعتماد في هذه الدراسة على المتغير التابع والمتمثل في القيمة السوقية مقاسة بنموذج(Tobins´Q)، والمعبر عنها بحاصل قسمة القيمة السوقية للأسهم على قيمتها الدفترية، واعتماد كل من معدل العائد على حق

الملكية(ROE) ونسبة المديونية (DR)، وربحية السهم(EPS)، ومعدل العائد على الأصول (ROA)، والرفع المالي (FL) كمتغيرات مستقلة ثانوية.

1.3.عينة ومجتمع الدراسة:

شملت عينة الدراسة (30) مؤسسة صناعية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية التي تحمل هياكل رأس مالها ديونا طويلة الأجل، وقد تم تعميم النتائج المتحصل عليها عل كافة مجتمع الدراسة المتمثل في كافة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية ولكل القطاعات.

2.3. الطريقة والنماذج المستخدمة في الدراسة:

1.2.3. الطريقة:

يهدف النهج المستخدم في هذه الدراسة إلى فحص صحة الفرضية القائمة على إمكانية وجود تأثير إيجابي للرفع المالي(FL) على القيمة السوقية(FV)، وأن لكل من معدل العائد على حق الملكية(ROE) ومعدل العائد على الأصول (ROA)أثر إيجابي على القيمة السوقية(FV)، وأن لربحية السهم(EPS) أثر إيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة، وفي الأخير نفحص الفرضية القائلة إن لنسبة المديونية(DR) أثر سلبي على القيمة السوقية. يفضل الاقتصاديون هذه النماذج عن النماذج الاقتصادية الأخرى كونها نموذجية لأنها تفسر تأثير الفترات المتغيرة بالإضافة إلى تأثير التغييرات عبر الوحدات المقطعية أو الأشخاص.

2.2.3.النموذج المستخدم في الدراسة

لإجراء دراسة تطبيقية على هذه الظاهرة، يجب أولاً تحديد النموذج المستخدم في هذه الدراسة، مع مراعاة ترتيب المتغيرات حسب طبيعتها، أي تحديد المتغيرات التابعة والمتغيرات التفسيرية، مما ينتج عنه نموذج يأخذ الشكل التالي:$$\boldsymbol{FV = f(FL, ROE, ROA, DR, EPS)}$$

لاستخدام هذا النموذج، نستخدم قاعدة بيانات مجمعة (المقاطع العرضية والسلاسل الزمنية)، مع ثلاثين (N = 30) وحدة مقطعية مستخدمة في الدراسة والتي تمثل المؤسسات، وكل وحدة مقطعية تحتوي على سلسلة سنوية، وهو ما يعادل 11 وحدة سنوية، لذلك فهو يغطي الفترة السنوية من 2010 إلى 2020 (T = 11)، وبالتالي فإن عدد المشاهدات المستخدمة في هذه الدراسة هو 330 مشاهدة (TxN = 330)، لذلك يمكننا إنشاء الصيغة الأساسية للنموذج على النحو التالي:

$$\boldsymbol{FV_{it} = \alpha_i + \beta_1 FL_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 DR_{it} + \beta_5 EPS_{it} + \varepsilon_{it}}$$

تجدر الإشارة إلى أننا استخدمنا نموذجًا بمعامل تقاطع متفاوت بين المؤسسات، والذي قد لا يكون شائعًا بين الأفراد. لقد فرضنا أن معامل الانحدار مشترك بين المؤسسات، أي أنه ثابت عبر الزمن وبين المؤسسات، لأننا سنستخدم نماذج بانل في الدراسة، ويمكن التأكد من صحته من خلال استخدم اختبار Hsiao.

الجدول رقم 01: تعريف المتغيرات المستعملة في الدراسة

رمز المتغير	اســـــم المتغيـــــــر	دلالته	حسابه
FV	يمثل القيمة السوقية	هي نسبة القيمة السوقية للسهم إلى القيمة الدفترية	القيمة السوقية للسهم / القيمة الدفترية للسهم =
FL	يمثل الرفع المالي	هو مساهمة الديون في هيكل التمويل مقارنة بحقوق الملكية	مجموع الديون / الأموال الخاصة =
ROE	يمثل معدل العائد على حق الملكية	تقيس هذه النسبة العائد المحقق للمساهمين من حقوقهم لدى الشركة	صافي الربح بعد الضريبة / حقوق المساهمين =
ROA	يمثل معدل العائد على الاصول	هو قدرة كل دينار من الأصول على تحقيق نسبة من الأرباح الصافية	صافي الربح بعد الضريبة / إجمالي الأصول =
DR	يمثل نسبة المديونية	اعتماد الشركة على تمويل أصولها بالديون	إجمالي الإلتزامات / إجمالي الأصول =
EPS	يمثل ربحية السهم	هي حصة السهم من الربح الذي حققته الشركة	صافي الربح بعد الضريبة / عدد الأسهم المكتتب بها =

من إعداد الباحثين

3.2.3. الحالة التحليلية لمحددات القيمة السوقية:

إن القيمة السوقية للمؤسسات أو الشركات تتحدد بعدة متغيرات وعلى رأسها الرفع المالي الذي يمثل المتغير المستقل الرئيسي في دراستنا هذه، بالإضافة الى سلسلة من المتغيرات الضابطة كالمعدل العائد على حق الملكية والمعدل العائد على الأصول و نسبة المديونية وربحية السهم وغيرها من العوامل التي لم نأخذها بعين الاعتبار مثل تكلفة الأموال ،نسبة التوزيعات السنوية للأرباح ،التدفق النقدي الصافي، حجم المؤسسة ،نمو المبيعات وغيرها من المتغيرات الأخرى ،ومحاولة منا لإرساء مصداقية نوعية لدراسة كميا وكيفيا من خلال المتغيرات السابقة الذكر وزمنيا من خلال المدة الزمنية المأخوذة هي من 2010 إلى غاية 2020، ولتطبيق هذه الدراسة سنقوم بدراسة علاقة الارتباط الخطي التي من الممكن أن تجمع المتغيرات التفسيرية مع المتغير التابع والذي سيعطينا فكرة أو لمحة أولية حول طبيعة هذه العلاقة.

1.3.2.3.التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

في هذه المرحلة، سنقوم بدراسة وصفية لمتغيرات البحث، سواء كان متغيرا تابعا والمعبر عنه بالقيمة السوقية والمقاسة بنموذج(Tobins´Q) (حاصل قسمة القيمة السوقية على القيمة الدفترية للأسهم) أو مستقلا ومعبر عنه بالرفع المالي والمقاس بحاصل قسمة إجمالي الديون على الأموال الخاصة، أو متغيرات ضابطة، لتحديد مميزات كل متغير من حيث الوسط الحسابي ودرجة الانحراف المعياري لتحديد ما إذا كانت البيانات مشتتة.

الجدول رقم 02: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

Sample: 2010 2020

	FIRM	FL	ROE	ROA	DR	EPS
Mean	0.740638	0.703208	-0.120069	-0.038388	0.463509	0.023656
Median	0.712500	0.628400	0.003515	0.002385	0.415435	0.004000
Maximum	1.493000	2.892630	0.320510	0.244990	1.745790	2.597000
Minimum	0.117000	-2.917922	-1.984470	-1.952960	0.008840	-2.550000
Std. Dev.	0.280030	0.908509	0.342932	0.170762	0.309179	0.444808
Skewness	0.320501	-0.849262	-2.575229	-5.515956	1.184914	1.742394
Kurtosis	2.829129	5.991091	10.57156	53.38737	4.982100	15.99672
Jarque-Bera	6.051117	162.6846	1153.016	36583.11	131.2411	2489.554
Probability	0.485307	0.715125	0.224700	0.675312	0.172141	0.099122
Sum	244.4107	232.0587	-39.62283	-12.66817	152.9579	7.806440
Sum Sq. Dev.	25.79916	271.5528	38.69116	9.593569	31.44968	65.09391
Observations	330	330	330	330	330	330

من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج EVIEWS 10

يمكننا أن نلاحظ من الجدول رقم 02 أن جميع المتغيرات المدروسة، سواء كان تابعا أو مستقلا أو ضابطة، تتميز بخاصية عدم انحراف بياناتها أو ملاحظاتها عن الوسط الحسابي، أي أنها لا تحتوي على أي قيم غير طبيعية، وبالتالي فإن درجة تشتت البيانات منخفضة، وهو أمر جيد لتقدير الدقة والتقدير غير المتحيز من القيمة الحقيقية المتوقعة.

- **اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة:**

الهدف من هذا الاختبار هو تحديد ما إذا كان المتغير التابع يتبع التوزيع الطبيعي أم لا. إذا كان المتغير التابع (القيمة السوقية) في الانحدار الخطي يتبع توزيعًا طبيعيًا، كما هو الحال في حالتنا، فهذا يُعرف باسم الانحدار الخطي العام.

يوضح الجدول رقم 02 أن المتغير تابع (FV) يتبع توزيعًا طبيعيًا، بقيمة احتمالية لـ Jarque-Beraأكبر من 0.05، مما يشير إلى أننا نقبل الفرضية الصفرية ونرفض الفرضية البديلة. نتيجة لذلك يمكننا القول إن هذا المتغير له توزيع طبيعي، مما يقودنا إلى الاستنتاج بأن الانحدار المستخدم في هذه الدراسة كان فعالاً، يستخدم النموذج الانحدار الخطي العام أيضًا.

- **علاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة:**

في هذه المرحلة سوف نقدم مصفوفة معامل الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة من أجل تحديد قوة الارتباط وكذلك الارتباط بينهما حتى يتم تقدير النموذج بناءً على المتغيرات المفسرة والمتعلقة بشكل كامل بـ الظاهرة من أجل تقليل نسبة الخطأ وسوء التقدير.

الجدول رقم 03: مصفوفة معامل الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة

	FIRM	FL	ROE	ROA	DR	EPS
FIRM	1.000000	0.744470	0.647528	0.804634	-0.620726	0.713685
FL	0.744470	1.000000	0.151310	0.078976	0.022782	-0.051279
ROE	0.647528	0.151310	1.000000	0.158606	-0.166539	0.250155
ROA	0.804634	0.078976	0.158606	1.000000	-0.424063	0.350969
DR	-0.620726	0.022782	-0.166539	-0.424063	1.000000	-0.447983
EPS	0.713685	-0.051279	0.250155	0.350969	-0.447983	1.000000

من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج EVIEWS 10

حسب الجدول السابق فإن معامل الارتباط بين قيمة الرفع المالي والقيمة السوقية هو 0.744470 وهو ذو دلالة إحصائية، العلاقة بين هذين المتغيرين هي علاقة طردية، أي أن الارتباط الذي يربط بينهما موجب، والقيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.744470 وهي أكبر تمامًا من 0.5، مما يشير إلى أن الارتباط بين هذين المتغيرين هو قوي نسبيًا، وبالتالي هناك علاقة متبادلة بين هذين المتغيرين.

كما نلاحظ أيضا أن معامل الارتباط بين القيمة السوقية و معدل العائد على حق الملكية ومعدل العائد على الأصول و أيضا ربحية الأسهم يساوي 0.647528 و 0.804634 و 0.713685 على الترتيب، وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يوحي بأن علاقة الارتباط التي تجمع بينهم طردية، ويتفق هذا مع الواقع الذي ينص على أن الزيادة في معدل العائد سواء على حق الملكية أو على الأصول أو بالنسبة لربحية الأسهم يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للمؤسسات ، وزيادةً على ذلك فإن القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.647528 و 0.804634 و 0.713685 على الترتيب، أي أنها أكبر تماما من 0.5 مما يجعل الارتباط بين هذه المتغيرات والقيمة السوقية قوي.

كما يمكننا القول إن معامل الارتباط بين القيمة السوقية ونسبة المديونية يساوي 0.620726-وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يعطينا فكرة أن الارتباط بين هذين المتغيرين عكسيٌ، أي أن علاقة الارتباط التي تجمع بينهما هي علاقة عكسية، كما أن القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.620726 وهي أكبر تماما من 0.5 مما يجعل الارتباط بين هذين المتغيرين قوي نسبيا.

أما بالنسبة لمعامل الارتباط الذي يجمع بين المتغيرات التفسيرية نلاحظ أنه يكاد أن يكون معدوم، حيث أن معامل الارتباط الذي يجمع بين كل المتغيرات التفسيرية المتاحة أقل من 0.5 و هذا يعني أنه ليس هناك علاقة ارتباط تجمع بينهم، فمن الجيد أن تكون المتغيرات التفسيرية مستقلة احصائيا، أي أنه "إذا وجد أكثر من متغير تفسيري فإن الارتباط بينهم يكون إلزاميا معدوما أو ضعيف جدا، فلو أن هناك متغيرين تفسيريين مرتبطين ارتباطا خطيًا تامًا لاعتبرا متغيرًا واحدًا، و من ثم فإن إدراجهما سويا في معادلة الانحدار يؤدي إلى عدم دقة في قياس المعلمات". (عطية، 2000، صفحة 108)

3.3. خطوات تقدير النماذج:

تبعًا لما سبق ، فإن الخطوة الأولى هي اختبار أو فحص خاصية التغاير في بيانات الدراسة ، وللقيام بذلك ، سنعتمد على اختبارات التجانس التي قدمها Hsiao في عام 1986 ، والخطوة الثانية هي تقدير النماذج الثلاثة لبانل ، والخطوة الثالثة تتكون من اختبارين يوفران الاختيار بين نموذج مجمع ونموذج تأثيرات ثابتة ، ثم الاختيار بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، تتمثل المرحلة الرابعة في تعديل النموذج المختار في حالة وجود مشاكل قياسية ووضع معايير الجودة الخاصة به بحيث يكون تفسير النتائج المكتسبة تفسيرًا منطقيًا مطابقًا للتفسير النظري أو الإحصائي أو كليهما.

1.3.3.اختبار التجانس لـ Hsiao: تعرض نتائج هذا الاختبار في الجدول التالي:

الجدول رقم 04: نتائج اختبار التجانس لـ Hsiao

Specification Tests of Hsiao (1986)

H1 = Null Hypothesis : panel is homogeneous vs Alternative Hypothesis : H2
H2 = Null Hypothesis : H3 vs Alternative Hypothesis : panel is heterogeneous
H3 = Null Hypothesis : panel is homogeneous vs Alternative Hypothesis : panel is partially homogeneous

Hypotheses	F-Stat	P-Value
H1	7.228755	5.32E-05
H2	0.388778	0.434367
H3	6.659987	3.77E-07

من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج EVIEWS 10

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن القيمة الإحصائية المحسوبة لفيشر F_1 أكبر تماما من قيمة فيشر المجدولة عند عتبتي 1% و 5%، مما يسمح لنا برفض فرض العدم القائل أن نموذج الانحدار التجميعي هو الأفضل، و لهذا نقوم الآن بمقارنة فيشر المحسوبة F_2 التي تظهر أنها أصغر تماما من فيشر المجدولة عند عتبتي 1% و 5%، مما يسمح لنا بقبول فرض العدم القائل بأن المعلمات الانحدارية للمتغيرات التفسيرية تكون متماثلة بين الأفراد و أن مصدر الاختلاف قد يكون في المعلمات التقاطعية، وبهذا نلاحظ أن القيمة الإحصائية لفيشر المحسوبة F_3 أكبر تماما من فيشر المجدولة عند عتبتي 1% و 5%، مما يسمح لنا برفض فرض العدم القائل أن المعلمات التقاطعية متماثلة بين الأفراد، أي أننا في حالة نموذج ذو الآثار الفردية، و يمكن التحقق من صحة ذلك في المراحل التالية.

2.3.3. تقدير نماذج بانل: تظهر نتائج تقدير هذه النماذج في الجدول التالي:

الجدول رقم 05: نتائج تقدير نموذج التجميعي

Dependent Variable: FIRM
Method: Panel Least Squares
Date: 04/13/22 Time: 13:35
Sample: 2010 2020
Periods included: 11
Cross-sections included: 30
Total panel (balanced) observations: 330

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.677957	0.033345	20.33140	0.0000
FL	0.012029	0.017429	0.690179	0.4906
ROE	0.048660	0.069439	0.700756	0.4840
ROA	0.031840	0.116333	0.273694	0.7845
DR	0.127024	0.068094	1.865419	0.0630
EPS	0.101919	0.042754	2.383845	0.0177

R-squared	0.032217	Mean dependent var	0.740638
Adjusted R-squared	0.017282	S.D. dependent var	0.280030
S.E. of regression	0.277600	Akaike info criterion	0.292742
Sum squared resid	24.96798	Schwarz criterion	0.361817
Log likelihood	-42.30250	Hannan-Quinn criter.	0.320295
F-statistic	2.157180	Durbin-Watson stat	0.762857
Prob(F-statistic)	0.058573		

من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج EVIEWS 10

الجدول رقم 06: نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة

Dependent Variable: FIRM
Method: Panel Least Squares
Date: 04/13/22 Time: 13:36
Sample: 2010 2020
Periods included: 11
Cross-sections included: 30
Total panel (balanced) observations: 330

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.671859	0.043875	15.31318	0.0000
FL	0.162173	0.017200	9.428891	0.0035
ROE	0.088161	0.006377	13.83135	0.0062
ROA	0.070823	0.010066	7.035863	0.0023
DR	-0.060964	0.008641	-7.055202	0.0005
EPS	0.041482	0.005206	7.968114	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.767801	Mean dependent var	0.740638
Adjusted R-squared	0.740646	S.D. dependent var	0.280030
S.E. of regression	0.215739	Akaike info criterion	-0.129490
Sum squared resid	13.73029	Schwarz criterion	0.273444
Log likelihood	56.36582	Hannan-Quinn criter.	0.031235
F-statistic	7.626582	Durbin-Watson stat	2.019395
Prob(F-statistic)	0.000000		

من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج EVIEWS 10

الجدول رقم 07: نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية

Dependent Variable: FIRM
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/13/22 Time: 13:50
Sample: 2010 2020
Periods included: 11
Cross-sections included: 30
Total panel (balanced) observations: 330
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.669605	0.052076	12.85824	0.0000
FL	0.016727	0.016366	1.022034	0.3075
ROE	0.040282	0.062016	0.649531	0.5165
ROA	-0.096798	0.099274	-0.975057	0.3303
DR	0.119626	0.077972	1.534225	0.1260
EPS	0.208985	0.048270	4.329452	0.0000

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.186780	0.4284
Idiosyncratic random	0.215739	0.5716

Weighted Statistics			
R-squared	0.067748	Mean dependent var	0.243585
Adjusted R-squared	0.053361	S.D. dependent var	0.221318
S.E. of regression	0.215332	Sum squared resid	15.02325
F-statistic	4.709072	Durbin-Watson stat	1.268517
Prob(F-statistic)	0.000363		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.011062	Mean dependent var	0.740638
Sum squared resid	25.51379	Durbin-Watson stat	0.746939

من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج EVIEWS 10

نلاحظ من الجداول الثلاث التي في الأعلى أن جل المعاملات المقدرة أي المعاملات الانحدارية للمتغيرات التفسيرية و المعلمة التقاطعية ذو دلالة إحصائية بصورة مستقلة باستثناء نموذجي الانحدار التجميعي و الآثار العشوائية اللذان يحتويان أو يتضمنان على معلمات انحدار غير معنوية عند العتبة 1% و 5%، فهل يمكن الاعتماد على هذه المعلمات لتفسير الظاهرة محل الدراسة، بطبع لا، لأنه يحبذ أولا النظر في قيمة معامل التحديد في النماذج الثلاث، حيث أن نموذج الآثار الثابتة يحتوي على معامل تحديد المصحح أكبر من 0.5 الذي لا يتأثر بعدد المتغيرات التفسيرية باستثناء النموذج التجميعي ونموذج الآثار العشوائية، كما يمكننا النظر أيضا في احتمالية إحصائية فيشر التي تظهر أنها أصغر تماما من 0.05و 0.01 مما يدل على أن المتغيرات التفسيرية كمجموعة(الرفع المالي، العائد على حق الملكية، العائد على الأصول، ربحية السهم، ونسبة المديونية) تؤثر تأثيرا جوهريا على

المتغير التابع أي أن النموذج ذو الآثار الثابتة يتمتع بجودة تقدير عالية، إذن هل يمكن اعتبار أن معايير تحديد جودة النماذج في تفسير ظاهرة الدراسة هي المعايير التي سبق و ذكرناها، بطبع لا، حيث أننا نلاحظ في الجدولين 05و07 أن قيمة ديربن–واتسون في النموذج التجميعي و الآثار العشوائية توحي بوجود مشكلة من المشاكل القياسية باستثناء نموذج الآثار الثابتة التي تساوي قيمته بتقريب 2 ما يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي ما بين بواقي النموذج، وعليه فإن الخطوة الأولى تتمثل في إيجاد النموذج الذي سنعتمد عليه في دراستنا، و نقوم بتصحيحه أو إيجاد حل للمشاكل القياسية أخرى المحتوية فيه.

3.3.3 اختيار النموذج الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة: وتتمثل نتائج هذين الاختبارين في الجدول التالي:

الجدول رقم 08: نتائج اختبار فيشر

	قيمة الاختبار	القيمة الاحتمالية
اختبار فيشر	7.626582	0.0000

من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10

تتمثل الخطوة الأولى في تحديد إذا كان سيتم استخدام نموذج الانحدار التجميعي أو نموذج التأثيرات الثابتة، والملاحظ من الجدول أن قيمة احتمال فيشر أقل بكثير من 0.01 و0.05، مما يشير إلى أنه تم اختيار نموذج التأثيرات الثابتة في هذه المرحلة وعليه نقول إن نتائج اختبار التجانس لـ Hsiao صحيحة.

الجدول رقم 09: نتائج اختبار هوسمان

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	13.779668	5	0.0006

من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج EVIEWS 10

ننتقل الآن إلى الخطوة الثانية وهي تحديد النموذج الذي سيمثل الدراسة أو الذي سنعتمد عليه في الدراسة وهو النموذج المختار بين النموذج ذو التأثيرات الثابتة والنموذج ذو التأثيرات العشوائية، كانت النتائج من اختبار Hausman الموضح في الجدول 09 أعلاه تشير إلى أن النموذج المختار هو النموذج ذو التأثيرات الثابتة. نظرًا لأن قيمة احتماله أقل من 0.01 و0.05، ويمكن أيضًا دعم هذه النتيجة من خلال تحديد أو الكشف عن مشكلة عدم ثبات التباين، لأن وجود هذه المشكلة القياسية يشير إلى وجود علاقة تربط الحد العشوائي للنموذج بالمتغيرات التفسيرية، ونلاحظ أيضًا أن عدد الأفراد كبير مقارنة بعدد الوحدات الزمنية، كل هذه الملاحظات من المرجح أن يكون نموذج الآثار الثابتة هو الأنسب للبحث.

4.3. اختبارات تحديد أو الكشف عن المشاكل القياسية:

سوف نتطرق في هذا الإطار لاختبارين اللذين سيمكناننا من اتخاذ قرار حول ما إذا كان النموذج يحتوي على مشكلة من المشاكل القياسية، فيمكن القول إن المشكلة القياسية الخاصة بالارتباط الذاتي من الدرجة الثانية لم تظهر في السابق من خلال القيمة الإحصائية لديربن–واتسون المعدل، ولكن لنكون متيقنين حول ذلك سنقوم باختبار آخر الذي سيؤكد لنا صحة الكلام الذي افترضناه سابقا، أما المشكلة القياسية الثانية هي مشكلة عدم ثبات التباين التي سنقوم بفحصها عن طريق اختبار معروف.

الجدول رقم 10: نتائج اختبار بروش–بايج وبيسران

Residual Cross-Section Dependence Test
Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation) in residuals
Equation: Untitled
Periods included: 11
Cross-sections included: 30
Total panel observations: 330
Cross-section effects were removed during estimation

Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	646.2159	435	0.0000
Pesaran scaled LM	7.160891		0.0000
Bias-corrected scaled LM	5.660891		0.0000
Pesaran CD	5.551485		0.0000

من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج EVIEWS 10

نلاحظ من خلال نتائج الاختبارات الظاهرة في الجدول السابق أن المشكلة القياسية الخاصة بالارتباط الذاتي من الدرجة الثانية وأكثر قد تم التأكد من عدم وجودها في النموذج المقدر حيث أننا قمنا باختبار (Bruesch and Pegan LM) واختبار (Pesaran) التي تظهر نتائجه أن القيمة الاحتمالية أصغر تماما من 0.01 و0.05.

الجدول رقم 11: نتائج اختبار وولد بريدج

```
Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
    F(  1,      29) =      2.690
          Prob > F =      0.0701
```

من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج STATA 16

قمنا باختبار وولد بريدج التي تظهر نتائجه في الجدول السابق، حيث قيمته الاحتمالية أكبر تماما من 0.01 و0.05، ما يجعلنا نقبل فرض العدم القائل إن أخطاء النموذج غير مرتبطة فيما بينها من الدرجة الأولى، وبهذا نكون قد أتممنا الخطوة الأولى أو المرحلة الأولى من تحديد مشكلة من المشاكل القياسية.

الجدول رقم 12: نتائج اختبار وولد المعدل

```
Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (30)  =    1.272
Prob>chi2 =     0.2938
```

من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج STATA 16

أما بالنسبة لمشكلة عدم ثبات التباين لأخطاء النموذج يمكن إثبات عدم وجودها باختبار وولد المعدل التي تظهر نتائجه في الجدول السابق، حيث أن قيمته الاحتمالية أكبر تماما من 0.01 و0.05، ما يوحي أن مشكلة عدم ثبات التباين أو عدم تجانس التباين بين الأفراد غير موجودة، وفي الأخير يمكننا استنتاج أن النموذج الذي سنعتمد عليه في دراستنا لا يحتوي المشاكل القياسية مما يؤكد لنا أن النموذج المختار في الدراسة لا يحتوي نسبيا على متغيرات مهملة وهو شيء أساسي في دقة التقدير وقد جاء النموذج المقدر وفق الصيغة التالية:

$$FV_{it} = 0,671 + 0,162FL_{it} + 0,088ROE_{it} + 0,070ROA_{it} - 0,060DR_{it} + 0,041EPS_{it}$$

4.الخاتمة:

حاولنا في هذه الدراسة معالجة إشكالية كيف يمكن للرفع المالي التأثير على القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، من خلال إبراز هذا الأثر على عينة مكونة من (30) شركة مدرجة في البورصة خلال الفترة (2010-2020).

خلصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي والعائد على حق الملكية والعائد على الأصول، وربحية السهم على القيمة السوقية للمؤسسة المدرجة في البورصة التي كانت علاقة معنوية موجبة، على عكس نسبة المديونية التي كان لها تأثير سلبي وفق دلالة إحصائية، كما كشفت الدراسة أن الرفع المالي هو الأكثر تأثيرا من بين كل المتغيرات المدرجة في النموذج على قيمة المؤسسة بمقدار 0,16% أي أن كل تغير في الرفع المالي بـ 1% يؤدي إلى تغير القيمة السوقية بـ 0,16% وهذا راجع للاستفادة من مميزات الرافعة المالية كالوفر الضريبي، وانخفاض تكلفة الأموال المقترضة على حساب التكاليف المرتفعة للأموال الخاصة، وكان تأثير باقي العوامل في حدود 0,08%، 0,07%، 0,04% لكل من العائد على حقوق الملكية، والعائد على الأصول، وربحية السهم على التوالي على القيمة السوقية للمنشأة وهذا راجع لجملة التدفقات النقدية الموجبة الناتجة عن دورتي الاستغلال والاستثمار وتحقيق نتائج مرضية، وتحقيق صافي ربح إيجابي.

وأثبتت الدراسة أن كل تغير في نسبة المديونية بـ 1% يؤدي إلى انخفاض في قيمة المؤسسة بـ 0,06%، وهذا راجع إلى سوء استغلال الديون في تغطية الاستثمارات مما أدى إلى زيادة التكاليف الثابتة الناتجة عن دفع فوائد هذه القروض، وكذلك دفعات الأقساط التي تؤثر في النتيجة الصافية للمؤسسة.

1.4. النتائج:

بناءً على نتائج تقدير نماذج بانل(Panel Data) ونتائج اختبار Hausman للتمايز بين النماذج واختبار قابلية التجميع واختبار Breusch-Pagan، والتي أشارت جميعها إلى أن نموذج التأثيرات الثابتة مقبول، يمكننا وصف النتائج الاقتصادية للدراسة على النحو التالي:

✓ **تأثير الرفع المالي على القيمة السوقية:**

تظهر نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة أن قيمة الرفع المالي(FL) لها تأثير إيجابي على القيمة السوقية، بقيمة تقديرية تبلغ 0.162173، مما يعني أن كل تغيير بوحدة واحدة "1" في الرفع المالي يؤدي إلى زيادة 0.162173 وحدة في القيمة السوقية للمؤسسات(FV). أي أن كل تغيير في الرفع المالي بـ 1% ينتج عنه تغير في القيمة السوقية للمنشأة بـ 0,16% وينتج عن الأداء المالي أرباح كبيرة، مما يعني أنه قد تم إثبات فرضية أن الرفع المالي يؤثر بشكل إيجابي على القيمة السوقية. وهو ما أكده المقترح الثاني لـ (M&M) وكذا نظرية صافي الدخل، والنظرية التقليدية، وعديد النظريات المالية الحديثة، كما أكدته كثير الدراسات التطبيقية.

✓ **تأثير المعدل العائد سواء على حق الملكية أو حق الأصول على القيمة السوقية:**

تظهر نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة أن المعدل العائد سواء على حق الملكية أو حق الأصول تؤثر إيجابا على القيمة السوقية حيث بلغت قيمة تقديره 0.088161 و 0.070823 على الترتيب أي أن كل تغير بوحدة واحدة "1" في المعدل العائد سواء على حق الملكية أو حق الأصول يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسات بـ0.088161 و 0.070823 وحدة على الترتيب أي أن كل تغيير في المعدل العائد سواء على حق الملكية أو حق الأصول بـ 1% ينتج عنه تغير في القيمة السوقية للمؤسسة بـ 0,08% و0,07%،ما يعني أن ارتفاع المعدل العائد سواء على حق الملكية أو حق الأصول يؤدي إلى تحقيق المؤسسات أرباح مالية و عليه يمكن القول أنه تم التأكد من صحة الفرضية القائلة أن المعدل العائد سواء على حق الملكية أو حق الأصول يؤثر إيجابا على القيمة السوقية. وهو يتوافق ونظرية المالية وينافي دراسة توفيق عبد الجليل لعينة مكونة من23 شركة مسعرة ببورصة الأردن خلال الفترة 2008-2012

✓ **تأثير نسبة المديونية على القيمة السوقية:**

تشير النتائج المتحصل عليها من خلال تقدير نموذج الآثار الثابتة أن نسبة المديونية تؤثر سلبا على القيمة السوقية حيث بلغت قيمة تقديره 060964 .0- أي أن كل تغير بوحدة واحدة "1" في نسبة المديونية يؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية للمؤسسات بـ 0.060964 وحدة، أي أن كل تغير في نسبة المديونية بـ 1% يؤدي إلى انخفاض في قيمة المؤسسة بـ 0,06%، ما يعني أن ارتفاع نسبة المديونية يؤدي إلى تكبد المؤسسات و خسائر مالية و عليه يمكن القول أنه تم التأكد من صحة الفرضية القائلة أن نسبة المديونية تؤثر سلبا على القيمة السوقية. وهي تتنافي والنظرية المالية وتتوافق ودراسة Admas Sunnaعلى عينة من المؤسسات الاثيوبية في الفترة 2006-2012 تحت عنوانThe Impact of structur choise on financial perfformance

✓ **تأثير ربحية الأسهم على القيمة السوقية:**

تشير النتائج المتحصل عليها من خلال تقدير نموذج الآثار الثابتة أن ربحية الأسهم تؤثر إيجابا على القيمة السوقية حيث بلغت قيمة تقديره 0.041482 أي أن كل تغير بوحدة واحدة "1" في ربحية الأسهم يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسات بـ 0.041482، أي أن كل تغير في ربحية الأسهم بـ 1% يؤدي إلى ارتفاع في قيمة المؤسسة بـ 0,04%، وحدة ما يعني أن ارتفاع ربحية الأسهم يؤدي إلى تحقيق المؤسسات أرباح معتبرة وعليه يمكن القول إنه تم التأكد من صحة الفرضية القائلة إن ربحية الأسهم تؤثر إيجابا على القيمة السوقية وهي تتماشى والفكر المالي، وكثير الدراسات القياسية التطبيقية.

2.4. التوصيات: وفقا للنتائج المتحصل عليها من الدراسة يمنك تقديم التوصيات التالية:

✓ على الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية في حالة اتخاذ قرار المفاضلة بين مصادر التمويل التركيز على الرفع المالي كمصدر هام للتمويل؛

✓ يجب على الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية التحكم في نسبة المديونية ووضع مخطط عمل من أجل المحافظة على مبدأ التغطية بين الديون طويلة الأجل والأصول أي كيفية صرف أموال الديون على الأصول، وفق استراتيجية تحاكي فيها الزمن والتكلفة من جهة وسداد القروض من جهة أخرى؛

✓ القيام بأبحاث ودراسات متعلقة بأسس الإدارة المالية، وفي شقها الرئيس في كيفية تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة؛

✓ على المؤسسات زيادة الاهتمام بكل من معدل العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول لتحسين أدائها بشكل ينعكس إيجابا على قيمتها السوقية؛

✓ تعد ربحية السهم مصيدة للمستثمرين، لذا وجب على المدراء الماليين والشركات الاهتمام بهذا المؤشر.

5. المراجع:

1. الكتب:

- الحناوي محمد ، و قرياقص رسمية. (1992). *الإدارة الملية-مدخل اتخاذ القرارات-*. الإسكندرية، مصر: الدار الجامعية.
- أمين زويل محمود. (2021). *بورصة الأوراق المالية -موقعها من الأسواق -أحوالها ومستقبلها* (الإصدار 02). الإسكندرية، مصر: مكتبة الوفاء القانونية.
- أيمن عزت الميداني محمد. (2004). *الإدارة التمويلية في الشركات* (الإصدار 04). مكتبة العبيكان.
- بن زكورة العوينة. (2022). *تسيير واستراتيجية مالية* (الإصدار 01). معسكر، الجزائر: ألفا للوثائق.
- جايد مشكور العامري سعود ، و آخرون. (2021). *أساسيات الإدارة المالية الحديثة* (الإصدار 01). عمان: غيداء للنشر والتوزيع.

– جبران عبد العلي علي. (2021). *الإدارة المالية–الأساسيات النظرية والتطبيقية–* (الإصدار 01). العراق: مؤسسة دار الصادق الثقافية.

– حسين الوادي محمود ، و يونس يامين اسماعيل. (2014). *اقتصاديات الأعمال* (الإصدار 01). عمان، الأردن: صفاء للنشر والتوزيع.

– خلة توفيق. (2022). *الاستثمار المالي– الأدوات والتمويل والمخاطر* (الإصدار 01). الإسكندرية، مصر: دار الفكر الجامعي.

– سليم حداد فايز. (2014). *الإدارة المالية* (الإصدار 04). عمان، الأردن: دار الحامد للنشر والتوزيع.

– شاكر عبد الخالق أمين. (2021). *الرفع المالي في أسواق رأس المال والنقد وفوركس* (الإصدار 01). الإسكندرية، مصر: دار الفكر الجامعي. حسين عطاء الله غنيم. (بلا تاريخ). *دراسات في التمويل*. مصر: المكتبة الأكاديمية.

– طلال الحسناوي سالم. (2018). *الإدارة المالية الحديثة* (الإصدار 01). عمان، الأردن: الرضوان للنشر والتوزيع.

– عبد الخالق الأنصاري أسامة. (بدون سنة). *الإدارة المالية*. القاهرة، مصر: جامعة القاهرة.

– عطية. (2000). *الإقتصاد القياسي بين النظرية التطبيق* (الإصدار 02). الإسكندرية، مصر: الدار الجامعية.

– علي إبراهيم العامري محمد. (2010). *الإدارة المالية المتقدمة* (الإصدار 01). عمان، الأردن: إثراء للنشر والتوزيع.

– غياث شيخة محمد. (2021). *التمويل–المبادئ–السياسات–التوجهات الحديثة*. دمشق، سوريا: مؤسسة رسلان للنشر والطباعة والتوزيع.

- Bodi, Z., & Merton, R. (2014). *Finance* (éd. 03). Paris: Nouveaux Horisons–ARS.

– Topsacalian, P., & Teulie, J. (2013). *Finance* (éd. 06). Paris, France: Vuibert.

– Vernimmen, P., & autre. (2022). *Finance* (éd. **20**). Paris, France: Dalloz.

2. الرسائل والأطروحات:

– حكمت العليوي نشأت. (2019). أثر الرفع المالي على الأداء المالي في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي. مذكرة ماجستير. جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن.

3. المقالات:

– رحيم سعيد، خلدون زينب. (2018). تأثيرسياة الإستدانة على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية. *مجلةالتنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، المجلد 3*(العدد 1).

– قدوج بدر الدين ، و مليكاوي مولود. (2021). قياس أثر تكلفة الأموال على القيمة السوقية للمنشأة باستخدام بيانات البانل خلال الفترة(2014–2018). *مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، المجلد 13*(العدد 02)، 177–185.

– محمد حسين سمحان محمد(2015) أثر هيكل رأس المال والرفع المالي والربيحة على قيمة شركات التعليم والاستثمار الأردنية .*مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية*العدد .(27)

-sutrisno. (2016). Capital Structure Determinants and Their Impact on Firm Value, Evidence from Indonesia. Economics world (number 4), 179-185.