

الرفع المالي وأثره على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة في فلسطين

إعداد

ريم عبد الكريم سعيد

إشراف

د. مفيد الظاهر

قدمت هذه الأطروحة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في برنامج المنازعات
الضريبية، بكلية الدراسات العليا، في جامعة النجاح الوطنية، نابلس - فلسطين.

2020

الرفع المالي وأثره على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة في فلسطين

إعداد

ريم عبد الكريم سعيد

نوقشت هذه الأطروحة بتاريخ 2020/9/10م، وأجيزت.

التوقيع

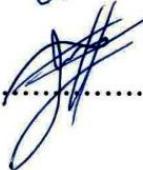
أعضاء لجنة المناقشة

.....


- د. مفيد الظاهر / مشرفاً ورئيساً

.....


- د. جميل علاونة / ممتحناً خارجياً

.....


- د. معاذ أسمر / ممتحناً داخلياً

ب

ب

الإهداء

إلى من جرع الكأس فارغاً ليسقيني قطرة حب

إلى من كلت أنامله ليقدّم لنا لحظة سعادة

والدي العزيز (عبد الكريم سعيد)

إلى من أرضعتني الحب والحنان

إلى رمز الحب وبلسم الشفاء

إلى القلب الناصع بالبياض

والدتي الحبيبة (حنان الفارس)

إلى من سار معي نحو الحلم خطوة بخطوة

ورسم الأمل في كل خطوة مشيناها

خطيبي ورفيق دربي (نضال صلاحات)

إلى من هم أقرب إليّ من روعي

إلى من شاركاني حزن الأم ومنهما استمد عزتي وإصراري

إخوتي (كرم و عكرمة)

إلى من أرى التفاؤل بعينيها والسعادة في ضحكتها

إلى شعلة الذكاء والنور صديقتي (مي شكوكاني)

إلى كل الأهل والأحبة والأصدقاء أهدي ثمرة جهدي هذا

الشكر والتقدير

إليك يا رب الشكر والثناء، إليك يا رب الإخلاص والولاء، يا من وهبنا القوة والقدرة على العطاء،
فالشكر الأول والأخير لله عز وجل الذي وهب لنا العقل وانعم علينا بالصحة والعافية وجعلنا من
طلبة العلم.

كما لا يسعني إلا أن أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى الدكتور: مفيد الظاهر على ما بذله من
جهد في تقويم هذه الرسالة، فقد رعاني طالبةً في برنامج الماجستير وكاتبةً لهذه الرسالة، فله مني
كل الشكر والتقدير.

والشكر موصول إلى الأساتذة الأفاضل في لجنة المناقشة، لتفضلهم عليّ بقبولهم مناقشة هذه
الرسالة الدكتور معاذ أسمر والدكتور جميل علاونة. لكما مني كل الشكر والتقدير.

وأشكر كل من ساعدني وأعانني على إنجاز هذه الرسالة، فلكم في القلب منزلة وفي النفس مكان.

الإقرار

أنا الموقع أدناه، مقدم الرسالة التي تحمل العنوان:

الرفع المالي وأثره على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة في فلسطين

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

Declaration

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

Student Name:

اسم الطالبة: ريم سعيد

Signature:

التوقيع:

Date:

التاريخ: 10/9/2020 م

فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع	الرقم
ج	الإهداء	
د	الشكر والتقدير	
هـ	الإقرار	
ح	فهرس الجداول	
ط	فهرس الملاحق	
ي	الملخص	
1	الفصل الأول: الإطار العام للدراسة	
1	مقدمة الدراسة	1.1
3	مشكلة الدراسة	1.2
4	أهمية الدراسة	1.3
5	أهداف الدراسة	1.4
5	أسئلة الدراسة	1.5
5	فرضيات الدراسة	1.6
6	حدود الدراسة	1.7
6	مصطلحات الدراسة	1.8
7	الفصل الثاني: الإطار النظري والدراسات السابقة	
7	أولاً: الإطار النظري	2.1
7	الروافع	2.1.1
20	الاستثمار	2.1.2
25	القطاع الصناعي الفلسطيني	2.1.3
29	ثانياً: الدراسات السابقة	2.2
29	الدراسات الفلسطينية	2.2.1
31	الدراسات العربية	2.2.2
40	الدراسات الأجنبية	2.2.3
43	التعليق على الدراسات السابقة	2.2.4

46	الفصل الثالث: الطريقة والإجراءات	
46	منهج الدراسة	3.1
47	مجتمع الدراسة وعينتها	3.2
48	متغيرات الدراسة ونموذجها	3.4
51	إجراءات الدراسة	3.5
52	المعالجات الإحصائية	3.6
53	الفصل الرابع: نتائج الدراسة	
53	نتائج التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة	4.1
54	نتائج تحليل مصفوفة الارتباط الخطي لمتغيرات الدراسة	4.2
56	نتائج تحليل اختبار جذر الوحدة	4.3
56	النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الأول	4.4
58	النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الثاني	4.5
60	النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الثالث	4.6
63	الفصل الخامس: مناقشة نتائج الدراسة والتوصيات	
63	مناقشة النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الأول	5.1
64	مناقشة النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الثاني	5.2
66	مناقشة النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الثالث	5.3
67	ملخص النتائج	5.4
67	التوصيات	5.5
69	قائمة المصادر والمراجع	
77	الملاحق	
b	Abstract	

فهرس الجداول

الصفحة	اسم الجدول	الرقم
47	الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين	جدول (1)
54	التحليل الوصفي للمتغيرات المستقلة والوسيطه والضابطة والتابعة	جدول (2)
55	مصفوفة الارتباط الخطي لمتغيرات الدراسة	جدول (3)
56	اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة حسب منهجية Levin, Lin & Chu	جدول (4)
57	نتائج التقدير لنموذج البيانات التجميعية بطريقة المربعات الصغرى (OLS) لفحص أثر المتغيرات على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية	جدول (5)
59	نتائج التقدير لنموذج البيانات التجميعية بطريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) لفحص أثر المتغيرات على نسبة المبيعات في الشركات المساهمة العامة الصناعية	جدول (6)
61	نتائج التقدير لنموذج البيانات التجميعية بطريقة المربعات الصغرى (OLS) لفحص أثر نسبة المبيعات على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية	جدول (7)

فهرس الملاحق

الصفحة	اسم الملحق	رقم الملحق
77	بيانات الدراسة	ملحق (1)
83	مخرجات التحليل الإحصائي	ملحق (2)
93	الشركات المساهمة العامة	ملحق (3)

الرفع المالي وأثره على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة في فلسطين

إعداد

ريم عبد الكريم أحمد سعيد

إشراف

د. مفيد الظاهر

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف وتحليل وتحديد أثر (نسبة الرفع المالي ونسبة المبيعات على قرارات الاستثمار، ونسبة الرفع المالي على نسبة المبيعات) في الشركات المساهمة العامة، ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام المنهج الوصفي، للحصول على البيانات والمعلومات المتعلقة بالإطار النظري بالإضافة إلى الاعتماد على القوائم المالية للشركات المساهمة العامة الصناعية الفلسطينية للفترة ما بين (2006-2018م)، بحيث يتكون مجتمع الدراسة الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين والبالغ عددها (48) شركة، وتتكون عينة الدراسة من جميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين والبالغ عددها (13) شركة.

وقد توصلت الدراسة لمجموعة من النتائج أهمها: عدم وجود تأثير لنسبة الرفع المالي على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية، مع وجود تأثير (لنسبة الرفع المالي على نسبة المبيعات، ولنسبة المبيعات على قرارات الاستثمار) في الشركات المساهمة العامة الصناعية.

وفي ضوء النتائج، فقد أوصت الدراسة إدارة الشركات المساهمة العامة عند اتخاذ قرارات التمويل أن توازن بين الرفع المالي وقرارات الاستثمار، واستخدام الرافعة المالية بدرجة أكبر في حالة توقع ارتفاع المبيعات والموازنة بين تكلفة الأموال المقترضة والعائد على الاستثمار، ويفضل الاستخدام التدريجي للرافعة المالية في التمويل وخاصة من قبل الشركات الناشئة بهدف التقييم الدوري لعملية التوسع في الرفع المالي، لضمان استخدامها بآثار إيجابية على العوائد المالية للشركة، أما في ظل الظروف الاقتصادية والأزمات المالية، فإنه يتوجب على الشركات الاتجاه نحو التمويل عن طريق

استخدام مصادر التمويل الداخلي وعدم الاعتماد على القروض بشكل كبير في عمليات التمويل لديها.

ونظراً لأهمية هذه الدراسة لمتخذي القرارات في الشركات المساهمة العامة، فقد أوصت الباحثة بإجراء دراسة العلاقة بين الرفع المالي وقرارات الاستثمار باستخدام نسب الرفع المالي الأخرى.

كلمات مفتاحيه: الرفع المالي، الاستثمار، قرارات الاستثمار، الشركات المساهمة العامة.

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1.1 مقدمة الدراسة

يعد الاستثمار من القضايا الهامة التي تحتل مكاناً رئيسياً في مختلف دول العالم، إذ يعد مورداً مالياً مهماً، يعمل على رفع معدلات التنمية الاقتصادية، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي والعمل على إشباع احتياجات الدول الأساسية، وتنمية ثرواتها. (شريف، 2005)

وفي ظل التقدم الاقتصادي والتكنولوجي وتطور الأسواق أصبح من الضرورة على مختلف الشركات أن تواكب هذا التقدم؛ لكي تزيد من جودة منتجاتها وتحافظ على استمراريتها، (Batool,hashim and tariq, 2017)، وتسهم المبيعات في الحصول على الإيرادات والأرباح التي تعتبر الأساس في البقاء، والنمو والتطور لأي شركة، فبدون هذه الإيرادات والأرباح لا يمكن للشركات الاستثمار في مزولة أعمالها؛ وذلك لارتباطها بعملية الإنتاج (الصميدعي، يوسف، 2010)

كما تتأثر مبيعات الشركات بعدد من العوامل التي تنقسم إلى عوامل خارجية تتمثل في الزبائن المحتملين، والمنافسة، القيود القانونية، والتكنولوجيا، الموارد الطبيعية، الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، والقوانين، وعوامل داخلية تتمثل في الأهداف، والموارد البشرية، والقدرات الإنتاجية، وقدرات البحث والتطوير، والموارد المالية (الجياشي، 2007)

إنّ الهدف الأساسي لأي مؤسسة اقتصادية هو الاستمرارية والبقاء في السوق، سواء أكانت عمومية أم خاصة، كبيرة أم متوسطة أم صغيرة، وهذا يتطلب الاستثمار المستمر (Batool,hashim and tariq, 2017)، إذ يعد الاستثمار مورداً مالياً مهماً يعمل على زيادة الأرباح وتقليل الخسائر، لكن ذلك قد يتطلب اقتراض الأموال وزيادة الاقتراض يؤدي إلى زيادة المخاطرة ولتحقيق هذا الهدف تقوم هذه المؤسسات بعدد من الإجراءات والوسائل لاختيار مصادر التمويل المناسبة لها وتحديد البديل الأفضل. (سمية، 2017)

كما تنقسم مصادر التمويل لهذه المؤسسات إلى مصدرين رئيسيين الأول: التمويل بحقوق الملكية، والثاني: التمويل بالقروض (الأغا، 2005)، كما تتكون حقوق الملكية من عناصر متعددة تشمل رأس المال، وعلاوة إصدار الأسهم والأرباح المحتجزة والاحتياطيات وأسهم الخزينة، وفي شركات المساهمة العامة يعد رأس المال العادي أهم عنصر من عناصر حقوق الملكية، حيث يقسم إلى حصص متساوية كل حصة تسمى سهم ، ومقدار الأسهم التي يحملها المساهم تعطيه الحق في توزيعات الأرباح، والمشاركة في الإدارة من خلال التصويت، وكذلك حصة المساهم في أصول الشركة عند التصفية، وكذلك حق الاكتتاب في أي إصدارات جديدة لأسهم الشركة، وتبين حقوق الملكية مدى اعتماد المنشأة على مواردها الذاتية في تمويل موجوداتها. (حميدات، خداش، 2013)

وينتج عن التمويل بالقروض ما يسمى بالرافعة المالية Financial Leverage التي تعرف على أنها مقدار الدين المستخدم لتمويل أصول الشركة ومشاريعها (odit, chittoo, 2008)، أي درجة اعتماد المنشأة في تمويل أصولها من مصادر تمويل معينة، سواء أكانت قروضاً أو سندات أو غيرها من أدوات التمويل المتعارف عليها، ما ينعكس على الأرباح التي يحصل عليها الملاك، ومن ثم ينعكس على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها، وتقيس الرافعة المالية إجمالي الالتزامات الطويلة والقصيرة الأجل إلى إجمالي الموجودات، وللرافعة المالية ارتباط بهيكل تمويل المنشأة، فكلما اعتمدت المنشأة على الاقتراض في التمويل ازدادت الرافعة المالية وأصبحت فعالة، إذا استطاعت المنشأة استثمار الأموال المقترضة بمعدل أعلى من تكلفتها، وإذا لم تتمكن المنشأة من تحقيق ذلك فإنها تتعرض لمخاطر كبيرة وتحقق خسائر في المستقبل، مما يدفعها إلى محاولة الحد من الرفع المالي لانعكاس ذلك سلباً على نتائج الأعمال. (مرصلي، 2017)

وينظر إلى الرفع المالي على أنه ذات خصائص إيجابية، لما يحققه من وفر ضريبي، حيث أن الفوائد تخصم من وعاء الأرباح الخاضعة للضريبة، وكذلك إذا كانت تكلفة هذه الديون أقل من تكلفة حقوق الملكية مما يجعله مصدراً مفضلاً للتمويل عن غيره من المصادر الأخرى، إلا أن زيادة الاعتماد على الأموال المقترضة دون أن تكون هناك كفاءة في استخدامها، قد يؤدي إلى ضائقة مالية مما يزيد من المخاطر المالية والإفلاس، في حال زادت تكلفة التمويل عن العائد (Tomé 2017)، المتوقع من استثمارها.

1.2 مشكلة الدراسة

تلعب الوظيفة المالية دوراً هاماً في نجاح المشروعات الاقتصادية، وذلك من خلال مهمتها الأساسية التي تركز على إدارة رأس المال المستثمر لتحقيق أقصى ربحية ممكنة، أي الاستخدام الأمثل للموارد المالية وإدارتها، بغية تحقيق أهداف المشاريع المختلفة.

ولتحقيق التوازن بين ربحية المنشأة وبين درجة الخطر المالي، يتطلب إزالة التناقض الذي يظهر من خلال الاستفادة من أموال الغير، والأعباء التي تترتب على المنشأة نتيجة الحصول على هذه الأموال واستثمارها.

وبشكل آخر يمكن القول بأن المنشأة تفضل الحصول على قروض لتمويل استثمارها؛ لأن هذه القروض تعد أقل خطراً من بقية مصادر الأخرى، كما أنها تمكن المنشأة الاستفادة من الوفر الضريبي، وأن انخفاض التكلفة يؤدي إلى تعظيم أرباح المنشأة، ولكن بالمقابل يجب أن نتذكر بأن هناك تركيباً أمثل لرأس المال، فإذا تجاوزت القروض نسبة المديونية التي تحقق التركيب الأمثل لرأس المال، زادت الأعباء المالية، وزيادتها تضعف قدرة المنشأة على مواجهة الالتزامات المالية، أي يزداد الخطر المالي (العمار، 1997).

من النتائج التي توصلت إليها دراسة (السبيعي، 2012) ودراسة (tome, 2017) وجود علاقة بين الرافعة المالية وقرارات الاستثمار، بينما توصلت دراسة (الاغا، 2005) ودراسة (totala, pachori, 2012) إلى عدم وجود علاقة بين الرافعة المالية وقرارات الاستثمار.

كما توصلت بعض الدراسات إلى وجود علاقة بين الرفع المالي ونسبة المبيعات منها دراسة (النجار، 2013)، وتوصلت دراسة (aiavazian, Ge and Qiu, 2003) إلى وجود علاقة بين نسبة المبيعات وقرارات الاستثمار.

لوحظ قلة الدراسات الفلسطينية التي قامت بأخذ جميع هذه المتغيرات في عين الاعتبار، وهذا التباين بين الدراسات وخصوصية البيئة الفلسطينية يستدعيان تسليط الضوء على هذا الموضوع.

مما سبق يمكن صياغة مشكلة الدراسة بالسؤال الرئيس التالي:

ما هو أثر الرفع المالي (التمويل بالقروض) على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة في فلسطين؟

1.3 أهمية الدراسة

تأتي أهمية هذه الدراسة لمساعدة المدراء الماليين في الشركات المساهمة العامة الصناعية من خلال توضيح أثر القرارات التمويلية على أداء الشركات الصناعية من حيث: نموها أو هبوطها، وبالتالي تجنب الأخطاء التي تؤدي إلى فشل هذه الشركات، بالإضافة إلى أن هذه الدراسة تساعد المستثمرين في معرفة أثر قرارات الإدارة في توزيع الأرباح أو احتجازها واستثمارها مرة أخرى والكشف عن الطريق الذي تسير فيه الشركات.

فبالرغم من أهمية العلاقة بين الرفع المالي وأثرها على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة، إلا أنها لم تحظ بالاهتمام الكافي من الباحثين والدارسين وعليه تعد أهمية هذه الدراسة على درجة كبيرة لكل من فئتي المستثمرين والمقرضين، وكذلك الباحثين في مجال التمويل والاستثمار وغيرهم من المهتمين بالأسواق المالية.

كما يمكن لهذه الدراسة أن توفر قاعدة معلومات تسهم في إثراء المكتبة العربية بشكل عام والمكتبة الفلسطينية بشكل خاص بالأدب النظري الذي قد يعزز من قدرات متخذي القرارات المالية في هذه الشركات من معرفة نقاط الضعف والقوة في الأداء المالي، وما يترتب عليه من تطور استراتيجيات، تعمل على تحسين مستوى الأداء المالي، وبما يساعد على تحقيق أهداف الشركات، وهو تعظيم ثروة المالكين وتحقيق البقاء والنمو لهذا الشركات كما يمكن أن تساعد على نمو القطاع الصناعي الفلسطيني.

1.4 أهداف الدراسة

سعت هذه الدراسة إلى:

- 1- تحديد أثر نسبة الرفع المالي على قرارات الاستثمار في شركات المساهمة العامة الصناعية.
- 2- تحديد أثر نسبة الرفع المالي على نسبة المبيعات في الشركات المساهمة العامة الصناعية.
- 3- تحديد أثر نسبة المبيعات على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية.

1.5 أسئلة الدراسة

من أجل تحقيق أهداف الدراسة والإجابة على أسئلتها تم صياغة الأسئلة الآتية:

- 1- ما هو أثر نسبة الرفع المالي على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية؟
- 2- ما هو أثر نسبة الرفع المالي على نسبة المبيعات في الشركات المساهمة العامة الصناعية؟
- 3- ما هو أثر نسبة المبيعات على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية؟

1.6 فرضيات الدراسة

من أجل تحقيق أهداف الدراسة والإجابة على أسئلتها يتم صياغة الفرضيات التالية:

- 1- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) لنسبة الرفع المالي على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية.
- 2- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) لنسبة الرفع المالي على نسبة المبيعات في الشركات المساهمة العامة الصناعية.
- 3- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) لنسبة المبيعات على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية.

1.7 حدود الدراسة

تم إجراء هذه الدراسة على جميع القوائم المالية للشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2006-2018م).

1.8 مصطلحات الدراسة

الرفع المالي: هي مقدار الدين المستخدم في لتمويل أصول الشركة ومشاريعها سواء أكانت قروضا أم سندات غيرها من أدوات التمويل (odit, chitto,2008)

الاستثمار: يعني التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة زمنية معينة ولفترة من الزمن بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة وكذلك عن النقص المتوقع في قوتها الشرائية، بالإضافة إلى توفير عائد معقول يتناسب مع عنصر المخاطرة المتمثلة باحتمال عدم تحقق هذه التدفقات. (موسى وآخرون، 2012)

قرارات الاستثمار: هو ربط وتخصيص مقدار معلوم من أموال وموارد المنشأة والتضحية بها في الوقت الحاضر استنادا على منهج رشيد مسبق للتحليل والتقسيم والمقارنة بغية الحصول على فوائد مناسبة يتوقع حدوثها على مدى فترات زمنية مستقبلية. (شهير، نزيهة، 2019)

الشركات المساهمة العامة: هي الشركة التي ينقسم رأس مالها إلى وحدات متساوية، عادة ما تكون صغيرة القيمة يطلق عليها الأسهم، وتكون هذه الأسهم قابلة للتداول، وتتحدد مسؤولية الشريك (المساهم) فيها بمقدار حصته في حقوق الملكية. (راضي، 2011)

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

2.1 أولاً: الإطار النظري

2.1.1 الروافع

2.1.1.1 أنواع الروافع

يوجد ثلاثة أنواع للروافع، وهي الرفع التشغيلي، والرفع المالي، والرفع المشترك.

1- الرفع التشغيلي:

يرتبط هذا الرفع بالتكاليف الثابتة واستخدامها في المنشأة، في حين أن التكاليف الثابتة تساوي صفر، يمكن ملاحظة ذلك من خلال كون المنشأة غير متمكنة من رفع تشغيلي في التكاليف الثابتة.

وهذا يعني أنه على المنشأة أن تعتمد على التكاليف الثابتة أكثر من التكاليف المتغيرة، لرفع الزيادة التشغيلية، ويتطلب من المنشأة زيادة المبيعات لتغطية التكاليف. (العامري، 2010)

ويرتبط وجود الرافعة التشغيلية بشكل مباشر بوجود الأصول الثابتة في عمليات المؤسسة، إذ أن هذه الظاهرة لا توجد في المؤسسات التي تحتوي تكاليفها على تكاليف ثابتة؛ ولذا فإن الرفع التشغيلي يظهر بصورة أكبر في الشركات كبيرة الحجم، التي يتكون هيكل أصولها بدرجة كبيرة من الأصول الثابتة، في حين يكاد يكون معدوماً في بعض الشركات الصغيرة. (الوادية، 2016)

ويمكن قياس درجة الرفع التشغيلي على النحو التالي:

يمكن قياس الرافعة التشغيلية من خلال قسمة التغير النسبي في الأرباح التشغيلية على التغير النسبي في حجم المبيعات.

وتأخذ معادلة الرفع التشغيلي الشكل التالي:

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

كما ويمكن استخدام المعادلة التالية:

درجة الرفع التشغيلي = المساهمة الحدية ÷ صافي الربح التشغيلي.

إذا لم تتوفر معلومات كافية عن الوحدات المنتجة وتكاليفها، فإنه بالإمكان الاعتماد على هذا المعلومات من قائمة الدخل.

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

= العائد قبل التكاليف الثابتة ÷ العائد بعد التكاليف الثابتة والمتغيرة. (الوادية، 2016)

2- الرافعة المالية

عرف العامري الرافعة المالية على أنها الاستخدام للتمويل المقترض في الهيكل المالي، بما يؤدي إلى تعظيم العائد على حق الملكية (العامري، 2010)، ويتضمن التمويل المقترض على التمويل المقترض طويل الأجل والتمويل المقترض قصير الأجل الذي يشمل بدوره على القروض القصيرة الأجل والحسابات الدائنة، بينما تشير درجة الرافعة المالية (Degree of Financial Leverage) إلى النسبة المئوية للتغير في صافي العائد، أي صافي الدخل (Net Income)، نتيجة تغير النسبة المئوية للعائد التشغيلي (الأرباح قبل الفوائد والضريبة) ويمكن توضيح ذلك على النحو الآتي:

درجة الرافعة المالية = النسبة المئوية للتغيير في صافي الدخل ÷ النسبة المئوية للتغير في العائد التشغيلي.

يساعد هذا المقياس في تفسير التغيير الذي يحدث في معدل العائد على حق الملكية الناجم عن استخدام الرافعة المالية في الهيكل المالي، فعندما لا تستخدم الرافعة المالية فإن النسبة أعلاه تكون مساوية واحد عدد صحيح، وينبغي عند استخدام الرافعة المالية أن تزيد النسبة عن واحد صحيح، وهذه الزيادة تعني ارتفاع في معدل العائد ناجم عن الرافعة المالية، وعلى هذا الأساس فإن درجة الرافعة المالية تقيس معامل التعظيم لمعدل العائد على حق الملكية. (العامري، 2010)

وعرفها هندي على أنها التغيير الذي يحدث في صافي الربح المتاح للملاك من جراء تغيير معين في صافي ربح العمليات (هندي، 2010)، وعرفها الشنطي والشقير على أنها استعمال الشركة للدين في هيكل التمويل، بهدف زيادة العائد على حقوق المساهمين، لأن الدين مصدر رخيص نسبياً للتمويل. كما يقصد بالرفع المالي استخدام أموال الغير بتكاليف ثابتة، فقد تكون أموال الغير هي القروض أو الأسهم الممتازة، فكلاهما له تكلفة ثابتة، ويجب على المنشأة الالتزام بدفعها، أي أن الرفع المادي مرتبط بهيكل تمويل المنشأة، فكلما ازداد اعتماد المنشأة على المصادر الخارجية للتمويل ازدادت درجة الرفع المالي، وبالتالي يصبح الرفع المالي فعالاً إذا استطاعت المنشأة استثمار الأموال المقرضة بمعدل العائد الذي يزداد عن تكلفة الأموال المقرضة.

ويشير بعض المالبين إلى أن مصطلح الرفع المالي من المصطلحات التي ابتدعت للتعبير عن الأشياء غير المحببة أو السلبية، وعرضها بصورة أفضل، فبدلاً من استخدام مصطلحات، مثل: المديونية، أو استئانة، وهو ما يوحي بالخطر والضعف، نقول: رافعة مالية، وهو مصطلح يوحي بالقوة والثقة (الوادية، 2016).

3- الرفع المشترك:

يعرف على إنه دمج الرفع التشغيلي مع الرفع المالي، ليصبح الرفع مشتركاً، ويعبر عن درجة الرفع المشترك على النحو التالي:

درجة الرفع المشترك = درجة الرفع التشغيلي * درجة الرفع المالي. (الشنطي، شقر، 2007)

2.1.1.2 نسب الرفع المالي

تعد نسب الرفع المالي من أكثر أدوات الرقابة أهمية، وتساعد على تقييم الهيكل التمويلي للشركة من حيث اعتمادها على مصادر التمويل داخلية كانت أم خارجية، لذلك فإن المحللين يستخدمون النسب التالية للحكم على مديونية الشركة.

(أ) **نسبة القروض إلى مجموع الأصول:** ويطلق على هذه النسبة أحيانا نسبة الاقتراض Debt Ratio، وتعطي هذه النسبة مؤشرا للمدى الذي ذهبت إليه المنشأة في تمويل أصولها من أموال الغير، ويتم حساب هذه النسبة بقسمة مجموع الأصول (مجموع الالتزامات طويلة وقصيرة الأجل) على مجموع الأصول، ولذلك فإنها تحسب بالنموذج التالي:

$$\text{نسبة الاقتراض} = \frac{\text{مجموع القروض}}{\text{مجموع الاصول}}$$

بصفة عامة، وعلى فرض بقاء العوامل الأخرى على حالها يترتب على انخفاض نسبة الاقتراض انخفاض المخاطر التي يتعرض لها الملاك، إذ من المتوقع ألا تواجه المنشأة صعوبة في سداد قيمة القرض والفوائد عندما يحين موعد استحقاقها. (بدوي، 2009)

(ب) **نسبة القروض إلى حقوق الملكية:** تهدف نسبة القروض إلى حقوق الملكية Debt-Equity Ratio إلى قياس مدى اعتماد المنشأة على أموال الغير في تمويل احتياجاتها، يتم إيجاد نسبة القروض بقسمة القروض على حقوق الملكية، ويقصد بالقروض في هذا الصدد كافة الأموال التي حصلت عليها المنشأة من الغير وتمثل في الالتزامات متوسطة وطويلة الأجل، أما حقوق الملكية فيقصد بها رأس المال والاحتياطيات الرأسمالية والإيرادات و الأرباح المحتجزة، كذلك كافة المخصصات التي تمثل في مضمونها أرباح محتجزة، (بدوي، 2009) ولذلك فإن هذه النسبة يتم حسابها بالنموذج التالي:

$$\text{نسبة القروض إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{مجموع القروض}}{\text{مجموع حقوق الملكية}}$$

(ج) نسبة هيكل رأس المال: يتكون هيكل رأس المال Debt-To-Total capitalization Ratio من مجموع القروض طويلة الأجل، والأسهم الممتازة، وحقوق الملكية، وتهدف هذه النسبة إلى قياس نسبة الموارد المالية طويلة الأجل التي تم الحصول عليها من الغير، ويتم حساب نسبة هيكل رأس المال بقسمة القروض طويلة الأجل على مجموع مصادر التمويل طويلة الأجل (هيكل رأس المال) التي تتضمن القروض طويلة الأجل، وحقوق الملكية. (بدوي، 2009) وتحسب هذه النسبة بالنموذج التالي :

$$\text{نسبة هيكل رأس المال} = \frac{\text{القروض طويلة الأجل}}{\text{مجموع هيكل رأس المال}}$$

(د) نسبة الخصوم المتداولة إلى حقوق الملكية: تُبرز هذه النسبة العلاقة بين مقدار الأموال المقدمة من قبل أصحاب المشروع، ومقدار الأموال الخارجية المحصلة عن طريق الالتزامات الجارية، فكلما كانت مبالغ الالتزامات الجارية محدودة، فإن ذلك سوف ينعكس على زيادة الالتزامات طويلة الأجل لتعويض العجز في حقوق الملكية، وحيث أن مصادر التمويل الخارجية وطويلة الأجل لا تغامر غالبا في تغطية العجزات الكبيرة بين التمويل قصير الأجل وحقوق الملكية، فإن الشركة في هذه الحالة تكون ملزمة على استخدام التمويل قصير الأجل إلى مدى كبير، من ثم تصبح نسبة الخصوم المتداولة إلى حقوق الملكية عالية. (أبو زيد، 2009) وتحسب هذه النسبة بالنموذج التالي :

$$\text{نسبة الخصوم المتداولة إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{الخصوم المتداولة}}{\text{حقوق الملكية}}$$

(هـ) نسبة الأصول المتداولة إلى الاقتراض: تُعبر هذه النسبة عن العلاقة بين الأصول المتداولة وبين مجموع الالتزامات للشركة، وهي تعكس مدى قدرة الشركة على تحويل أصولها إلى نقدية في سداد القروض المستحقة عليها، وكلما كانت الشركة على مقدر أكبر في تحويل أصولها المتداولة إلى نقدية، تكون في وضع مالي أفضل. (أبو زيد، 2009) وتحسب هذه النسبة بالنموذج التالي :

$$\frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{إجمالي القروض}} = \text{نسبة الأصول المتداولة إلى الاقتراض}$$

(و) **معدل اكتساب الفوائد:** تقيس تلك النسبة الدرجة التي يمكن لصافي الربح أن ينخفض إليها دون أن يؤثر على مقدرة الشركة على دفع الفوائد السنوية، بعبارة أخرى تشير النسبة إلى عدد مرات اكتساب الفوائد من ربح الشركة، ويتم حساب تلك النسبة بقسمة صافي الربح قبل الفوائد والضرائب على الفوائد، ومعرفة هذه النسبة يعد أمراً هاماً؛ لأن عدم استطاعة الشركة دفع الفوائد السنوية يمكن أن يؤدي إلى إفلاسها، وتضمنت النسبة صافي الربح قبل الضرائب؛ لأنه يمثل الحد الأقصى الذي يمكن دفعه كفوائد، ولأن تلك الفوائد تعتبر نفقات يجب خصمها قبل احتساب أية ضرائب. (لطي، 2005) وتحسب هذه النسبة بالنموذج التالي:

$$\frac{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{الفوائد}} = \text{معدل الفوائد}$$

(ز) **معدل تغطية الأعباء الثابتة:** يتضمن هذا المعدل أعباء الإيجار طويل الأجل، حيث توجد العديد من منشآت الأعمال التي تستأجر أصولاً لأجل طويل وتلتزم نفسها بأعباء الإيجار التي يجب أن تدفع سنوياً (وهو الإيجار الذي يدفع لمدة ثلاثة سنوات على الأقل)، وعادة ما تتضمن الأعباء الثابتة الفوائد والأعباء السنوية للاستئجار طويل الأجل. (لطي، 2005) ويتم حساب هذا المعدل بالنموذج التالي:

$$\frac{\text{صافي الربح قبل الضرائب + الفوائد + الإيجار}}{\text{الفوائد + الإيجار}} = \text{معدل تغطية الأعباء الثابتة}$$

(ح) **نسبة التدفق النقدي إلى مجموع القروض:** حيث تقيس تلك النسبة مدى كفاية التدفقات النقدية السنوية للوفاء بما على المنشأة من قروض، ويقصد بالتدفقات النقدية السنوية الأموال المتولدة من العمليات والمتمثلة في صافي الربح بعد الضريبة مضافاً إليه قسط السنوي للإهلاك. (لطي، 2005) ويتم حساب هذه النسبة بالنموذج التالي:

$$\text{نسبة التدفق النقدي إلى مجموع القروض} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب} + \text{الإهلاك}}{\text{مجموع القروض}}$$

2.1.1.3 مزايا الرفع المالي وعيوبه:

يحقق الرفع المالي عدد من المزايا للشركات أهمها تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين تكلفة الاقتراض والعائد على الاستثمار، بالإضافة إلى المحافظة على السيطرة في إدارة الشركة؛ لأن الدائنين ليس لهم حق التصويت، كما أن المقرضون لا يشاركون في الأرباح عدا ما يدفع لهم على شكل فوائد، وفي فترات التضخم فإن للاقتراض ميزة كون المؤسسة اقتضت أموال ذات قوة شرائية مرتفعة وإعادتها لكن بقوة شرائية منخفضة، كما أن الاقتراض يمكن المؤسسة من بناء سمعة حسنة في الأسواق المالية، وهذا الأمر هي بحاجة إليه دائما خاصة عندما تحتاج إلى مزيد من القروض. (السايج، 2014)

أما في حال كون العائد على الموجودات أقل من تكلفة الاقتراض فإن للرفع المالي السلبيات التالية: انخفاض العائد على حقوق المساهمين بسبب كون العائد على الاستثمار أقل من تكلفة الاقتراض، بالإضافة إلى احتمالية تدخل الدائنين وسيطرتهم على إدارة المنشأة، وفي الحالات التي يكون فيها التضخم منخفضا أي معدل التضخم أقل من معدل الفائدة على أموال الاقتراض، فيتم الوفاء بالأموال التي قيمتها الشرائية أعلى من القيمة الشرائية للأموال المقترضة، وفي حالات التأخر في الوفاء بالالتزامات المالية فإن هذا سيؤثر على السمعة الائتمانية للشركة ويحد من قدرتها على الاقتراض في المستقبل. (السايج، 2014)

2.1.1.4 تأثير الرفع المالي على العائد:

إن العلاقة بين العوائد (العائد على المساهمين والعائد على حق الملكية) المرتبطين بالرافعة المالية وفي ظل أي هيكل مالي تكون الأرباح لكل سهم بينما العائد على حق الملكية للمساهمين تزداد كلما زادت الرافعة، وبالتالي فإن زيادة الرافعة تؤدي إلى زيادة درجة التذبذب في كل من الأرباح لكل سهم، والعوائد على حقوق الملكية عند درج تذبذب المبيعات، كما تتأثر ربحية السهم في

الشركة المساهمة إيجابيا أو سلبيا بمحتوى هيكل التمويل للشركة، فعندما تقوم الشركة بالافتراض بمعدل ثابت التكلفة لتمويل عملياتها واستثماراتها، فإن التحقق من ذلك عائداً على الاستثمار يزيد على تكلفة الديون، كما يؤدي إلى زيادة في العائد الموزع على المساهمين، وهذا من إيجابيات الرفع المالي (إسماعيل، 2016).

1. تأثير الرفع المالي على العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية:

يتمثل العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية في صافي الربح المنتهي بعد سداد الفوائد والضريبة، ويبعد حصول حملة الأسهم على التوزيعات المخصصة لهم، كما يكمن تأثير الرفع المالي على العائد المتوقع لحملة الأسهم العادي في الوفر الذي تحققه فوائد القروض، حيث تعامل فوائد القروض محاسبيا على أنها مصروفات، وبالتالي يتم خصم هذه المصروفات من الربح الخاضع للضريبة، أي أن مقدار الضريبة سينخفض لو كانت المبالغ من مصادر أخرى تتحمل فوائد أو تكاليف ثابتة (إسماعيل، 2016).

$$\text{معدل العائد على السهم (EPS)} = \frac{\text{صافي الربح للعمليات - الفوائد (1 - الضريبة)}}{\text{عدد الاسهم العادية}}$$

2. أثر الرفع المالي على اتخاذ القرارات الاستثمارية:

أشارت العديد من نتائج الدراسات السابقة التي أجريت لاختبار العلاقة بين درجة الرفع المالي والقرارات الاستثمارية إلى أن الشركات التي يكون لديها فرص وبدائل استثمارية عدة وكبيرة الحجم، يقل توجهها للتمويل بالدين، بينما يزداد توجه الشركات للتمويل بالدين كلما تقلصت البدائل والفرص الاستثمارية المتاحة أمام هذه الشركات، في حين أشارت نتائج دراسات أخرى إلى أنه لا يوجد علاقة ثابتة ومنظمة بين درجة الرفع المالي وحجم القرض الاستثماري المتاحة أمام الشركات، بل أن هذه العلاقة تختلف لدى الشركات باختلاف الدول التي تنتمي إليها (إسماعيل، 2016).

في المقابل فإن نظرية الإشارة تشير إلى علاقة الرفع المالي بالقرار الاستثماري بشكل مخالف لما تقدم، فنظرية الإشارة تعتبر أن القيمة الحقيقية للمنشأة الاقتصادية بمثابة معلومة خاصة محتكرة لدى أعضاء الإدارة فقط ؛ لأن المعلومات غير منشورة، وإن كانت منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فإنه سوف لا تدرك وتفهم بالأسلوب والطريقة نفسها، وهو ما يعرف بعدم تناظر المعلومات (إسماعيل، 2016).

ويمكن تصنيف نتائج التوسع في الرفع المالي كالتالي:

أ. **الرفع المالي الجيد:** وهو الحال الذي يكون فيها العائد على أموال المقترض أكبر من تكلفة الاقتراض، مما يترتب عليه ارتفاع العائد للملاك وزيادة نسب العائد على الأصول وعلى حقوق الملكية.

ب. **الرفع المالي المتوسط:** وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الأموال المقترضة مساوياً لتكلفة الاقتراض، مما يترتب عليه عدم إحداث أي تغيير في العائد على الملاك وبقاء نسب العائد على الأصول وعلى حقوق الملكية كما هي دون تغيير.

ج. **الرفع المالي العكسي:** وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الأموال المقترضة أقل من تكلفة الاقتراض، مما يترتب عليه انخفاض معدل العائد على الأصول وانخفاض معدل العائد على حقوق الملكية.

2.1.1.5 نظريات هيكل التمويل

لقد نال موضوع هيكل التمويل اهتمام الكثير من المفكرين، حيث يوجد عدد من النظريات، التي عملت على تحديد اثر هيكل التمويل على قيمة المنشأة، وعلى أسعار أسهمها، وأيضاً البحث في اتجاهات الإدارة في تكوين هيكل رأس المال؛ حيث أن الإدارة تهدف بشكل أساس إلى تعظيم ثروت الملاك، وبالتالي يجب أن يكون هيكل رأس المال يلبي هذه الاحتياجات (الوادية، 2016) ومن هذه النظريات ما يلي

1- نظرية الربح الصافي (Net income)

تعود هذه النظرية إلى (Durand,1952). حيث توصل إلى نتيجة مفادها أن قرار هيكل التمويل مرتبط بشكل مباشر بقيمة المؤسسة، وأي تغيير في هذا الهيكل سيؤدي إلى تغيير مماثل في تكلفة رأس المال وبالتالي في قيمة المؤسسة، أي انه على المدى الطويل يمكن للمؤسسة أن تزيد قيمتها السوقية من خلال زيادة الاعتماد على مصادر التمويل الأقل كلفة (كالديون) مقابل مصادر التمويل الأكثر كلفة (كإصدار أسهم جديدة)، بناء على ذلك يمكن للشركة تعظيم القيمة السوقية من جهة أو تخفيض متوسط تكلفة الأموال من جهة أخرى من خلال زيادة نسبة القروض في الهيكل التمويلي ضمن ظروف التشغيل نفسها، بالتالي تزداد القيمة الكلية للشركة طرديا مع زيادة نسبة الرفع المالي بينما يستمر متوسط تكلفة الأموال بالانخفاض، بالتالي تكون قيمة المؤسسة في أعلى مستوياتها عندما تقل التكاليف إلى أدنى مستوياتها.

بالتالي يمكننا القول أن الهيكل التمويلي وفق هذه النظرية هو المزيج من الديون الذي يخفض من تكلفة التمويل إلى أدنى مستوى ممكن.

لكن لا يمكن اعتبار هذه النظرية متوافقة مع هيكل التمويل الأمثل؛ لأنها تفترض أن تكاليف الديون ثابتة عند جميع مستويات الدين، وهذا الأمر غير واقعي، كما أنها تتجاهل فكرة أن زيادة الاعتماد على التمويل بالدين يزيد من المخاطر المالية التي تواجهها الشركة. إضافة لذلك فإنها تفترض أن الأرباح توزع بنسبة 100% ولا يوجد ضرائب على الشركات، بالتالي تبقى هذه النظرية ضمن نطاق الدراسات النظرية ولا يمكن الاعتماد عليها وتطبيقها على أرض الواقع خصوصا في الوقت الراهن. (العمار، غيا، 2018)

2- بنية رأس المال (Modigliani & miller)

ظهرت نظرية Modigliani & miller في عام 1958م في بداية الأمر كان اتجاه النظرية أن الهيكل المالي لا يؤثر على قيمة المؤسسة بالمطلق، وذلك في ظل غياب الضرائب بالكامل، حيث أن النظرية تقوم على افتراض أن قيمة المؤسسة تتحدد من خلال الأرباح التي حصلت عليها عن

طريق أصولها المختلفة، أي تتحدد قيمتها من خلال الاستثمارات التي تمتلكها وليس من خلال شكل التمويل. (الوادية، 2016)

فيما بعد، لاقت هذه النظرية الكثير من الانتقادات، التي دفعت الباحثين، في عام 1963م إلى نشر مقال تصحيحي لإظهار اثر وجود الضريبة، وذلك من خلال توضيح اثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، في حال وجود الضرائب، وأثبتت هذه النظرية إن قيمة المنشأة تزداد بشكل مستمر كلما زادت نسبة الدين؛ بسبب تحقيق الوفر الضريبي الذي يخفض تكلفة رأس المال لإمكانية خصم الفائدة من الضريبة، وأكدت هذه النظرية انه في ظل غياب الضريبة فانه لا اثر لهيكل التمويل على قيمة المنشأة، (إسماعيل، 2016) وقامت هذه النظرية على مجموعة من الافتراضات منها.

- عدم وجود تكاليف وساطة في بورصات الأوراق المالية .
- الشركات تعمل في ظل سوق المنافسة التامة حيث تستطيع دخول السوق لشراء وبيع ما ترغب من الأوراق المالية دون التأثير على أسعار تلك الأوراق المالية.
- إمكانية تقسيم الشركات إلى مجموعات متجانسة على أساس درجة المخاطرة لنشاطها وبذلك تتعرض الشركات لنفس الدرجة من المخاطرة .
- تساوي الفرد والشركة من ناحية المقدرة على الاقتراض.
- كلفة التمويل يعد دالة الرافعة المالية.

ويذكر أن هذه الافتراضات لاقت الكثير من الانتقادات؛ معظمها غير واقعي ولا يتماشى مع الحياة العملية في سوق المال، وهو ما أنتج مجموعة من النظريات التي تناولت هذه الانتقادات، وعلى الرغم من كثرة الانتقادات إلا أن هذه النظرية تعد الدعامة الأساسية لنظريات هيكل التمويل، والدراسات اللاحقة في أدبيات التمويل. (الوادية، 2016)

في عام 1977م، طور Miller نموذجاً شخصياً، تناول فيه تأثير التمايز في معدلات الضريبة على دخل الأفراد من جهة، ودخل الشركات المساهمة العامة من جهة أخرى، وخلص Miller إلى أن اخذ عامل الضرائب بعين الاعتبار، يقلل من منافع الاقتراض المطلق للشركات المساهمة العامة، وعليه يمكن تعظيم القيمة السوقية للمنشأة من خلال وجود الرفع المالي، وكان ذلك في إطار الرد على الانتقادات بشأن الاقتراض أن لا ضريبة على دخل الأفراد. (الوادية، 2016)

في عام 1976م، ظهرت نظرية Jensen & Mecling، التي نتجت عن الانتقادات الموجهة لاقتراض عدم وجود أي تكاليف للوكالة الواردة في نظرية Miller، حيث تعد تكلفة الوكالة إحدى أهم العوامل التي تؤثر على تكوين هيكل رأس المال، وهو أمر مهم بالنسبة لكل من : الإدارة، والمساهمين، والموظفين، والدائنين، والمساهمين، ونتج عن هذه النظرية، أن هناك تأثيراً سلبياً للاقتراض على القيمة السوقية للشركة، وينجم ذلك عن زيادة تكاليف الرقابة والمتابعة لأعمال إدارة الشركة، بالإضافة لتكاليف ناتجة عن ضعف الكفاءة الإدارية، وفي عام 1986م، قام (Jensen) بتطوير مفهوم تكاليف الوكالة؛ ليشمل سوء استخدام الإدارة للسيولة في حال توفرها؛ لخدمة مصلحتها على حساب مصلحة المساهمين وهذا ما يسمى بنظرية (Free Cash Flow Theory) (سليمان، نوري، 2013)

3- نظرية المقايضة (The Trade-Off Theory)

ظهرت هذه النظرية من قبل Kraus & Litzenger في عام 1973م، تقترح هذه النظرية أن هدف المؤسسة المتعلق بالرافعة المالية يشترك من ثلاث قوى: الضرائب، وتكاليف الإفلاس، وتضارب مصالح الدائنين والملاك. حيث إن الضرائب تعمل على خفض الضرائب المدفوعة على الديون من خلال ما يعرف بالوفر الضريبي، وتعمل على زيادة التدفق النقدي الداخلي للمؤسسة بعد الضريبة، وهكذا فإن هناك علاقة إيجابية بين ما يعرف بالوفر الضريبي للمؤسسة وقيمة المؤسسة. أما بالنسبة لتكاليف الإفلاس فعندما تعمل المؤسسة على زيادة ديونها من أجل تمويل نشاطاتها فمن الممكن أن لا تستطيع سداد هذه الديون، مما يعرضها لمخاطر الإفلاس والتصفية.

وبالمجمل فإن نظرية المقايضة لهيكل رأس المال تفترض أن هناك نسبة مثالية للديون إلى حقوق الملكية. فتحاول المؤسسات الموازنة بين منافع الضريبة للديون والاحتمالات الكبيرة للوقوع في مخاطر الإفلاس، إذ إن هيكل التمويل للمنشأة يتمثل بالمزج بين المطلوبات وحقوق الملكية، وكلاهما يعدّ التزاماً على موجودات المنشأة. إن أصحاب الديون وحملة الأسهم أو المالكين هم الذين يمثلون المستثمرين في المنشأة، وكل واحد منهما مصحوب بنسبة معينة من المخاطر، والمنافع، والسيطرة. فالدائنون يمارسون سيطرة منخفضة المستوى أو النطاق، إلا أنهم يحصلون على دخل ثابت بالإضافة إلى أن لديهم ضمانات تتمثل بعقود التزام المنشأة بإعادة أموالهم بالإضافة إلى فوائدها، أما بالنسبة لحملة الأسهم أو المالكين فهم الذين يحصلون على الأرباح الاقتصادية، وأيضاً هم الذين يتحملون معظم المخاطر كل حسب درجة مساهمته، كما أنهم يمارسون سيطرة كبيرة على اتخاذ القرارات في المؤسسة. (الحمدان، القضاء، 2013)

4- نظرية تسلسل اختيار مصدر التمويل (Pecking Order Theory)

قدم Myers هذه النظرية عام 1984م، وهي تقوم على افتراض أن الشركات عند قيامها بالتمويل، تستند إلى تسلسل ثابت للمصادر المستخدمة على النحو الآتي: أولاً: التمويل الذاتي (الأرباح المحتجزة، والاحتياطيات)؛ لذلك تحافظ الشركات دائماً على حجم معين من الأرباح المحتجزة والاحتياطيات؛ لاستخدامها كمصدر رئيس لعمليات التمويل. ثانياً: في حال كون الاحتياطيات والأرباح المحتجزة غير كافية لعملية التمويل، تلجأ المنشأة لإصدار سندات دين، ومن ثم إصدار الأذون المالية الهجينة، كالأسهم الممتازة والسندات، وفي حالة عدم قدرة هذه المصادر على سداد احتياجات المنشأة من التمويل، فإنها تلجأ إلى إصدار الأسهم العادية كملاد أخير للتمويل، ويرجع هذا التسلسل بناءً على حساسية هذه المصادر لتباين المعلومات؛ لأن تكاليف التمويل تزداد مع زيادة التباين في المعلومات بين المنشأة (المديرين - مصادر التمويل - المستثمرين). (الوادية،

(2016)

5- نظرية توقيت السوق Market Timing Theory

تعتمد نظرية توقيت السوق التي وضعها (Bakar Swurgher) عام 2002م، على فكرة أن المؤسسات من الممكن أن تصل إلى هيكل تمويلي مناسب بعد توقيت النشاطات في الأسواق النقدية و الرأسمالية، أي انه ينبغي على المؤسسات اقتراض أو إصدار أسهم فقط إذا كانت ظروف السوق ملائمة لذلك، بناء على هذه النظرية يقوم المديرون التنفيذيون بإصدار الأسهم بالاعتماد على الوقت الذي تكون فيه تكاليف الأسهم والدين متفاوتة ، وتوقف المؤسسات إصدار أسهمها الجديدة عندما يكون سعر السهم مبالغاً فيه أو أكثر من قيمته الحقيقية، وإعادة شراء الأسهم عندما تكون قيمته اقل من القيمة الحقيقية. وبناءً على هذه النظرية إذا كانت الأسهم مقيمة بأقل من قيمتها عند الاكتتاب، فيكون من الأفضل على المؤسسة الاقتراض، وإذا كانت قيمة الأسهم أكثر من قيمتها عند الاكتتاب ينبغي على المؤسسة إصدار أسهم جديدة. (ربيحة، خليفة، 2019)

2.1.2 الاستثمار

2.1.2.1 تعريف الاستثمار

يعرف الاستثمار لغة بأنه: مصدر للفعل استثمرَ يستثمرُ، وهو مشتق من ثَمَرَ الرجل إذا تمول، ومن ثم يقال أثمر الرجل ماله إذا نماه، وفي معنى أثمر استثمر، وبذلك فإن استثمار المال لغة يراد به طلب ثمر المال الذي هو نماؤه وإنتاجه (خالد، 2008).

بينما يعرفه الاقتصاديون بأنه: توظيف المال بهدف تحقيق العائد أو الدخل أو الربح، وقد يكون الاستثمار مادياً ملموساً أو غير مادي. ويعرف أيضاً بأنه مجموع التوظيفات التي من شأنها زيادة الدخل، وتحقيق الإضافة الفعلية إلى رأس المال الأصلي، من خلال امتلاك الأصول التي تولد العوائد، نتيجة تضحية الفرد بمنفعة حالية، للحصول عليها مستقبلاً، بشكل أكبر، من خلال الحصول على تدفقات مالية مستقبلية مع الأخذ بعين الاعتبار عنصرى العائد والمخاطرة. (خالد، 2008)

ويتطلب البحث العلمي أن نميز بين نوعين من الاستثمار، هما: الاستثمار المالي والاستثمار الحقيقي.

أما الاستثمار المالي، فهو مجموع الاستثمارات في الأدوات المالية المتاحة للاستثمار في السوق المالي (الأسهم والسندات) والأوراق المالية الأخرى، بهدف اقتنائها لفترة معينة، ثم بيعها عندما يرتفع سعرها في السوق المالي والحصول على أرباح إضافية، ويتم تداول الاستثمارات المالية في الأسواق المالية التي تتميز بفاعليتها خاصة إذا كانت هذه الأسواق ذات كفاءة عالية والتي تتصف بالاتساع والعمق (شبيب، 2009).

أما الاستثمار الحقيقي، فهو مجموع الاستثمارات التي تتمثل في إنشاء الأصول الإنتاجية، بهدف تحقيق الربح، أو شراء الأصول الرأسمالية وتملكها، كالاستثمار في الأراضي والمصانع والشركات الإنتاجية، وهذا النوع من الاستثمارات يؤدي إلى زيادة حقيقة في الناتج المحلي الإجمالي، ويتمتع بدرجة مخاطرة منخفضة، إلا أن درجة سيولتها منخفضة وتحمل النفقات والتأمين والنقل والصيانة والتخزين (شبيب، 2009).

2.1.2.2 أهمية الاستثمار

تكمن أهمية الاستثمار في زيادة الإنتاج والإنتاجية، مما يؤدي إلى زيادة الدخل القومي وارتفاع متوسط نصيب الفرد منه، وبالتالي تحسين مستوى معيشة المواطنين، وتوفير الخدمات للمواطنين وللمستثمرين، وتوفير فرص عمل وتقليل نسبة البطالة، وتعمل على زيادة معدلات التكوين الرأسمالي للدولة، توفير التخصصات المختلفة من الفنيين والإداريين والعمال الماهرة، بالإضافة إلى إنتاج السلع والخدمات التي تشبع حاجات المواطنين وتصدير الفائض منها للخارج، مما يوفر العملات الأجنبية اللازمة لشراء الآلات والمعدات وزيادة التكوين الرأسمالي. (عطا الله، 2011).

2.1.2.3 المبادئ التي يقوم عليها قرار الاستثمار

هناك مجموعة من المبادئ العامة التي يجب على المستثمر أن يقوم بمراعاتها عندما يريد أن يتخذ قراراً استثمارياً باختيار أحد البدائل المتاحة، (موسى وآخرون، 2012) ومن هذه المبادئ:

1- مبدأ الاختيار: إن المستثمر الرشيد يبحث دائماً عن فرص استثمارية متعددة، لما لديه من مدخرات، ليقوم باختيار المناسب منها بدلاً من توظيفها في أول فرصة تتاح له، كما يفرض هذا المبدأ على المستثمر الذي ليس لديه خبرة في الاستثمار بأن يستخدم الوسطاء الحاليين ممن لديهم خبرة في هذا المجال.

2- مبدأ المقارنة: أي المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة لاختيار المناسب منها، وتتم المقارنة بالاستعانة بالتحليل الفني أو الأساسي لكل بديل ومقارنة نتائج هذا التحليل لاختيار البديل الأفضل من وجهة نظر المستثمر حسب مبدأ الملاءمة.

3- مبدأ الملاءمة: يطبق المستثمر هذا المبدأ عملياً عندما يختار من بين مجالات الاستثمار وأدواته ما يلائم رغباته وميوله التي يحددها دخله وعمره وعمله، وكذلك حالته الاجتماعية، ويقوم هذا المبدأ على أساس أن لكل مستثمر نمطاً تفضيلياً يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية لقرار الاستثمار التي يكشفها التحليل الفني أو الأساسي، وهي:

أ- معدل العائد على الاستثمار.

ب- درجة المخاطرة التي يتصف بها ذلك الاستثمار.

ج- درجة السيولة التي يتمتع بها.

4- مبدأ التنوع: بحيث يلجأ المستثمر لتنويع استثماراته، وذلك للحد من المخاطر الاستثمارية وتجنب المخاطر غير النظامية.

2.1.2.4 مخاطر الاستثمار

تعرف المخاطرة على أنها احتمال تقلب العوائد المستقبلية المتأتية من الاستثمارات، كما عرفت أنها الابتعاد لقيم المتغير عن وسطه الحسابي، وعرفت المخاطرة في مجال الرافعة على أنها درجة اللاتأكد في قابلية المنشأة على تغطية التزاماتها التشغيلية والمالية (العامري، 2010).

صنفت الإدارة المالية المخاطر التي تتعرض لها عند اتخاذها للقرارات المالية إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة، وتعرف المخاطر المنتظمة بالمخاطر العامة أو السوقية، لأنها تصيب كل الموجودات الحادثة في السوق، بفعل عوامل مشتركة تؤثر بالنظام الاقتصادي ككل، مثل العوامل الاقتصادية أو الاجتماعية أو السياسية وحتى التربوية، إذ لا يقتصر تأثير هذه العوامل على شركة معينة أو قطاع اقتصادي معين دون أن يكون للإدارة أو متخذي القرارات أي قدرة في تحديدها والسيطرة عليها، مثل الإضراب العام أو الحرب أو الانقلاب أو حالات الكساد أو التغيرات في معدلات أسعار الفائدة وغيرها من العوامل التي يصعب التحكم في تأثيرها، ولذلك فإن هذا النوع من المخاطر، إنما يسهم بشكل أساسي في تباين العائد المتوقع (الزبيدي، 2008)، بينما المخاطر غير المنتظمة فتتولد من العوامل الخاصة بمنشأة معينة. فتتفرد بها دون غيرها عن المنشآت الأخرى، وتسمى هذه المخاطر بتسميات عدة منها المخاطرة القابلة للتوزيع والمخاطرة التي يمكن تفاديها، والمخاطر اللاسوقية والمخاطر المتبقية، ويرجع سبب هذه المخاطر إلى جملة عوامل خاصة، مثل حدوث إضراب عمالي في شركة أو قطاع معين، وظهور اختراعات جديدة وغيرها. (العامري، 2010)

تتعرض عملية الاستثمار إلى مخاطر منتظمة وغير منتظمة، كما أن هذين النوعين من المخاطر الاستثمارية يتحدد مصدرهما بشكل عام في جزء منه من العمليات التشغيلية، بينما في الجزء الآخر يكون سبب الاعتماد على القروض في صياغة هيكل التمويل لشركات الأعمال. فعلى سبيل المثال، أن المستثمر في الأسهم العادية يمكن أن يتعرض إلى نوع من المخاطر (مخاطر الأعمال)، تختلف عن تلك التي يتعرض لها من يستثمر أمواله في السندات (مخاطر المالية). (الزبيدي، 2008)

من المخاطر المنتظمة وغير منتظمة التي يتعرض لها الاستثمار ما يلي:

1- مخاطر الأعمال:

تعرف بالمخاطر الاقتصادية، وهي جزء من المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة يتعرض لها المستثمر في الأوراق المالية عموماً والمستثمر في الأسهم العادية بشكل خاص، ومحتواها يشير

إلى درجة التقلب أو التذبذب في عائد العمليات التشغيلية للشركة المستثمر في أسهمها الذي ينعكس في مقدار العائد المتوقع على الاستثمار الذي ينتظره المستثمر. (الزبيدي، 2008)

تنشأ مخاطر الأعمال بسبب طبيعة الأداء التشغيلي ومتغيرات هذا الأداء وبيئة التشغيل، وهي انعكاس لمجموعة من العوامل، سببها السياسات الإدارية والظروف الاقتصادية وتغيرات طلب المستهلكين والتغير في ظروف المنافسة، والتي تسهم جميعاً في تذبذب عائد العمليات التشغيلية الذي ينعكس على العائد الذي ينتظره المستثمر في الأسهم العادية. (العامري، 2010)

ويشتق هذا النوع من المخاطر من القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، ولهذا فإن درجتها تتفاوت من قطاع اقتصادي إلى آخر ومن شركة إلى أخرى داخل القطاع الواحد، وأيضاً من زمن إلى آخر في الشركة الواحدة، بسبب طبيعتها، ولهذا نشاهد أن مخاطر الأعمال في عموم المصالح العامة هي محدودة في درجتها قياساً بدرجة مخاطر الأعمال التي تتعرض لها الشركات الصناعية، وسبب ذلك يرجع إلى محدودية التقلب في الطلب المحلي على خدمات المصالح العامة قياساً بشكل التقلب في الطلب على السلع الصناعية، حيث يتسم طلبها وبسبب طبيعته بكونه طلب غير مستقر أو ثابت، كما تنشأ هذه المخاطر أيضاً بسبب ثقل التكاليف الثابتة في هيكل كلفة الإنتاج. (الزبيدي، 2008)

وبشكل عام يمكن حصر أهم العوامل التي تؤثر في مخاطر الأعمال بما يلي: التغير في حجم الطلب على منتجات الشركة، التغير في أسعار بيع منتجات الشركة، التغير في أسعار المدخرات، مرونة الطلب على المنتجات.

2- المخاطر المالية:

تتعرض شركات الأعمال إلى مخاطر إضافية، بسبب اعتماد الإدارة على مصادر التمويل المقترضة في هيكل تمويل الشركة، فكلما زاد اعتماد الإدارة على القروض تعرضت الإدارة إلى مخاطر إضافية، ممثلة باحتمال عدم القدرة في تسديد فائدة القرض أو أصل القرض أو الاثنين معاً، وهذه بالإضافة تسمى المخاطر المالية.

والأصل في هذه المخاطر ليس الاقتراض بحد ذاته، وإنما احتمالات انخفاض مستويات التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها دون مستوى الفائدة التي تلتزم الإدارة بتسديدها. هذه الفائدة التي تمثل تكلفة ثابتة، وعلى وفق هذا التحديد فإن المنطق يشير إلى أن اعتماد إدارة الشركة على التمويل الممتمك فقط سوف يجنب إدارتها من تحمل المخاطر المالية، لتظل الشركة عرضة لمخاطر الأعمال فقط. (الزبيدي، 2008)

2.1.3 القطاع الصناعي الفلسطيني

تعتبر الصناعة حجر الزاوية في أي عملية تنموية اقتصادية واجتماعية لأي بلد نام ينشد التقدم والازدهار، نظراً لروابطها المباشرة مع سائر القطاعات الاقتصادية الأخرى. لقد أصبح تطوير القطاع الصناعي هدفاً رئيسياً لكل الدول النامية لتحقيق التنمية الاقتصادية المرجوة، وذلك من أجل رفع قدرة الاقتصاد الوطني على استيعاب الأيدي العاملة ورفع قدرته الإنتاجية بما يلبي الحاجات الأساسية للمواطنين من ناحية، وبما يسمح بزيادة حجم الصادرات وبالتالي تحسين وضع الميزان التجاري من ناحية أخرى. (عبد الرحمن، 2001)

ويجري التركيز من قبل وزارة الصناعة على تأهيل القطاع الصناعي؛ لتطويره، وإعداد القاعدة المادية لبناء قطاع صناعي متطور تكنولوجياً. فقد تم الشروع بإعداد الدراسات الاقتصادية الخاصة بإعادة هيكلة القطاع الصناعي من أجل تنفيذ هذا المشروع الذي اعتمده وزارة الصناعة، والهادف إلى دعم وتطوير الصناعة الفلسطينية لتصبح قادرة على المنافسة في ظل العولمة الاقتصادية، والانفتاح الاقتصادي الذي نشهده، والتحول إلى قطاع يسهم بدور فعال في عملية التنمية الاقتصادية الشاملة والمستدامة. (عبد الرحمن، 2001) ومن بعض المؤشرات الرئيسية لقطاع الصناعة الفلسطينية ما يأتي :

2.1.3.1 عدد المؤسسات

تشير الإحصائيات إلى أن عدد المؤسسات العاملة في القطاع الصناعي (5 عاملين فأكثر) وتم الحصول على بياناتها بلغت 3,742 مؤسسة، وتتنوع هذه المؤسسات بنسبة 80% في الضفة

الغربية، في حين تشكل المؤسسات العاملة في قطاع غزة 20%، ويتركز عدد المؤسسات حسب نشاطها الاقتصادي الرئيسي في أنشطة الصناعة التحويلية بنسبة 94.8% من مجموع عدد المؤسسات. عند توزيع المؤسسات الصناعية العاملة في أنشطة الصناعة التحويلية في فلسطين، أظهرت النتائج أن صناعة منتجات المعادن اللافلزية الأخرى احتلت المرتبة الأولى في عدد المؤسسات ضمن أنشطة الصناعة التحويلية وهي تشكل ما نسبته 26.8%، أما المؤسسات العاملة في صناعة المنتجات الغذائية فهي تشكل ما نسبته 19.6%، في حين أن المؤسسات الصناعية العاملة في صناعة الأثاث تشكل 13.3%، تلتها المؤسسات العاملة في صناعة الملابس بنسبة 10.3%، في حين أن المؤسسات العاملة في صناعة منتجات المعادن المشكلة عدا الماكينات والمعدات بلغت نسبتها 8.3%، أما باقي المؤسسات الصناعية فتمثل ما نسبته 21.8% من مجموع المؤسسات العاملة في أنشطة الصناعة التحويلية. (الجهاز المركزي للإحصاء، المسح الصناعي، 2019)

2.1.3.2 عدد العاملين

بلغ عدد العاملين في المؤسسات الصناعية (5 عاملين فأكثر) العاملة في فلسطين 57,776 عاملاً موزعين على أنشطة الصناعة المختلفة. وقد بلغت نسبة العاملين في الضفة الغربية 80.8% من إجمالي عدد العاملين، فيما بلغت نسبة العاملين في قطاع غزة 19.2%، وعند توزيع العاملين حسب الجنس تظهر النتائج أن 88.5% من إجمالي العاملين في الأنشطة الصناعية في فلسطين هم من الذكور، فيما 11.5% من العاملين هم من الإناث. أظهرت النتائج أن أعلى نسبة عاملين جاءت ضمن فئة العمال المهرة حيث بلغت نسبتهم 42.8% في الضفة الغربية و 45.0% في قطاع غزة وذلك من إجمالي عدد العاملين، تلاها فئة العمال غير المهرة بنسبة 23.4% في الضفة الغربية و 17.1% في قطاع غزة، والشكل التالي يبين توزيع العاملين في المؤسسات الصناعية حسب طبيعة عملهم والمنطقة. (الجهاز المركزي للإحصاء، المسح الصناعي، 2019)

2.1.3.3 معدل التشغيل السنوي من الطاقة الإنتاجية:

أشارت الإحصائيات إلى أن كافة المؤسسات الصناعية العاملة في فلسطين لم تقم بتشغيل كامل طاقتها الإنتاجية خلال عام 2019م، وأن هناك تفاوت في هذا المؤشر بين مختلف المحافظات خصوصاً بين محافظات الضفة الغربية وقطاع غزة، ففي حين قامت المؤسسات الصناعية العاملة في محافظة الخليل بتشغيل حوالي 83.2% من طاقتها التشغيلية فإن المؤسسات الصناعية العاملة في محافظة غزة قامت بتشغيل حوالي 57.2% فقط من طاقتها الإنتاجية. (الجهاز المركزي للإحصاء، المسح الصناعي، 2019)

2.1.3.4 إنتاج المؤسسة حسب مكان بيع المنتج:

تشير بيانات المسح إلى أن 75.7% من إجمالي إنتاج المؤسسات الصناعية في الضفة الغربية تباع في السوق المحلي، فيما 99.2% من إجمالي إنتاج المؤسسات الصناعية في قطاع غزة تباع في السوق المحلي، فيما 22.4% من إنتاج المؤسسات الصناعية في الضفة الغربية تباع في السوق الإسرائيلي، والشكل التالي يبين توزيع إجمالي إنتاج المؤسسات الصناعية حسب مكان البيع. (الجهاز المركزي للإحصاء، المسح الصناعي، 2019)

2.1.3.5 المنافسة

أشار 48.1% من أصحاب/مدراء المؤسسات الصناعية في فلسطين إلى وجود أكثر من 10 منافسين لمنتجات مؤسساتهم بواقع 51.8% في الضفة الغربية و33.1% في قطاع غزة، في حين ذكر 6.0% من أصحاب/مدراء المؤسسات الصناعية في فلسطين إلى عدم وجود منافسة لمنتجات مؤسساتهم بواقع 5.9% في الضفة الغربية و6.5% في قطاع غزة. (الجهاز المركزي للإحصاء، المسح الصناعي، 2019)

2.1.3.6 حاجة المؤسسات الصناعية إلى بعض الخدمات التجارية وخدمات الأعمال:

أشارت الإحصائيات إلى أن 69.6% من أصحاب/ مدراء المؤسسات الصناعية في فلسطين ليس لديهم حاجة في مجال الأبحاث التجارية وخدمات الاستشارات بواقع 65.7% في الضفة الغربية و85.6% في قطاع غزة، بينما أشار 68.2% منهم أن ليس لديهم حاجة في مجال خدمات إدارة التصدير بواقع 63.4% في الضفة الغربية، و87.0% في قطاع غزة، وأشارت النتائج أيضاً إلى أن 66.9% من أصحاب/ مدراء المؤسسات الصناعية في فلسطين ليس لديهم حاجة في مجال خدمات التغليف بواقع 62.1% في الضفة الغربية، و85.8% في قطاع غزة. (الجهاز المركزي للإحصاء، المسح الصناعي، 2019)

2.1.3.7 العقبات أمام توسعة النشاط الإنتاجي للمؤسسات الصناعية:

يشير أصحاب/ مدراء المؤسسات الصناعية العاملة إلى تعدد العقبات التي تمثل عائقاً أمام عملية توسعة النشاط الإنتاجي لمؤسساتهم، حيث أشار 83.1% من أصحاب/ مدراء المؤسسات الصناعية العاملة في فلسطين إلى أن صعوبة الوضع السياسي يعتبر من العقبات ذات التأثير الأكبر على توسعة النشاط الإنتاجي بواقع 83.1% في الضفة الغربية، و82.8% في قطاع غزة، ويرى 86.3% من أصحاب/ مدراء المؤسسات الصناعية في فلسطين أن انخفاض مستوى الدخل للفرد الفلسطيني شكل عقبة أمام توسعة النشاط الإنتاجي لمؤسساتهم بواقع 84.6% في الضفة الغربية، و92.9% في قطاع غزة، كما أشار 79.8% من أصحاب/ مدراء المؤسسات الصناعية في فلسطين إلى أن ارتفاع أسعار الكهرباء شكل عقبة أخرى أمام توسعة النشاط الإنتاجي لمؤسساتهم الصناعية بواقع 81.6% في الضفة الغربية، و72.8% في قطاع غزة، فيما أشار 78.8% من أصحاب/ مدراء المؤسسات الصناعية في فلسطين إلى أن المؤسسة تواجه عقبات ارتفاع أسعار الوقود والمحروقات بواقع 78.7% في الضفة الغربية، و79.2% في قطاع غزة. (الجهاز المركزي للإحصاء، المسح الصناعي، 2019)

2.1.3.8 صعوبات الحصول على عمالة مؤهلة

أظهر 41.1% من أصحاب/ مدراء المؤسسات الصناعية العاملة في فلسطين بأنهم يواجهون صعوبة في الحصول على عمالة مؤهلة في مجال الخبرة المناسبة لطبيعة عمل المؤسسة بواقع 47.4% في الضفة الغربية مقابل 16.0% في قطاع غزة، بينما أشار 36.4% أنهم يواجهون صعوبة في الحصول على عمالة مؤهلة في مجال التدريب المناسب لطبيعة عمل المؤسسة بواقع 42.4% في الضفة الغربية، و12.1% في قطاع غزة (الجهاز المركزي للإحصاء، المسح الصناعي، 2019)

2.2 ثانياً: الدراسات السابقة

تمثل الدراسات السابقة نقطة مركزية في البحوث الأكاديمية، وقاعدة رئيسة لبناء جهد بحثي رصين، وهذا بلا شك يؤكد على أن الدراسات الأكاديمية لا تُبنى من فراغ، وإنما هي عملية معرفية تراكمية، تتطرق من جهود الباحثين السابقين، وغايتها تحقيق تقدم وإضافة للمعرفة الإنسانية، ولقد تناول العديد من الباحثين دراسات حول موضوع الرافعة المالية، ومن أجل الاستفادة من الدراسات السابقة حول هذا الموضوع سيتم تقسيمها إلى عدة دراسات: دراسات فلسطينية، دراسات عربية، ودراسات أجنبية .

2.2.1 الدراسات الفلسطينية:

1- دراسة (الوادية، 2016) بعنوان: "العلاقة بين الرافعة المالية وأسعار الأسهم (دراسة تحليلية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين)"

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

ولتحقيق ذلك تم إجراء دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، من خلال اختبار حركة التغير في أسعار الأسهم لعينة مكونة من 24 شركة، تمثل مجتمع الدراسة لفترة من 2009م ولغاية 2014م، وكان من أهم النتائج وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين أسعار الأسهم، ونسبة الرافعة المالية في قطاعات: البنوك والصناعة والاستثمار والخدمات. في حين أظهرت النتائج عدم وجود علاقة عند اختبار جميع القطاعات معا وأيضا عند اختبار قطاع التأمين، بالإضافة لذلك أظهرت النتائج وجود علاقة معنوية بين أسعار الأسهم وكل من ربحية السهم والأرباح والخسائر المرحلة وتوزيعات الأرباح النقدية، وقد أشارت النتائج أيضا إلى وجود ارتباط طردي بين أسعار الأسهم في السوق، وجميع المتغيرات بشكل عام، تتراوح ما بين ضعيفة ومتوسطة وقوية.

وكان من أهم التوصيات: ضرورة العمل على زيادة وعي المساهمين بهياكل التمويل في الشركات، وضرورة الاهتمام بمتابعة نسبة الرافعة المالية، والعمل نحو المحافظة على مستوى ربحية السهم وتعظيمها، مع الظروف التي تتعمق بأداء الشركة، بالنظر إلى إجراءات التوزيعات النقدية وما يتبعه من آثار على تحسين أسعار الأسهم.

2- دراسة (النجار، 2013) بعنوان: "مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين".

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وفقا لمقاييس الأداء المحاسبية التقليدية: (العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، والعائد على المبيعات، ونمو المبيعات والقيمة السوقية)، وتم اختيار عينة مكونة من (20) شركة، خلال الفترة (2004 - 2011م).

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

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

3- دراسة (الأغا، 2005)، بعنوان: "أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار (دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين)"

تعد الرافعة المالية وتكلفة التمويل من الظواهر المالية الهامة خاصة في علاقتهما وتأثيرهما على معدل العائد على الاستثمار، وقد سعت هذه الدراسة لتقييم هذه العلاقة ومعرفة مقدار تأثيرها على معدل العائد على الاستثمار، من خلال تطبيق الدراسة على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين، حيث تم أخذ عينة مكونة من (15) شركة خلال الفترة (1999-2003م). واعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي في تحليل القوائم المالية لشركات العينة، وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة: وجود علاقة عكسية بين تكلفة التمويل المقترض ومعدل العائد على الاستثمار، وكذلك وجود علاقة عكسية بين الاعتماد على مصادر التمويل (المملوكة والمقترضة) وتكلفة هذه المصادر، كما أثبتت الدراسة كذلك عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار.

كما أوصت الدراسة بزيادة الاعتماد على التمويل بحقوق الملكية وتخفيض التمويل بالقروض قدر الإمكان مع مراعاة درجة المخاطرة.

2.2.2 الدراسات العربية:

1- دراسة (العلي، 2018): بعنوان: "أثر الرفع المالي على السيولة والربحية دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الرفع المالي على الربحية مقاسه بكل من معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية، وكذلك معرفة أثر الرفع المالي على السيولة مقاسه بكل من معدل التداول ومعدل التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية.

وقد تم اختيار عينة قصديه من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، متمثلة بأربع شركات ما بين خدمية وصناعية لفترة الممتدة بين (2012 -2016م). تم استخدام المنهج الوصفي في إجراء البحث، وكذلك المنهج التجريبي القائم على صياغة فرضيات بحثية تظهر علاقات سببية تحتاج إلى تأكيد من خلال البرنامج الإحصائي SPSS 19.

أظهرت النتائج وجود علاقة ارتباطيه ذات دلالة معنوية بين الرفع المالي وكل من الربحية والسيولة في الشركات محل الدراسة مع وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين الرفع المالي والربحية، حيث يؤثر الرفع المالي طردياً على ربحية الشركات محل الدراسة.

توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين الرفع المالي والسيولة، ولكنها علاقة عكسية، حيث يؤثر الرفع المالي سلبياً على سيولة الشركات محل الدراسة ويفسر الرفع المالي 55.4% من التغير الحاصل في الربحية، وذلك وفقاً لمعدل العائد على الأصول، بينما يفسر 27.7% من التغير الحاصل في السيولة لدى الشركات محل الدراسة.

2- دراسة (مرصلي، 2017)، بعنوان: "أثر استخدام رافعتي التشغيل و المالية في تخطيط ربحية المشاريع الاستثمارية" دراسة حالة مؤسسة إنتاج الحليب ومشتقاته " GIPLAIT " بسعيدة"

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أثر كل من الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة GIPLAIT لإنتاج الحليب ومشتقاته بولاية سعيدة بالجزائر، خاصة وإنهما تعتبران من الوسائل والأدوات المهمة المستخدمة في مجال التخطيط والرقابة وتقويم الأداء، حيث يشير مفهوم الرافعة إلى قياس أثر التغير في المبيعات على النتائج.

ولتحقيق هذا الهدف تم الاعتماد على المنهج الوصفي ذي الدلالة الطولية العلائقية، حيث تم دراسة وتحليل القوائم المالية للمؤسسة محل الدراسة لمدة عشر سنوات (2004-2013م).

أشارت نتائج الدراسة إلى عدم وجود أثر لرافعتي التشغيلية والمالية على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال، ولعل ذلك راجع لعدم اعتماد المؤسسة على التكاليف الثابتة التشغيلية والتمويلية بدرجة كبيرة في هيكل تكاليفها.

ومن التوصيات التي خرج بها الباحث في هذه الدراسة هي: تدريب العاملين في الإدارة المالية للمؤسسة ممن يوكل إليهم اتخاذ قرارات التمويل والاستثمار على إدارة الأصول والمطلوبات، وتشجيع المؤسسة على ترشيد الإنفاق في الموجودات الثابتة بما يحقق هيكل تكاليف متوازن والعمل على إجراء دراسات مشابهه؛ للتأكد من ثبات النتائج التي توصلت إليها الدراسة.

3- دراسة (بني خلف، 2017)، بعنوان: "أثر القرارات التمويلية على نمو الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية والمدرجة في بورصة عمان"

هدفت هذه الدراسة إلى تقصي أثر القرارات التمويلية للشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان على نمو هذه الشركات والمتمثل في نسبة السعر السوقي إلى العائد (price/earning)، ومن أجل تحقيق هذا الهدف تم الاعتماد على البيانات المالية المنشورة للشركات للسنوات الواقعة بين عامي (2011 - 2015م)، وقد قام الباحث بجمع البيانات اللازمة لإجراء الدراسة والمتمثلة بالقرارات التمويلية المتعلقة بقرار تدوير الأرباح وإعادة استخدامها، والاعتماد على الدين أو إصدار أسهم جديدة، ونمو الشركات المتمثل بالسعر السوقي إلى العائد (P\E ratio)، وقد تم استخدام برنامج الرزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS في تحليل اختبار الفرضيات، حيث تم معالجة البيانات واستخدام التوزيع الطبيعي لبيانات المتغيرات، واختيار المصفوفة الخطية المتعددة وتحليل وتطبيق اختبار تجانس التباين الانحدار البسيط والمتعدد.

وبعد إجراء عمليات التحليل لبيانات الدراسة واختبار فرضياتها الرئيسية والفرعية توصلت إلى عدد من النتائج كان أهمها:

وجود أثر إيجابي دال إحصائياً للقرارات التمويلية على نمو الشركات الصناعية في الأردن متمثلة في المحاور الآتية:

المحور الأول: وجود أثر دال إحصائياً للقرار التمويلي والمتمثل باحتجاز الأرباح على نسبة السعر السوقي إلى عائد السهم (price earning ratio) P\E.

المحور الثاني وجود أثر إيجابي للقرار التمويلي والمتمثل بزيادة رأسمال الشركة من خلال زيادة قيمة الأسهم المصدرة على نسبة السعر السوقي للسهم إلى عائد السهم (P/E) دال إحصائياً بين المتغيرين.

المحور الثالث: عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية (أظهر أثر ضعيف) للقرار التمويلي المتمثل بالاقتراض من جهات خارجية على نسبة السعر السوقي إلى عائد السهم.

وقد أوصت الدراسة بعدة توصيات، أهمها ضرورة قيام الشركات بالمواءمة بين مصادر تمويلها وطرق توظيف هذه الأموال.

4- دراسة (عبد الله، 2015) بعنوان " الرافعة المالية وأثرها على القيمة السوقية للشركات المساهمة"

تناولت الدراسة الرافعة المالية وأثرها على القيمة السوقية للشركات عينة الدراسة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، وهدفت إلى اختبار العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة السوقية بالشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية، ودراسة أثر درجة الرافعة المالية على الهيكل المالي وأثر ذلك على القيمة السوقية للشركات. اعتمدت الدراسة على المنهج التاريخي؛ لتتبع وعرض الدراسات والبحوث السابقة ذات العلاقة المباشرة بموضوع الدراسة، والمنهج الاستنباطي، لتحديد محاور الدراسة وصياغة مشكلة الدراسة وفرضياتها، والمنهج الاستقرائي لاختبار فرضيات الدراسة، كما اعتمدت على المنهج الوصفي التحليلي.

توصلت الدراسة إلى عدة نتائج منها مؤشرات الرافعة المالية تؤثر في المخاطر التي تتعرض لها الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية، وأظهرت وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الرافعة المالية والأرباح التي تحققها الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق، وأوصت الدراسة بعدة توصيات منها أن تقوم الشركات المساهمة العامة بدراسة وتقييم مالي للهيكل التمويلي لهدف الوصول إلى أفضل نسبة مثلى للرافعة المالية ضمن الهيكل التمويلي وذلك لضمان التأثير الإيجابي للرفع المالي على الأداء والقيمة السوقية لهذه الشركات.

5- دراسة (عبد السلام، حمزة، 2016) بعنوان: "تحليل أثر معيار الرفع المالي لبازل III على التحكم في المخاطر المالية بين المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية"

هدفت الدراسة إلى تسليط الضوء على تأثير العمل بمعيار الرفع المالي على التحكم في مخاطر المصارف الإسلامية؛ باعتباره أهم معايير الرقابة المصرفية المستحدثة في اتفاقية بازل الثالثة، الذي تم بناؤه ليقوم بدور مكمل للمعيار التقليدي المتمثل في كفاية رأس المال.

ولتحقيق هذا الهدف تم تحليل المعيار وكيفية حسابه، وأخذ الجوانب الإيجابية التي تضمنها في سبيل التحكم في المخاطر للمصارف التقليدية. ثم تحليل مدى ملاءمتها للمصارف الإسلامية، تبين أثر معيار الرفع المالي لبازل III على التحكم في المخاطر المالية بين المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية للنسبة الدنيا المطلوبة في المعيار، وهو ما أكدته العينة المدروسة، إلا أن تفصيل طبيعة نشاط المصارف الإسلامية وخصوصيته مقارنة بالمصارف التقليدية بين محدودية هذا المعيار وضرورة تعديله ليتناسب وآليات عمل الصيرفة الإسلامية. وقد توصلت الدراسة إلى أن انخفاض الرافعة المالية في اغلب المصارف يوفر هامشا كبيرا لمضاعفة حجم التمويل والنشاط الذي تقوم به، ويمكنها من قدرة عالية على امتصاص أي خسائر غير متوقعة .

6- دراسة (السايع، 2014) بعنوان: "محاولة قياس أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم (دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي خلال فترة 2010-2012)".

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

ثم استخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط لإجراء اختبار فرضيات الدراسة من أجل التوصل إلى نتائج الدراسة، حيث أشارت نتائج الدراسة إلى أن نسبة الرفع المالي ذات دلالة معنوية وفسرت 7.6 % من التغيرات التي تحصل في المخاطر النظامية، وفسرت 5.5% من التغيرات التي تحصل في المخاطر الكلية للشركات، كما وأشارت نتائج الدراسة إلى أن الرفع المالي مقياس بنسبة المديونية لها تأثير في عائد السهم من الأرباح المحققة، حيث فسرت 30.7 % وهي علاقة قوية وموجبة.

7- دراسة (القضاة، 2013)، بعنوان: "تأثير الرافعة المالية والتشغيلية والمخاطرة على قيمة الشركات: حالة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية"

هدفت الدراسة إلى تقييم العلاقة بين الرافعة المالية والتشغيلية والمخاطر المالية من جهة، وبين قيمة المنشأة من جهة أخرى ومعرفة مقدار تأثيرهم، من خلال تطبيق الدراسة على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، حيث تم اخذ عينة مكونة من (35) شركة خلال الفترة (2002-2010م).

واعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي في تحليل القوائم المالية لشركات العينة ونتائج تقدير معادلات الانحدار باستخدام أسلوب تحليل السلاسل الزمنية المقطعية، وأظهرت نتائج الدراسة إلى تباين بين كل من الدرجة الرفع التشغيلي والرفع المالي والمخاطرة المالية، وقيمة المنشآت الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، في حين أظهرت النتائج أثراً إيجابياً وذا دلالة إحصائية ما بين درجة الرفع التشغيلي وقيمة الشركة ، كما أظهرت أن للرفع المالي أثراً سلبياً ولكن غير دال إحصائياً وأن للمخاطر النظامية أثراً سلبياً ذا دلالة إحصائية على قيمة الشركة، وأن لحجم الشركة أثراً إيجابياً على قيمة الشركة ودال إحصائياً.

8- دراسة (الحمودني، الصبيحي، 2012) بعنوان: "العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم دراسة في عينة الشركات الأردنية المساهمة"

هدفت هذه الدراسة في جانبها النظري للتعرف إلى المفاهيم الأساسية للرفع المالي، ومدى تأثيره على عائد السهم وهيكل رأس المال وصولاً إلى الهيكل الأمثل لرأس المال.

واعتمدت الدراسة على عدد من الفرضيات لاختبار العلاقة بين الرفع المالي من جهة والمخاطر النظامية والمخاطر الكلية وربحية السهم الواحد من جهة أخرى، وبالتطبيق على عينة من الشركات المساهمة الأردنية المسجلة في سوق عمان للفترة من (2005-2009م).

ومن أجل التواصل إلى نتائج الدراسة استخدم أسلوب الانحدار الخطي البسيط، لإجراء اختبار فرضيات الدراسة، وعن طريق قياس العلاقة بين الرافعة المالية من جهة وكل من مخاطرة النظامية مقاسا بمعامل بيتا والمخاطر الكلية مقاسا بالانحراف المعياري وربحية السهم الواحد من جهة أخرى. وتوصلت الدراسة إلى عدد من الاستنتاجات أهمها: أن للرفع المالي أثراً إيجابياً على ربحية الشركات، إذ استطاعت إدارة الشركة تحقيق معدل عائد على الاستثمارات التي تم تمويلها بأموال الديون أعلى من معدل تكلفة الديون، وأن الرفع المالي يؤثر في المخاطر النظامية والكلية وربحية السهم العادي، وأوصت الدراسة بضرورة قيام الشركات باستخدام خيارات مختلفة للتمويل كالسندات والأسهم الممتازة والقروض المصرفية طويلة الأجل، وأوصى الباحث على تشجيع البنوك وشركات التأمين باستثمار فوائض أموالها في عمليات تمويل الشركات خاصة التمويل طويل الأجل، وذلك باستغلال فرص الاستثمار لزيادة ربحية الشركات .

9- دراسة (السبيعي، 2012) بعنوان: "العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية".

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم طبيعة العلاقة بين عناصر الهيكل المالي ممثلاً بنسبة الرفع المالي من جهة ونسبة العائد على الاستثمار من جهة أخرى على مستوى كل قطاع من القطاعات الرئيسية الثلاث (المالي، الصناعي، الخدمي)، ولتحقيق هدف الدراسة واختبار الفرضيات تم تحليل

عينة عددها (54) شركة من الشركات المساهمة العامة الكويتية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية في الفترة الزمنية (2009-2011م)، وتمت الاستعانة بالحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية (spss) في تحليل البيانات التي تم جمعها من خلال البيانات الواردة في القوائم المالية للشركات التي مثلت عينة الدراسة، ومن أبرز نتائج هذه الدراسة وجود علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية، وأوصت الدراسة بأن تراعي الإدارة في الشركات المساهمة العامة الكويتية لدى اتخاذ قراراتها التمويلية بين اختيار التركيبة المثلى لهيكل رأس المال الذي يجعل التكلفة المرجحة للأموال عند حدّها الأدنى، والموازنة بين تكلفة الحصول على الأموال من جهة وعنصر مخاطرة الرفع المالي من جهة أخرى.

10- دراسة (نصيرات، 2012) بعنوان "أثر الرفع المالي والربحية وسياسة توزيع الأرباح على القيمة المستقبلية للشركة"

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العلاقة بين الرفع المالي والربحية (العائد على حقوق الملكية) وسياسة توزيع الأرباح من جهة والقيمة السوقية والمستقبلية بالنسبة للشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان من جهة أخرى للفترة ما بين (2004-2010م)، تمثلت عينة الدراسة بالشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان وعددها (42) شركة. واستخدمت هذه الدراسة لاختبار الفرضيات أسلوب التحليل المقطعي (Panel Data Analysis) الذي يتم تقديره إما بأسلوب الأثر الثابت (Fixed Effect Model) أو أسلوب الأثر العشوائي (Random Effect Model)، بالإضافة إلى استخدام (Logit Model) وذلك من أجل اختبار أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة، وتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين التمويل بالدين وقيمة الشركة، كما وأن هناك علاقة عكسية بين الأزمة المالية العالمية والقيمة المستقبلية للشركات قيد الدراسة، كذلك بينت أن هناك علاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية ما بين الربحية والقيمة السوقية للشركات الصناعية الأردنية. أما بالنسبة لسياسة الأرباح واحتمالية النمو فقد جاءت العلاقة طردية مع القيمة السوقية وعكسية مع احتمالية النمو، وأوصت الدراسة بعدم الاعتماد على القروض بشكل كبير في عمليات التمويل .

11- دراسة (ناصر الدين، 2011)، بعنوان: "أثر كل من الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية

السهم العادي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان"

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 (2005-2009م)، قام الباحث بجمع البيانات اللازمة لإجراء هذه الدراسة وهي (الرافعة التشغيلية، الرافعة المالية، وربحية السهم العادي) من واقع تلك البيانات، وقد توزعت عينة الدراسة على القطاعات الاقتصادية 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 التباين المشترك، لاختبار فرضيات الدراسة، وبعد إجراء عملية التحليل لبيانات الدراسة واختبار فرضياتها، كشفت الدراسة عن عدد من النتائج أهمها: عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين أثر الرافعة المالية والتشغيلية على ربحية السهم العادي في جميع الشركات المساهمة العامة الأردنية العاملة في قطاعات البنوك والصناعة والخدمات، وخرجت الدراسة بعدد من التوصيات أهمها: الموازنة بين تكلفة الحصول على الأموال المقترضة والعائد على الأصول التي تمول عن طريق تلك القروض، وتدريب العاملين في الإدارات المالية للشركات ممن يوكل إليهم اتخاذ قرارات التمويل والاستثمار على إدارة الأصول والمطلوبات، بالإضافة إلى تشجيع الشركات المساهمة العامة الأردنية على ترشيد الإنفاق في الموجودات الثابتة بما يحقق هيكل تكاليف متوازنة، وفقا لمجال الأنشطة التي تعمل بها، وحث 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.

2.2.3 الدراسات الأجنبية:

1- دراسة (Tomé, 2017) بعنوان: "القرارات المالية والاستثمارية: أدلة من الشركات البرتغالية المدرجة".

هدفت هذه الدراسة معرفة أثر الرافعة المالية على قرارات الاستثمار للشركات البرتغالية المدرجة، ومدى تفسير ذلك من خلال هيكل رأس المال الحالي ونظريات الوكالة، ولتحقيق هذا الهدف تم استخدام البيانات المالية لشركة من 2010م ولغاية 2015م، ومن أهم النتائج التي تم الوصول إليها: وجود علاقة عكسية بين الاستثمار والرافعة المالية، وأن هذه العلاقة العكسية تكون أقوى للشركات التي تتمتع بفرص نمو عالية مقارنة بالشركات التي لديها فرص نمو منخفضة. وأوصت الدراسة بأن تقوم الشركات التي تتمتع بفرص نمو عالية في تخفيض نسب الرافعة المالية من أجل التخفيف من مشكلة عبء الديون والاحتفاظ بالمرونة المالية، والقدرة على استغلال تلك القيمة بفرص بديلة.

2- دراسة (Batool, hashim and tariq, 2017)، بعنوان: الرفع المالي وتأثيره على الاستثمار.

هدفت هذه الدراسة لمعرفة تأثير الرافعة المالية على الاستثمار لشركة Pepsi. ولتحقيق هذه الهدف تم استخدام بيانات السلاسل الزمنية السنوية لعشرين عامًا من عام 1996م ولغاية عام 2016م وتحليلها، وذلك بأخذ الاستثمار للشركة كمتغير تابع يتم قياسه بإجمالي الأصول الصافية، وتم اعتبار الرافعة المالية كمتغير مستقل (إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الأصول) مع التدفق النقدي (صافي الدخل زائد الاستهلاك)، السيولة (الأصول الحالية إلى الخصوم الجارية)، ونمو المبيعات (صافي المبيعات إلى صافي الأصول الثابتة)، وتم استخدام البيانات الثانوية لشركة Pepsi. وتحليل التقارير السنوية استخدم الميزانية العمومية وبيان التدفق النقدي وبيان الدخل للشركة. كما تم رسم النتائج باستخدام برنامج E. VIEWS 8.

ومن أهم نتائج التي توصلت إليها الدراسة انه يوجد للرافعة المالية تأثير على الاستثمار، واختيار الديون والأسهم هي قرارات حاسمة لمديري أي منظمة؛ لأن المنظمات التي تستخدم مزيج الديون وحقوق الملكية لتمويل مشاريعها، يمكن أن تكون مفيدة لأحدها ومحفوفة بالمخاطر للآخر، لذلك فمن الضرورة لأي شركة أن تقوم بتقييم صحيح لموارد التمويل للحماية من المخاطر.

3- دراسة (Haque,2014)، بعنوان: "دور الرافعة المالية في تحديد استثمارات الشركات في باكستان".

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل تأثير الرافعة المالية على استثمارات الشركات من خلال الشركات الباكستانية، ولتحقيق هذا الهدف تم أخذ عينة تتكون من (400) شركة غير مالية مدرجة في بورصة كراتشي، تنتمي هذه الشركات إلى قطاعات مختلفة، الفترة التي تم تحليلها هي أربعة عشر عامًا تتراوح بين 1998م ولغاية 2012م، يتم تضمين التدفق المالي وحجم الشركة كمتغيرات تحكم في الدراسة.

ومن أهم النتائج التي تم التوصل إليها أن الرافعة المالية لها علاقة سلبية التأثير على استثمار الشركات الباكستانية، مع وجود أثر إيجابي لحجم الشركة والتدفق النقدي على قرار الاستثمار للشركات.

4- دراسة (Acheampong,Agalega and Shibu, 2014)، بعنوان: "أثر الرافعة المالية، وحجم السوق على عوائد الأسهم (دراسة على بورصة غانا أسهم مختارة من قطاع الصناعة)"

هدفت الدراسة إلى البحث في أثر الرافعة المالية، وحجم السوق على عوائد الأسهم، وتم استخدام أساليب الانحدار؛ لإيجاد العلاقة بين المتغيرات: المستقلة والتابعة، وتم الحصول على بيانات الرافعة المالية من خلال التقارير المنشورة، في الفترة من سنة (2006-2010م)، كما تم اختيار خمس شركات صناعية، حيث جمع متوسط أسعار الأسهم للشركات المختارة.

وكان من أهم النتائج: وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية وعوائد الأسهم عند استخدام البيانات الصناعية الشاملة، ولكن على مستوى الشركات الفردية كان هناك أربع من خمس شركات لم تكن العلاقة مستقرة فيها، وأظهرت الدراسة أن العلاقة بين الحجم وعوائد الأسهم إيجابية .

5- دراسة (Totala, Pachori, 2012): بعنوان: "تأثير الرافعة المالية على عائد المساهمين والقيمة السوقية: دراسة لشركات مجموعة السيارات (Pithampur) في الهند"

هدفت الدراسة إلى البحث في تأثير الرافعة المالية على عوائد المساهمين، والقيمة السوقية لشركات العاملة في مجال السيارات، وكان مجتمع الدراسة يتكون من سبع شركات، تكون مجموعة Pithampur لسيارات في الهند؛ حيث تم إجراء العديد من الاختبارات للوصول إلى أثر الرافعة المالية على عوائد حملة الأسهم، والقيمة السوقية لهذه الشركات، وكان من أهم النتائج: عدم وجود أثر ذا دلالة إحصائية للرافعة المالية على المساهمين، والقيمة السوقية، وقد أرجع الأمر لكون احتمال وجود عوامل أخرى لها الأثر في تحديد أثر الرافعة المالية، مثل: الركود و تشبع السوق في صناعة السيارات والمنافسة وربما سياسة الحكومة. وكان من أهم التوصيات: أن تقوم الشركات باستخدام نسب مديونية أعلى للحصول على تأثير أكبر للرافعة المالية في الهيكل الأمثل لرأس المال وأخذ الرافعة التشغيلية في الحسبان عند القيام بالقرارات المالية؛ لإعطاء مساحة للاستفادة من الرافعة المالية.

6- دراسة (Aivazian, Ge and Qiu, 2003)، بعنوان: "تأثير الرافعة المالية على الاستثمار الثابت: الأدلة الكندية".

تبحث هذه الدراسة في تأثير الرافعة المالية على القرارات الاستثمارية للشركات باستخدام البيانات المالية المتداولة لـ 1035 من الشركات الصناعية الكندية الكبرى، وتم استخدام مقياسين لقياس درجة الرفع المالي.

ومن أهم النتائج التي تم التوصل إليها أن الرافعة المالية لها تأثير سلبي على قرارات الاستثمار، وهذا التأثير السلبي يكون أقوى بكثير للشركات ذات النمو المنخفض، ويكون التأثير أضعف في الشركات ذات النمو العالي، بالإضافة إلى أن لنسبة النمو والتدفق النقدي والمبيعات لهما تأثير إيجابي على الاستثمار.

2.2.4 التعليق على الدراسات السابقة:

تناولت بعض الدراسات الفلسطينية والعربية والأجنبية موضوع الدراسة، فمن أهم التعليقات على الدراسات الفلسطينية أن الدراسة الحالية اتفقت مع الدراسات الفلسطينية في أخذها قياس الرافعة المالية كمتغير مستقل، وقد اعتمدت الدراسة الحالية على قرار الاستثمار كمتغير تابع، بينما اعتمدت دراسة (الوادية، 2013) على أسعار الأسهم كمتغير تابع، واعتمدت دراسة (النجار، 2013) على الأداء المالي كمتغير تابع، واختلفت مع (الأغا، 2015) بأخذها تكلفة التمويل كمتغير مستقل، بينما الدراسة الحالية أخذت الرافعة المالية وحدها كمتغير مستقل، واختلفت أيضا مع دراسة (الاغا، 2013) بالفترة الزمنية حيث أخذت الفترة ما بين (1999-2003م) بينما الدراسة الحالية أخذت الفترة ما بين (2006-2018م).

وقد اتفقت الدراسة الحالية مع بعض الدراسات العربية بدراسة اثر الرافعة المالية كما في دراسة (العلي، 2018) ودراسة (المرصلي، 2017) ودراسة (عبد الله، 2015) ودراسة (عبد السلام، حمزة، 2016) ودراسة (السايج، 2014) ودراسة (القضاة، 2013) ودراسة (الحمودني، الصبيحي، 2012) ودراسة (السيبيعي، 2012) ودراسة (نصيرات، 2012) ودراسة (ناصر الدين، 2011)، واتفقت مع دراسة (بني خلف، 2017) باعتمادها على الشركات الصناعية كمجتمع للدراسة.

بينما الدراسة الحالية اعتمدت على قرارات الاستثمار كمتغير تابع، فقد اعتمدت دراسة (العلي، 2018) على السيولة والربحية كمتغير تابع، ودراسة (مرصلي، 2017) اعتمدت على ربحية المشاريع الاستثمارية، ودراسة (بني خلف، 2017) اعتمدت على نمو الشركات الصناعية، ودراسة (عبد الله، 2015) اعتمدت على القيمة السوقية للشركات، ودراسة (عبد السلام، حمزة، 2016) اعتمدت على المخاطر المالية للمصارف، ودراسة (السايج، 2014) اعتمدت على عوائد الأسهم،

ودراسة (القضاء، 2013) اعتمدت على قيمة الشركات ، ودراسة (الحمودني، الصيحي، 2012) اعتمدت على عوائد الأسهم، ودراسة (نصيرات، 2012) اعتمدت على القيمة المستقبلية للشركة ، ودراسة (ناصر الدين، 2011) اعتمدت على ربحية السهم العادي، واختلفت مع دراسة (السيبي، 2012) بالفترة الزمنية وبرنامج التحليل الإحصائي حيث اعتمدت الدراسة الحالية على الفترة الزمنية ما بين (2006-2018م) واستخدمت برنامج 8 E.VIEWS بينما دراسة (السيبي، 2012) أخذت الفترة ما بين (2009-2011م) واستخدمت برنامج SPSS للتحليل الإحصائي.

تشابهت الدراسة الحالية مع دراسة (Tome, 2017) ودراسة (Batool, Hashim and Tariq, 2017) ودراسة (Aivazian, Ge and Qiu, 2003) ودراسة (Haque, 2014) ودراسة (Totala, Pachori, 2012) باعتمادهم على الرافعة المالية كمتغير مستقل، وقرارات الاستثمار كمتغير تابع .

بينما اعتمدت الدراسة الحالية على نسبة واحدة للرفع المالي واعتمدت على الفترة الزمنية ما بين (2006-2018م) فقد اعتمدت دراسة (Aivazian, Ge and Qiu, 2003) ودراسة (Tome, 2017) على نسبتين للرفع المالي واعتمدت دراسة (Tome, 2017) وعلى الفترة الزمنية ما بين (2010-2015م). وقد اعتمدت الدراسة الحالية على مجتمع يتمثل في جميع الشركات الصناعية المدرجة ذات مجالات مختلفة بينما اعتمدت دراسة (Batool, Hashim and Tariq, 2017) على مجموعة شركات Pepsi فقط، ودراسة (Haque, 2014) اعتمدت على مجموعة من الشركات في قطاعات مختلفة، بينما اعتمدت دراسة (Totala, Pachori, 2012) على مجتمع يتمثل في شركات سيارات تكون مجموعة Pithampur للسيارات في الهند.

وقد اتفقت الدراسة الحالية مع دراسة (Acheampong, Agalega and Shibu, 2014) في اتخاذها الرفع المالي كمتغير مستقل، وقد اعتمدت الدراسة الحالية على قرارات الاستثمار كمتغير تابع بينما اعتمدت دراسة (Acheampong, Agalega and Shibu, 2014) على عوائد الأسهم كمتغير تابع.

لاحظت الباحثة أن معظم الدراسات أجريت في الدول الغربية أو الدول الصناعية، أن بيئة هذه الدول تختلف اختلافا واضحا عن بيئة الدول العربية، وخصوصا البيئة الفلسطينية التي لها خصوصيتها وظروفها الخاصة، لما تمر به من وضع سياسي واقتصادي مضطرب، بحكم وقوعها تحت الاحتلال الإسرائيلي وتأثيراته السياسية والاقتصادية.

وهذا التباين بين الدراسات وخصوصية البيئة الفلسطينية يستدعيان القيام بدراسة تسلط الضوء على الرافعة المالية للشركات العاملة بالبيئة الفلسطينية، ومقارنة نتائجها بالنتائج التي تم التوصل إليها في الدراسات السابقة.

الفصل الثالث

الطريقة والإجراءات

يتضمن هذا الفصل وصفا للطريقة والإجراءات التي اتبعتها الباحثة، وكذلك مجتمع الدراسة وعينتها، بالإضافة إلى وصف متغيرات الدراسة، وأخيرا الطرق الإحصائية المتبعة في تحليل بيانات الدراسة واستخلاص النتائج والتوصيات، وفيما يلي إيضاح للعناصر السابقة:

3.1 منهج الدراسة

بناء على طبيعة المعلومات التي تم الحصول عليها، اتبعت الباحثة المنهج الوصفي نظراً لملاءمته لأغراض الدراسة، إذ يعمل على ربط وتفسير البيانات التي تم الحصول عليها وتصنيفها وقياسها ومن ثم استخلاص النتائج منها ويصف الظاهرة كما هي ، لذا نستطيع القول إنه المنهج الأنسب لهذه الدراسة، حيث تم الاعتماد على مصدرين للحصول على المعلومات: مصدر أولي متمثل في البيانات المستخلصة من القوائم المالية للشركات المساهمة العامة الصناعية الفلسطينية للفترة ما بين (2006_2018م)، وقد تم اختيار الفترة الزمنية للدراسة لتضمن أحدث ثلاث عشرة سنة، وهي المدة التي تتوفر بها البيانات المالية اللازمة لإجراء الدراسة.

ولتحليل هذه البيانات التي تم الحصول عليها قامت الباحثة في استخدام برنامج EViews8 لملاءمته لطبيعتها، حيث تم استخدام حزم بيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel data، أي بمعنى "عندما تكون قواعد البيانات تحتوي على سلاسل زمنية وبيانات مقطعية في نفس الوقت"، فقد اكتسب هذا النموذج اهتماماً خاصاً في الآونة الأخيرة، لأنه يأخذ بعين الاعتبار أثر تغير الزمن وأثر تفسير الاختلافات بين الوحدات المقطعية، وفي هذه الدراسة احتوت قاعدة البيانات على سلاسل زمنية، أي على مدى فترة زمنية مدتها (13) سنة وبيانات تحتوي على (13) عنصراً بحثياً (شركات)، أي لكل شركة عدة سنوات.

3.2 مجتمع الدراسة وعينتها

مجتمع الدراسة: تركزت الدراسة على مجتمع متمثل من جميع الشركات المساهمة العامة الفلسطينية المدرجة لدى البورصة البالغ عددها (48) شركة حيث تم تصنيف هذه الشركات الى خمسة قطاعات: الشركات الخدمية البالغ عددها (11) شركة، الشركات الصناعية البالغ عددها (13) شركة، شركات الاستثمار البالغ عددها (10) شركة ، شركات التأمين البالغ عددها (7) شركات، البنوك بالغ عددها (7) شركة.

عينة الدراسة: تتكون عينة الدراسة من جميع الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، والبالغ عددها (13) شركة، وهي عينة قصديه وتم استثناء باقي الشركات لعدم تماثل السياسة المالية المتبعة في التمويل لباقي الأصناف وهي موضحة في الجدول رقم (1):

جدول رقم (1): الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين

رمزها	اسم الشركة
BPC	1. بيزيت للأدوية.
VOIC	2. مصانع الزيوت النباتية.
JPH	3. القدس للمستحضرات الطبية.
AZIZA	4. دواجن فلسطين.
PHARMACARE	5. دار الشفاء لصناعة الأدوية.
BJP	6. بيت جالا لصناعة الأدوية.
GMC	7. مطاحن القمح الذهبي.
APC	8. العربية لصناعة الدهانات.
JCC	9. سجائر القدس.
NAPCO	10. الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات -تابكو.
NCI	11. الوطنية لصناعة الكرتون.
LADAEN	12. فلسطين لصناعة اللدائن.
ELECTRODE	13. مصنع الشرق للإلكتروود.

* التقرير السنوي (2008)

3.4 متغيرات الدراسة ونموذجها

المتغير المستقل

نسبة الرفع المالي: وهو درجة اعتماد المنشأة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت سواء أكانت قروضا أم سندات (عليوي، 2019)، يتم قياس الرفع المالي كنسبة من الالتزامات بشكل عام على الأصول ويعبر عنها:

$$\frac{\text{مجموع الالتزامات}}{\text{الأصول}}$$

(Tomé, 2017).

المتغير الوسيط

نسبة المبيعات: يتم قياس المبيعات كنسبة من صافي المبيعات إلى صافي الأصول الثابتة (Aivazian , Ge and Qiu ، 2003) ويعبر عنها:

$$\frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي الأصول الثابتة}}$$

(Tomé, 2017).

المتغيرات الضابطة

نسبة التدفق النقدي: يتم قياس التدفق كمجموع الأرباح قبل البنود الاستثنائية والاستهلاك ويعبر عنها:

$$\frac{\text{الأرباح قبل البنود الاستثنائية} + \text{الاستهلاك}}{\text{مجموع الأصول}}$$

(Tomé, 2017).

الحجم: نستخدم اللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول للقياس والتحكم في تأثير حجم الشركة (Haque 2014) ويعبر عنها:

LOG (مجموع الأصول)

(Tomé 2017).

نسبة النمو: يتم قياس النمو بحاصل ضرب العائد على الملكية بنسبة الاحتجاز ويعبر عنها:

العائد على الملكية * نسبة الاحتجاز

ويتم حساب العائد على الملكية من خلال المعادلة التالية: الربح احقوق المساهمين

ويتم حساب نسبة الاحتجاز من خلال المعادلة التالية: الأرباح المحجوزة الأرباح

المتغير التابع

قرارات الاستثمار في شركات المساهمة العامة: ويتم قياسه على أنه نفقات رأسمالية مطروحا منها الاستهلاك على صافي الأصول الثابتة ويعبر عنها:

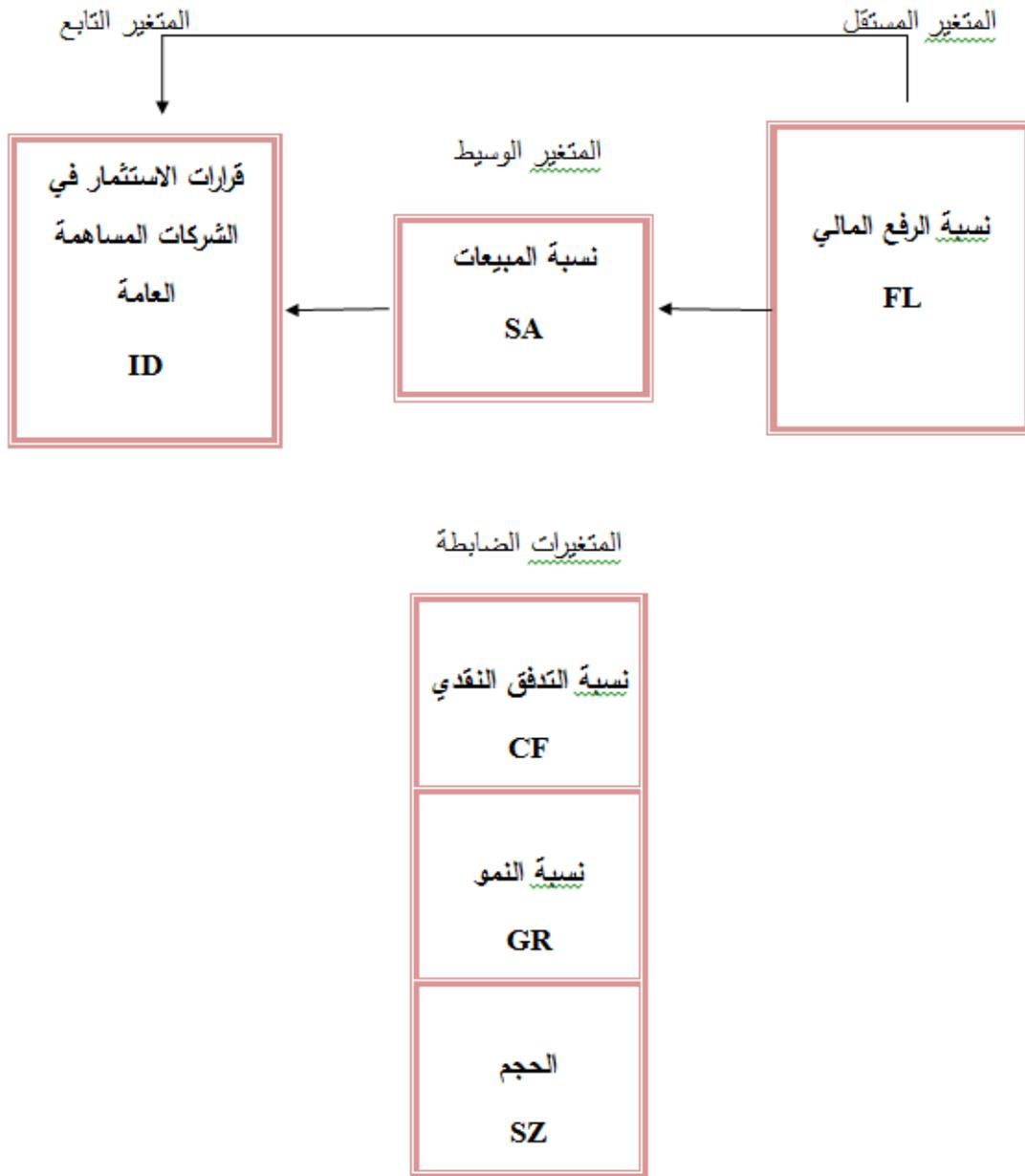
النفقات الراسمالية – الاستهلاك

صافي الاصول الثابته

ومن الجدير بذكره أن صافي الأصول الثابتة يتم حسابه من خلال المعادلة التالية:

(Tomé 2017)، إجمالي الأصول – إجمالي الأصول غير الملموسة والشهرة.

نموذج الدراسة



الشكل (1): نموذج الدراسة (متغيرات الدراسة)

3.5 إجراءات الدراسة

لغايات تحقيق أهداف الدراسة تم إتباع الخطوات الآتية والإجراءات الآتية في تنفيذ الدراسة:

1- تم استخراج القوائم المالية لجميع الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين للفترة بين (2006_2018م).

2- تم استخراج مكونات عناصر نسب الرفع المالي والتدفق النقدي و المبيعات والعائد على الاستثمار، وعنصر حجم الشركة من القوائم المالية للشركات المساهمة العامة الصناعية في كل سن من السنوات الثلاث عشرة سنة المشمولة في الدراسة.

3- تم حساب نسبة الرفع المالي لكل شركة من الشركات المساهمة العامة الصناعية في كل سنة من السنوات الثلاث عشرة المشمولة في الدراسة.

4- تم حساب نسبة المبيعات لكل شركة من الشركات المساهمة العامة الصناعية في كل سنة من السنوات الثلاث عشرة المشمولة في الدراسة.

5- تم حساب قرارات الاستثمار لكل شركة من الشركات المساهمة العامة الصناعية في كل سنة من السنوات الثلاث عشرة المشمولة في الدراسة.

6- تم حساب نسبة التدفق النقدي لكل شركة من الشركات المساهمة العامة الصناعية في كل سنة من السنوات الثلاث عشرة المشمولة في الدراسة.

7- تم حساب الحجم لكل شركة من الشركات المساهمة العامة الصناعية في كل سنة من السنوات الثلاث عشرة المشمولة في الدراسة.

8- تم إدخال الأرقام التي تم حسابها إلى الحاسب باستخدام برنامج التحليل الإحصائي EViews8 ليتم تصنيفها وتجهيزها لعملية التحليل.

9- تم تحليل البيانات المدخلة إلى برنامج EViews8 وعمل المعالجات الإحصائية الأربعة والاختبارات للإجابة عن فرضيات الدراسة بهدف تحقيق أهداف الدراسة.

10- تم استخراج النتائج وتحليلها ومناقشتها ومقارنتها مع الدراسات السابقة واقتراح التوصيات المناسبة .

3.6 المعالجات الإحصائية

قامت الباحثة باستخدام برنامج التحليل الإحصائي EViews8 وذلك بإدخال البيانات باستخدام الحاسوب، ثم تمت معالجتها إحصائياً؛ ليتم الإجابة على فرضيات الدراسة، وكانت المعالجات الإحصائية المستخدمة على النحو التالي:

1- الإحصاء الوصفي (Descriptive Statistics)، لحساب المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، الوسيط، أعلى قيمة، وأدنى قيمة لمتغيرات الدراسة.

2- مصفوفة الارتباط الخطي (correlation matrix)، لقياس درجة الارتباط ومدى قوة العلاقة بين متغيرات هذه الدراسة.

3- اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test): للكشف عن استقرار البيانات الزمنية.

4- اختبار هوسمان (Hausman)، يستخدم في حالة البيانات تجميعية، فهو يساعد على التمييز بين نموذجي الأثر الثابت والأثر العشوائي .

اثر ثابت) $H_0: (\alpha \leq 0.05)$ Fixed

اثر عشوائي) $H_1: (\alpha \leq 0.05)$ Random

5- تحليل الانحدار المتعدد (Multiple Regression Analysis)، وذلك باستخدام طريقة

المربعات الصغرى (Ordinary Least Square (OLS)) والمربعات الصغرى المعممة

(generalized least square (GLS)) لفحص العلاقة بين متغيرات الدراسة.

الفصل الرابع

نتائج الدراسة

يتناول هذا الفصل عرضاً لنتائج الدراسة وفقاً لترتيب أسئلتها وفرضياتها، بالإضافة إلى تحديد الطرق الإحصائية المستخدمة لتحليل المعلومات؛ ليتم تحقيق أهداف الدراسة والإجابة عن أسئلتها.

4.1 نتائج التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة:

تم استخدام أدوات التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة المستخلصة من البيانات المالية المنشورة لعينة الدراسة خلال الفترة ما بين (2006-2018م)، حيث تم من خلالها اشتقاق المؤشرات الوصفية التالية:

(1) الوسط الحسابي Mean: متمثلاً في المجموع الجبري لقيم المتغيرات مقسوماً على عددهم مدار ثلاث عشرة سنة.

(2) الوسيط Median: متمثلاً في النقطة في التوزيع إلى نصفين متساويين من حيث عدد الحالات.

(3) الانحراف المعياري Standard deviation: متمثلاً في الجذر التربيعي لمتوسط مربع انحرافات القيم عن وسطها الحسابي، وكلما ارتفعت القيم زاد تشتت القيم عن وسطها الحسابي.

(4) القيمتان الأدنى والأعلى للمتغير Minimum، Maximum: متمثلة في أدنى قيمة وأعلى قيمة للمتغيرات.

جدول رقم (2): التحليل الوصفي للمتغيرات المستقلة والوسيطية والضابطة والتابعة

الوقت T	التدفق النقدي CF	الرفع المالي FL	النمو GR	قرار الاستثمار ID	المبيعات SA	الحجم SZ	المتغيرات
7.01	8.02%	30.54%	0.88%	188.48%	252.89%	7.130109	الوسط الحسابي
7	7.10%	28.02%	1.71%	133.36%	138.49%	7.256489	الوسيط
3.69	10.52%	18.97%	13.82%	234.23%	304.40%	0.432759	الانحراف المعياري
13	94.27%	64.46%	52.70%	1993.20%	1752.71%	7.805651	أعلى قيمة
1	-47.66%	5.33%	-120.92%	-30.05%	33.19%	6.125245	أدنى قيمة

يبين الجدول رقم (2) نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة، إذ تظهر النتائج بأن المتوسط الحسابي للرفع المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية خلال فترة الدراسة بلغ 30%، وانحراف معياري قد بلغ 18.97%، ويستفاد من هذه النسب بأن الشركات في عينة الدراسة تتمتع بنسب رفع مالي منخفض، كما تظهر النتائج بأن المتوسط الحسابي للمبيعات (المتغير الوسيط) بلغ 252.8% وانحراف معياري 304%، وبالنسبة لنسبة لمتغير قرارات الاستثمار (المتغير التابع)، فقد بلغ الوسط الحسابي له 188.4% وانحراف معياري 234.2%

4.2 نتائج تحليل مصفوفة الارتباط الخطي لمتغيرات الدراسة:

تحدد مصفوفة الارتباط العلاقة بين المتغيرات التي يمكن أن يستفاد منها في معرفة قوة العلاقة ونوعيتها بين المتغيرات المدروسة، حيث يساعد على قياس الارتباط الخطي بين المتغيرات التابعة وكل متغير من المتغيرات المستقلة والوسيطية، وأيضاً تحديد قوة ودرجة الارتباط بين المتغيرات جميعاً، حيث أن المتغيرات التي يكون ارتباطها عالي يفوق نسبة 70% ستعطي نفس النتائج والتأثيرات، لذا تعتبر مصفوفة الارتباط أداة هامة لتقييم مدى حساسية النتائج عند إدراج أو استبعاد بعض المتغيرات ويعرض جدول (2) الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة، كما يلي :

جدول رقم (3): مصفوفة الارتباط الخطي لمتغيرات الدراسة

الوقت T	التدفق النقدي CF	الرفع المالي FL	النمو GR	قرار الاستثمار ID	المبيعات SA	الحجم SZ	
						1	الحجم SZ
					1	0.16	المبيعات SA
				1	0.74	0.06	قرار الاستثمار ID
			1	0.18	0.07	0.22	النمو GR
		1	-0.11	0.16	0.38	0.03	الرفع المالي FL
	1	-0.13	0.52	0.18	0.12	0.04	التدفق النقدي CF
1	-0.03	-0.10	-0.008	0.15	0.07	0.26	الوقت T

ويتضح من الجدول رقم (3)، أن هناك ارتباطاً بين المتغيرات، ومن خلال الجدول يمكننا ملاحظة الارتباط بين قرارات الاستثمار والمبيعات (المتغير التابع والمتغير الوسيط) 0.74، وهو ارتباط طردي قوي يفوق 70% وهو ما يعد طبيعياً، لأنهما يرتبطان بصافي الأصول الثابتة والمبيعات والأرباح مرتبطان ببعضهما البعض؛ لأن الأرباح تزداد مع زيادة المبيعات وتقل مع انخفاض المبيعات، مما يؤثر على الاستثمار، ولهذا السبب فإن الارتباط كان مرتفعاً، كما ويلاحظ أيضاً أن هنالك ارتباطاً طردياً بين الرفع المالي والمبيعات (المتغير المستقل والمتغير الوسيط) يبلغ 0.38 وهو ارتباط متوسط القوي، كما أنه يوجد ارتباط طردي ضعيف بين الرفع المالي وقرار الاستثمار (المتغير المستقل والمتغير التابع) يبلغ 0.16 وهو أقل من 70% أي أنه لا يوجد ارتباط خطي بين المتغير المستقل مع المتغيرات الوسيطة والتابعة.

كما نلاحظ أن هناك ارتباطاً طردياً ضعيفاً بين قرار الاستثمار وكل من الحجم والنمو والتدفق النقدي (المتغير التابع والمتغيرات الضابطة) يبلغ 0.06، 0.18، 0.18 على التوالي، وهو أقل من 70% أي لا يوجد ارتباط خطي بين المتغير التابع والمتغيرات الضابطة.

نلاحظ أن ارتباط الرفع المالي مع الحجم ارتباط طردي ضعيف يبلغ 0.03، ويرتبط الرفع المالي مع النمو والتدفق النقدي ارتباط عكسي ضعيف يبلغ -0.11، -0.13 على التوالي، وهو أقل من 70%، أي لا يوجد ارتباط خطي بين المتغير المستقل والمتغيرات الضابطة.

4.3 نتائج تحليل اختبار جذر الوحدة

يقيس اختبار جذر الوحدة استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، كما يبين الجدول رقم (4) أن مستوى الدلالة لجميع المتغيرات اقل من 0.05، وبالتالي البيانات التجميعية الزمنية مستقرة، لا يوجد مشكلة في جذور الوحدة.

جدول رقم (4): اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة حسب منهجية Levin, Lin & Chu

المتغيرات	اختبار (ت)	مستوى الدلالة
الرفع المالي FL	-213301	0.0165
المبيعات SA	-2.71135	0.0034
قرارات الاستثمار ID	-3.36451	0.0004
التدفق النقدي CF	-5.4249	0
النمو GR	-7.1798	2.90E-08
الحجم SZ	-2.06877	0

* $\alpha=5\%$

4.4 النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الأول:

ما هو أثر نسبة الرفع المالي على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية؟

تتبع فرضية الدراسة الأولى من سؤال الدراسة الأول التي نصت على أنه: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) لنسبة الرفع المالي على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية.

ومن أجل الإجابة على هذا التساؤل، وفحص الفرضية المتعلقة به، استخدمت الدراسة حزم البيانات التجميعية الزمنية (panel data) وطريقة المربعات الصغرى أو طريقة المربعات الصغرى المعممة، وهي طريقة إحصاء تهدف إلى تقدير خط انحدار، ومن أجل تحديد المعالجة الإحصائية المناسبة للبيانات التجميعية الزمنية سواء الأثر الثابت أو الأثر العشوائي، استخدمت الدراسة اختبار هوسمان (Hausman)، حيث يتضح من نتائج اختبار في الملحق رقم (2) جدول رقم (9) بأن

مستوى الدلالة قد بلغ (0.00) وهو أقل من 0.05 وبالتالي البيانات التجميعية الزمنية ذات أثر ثابت؛ مما يؤدي إلى اختيار طريقة المربعات الصغرى كما يوضحها الجدول رقم(5)

جدول رقم (5): نتائج التقدير لنموذج البيانات التجميعية بطريقة المربعات الصغرى (OLS) لفحص أثر المتغيرات على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية.

المتغير التابع: قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة ID				
المتغيرات	معاملات بيتا	الخطأ المعياري	اختبار (ت)	مستوى الدلالة
C(الثابت المقطعي)	-6.98	5.23	-1.334	0.184
نسبة التدفق النقدي CF	-2.76	0.97	-2.837	*0.0052
نسبة الرفع المالي FL	0.468	0.58	0.802	0.4233
نسبة النمو GR	0.733	0.72	1.0108	0.3138
الحجم SZ	0.933	0.749	1.245	0.215
نسبة المبيعات SA	0.850	0.043	19.629	*0.0
الوقت T	0.019	0.028	0.682	0.4962
معامل التفسير (R^2)	0.873222			
معامل التفسير المعدل ($R2$)	0.857264			
قيمة ف	54.72			
مستوى الدلالة	0.000*			

نلاحظ من الجدول السابق بأنه لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير الرفع المالي على متغير الاستثمار (مستوى الدلالة = 0.42)، وهي أعلى من القيمة المفترضة (0.05)، وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية H_0 التي تشير إلى أنه لا يوجد تأثير لنسبة الرفع المالي على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية .

كما يتبين من نتائج الجدول وجود أثر ذا دلالة إحصائية لمتغير التدفق النقدي على متغير الاستثمار (مستوى الدلالة=0.005)، وهي قيمة أكبر من القيمة المفترضة (0.05)، وعليه يمكن القول بأن هناك أثراً عكسياً ذا دلالة إحصائية لنسبة التدفق النقدي على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية.

كما إن متغير نسبة المبيعات أثر على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة (مستوى الدلالة=0.0)، وعليه يمكن القول بأن هناك أثراً إيجابياً ذا دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.05) لنسبة المبيعات على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية.

كما أنه لا يوجد تأثير ذا دلالة إحصائية لمتغير الحجم على متغير قرار الاستثمار (مستوى الدلالة = 0.215)، وهي أكبر من القيمة المفترضة (0.05)

كما انه لا يوجد تأثير ذا دلالة إحصائية لمتغير نسبة النمو على متغير قرار الاستثمار (مستوى الدلالة = 0.31) وهي اكبر من القيمة المفترضة (0.05)

كما تبين نتائج الجدول السابق بأن النموذج ككل كان قادراً على التنبؤ بالقرارات الاستثمارية، حيث أن المتغيرات الداخلة في النموذج (الرفع المالي، المبيعات، نسبة النمو، الحجم، التدفق النقدي)، تفسر ما نسبته (87%) من قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة، بالإضافة إلى أن قيمة معامل التفسير المعدل بلغت (85%) وذات دلالة إحصائية (مستوى الدلالة =0.00) وهي أقل من (0.05)، حيث أن النموذج له قدرة تنبؤية عالية.

4.5 النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الثاني:

ما هو أثر نسبة الرفع المالي على نسبة المبيعات في الشركات المساهمة العامة الصناعية.

وينبثق من سؤال الدراسة الثاني الفرضية الثانية للدراسة التي نصت على أنه: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) لنسبة الرفع المالي على نسبة المبيعات في الشركات المساهمة العامة الصناعية.

ومن أجل الإجابة على هذا التساؤل، وفحص الفرضية المتعلقة به استخدمت الدراسة اختبار هوسمان (Hausman)، حيث توضح نتائج الاختبار في الملحق رقم (2) جدول رقم (11) بأن مستوى الدلالة قد بلغ (0.1729)، وهو أكبر من 0.05 أي أنه غير دال إحصائياً، وهذا يعني أن

البيانات التجميعية الزمنية ذات اثر عشوائي، لذلك استخدمت الدراسة طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS)، والجدول رقم (6) يوضح النتائج:

جدول رقم (6): نتائج التقدير لنموذج البيانات التجميعية بطريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) لفحص أثر المتغيرات على نسبة المبيعات في الشركات المساهمة العامة الصناعية.

المتغير التابع: نسبة المبيعات في الشركات المساهمة العامة SA				
المتغيرات	معاملات بيتا	الخطأ المعياري	اختبار (ت)	مستوى الدلالة
C	-31.409	7.62185	-4.12094	0.0001
نسبة التدفق النقدي CF	2.6290	1.83833	1.43010	0.1547
نسبة الرفع المالي FL	*6.219	0.96131	6.47003	0.00
نسبة النمو GR	-0.4382	1.36450	-0.32115	0.7485
الحجم SZ	*4.4927	1.08890	4.12596	0.0001
T	-0.0297	0.04920	-0.6042	0.5465
معامل التفسير (R^2)	0.2635			
معامل التفسير المعدل ($Adjusted R^2$)	0.239966			
قيمة ف	11.16655			
مستوى الدلالة	*0.00			

يتبين من نتائج الجدول رقم (6) بأنه يوجد أثر ايجابي ذا دلالة إحصائية لنسبة الرفع المالي على نسبة المبيعات في الشركات المساهمة العامة الصناعية (مستوى الدلالة=0.00) وهي أقل من القيمة المفترضة (0.05) وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية H_0 التي تشير إلى أنه لا يوجد تأثير لنسبة الرفع المالي على نسبة المبيعات في الشركات المساهمة العامة الصناعية.

كما تبين نتائج الدراسة بأن هناك أثراً لمتغير حجم الشركة على نسبة المبيعات، حيث تبين بأن (مستوى الدلالة = 0.0001) وهو أقل من قيمة (0.05)، أي أنه يمكن القول بأنه يوجد أثر ايجابي ذا دلالة إحصائية لحجم الشركة على نسبة المبيعات في الشركات المساهمة العامة الصناعية.

وفي المقابل نجد بأن متغير نسبة التدفق النقدي لم تؤثر على نسبة المبيعات، حيث نلاحظ من الجدول السابق بأن (مستوى الدلالة = 0.1547)، وهي قيمة أكبر من القيمة المفترضة (0.05). أي أنه لا يوجد أثر ذا دلالة إحصائية لنسبة التدفق النقدي على نسبة المبيعات في الشركات المساهمة العامة الصناعية.

ويتبين بأن مستوى الدلالة لنسبة النمو بلغ (0.7485)، وهو أعلى من قيمة (0.05)، حيث أن متغير نسبة النمو لم تكن مؤثرة على نسبة المبيعات في الشركات المساهمة العامة الصناعية، أي انه لا يوجد أثر ذا دلالة إحصائية لنسبة النمو على نسبة المبيعات في الشركات المساهمة العامة الصناعية.

كما تبين نتائج الجدول السابق بأن النموذج ككل، كان قادرا على التنبؤ بالقرارات الاستثمارية، حيث أن أبرز المتغيرات المؤثرة في نسبة المبيعات تمثلت في نسبة الرفع المالي والحجم، والمتغيرات الداخلة في النموذج (نسبة التدفق النقدي، نسبة الرفع المالي، نسبة النمو، الحجم) تفسر ما نسبته (26.3%) من نسبة المبيعات في الشركات المساهمة العامة الصناعية، كما أن قيمة معامل التفسير المعدل بلغت (23.9%)، وذات دلالة إحصائية مستوى الدلالة (0.00) وهي أقل من (0.05)، حيث أن النموذج له قدرة تنبؤ متوسطة.

4.5 النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الثالث:

ما هو أثر نسبة المبيعات على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية؟

وينبثق من سؤال الدراسة الثالث، فرضية الدراسة الثالثة التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) لنسبة المبيعات على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية.

ومن أجل الإجابة على هذا التساؤل، وفحص الفرضية المتعلقة به استخدمت الدراسة اختبار هوسمان (Hausman)، حيث توضح نتائج الاختبار في الملحق رقم (2) جدول رقم (13) بأن مستوى الدلالة قد بلغ (0.00)، وهو أقل من (0.05)، أي أنه دال إحصائيا، وهذا يعني أن البيانات التجميعية الزمنية ذات أثر ثابت، لذلك استخدمت الدراسة طريقة المربعات الصغرى، كما يوضحها الجدول رقم (7).

جدول رقم (7): نتائج التقدير لنموذج البيانات التجميعية بطريقة المربعات الصغرى (OLS) لفحص أثر نسبة المبيعات على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية.

المتغير التابع : قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة ID				
المتغيرات	معاملات بيتا	الخطأ المعياري	اختبارات	مستوى الدلالة
C الثابت	-5.4783	4.879764	-1.122	0.2634
نسبة التدفق النقدي CF	-2.8535*	0.96466	-2.958	0.0036*
نسبة المبيعات SA	0.8678*	0.037884	22.906	0.00
نسبة النمو GR	0.7213	0.725092	1.0061	0.3159
الحجم SZ	0.7357	0.707064	1.0403	0.3001
الوقت T	0.0269	0.028219	0.7502	0.4544
معامل التفسير (R ²)	0.8751			
معامل التفسير المعدل (Adjusted R ²)	0.857617			
قيمة F	58.04408			
مستوى الدلالة	0.00*			

يتبين من نتائج الجدول رقم (7) بأنه يوجد أثر ايجابي ذو دلالة إحصائية لنسبة المبيعات على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية (مستوى الدلالة=0.00)، وهي أقل من القيمة المفترضة (0.05)، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية H0 التي تشير إلى أنه لا يوجد تأثير لنسبة المبيعات على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية .

كما يتضح من نتائج الدراسة بأن نسبة التدفق النقدي كانت مؤثرة على قرارات الاستثمار، حيث كان (مستوى الدلالة= 0.0036)، وهي قيمة أقل من القيمة المفترضة (0.05). أي أنه يوجد أثر عكسي ذا دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) لنسبة التدفق النقدي على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية.

كما أن متغيرات نسبة النمو والحجم لم تكن مؤثرة على القرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية، إذ بلغ مستوى الدلالة لنسبة النمو (0.315)، وهي قيم أكبر من القيمة المفترضة (0.05) كما وبلغ مستوى الدلالة للحجم (0.3001) وهي أيضا أكبر من (0.05)، أي أنه لا يوجد أثر ذا دلالة إحصائية لمتغير نسبة النمو والحجم على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية .

وكما يبين نتائج الجدول السابق رقم (7) بأن النموذج ككل كان قادرا على التنبؤ بالقرارات الاستثمارية، وأن أبرز المتغيرات المؤثرة في قراءات الاستثمار تمثلت في نسبة التدفق النقدي نسبة المبيعات، حيث أن المتغيرات الداخلة في النموذج (نسبة التدفق النقدي، نسبة المبيعات، نسبة النمو، الحجم) تفسر ما نسبته (87%) من قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة، كما أن قيمة معامل التفسير المعدل بلغت (85%)، وذات دلالة إحصائية (مستوى الدلالة = 0.00) وهي أقل من (0.05)، حيث أن النموذج له قدرة تنبؤية عالية.

الفصل الخامس

مناقشة نتائج الدراسة والتوصيات

بناء على الدراسة المتعلقة بأثر الرفع المالي على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة، توصلت الدراسة إلى مجموعه من النتائج من خلال البيانات التي تم جمعها من التقارير المالية للشركات المساهمة العامة، ومقارنتها بنتائج الدراسات السابقة ذات العلاقة، وتم استخلاص مجموعة من النتائج والتوصيات المقترحة المهمة لأصحاب القرار والباحثين في هذا المجال وهي كالآتي:

النتائج

5.1 مناقشة النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الأول:

ما هو أثر نسبة الرفع المالي على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية؟ وتتبع فرضية الدراسة الأولى من سؤال الدراسة الأول التي نصت على أنه: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) لنسبة الرفع المالي على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية.

نلاحظ من نتائج الدراسة إلى أنه لا يوجد تأثير لنسبة الرفع المالي على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية، وتعزو الباحثة عدم وجود علاقة بين الرفع المالي وقرار الاستثمار، إلى أن الشركات التي يكون لديها فرص وبدائل استثمارية متعددة وكبيرة الحجم يقل توجهها للتمويل بالقروض، وعدم وجود استقرار نسبي لكل من المبيعات والدخل أو توقع عدم زيادة المبيعات مستقبلاً، مما يؤدي إلى زيادة احتمال تعرض الشركات للمخاطر المالية الناجمة عن عدم كفاية التدفقات النقدية لتغطية الالتزامات؛ بسبب تحمل الشركات لالتزامات مالية ثابتة التكلفة، وإلى أن الزيادة في القروض لا تحتم أخذ قراراً بالاستثمار، ولكنها يمكن أن تؤثر في قرار الاستثمار بطريقة غير مباشرة عن طريق المبيعات.

كما يتبين بأن نسبة التدفق النقدي لها قدرة عكسية على التنبؤ بقرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية في الدراسة، وأن نسبة المبيعات لها قدرة ايجابية على التنبؤ بقرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة، كما يتبين أن نسبة النمو وحجم الشركة لا تؤثر على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية .

وكما يتبين بأن النموذج ككل كان قادراً على التنبؤ بالقرارات الاستثمارية، حيث أن المتغيرات الداخلة في النموذج تفسر ما نسبته (87%) من قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة حيث أن النموذج له قدرة تنبؤ عالية. وتتفق هذه النتيجة مع ما أشارت إليه دراسة (الوادية، 2016) ودراسة (الاغا،2005) و دراسة (القضاء،2013) ودراسة (نصر الدين، 2011) ودراسة (totala,pachori,2012)، في حين تختلف مع ما تشير اليه دراسة (النجار، 2013) ودراسة (عبد السلام، حمزة، 2016) ودراسة (السبيعي، 2012) ودراسة (costa tome, 2017) ودراسة (batool, hashim and tariq , 2017) ودراسة (haque,2014) ودراسة (aivazian ,ge and qiu, 3003)

5.2 مناقشة النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الثاني:

ما هو أثر نسبة الرفع المالي على نسبة المبيعات في الشركات المساهمة العامة الصناعية؟

وينبثق من سؤال الدراسة الثاني الفرضية الثانية للدراسة التي نصت على أنه: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) لنسبة الرفع المالي على نسبة المبيعات في الشركات المساهمة العامة الصناعية.

يتبين من نتائج الدراسة بأنه يوجد أثر ايجابي ذا دلالة إحصائية لنسبة الرفع المالي على نسبة المبيعات في الشركات المساهمة العامة الصناعية. وتغزو الباحثة وجود العلاقة بين الرفع المالي والمبيعات، أن الرفع المالي يمثل جزءاً من مطلوبات الشركة وعند زيادة المطلوبات تزيد الأصول، حيث أن الأصول تمثل حقوق الملكية والالتزامات، وهذا يعمل على زيادة حجم الشركة، وتقوم الشركة بزيادة مبيعاتها لتغطية هذا الالتزام. كما تسعى الشركات بشكل دائم إلى تقييم الهيكل

التمويلي، بهدف الوصول إلى أفضل نسبة للرفع المالي لضمان التأثير الإيجابي على المبيعات، حيث تسعى الشركات إلى استخدام الرفع المالي بدرجة أكبر في حالة توقع ارتفاع للمبيعات، والموازنة بين تكلفة الحصول على الأموال المقترضة العائد على الأصول التي تمول عن طريق تلك القروض.

كما تبين نتائج الدراسة بأن هناك أثراً لمتغير حجم الشركة على نسبة المبيعات، أي أنه يمكن القول بأنه يوجد أثر إيجابي ذا دلالة إحصائية لحجم الشركة على نسبة المبيعات في الشركات المساهمة العامة الصناعية.

وفي المقابل نجد بأن متغيري نسبة التدفق النقدي ونسبة النمو لم تؤثر على نسبة المبيعات، أي أنه لا يوجد أثر ذا دلالة إحصائية لنسبة التدفق النقدي على نسبة المبيعات في الشركات المساهمة العامة الصناعية، كما تبين بأنه لا يوجد أثر إيجابي ذا دلالة إحصائية لنسبة النمو على نسبة المبيعات في الشركات المساهمة العامة الصناعية.

وكما تبين نتائج الدراسة بأن النموذج ككل كان قادراً على التنبؤ بالقرارات الاستثمارية، حيث أن أبرز المتغيرات المؤثرة في نسبة المبيعات تمثلت في نسبة الرفع المالي والحجم، والمتغيرات الداخلة في النموذج تفسر ما نسبته (26.3%) من نسبة المبيعات في الشركات المساهمة العامة، حيث أن النموذج له قدرة تنبؤ متوسطة.

وتتفق هذه النتيجة مع ما أشارت إليه دراسات كل من (النجار، 2013) ودراسة (مرصلي، 2017) ودراسة (الحمودني، الصبيحي، 2012) ودراسة (نصر الدين، 2011) ودراسة (عبد الله، 2015)

5.3 مناقشة النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الثالث:

وينبثق من سؤال الدراسة الثالث، فرضية الدراسة الثالثة التي نصت على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) لنسبة المبيعات على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة.

يتبين من نتائج الدراسة بأن هناك أثراً إيجابياً دال إحصائياً لنسبة المبيعات على قرارات الاستثمار، أي أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) لنسبة المبيعات على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية، وتعزو الباحثة وجود علاقة بين المبيعات وقرار الاستثمار إلى أن زيادة المبيعات تعمل على زيادة الأرباح في الشركة، وبذلك تزداد نسبة التدفق النقدي؛ ولكي تحافظ الشركة على استمراريتها تقوم الشركة باتخاذ قرار لزيادة الاستثمار.

كما يتضح من نتائج الدراسة بأن نسبة التدفق النقدي كانت مؤثرة على قرارات الاستثمار، أي أنه يوجد أثر عكسي ذا دلالة إحصائية لنسبة التدفق النقدي على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية، كما أن متغيرات نسبة النمو والحجم لم تكن مؤثرة على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة.

يلاحظ من جدول رقم (2) مصفوفة الارتباط الخطي لمتغيرات الدراسة أنه يوجد ارتباط ضعيف بين نسبة النمو وحجم الشركة من جهة وقرارات الاستثمار من جهة أخرى، لكن هذا الارتباط غير دال إحصائياً، وتعزو الباحثة أن ذلك يعود إلى قلة فرص الاستثمار الملائمة للشركات المساهمة العامة الصناعية، حيث أن الشركات تقوم في احتجاز الأموال ولا تقوم في استثمارها.

وكما تبين نتائج الدراسة بأن النموذج ككل كان قادراً على التنبؤ بالقرارات الاستثمارية، وأن أبرز المتغيرات المؤثرة في قرارات الاستثمار تمثلت في نسبة التدفق النقدي نسبة المبيعات، حيث أن المتغيرات الداخلة في النموذج تفسر ما نسبته (87%) من قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة، حيث أن النموذج له قدرة تنبؤ عالية. وتتفق هذه النتيجة مع أشارت إليه دراسات

كل من (مرصلي، 2017) ودراسة (الحمودني، الصبيحي، 2012) ودراسة (عبد الله، 2015) ودراسة (batool, hashim and tariq, 2017) ودراسة (aivazian , ge ,qiu ,2003).

5.4 ملخص النتائج

يمكن تلخيص نتائج هذه الدراسة كما يأتي:

1- لا يوجد تأثير لنسبة الرفع المالي على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية .

2- يوجد أثر ايجابي ذا دلالة إحصائية لنسبة الرفع المالي على نسبة المبيعات في الشركات المساهمة العامة الصناعية .

3- يوجد أثر ايجابي ذا دلالة إحصائية لنسبة المبيعات على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الصناعية.

5.5 التوصيات:

وعلى ضوء نتائج الدراسة، تم طرح التوصيات التالية:

1- على إدارة الشركات عند اتخاذ قرارات التمويل أن توازن ما بين الرفع المالي وقرارات الاستثمار .

2- استخدام الرافعة المالية بدرجة أكبر في حالة توقع ارتفاع المبيعات والموازنة بين تكلفة الأموال المقترضة والعائد على الاستثمار .

3- يفضل الاستخدام التدريجي للرافعة المالية في التمويل وخاصة من قبل الشركات الناشئة، بهدف التقييم الدوري لعملية التوسع في الرافعة المالية؛ لضمان استخدامها بأثر ايجابية على العوائد المالية للشركة.

4- في ظل الظروف الاقتصادية والأزمات المالية فإنه يتوجب على الشركات الاتجاه نحو التمويل عن طريق استخدام مصادر التمويل الداخلي وعدم الاعتماد على القروض بشكل كبير في عمليات التمويل لديها.

5- دراسة العلاقة بين الرفع المالي وقرارات الاستثمار باستخدام نسب الرفع المالي الأخرى منها: معدل تغطية فائدة القرض، ومعدل تغطية التكاليف الثابتة، ونسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية، ونسبة القروض طويلة الأجل إلى رأس المال.

قائمة المصادر والمراجع

أولاً: المصادر

- الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني، (2020)، **المسح الصناعي 2019**، رام الله، فلسطين.
- العربية لصناعة الدهانات APC، (2006-2018)، التقرير السنوي.
- القدس للمستحضرات الطبية JPH، (2006-2018)، التقرير السنوي.
- الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات - نابكو NAPCO، (2006-2018) التقرير السنوي.
- الوطنية لصناعة الكرتون NCI، (2006-2018)، التقرير السنوي .
- بورصة فلسطين PSE، (2018)، التقرير السنوي.
- بيت جالا لصناعة الأدوية BJP، (2006-2018)، التقرير السنوي.
- بيرزيت للأدوية BPC، (2006-2018)، التقرير السنوي.
- دار الشفاء لصناعية الأدوية PHARMACARE، (2006-2018)، التقرير السنوي .
- دواجن فلسطين AZIZA، (2006-2018)، التقرير السنوي.
- سجائر القدس JCC، (2006-2018)، التقرير السنوي.
- فلسطين لصناعة اللدائن LADAEN، (2006-2018)، التقرير السنوي.
- مصانع الزيوت النباتية VOIC، (2006-2018)، التقرير السنوي.
- مصنع الشرق للاكترود ELECTRODE، (2006-2018)، التقرير السنوي.
- مطاحن القمح الذهبي GMC، (2006-2018)، التقرير السنوي.

ثانياً: المراجع

1- المراجع العربية

- إبراهيم، محمود، (1999)، " المحاسبة في شركات الأموال من الناحيتين العلمية والعملية"، مؤسسة الوراق للخدمات الحديثة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.
- أبو زيد، محمد، (2009)، "التحليل المالي شركات وأسواق مالية"، دار المريخ للنشر، الطبعة الثانية، الرياض، السعودية.
- أحرص، ثابت، (2017)، " التنظيم القانوني لمهنة مدقق الحسابات الخارجي في الشركات المساهمة العامة ودوره في حوكمتها"، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين.
- إسماعيل، أشرف عادل، (2016)، "محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين.
- الأغا، بسام محمد، (2005)، " أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين"، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.
- الجياشي، علي، (2007)، "إدارة المبيعات"، جهيئة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- الحمدان، ناصر، القضاء، علي، (2013)، *اثر هيكل رأس المال على أداء المصارف الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية*، مجلة المنارة، المجلد 19 العدد 4، المفرق، الأردن.
- الحمدوني، الياس، الصبيحي، فائز، (2012)، "العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم (دراسة في عينة من الشركات الأردنية المساهمة)"، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4 العدد 8، الرمادي، العراق.

- الزبيدي، حمزة، (2008)، "الإدارة المالية المتقدمة"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.
- السايح، قديرة، (2014)، "محاولة قياس أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم (دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة 2010-2012)"، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر.
- السبيعي، بداح، (2012)، "العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية"، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن.
- الشنطي، شقر، (2007)، "مقدمة في الإدارة والتحليل المالي"، دار البداية ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.
- الصميدعي، محمود، يوسف، ردينه، (2009)، "إدارة المبيعات"، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.
- العامري، محمد، (2010)، "الإدارة المالية المتقدمة"، دار إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.
- العلي، أحمد، (2018)، "أثر الرفع المالي على السيولة والربحية (دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية)"، مجلة جامعة البعث، المجلد 40 العدد 1، حمص، سوريا.
- العمار، رضوان، غيا، دانيا، (2018)، "نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المنشأة"، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 40 العدد 6، اللاذقية، سوريا.
- العمار، رضوان وليد، (1997)، "أساسيات في الإدارة المالية"، دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.

- القضاة، خالد علي، (2013)، "تأثير الرافعة المالية والتشغيلية والمخاطر على قيمة الشركات (حالة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية)"، جامعة اليرموك، اربد، الأردن.
- النجار، جميل حسن، (2013)، "مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين-دراسة اختبارية"، مجلة جامعة الأزهر، المجلد 15 العدد1، غزة، فلسطين.
- الوادية، خلف، (2016)، "العلاقة بين الرافعة المالية وأسعار الأسهم (دراسة تحليلية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين)"، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.
- بدوي، محمد، (2009)، "المحاسبة وتحليل القوائم المالية"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر.
- بني خلف، عمر، (2017)، "اثر القرارات التمويلية على نمو الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية والمدرجة في بورصة عمان"، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن.
- حميدات، جمعة، خداش، حسام، (2013)، "محاسب عربي قانوني معتمد"، المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، عمان، الأردن .
- خالد، غسان، (2008)، " مفهوم الاستثمار ودافعه التشريعي في مناطق السلطة الوطنية الفلسطينية"، مجلة جامعة النجاح للأبحاث، العدد 22 المجلد 4، نابلس، فلسطين.
- راضي، محمد، (2011)، "محاسبة شركات الأموال"، دار التعليم الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر.
- ربيحة، لعدي، خليدة، بومدين، (2019)، "تحديد الهيكل التمويلي الأمثل في تحسين أداء المؤسسة الاقتصادية"، جامعة أكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر.

- سليمان، علي، نودي، بتول، (2013)، "حوكمة الشركات ودورها في تخفيض مشاكل نظرية الوكالة"، الجامعة المستنصرية، بغداد، العراق.
- سمية، مسعودي، (2017)، " اثر الرفع المالي على مردودية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة مؤسسة صايم للدقيق والقمح"، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر .
- شبيب، دريد، (2009)، "الاستثمار والتحليل الاستثماري"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية، عمان، الأردن .
- شريف، حرية، (2005)، "عائد ومخاطرة الاستثمار وكيفية قياسها"، الجامعة الاسلامية، غزة، فلسطين .
- شهيرة، شعاب، نزيهة، جدة، (2019)، "تحسين القرارات الاستثمارية باستخدام جودة المعلومات المالية"، جامعة أكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر .
- عبد الرحمن، عزمي، (2001)، "الترخيص الصناعي في الضفة الغربية الواقع والدور المرتقب في إحداث تنمية صناعية"، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين.
- عبد السلام، حططاش، حمزة، شودار، (2016)، "تحليل اثر معيار الرفع المالي لبازل III على التحكم في المخاطر المالية بين المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية"، مجلة الموارد البشرية، المجلد 7 العدد 2، سطيف، الجزائر .
- عبد الله، هيثم، (2015)، " الرافعة المالية وأثرها على القيمة السوقية للشركات المساهمة (دراسة ميدانية لعينة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية في الفترة من 2004-2013)"، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، الخرطوم، السودان .
- عطا الله، ماجد، (2011)، "إدارة الاستثمار"، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن .

- عليوي، نشأت، (2019) "أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي"، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن.
- لطفي، أمين، (2005)، "التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- مرصلي، ماجي، (2017)، "اثر استخدام رافعتي التشغيل والمالية في تخطيط ربحية المشاريع الاستثمارية (دراسة حالة مؤسسة إنتاج الحليب ومشتقاته GILPAIT بسعيدة)"، جامعة الطاهر مولاي سعيدة، نهج سعيدة، الجزائر .
- موسى، شقيري وآخرون، (2012)، "إدارة الاستثمار"، دار المسرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن .
- ناصر الدين، محمد، (2011)، "اثر كل من الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية السهم العادي للشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان"، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن.
- نصيرات، نسبية، (2012)، "أثر الرفع المالي والربحية وسياسة توزيع الأرباح على القيمة المستقبلية للشركات (دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان)"، جامعة اليرموك، اربد، الأردن.
- هندي، منير إبراهيم، (2010)، "الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، الطبعة السادسة، الإسكندرية، مصر.

2- المراجع الأجنبية

- Acheampong ,Prince, Agalega ,Evans ,Shibu ,Albert Kwabena (2014) "*The Effect of Financial Leverage and Market Size on Stock Returns on the Ghana Stock Exchange: Evidence from Selected Stocks in the Manufacturing Sector Prince*", **International Journal of Financial Research**, Vol. 5, No. 1
- Aivazian ,Varouj , Ge ,Ying, Qiu, Jiaping, (2003) ,"*The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence*" **Journal of Corporate Finance** “Vol. 11, No. 1-2, Sweden.
- Batool ,Arfa, Hashim, Shumaila ,Tariq, Hina (2017), "**FINANCIAL LEVERAGE AND ITS IMPACT ON INVESTMENT: A CASE STUDY OF PEPSICO, INC**", Gomal University, Dera Ismail Khan, Pakistan
- Haque, Abdul ,(2014) ,"**Role of financial leverage in determining corporate investment in Pakistan**" COMSATS Institute of Information Technology, Lahore, Pakistan
- Odit , Mohun , Chittoo ,Hemant ,(2008) ,"*Does financial leverage influence investment – decisions ? the case of Mauritian firms* ", **journal of business case studies** , Vol.4 , No.9 , Colorado, united states of america

- Pachori, Sachchidanand ،Totala, Navindra K. (2012), "**Influence of Financial Leverage on Shareholders Return and Market Capitalization: A Study of Automotive Cluster Companies of Pithampur, (M.P.), India**" ،2nd International Conference on Humanities, Geography and Economics, Singapore.

- Tomé ,Daniel ،(2017) ،"**FINANCIAL LEVERAGE AND INVESTMENT DECISIONS: EVIDENCE FROM PORTUGUESE LISTED COMPANIES** " Universidad Porto, Portugal.

3- المواقع الإلكترونية

- www.bpc.ps، 2020/2/23، نظرة عامة، بيرزيت للأدوية،
- www.pharmacare-ltd.net، 2020/2/23، معلومات عنا، دار الشفاء لصناعة الأدوية،
- www.gwmc.ps، 2020/2/23، من نحن، مطاحن القمح العربي،

ملاحق الدراسة

ملحق رقم (1): بيانات الدراسة

اسم الشركة	رمز الشركة	السنة	نسبة الرفع المالي	نسبة المبيعات	الحجم	نسبة التدفق النقدي	نسبة الربحية	نسبة النمو	صافي الاستثمار
شركة بيرزيت للاهوية	BPC	2006	0.17021277	1.11216843	7.411348996	0.1577446923	0.0557131667	-	1.6035149303
شركة بيرزيت للاهوية	BPC	2007	0.21478820	1.31838904	7.497343925	0.1491530360	0.1193037524	0.1012847225	2.0101695679
شركة بيرزيت للاهوية	BPC	2008	0.19281103	1.39184136	7.519981203	0.1791594742	0.0928699810	0.0202539852	1.5948896408
شركة بيرزيت للاهوية	BPC	2009	0.16992968	1.45482936	7.540698606	0.1171974056	0.1035226646	0.0255132418	1.6518867328
شركة بيرزيت للاهوية	BPC	2010	0.16638528	1.39251254	7.572134569	0.1215687306	0.1097493041	0.0226716242	1.6848168574
شركة بيرزيت للاهوية	BPC	2011	0.20626705	1.33952245	7.604537553	0.0869344145	0.0735410394	0.0167950483	1.8751901100
شركة بيرزيت للاهوية	BPC	2012	0.19574863	1.41802455	7.627885306	0.1038391930	0.0830003592	0.0499149866	1.9373029055
شركة بيرزيت للاهوية	BPC	2013	0.19811144	1.58986365	7.6619068	0.1064418074	0.0846323033	0.0985138307	2.1779115718
شركة بيرزيت للاهوية	BPC	2014	0.23664611	1.65788664	7.694276687	0.0976335280	0.0603389131	0.0233990144	2.5758517453
شركة بيرزيت للاهوية	BPC	2015	0.18235344	1.76453893	7.690273275	0.1032355324	0.0713585252	0.0229837806	2.5440284720
شركة بيرزيت للاهوية	BPC	2016	0.16712493	2.17965246	7.720245764	0.1261902854	0.1021861099	0.0357406020	2.8724761841
شركة بيرزيت للاهوية	BPC	2017	0.15045456	2.13955877	7.757222416	0.1811445293	0.1365999269	0.1059528903	3.0763685042
شركة بيرزيت للاهوية	BPC	2018	0.19625725	2.13204858	7.805651236	0.0909664830	0.0883725523	0.0079847829	2.9423322951
شركة مصانع الزيوت النباتية	VOIC	2006	0.58150326	1.90778281	6.911416723	0.0847833882	0.0026029864	0.0183529479	1.6915865404
شركة مصانع الزيوت النباتية	VOIC	2007	0.50052386	1.86275505	6.967558225	0.0764507820	0.0318143354	0.0573259511	1.5273891557
شركة مصانع الزيوت النباتية	VOIC	2008	0.30096199	1.99458164	7.036807845	0.1175476026	0.0853742814	0.1099180566	1.9268150032
شركة مصانع الزيوت النباتية	VOIC	2009	0.14833751	2.15641528	7.019241781	0.1302623548	0.1229123258	0.1334552474	1.5074823972
شركة مصانع الزيوت النباتية	VOIC	2010	0.12561870	2.26590248	7.08134313	0.1591452289	0.1655186733	0.1418819287	2.1273359359
شركة مصانع الزيوت النباتية	VOIC	2011	0.06741498	2.41365927	7.100174275	0.1661158490	0.1498350802	0.0935153256	2.1299977254
شركة مصانع الزيوت النباتية	VOIC	2012	0.05852585	2.62540092	7.161046056	0.1900199148	0.1845717395	0.1190727337	2.4419575484
شركة مصانع الزيوت النباتية	VOIC	2013	0.06088186	2.92125119	7.26766483	0.2654345061	0.2610883085	0.1812213157	3.4283670118
شركة مصانع الزيوت النباتية	VOIC	2014	0.06666596	3.47720649	7.336304421	0.2293757017	0.2251991853	0.1409003716	3.4162611022
شركة مصانع الزيوت النباتية	VOIC	2015	0.06566953	3.59598563	7.396442484	0.2197274747	0.2153184979	0.1273499103	3.7265986986
شركة مصانع الزيوت النباتية	VOIC	2016	0.05807318	4.00278700	7.446758312	0.2026807090	0.2005148236	0.1217946110	4.4138659371
شركة مصانع الزيوت النباتية	VOIC	2017	0.33492868	16.01214451	7.664591615	0.1474188035	0.1480307143	0.1444606554	17.927542408
شركة مصانع الزيوت النباتية	VOIC	2018	0.31675090	17.52712776	7.69594335	0.1152008182	0.1285806397	0.1281229293	19.931998506
شركة القديس للمستحضرات الطبية	JPH	2006	0.13043223	2.62992313	7.308258016	0.0878108728	0.0727892713	0.0483042006	4.5427544045
شركة القديس للمستحضرات الطبية	JPH	2007	0.14585576	2.06546271	7.281571173	0.0909482998	0.0758618104	0.0545312736	3.4317032016

2.9766430393	0.0439358831	0.0648681323	0.0813011002	7.375138083	1.91382072	0.13343337	2008	JPH	شركة القدس للمستحضرات الطبية
1.5262271032	0.0263481552	0.0463775117	0.1079511343	7.39631966	1.34326843	0.19377627	2009	JPH	شركة القدس للمستحضرات الطبية
1.7653839409	0.0611793661	0.0682904196	0.1033668191	7.473339665	1.34776283	0.20806616	2010	JPH	شركة القدس للمستحضرات الطبية
1.2665293249	0.0316591752	0.0488841104	0.0621251884	7.548515487	0.94136805	0.26030265	2011	JPH	شركة القدس للمستحضرات الطبية
1.0960867281	-	0.0040018194	0.0279449718	7.539737617	0.81190192	0.31027402	2012	JPH	شركة القدس للمستحضرات الطبية
1.2781975534	0.0584204548	0.0311057684	0.0579609034	7.58250951	1.06670844	0.30130884	2013	JPH	شركة القدس للمستحضرات الطبية
1.4375840258	0.0074742568	0.0265993469	0.0483773778	7.574942934	1.26062105	0.34763097	2014	JPH	شركة القدس للمستحضرات الطبية
1.3467774574	0.0219796845	0.0434496781	0.0696366785	7.559850301	1.39095732	0.29268779	2015	JPH	شركة القدس للمستحضرات الطبية
1.4870804304	0.0338462258	0.0575978482	0.0821226657	7.574676347	1.42296712	0.23994686	2016	JPH	شركة القدس للمستحضرات الطبية
1.5630038552	0.0876947366	0.1000177604	0.1117244568	7.640408488	1.32157042	0.19858176	2017	JPH	شركة القدس للمستحضرات الطبية
1.6896609830	0.0569740020	0.0949763783	0.1120489274	7.651388628	1.45399400	0.18485669	2018	JPH	شركة القدس للمستحضرات الطبية
0.4242893201	0.0116049897	0.0095090661	0.0410102736	7.133608422	0.93979491	0.26254231	2006	AZIZA	شركة دواجن فلسطين
0.3468136278	0.0429330546	0.0342329450	0.0674523609	7.207495603	0.63989935	0.28237911	2007	AZIZA	شركة دواجن فلسطين
0.3601273946	0.0585458078	0.0495641618	0.0914361082	7.203913698	1.13316996	0.23807105	2008	AZIZA	شركة دواجن فلسطين
0.4031219451	0.1506193336	0.1129009721	0.1407209961	7.366188188	0.89578601	0.32537963	2009	AZIZA	شركة دواجن فلسطين
0.3341061611	0.0675763088	0.1473958567	0.1728027950	7.479218602	0.84952726	0.31326313	2010	AZIZA	شركة دواجن فلسطين
0.3404545857	0.1474663297	0.0095552631	0.0260571599	7.495123409	0.83474754	0.41473465	2011	AZIZA	شركة دواجن فلسطين
0.3671044108	0.0316666700	0.0214728674	0.0572505647	7.503037148	0.84512416	0.38971887	2012	AZIZA	شركة دواجن فلسطين
0.4337316112	0.1246121659	0.0976677940	0.1335970484	7.536804217	1.13766558	0.29460317	2013	AZIZA	شركة دواجن فلسطين
0.4752465779	0.0213051417	0.0732452564	0.1135171983	7.501127785	1.45277111	0.29351378	2014	AZIZA	شركة دواجن فلسطين
0.5053898915	0.0490111706	0.0969745401	0.1345346897	7.503811063	1.51574210	0.25075297	2015	AZIZA	شركة دواجن فلسطين
0.5954129737	0.0351513617	0.0980026160	0.1349691686	7.518018364	1.75830312	0.23070723	2016	AZIZA	شركة دواجن فلسطين
0.6666595925	0.0153152066	0.0825933723	0.1168344517	7.585713483	1.62916610	0.24680004	2017	AZIZA	شركة دواجن فلسطين
0.5601484491	0.0910814056	0.0237584544	0.0600934113	7.550293676	1.51587197	0.30092586	2018	AZIZA	شركة دواجن فلسطين
1.4952376776	0.0780180274	0.0711115745	0.1134158985	6.945749499	1.30892506	0.35059913	2006	PHARMACARE	شركة دار الشفاء لصناعة الادوية
0.7378596779	0.0836811084	0.0717223893	0.1098426711	7.026032149	1.18678926	0.38934835	2007	PHARMACARE	شركة دار الشفاء لصناعة الادوية
0.8060100707	0.0169676542	0.0761159185	0.1402836307	7.063594725	1.23158227	0.32903283	2008	PHARMACARE	شركة دار الشفاء لصناعة الادوية
0.9197333491	0.0402391839	0.0777785922	0.1177959253	7.143619653	1.25610066	0.39423687	2009	PHARMACARE	شركة دار الشفاء لصناعة الادوية

0.8753896682	0.0242500639	0.0647307655	0.0883089361	7.246579981	1.50938086	0.30109559	2010	PHARMACARE	شركة دار الشفاء لصناعة الادوية
1.1210790556	0.0148386872	0.0690441705	0.0980604649	7.333217845	1.66809320	0.39784574	2011	PHARMACARE	شركة دار الشفاء لصناعة الادوية
0.6211600838	0.0341028127	0.0572323046	0.0819836426	7.400066955	0.81474568	0.39527834	2012	PHARMACARE	شركة دار الشفاء لصناعة الادوية
0.7305618700	0.0193284497	0.0386883924	0.0563821996	7.490497936	0.81863725	0.44878254	2013	PHARMACARE	شركة دار الشفاء لصناعة الادوية
0.6096633396	0.0153660144	0.0204257768	0.0548584722	7.516066254	0.75522897	0.44977579	2014	PHARMACARE	شركة دار الشفاء لصناعة الادوية
0.6469887819	0.0243883917	0.0308526427	0.0559037523	7.577071778	0.67446137	0.45857912	2015	PHARMACARE	شركة دار الشفاء لصناعة الادوية
0.8614968241	0.0169743650	0.0073166000	0.0135498101	7.584603116	0.82504530	0.50175165	2016	PHARMACARE	شركة دار الشفاء لصناعة الادوية
1.0077390498	0.1076102286	0.0461126724	0.0404736311	7.584729296	1.00127986	0.47611557	2017	PHARMACARE	شركة دار الشفاء لصناعة الادوية
0.9454809273	0.0454054028	0.0527624381	0.0852139065	7.560015725	1.11427630	0.44084011	2018	PHARMACARE	شركة دار الشفاء لصناعة الادوية
							2006	BJP	شركة بيت جالا لصناعة الادوية
							2007	BJP	شركة بيت جالا لصناعة الادوية
							2008	BJP	شركة بيت جالا لصناعة الادوية
-0.247128169		0.116197237	0.238423008	6.60631282	0.772076018	0.418913424	2009	BJP	شركة بيت جالا لصناعة الادوية
-0.287438412	0.058051016	0.143644074	0.256640983	6.580560829	0.826479204	0.383387796	2010	BJP	شركة بيت جالا لصناعة الادوية
-0.300532084	0.046206656	0.108960066	0.265868535	6.603449479	0.836094452	0.379658882	2011	BJP	شركة بيت جالا لصناعة الادوية
0.850887148	0.2826321	0.054759992	0.11488263	7.021075292	0.947646608	0.323263897	2012	BJP	شركة بيت جالا لصناعة الادوية
1.05820532	-0.291212029	0.052536582	0.103542552	7.045302829	1.114230548	0.309461205	2013	BJP	شركة بيت جالا لصناعة الادوية
1.434409565	0.069918544	0.082084688	0.130783306	7.037432275	1.378823708	0.290623015	2014	BJP	شركة بيت جالا لصناعة الادوية
1.788751526	0.12678976	0.135772486	0.173176134	7.099394527	1.810932404	0.250406249	2015	BJP	شركة بيت جالا لصناعة الادوية
1.45794376	-0.041760691	0.127987537	0.159997189	7.177206195	1.36858322	0.25200222	2016	BJP	شركة بيت جالا لصناعة الادوية
1.556040679	0.007676903	0.09742021	0.145151937	7.227700818	1.36388047	0.266602726	2017	BJP	شركة بيت جالا لصناعة الادوية
0.889805319	-0.044901814	0.049848598	0.080078409	7.190408547	0.8287722	0.248817645	2018	BJP	شركة بيت جالا لصناعة الادوية
1.220976979	0.02828153	0.032835953	0.02688351	7.214772369	1.496496405	0.176988457	2006	GMC	شركة مطاحن القمح الذهبي
1.721349835	0.069139564	0.017332372	-0.002211263	7.2931494	2.119778507	0.298024965	2007	GMC	شركة مطاحن القمح الذهبي
1.031281365	0.113607886	0.094817733	0.100756283	7.31242307	1.198896789	0.234957624	2008	GMC	شركة مطاحن القمح الذهبي
0.815510632	-0.067028276	0.007245936	0.020403998	7.259975761	0.674910422	0.172147516	2009	GMC	شركة مطاحن القمح الذهبي
0.955058954	0.063304939	0.060257961	0.042281805	7.290663504	0.816155515	0.151070106	2010	GMC	شركة مطاحن القمح الذهبي
0.795578389	0.014765909	0.06267509	0.093139499	7.253002	1.03699566	0.05332623	2011	GMC	شركة مطاحن القمح الذهبي
1.017634844	-0.029927045	0.023175528	0.028195255	7.293522628	0.879888325	0.160897377	2012	GMC	شركة مطاحن القمح الذهبي
0.933687928	-0.034958957	0.011523761	0.021400015	7.270735116	0.944203996	0.141293378	2013	GMC	شركة مطاحن القمح الذهبي
0.874063322	0.008992556	0.009151012	0.027917516	7.252529155	1.15810289	0.115313226	2014	GMC	شركة مطاحن القمح الذهبي
1.083173098	-0.08169672	-0.05958451	-0.043033651	7.301919691	0.695030676	0.270662153	2015	GMC	شركة مطاحن القمح الذهبي
1.192808798	0.001717755	0.00135824	0.017704756	7.311911195	1.281049948	0.288353225	2016	GMC	شركة مطاحن القمح الذهبي
1.395004121	0.082984554	0.066579309	0.048258973	7.346547835	1.199050514	0.277921084	2017	GMC	شركة مطاحن القمح الذهبي

1.320356522	-0.000991517	0.003550504	0.0446707	7.317165652	1.031578064	0.229336672	2018	GMC	شركة مطاحن الفصح الذهبي
1.81788941	0.018425807	0.033491401	0.060202358	6.296979611	1.588082414	0.192128529	2006	APC	شركة العربية لصناعة الدهانات
2.397827101	0.107383695	0.083690724	0.088606721	6.367762439	2.32209707	0.220638441	2007	APC	شركة العربية لصناعة الدهانات
0.939513668	0.03597038	0.093951346	0.942658852	6.395921065	3.149363879	0.231484023	2008	APC	شركة العربية لصناعة الدهانات
3.008876784	0.001386424	0.103110824	0.138304418	6.419086124	3.215705844	0.248272304	2009	APC	شركة العربية لصناعة الدهانات
4.026271513	0.13391775	0.161268055	0.169150498	6.5627166	4.135684437	0.355939394	2010	APC	شركة العربية لصناعة الدهانات
3.470278509	-0.041049214	0.132861743	0.166318101	6.571157872	4.454078334	0.383616655	2011	APC	شركة العربية لصناعة الدهانات
3.676594693	0.06495495	0.11649434	0.136722967	6.600573357	3.965819174	0.365142032	2012	APC	شركة العربية لصناعة الدهانات
4.215984111	0.08862995	0.147075817	0.161768152	6.639645237	4.675953357	0.310638496	2013	APC	شركة العربية لصناعة الدهانات
4.271225717	-0.022085493	0.141140255	0.164187398	6.625125108	5.358157895	0.311082031	2014	APC	شركة العربية لصناعة الدهانات
4.735664029	0.10655676	0.21872186	0.234658274	6.686608388	5.815302469	0.311306405	2015	APC	شركة العربية لصناعة الدهانات
5.789001227	0.088419495	0.214445486	0.228294775	6.749602375	6.832300579	0.32698268	2016	APC	شركة العربية لصناعة الدهانات
6.408874052	0.106339217	0.169152667	0.184266995	6.806078039	6.768421715	0.291129418	2017	APC	شركة العربية لصناعة الدهانات
5.422574073	-0.072557049	0.078310989	0.096088406	6.760719602	5.945970646	0.28596471	2018	APC	شركة العربية لصناعة الدهانات
3.647284235	-0.162610112	0.047527352	0.085790639	7.493595609	11.48920233	0.589253972	2006	JCC	شركة سجانر القدس
2.635623296	-0.080466739	0.062445896	0.076976711	7.434935568	10.41011098	0.607260103	2007	JCC	شركة سجانر القدس
3.183135151	0.093867912	0.074706825	0.087098538	7.492895279	9.447037563	0.644623868	2008	JCC	شركة سجانر القدس
1.95205998	0.023699055	0.059710863	0.072356567	7.47068004	9.136729386	0.572331227	2009	JCC	شركة سجانر القدس
3.027453338	-0.047945339	0.026490899	0.041604904	7.600565981	11.91853348	0.639424395	2010	JCC	شركة سجانر القدس
3.323437241	-0.162943499	0.009762456	0.02336702	7.619957406	10.97532521	0.58954774	2011	JCC	شركة سجانر القدس
3.309158227	0.085827082	0.043358146	0.056932164	7.640998913	16.3070131	0.525033209	2012	JCC	شركة سجانر القدس
1.899021544	-0.057627757	0.013507682	0.027931765	7.655365823	10.92844138	0.557841278	2013	JCC	شركة سجانر القدس
1.708490246	-0.208070265	-0.065491088	-0.126044911	7.580195181	6.291958352	0.553462914	2014	JCC	شركة سجانر القدس
2.098412556	0.207414251	0.000483527	0.019063619	7.586746805	5.050383	0.428139208	2015	JCC	شركة سجانر القدس
2.536381005	-0.021853874	-0.009449417	0.008217155	7.603673986	5.499024499	0.442622968	2016	JCC	شركة سجانر القدس
2.812036092	0.008300962	0.008857673	0.024946082	7.647088391	6.242376244	0.485825614	2017	JCC	شركة سجانر القدس
2.874594516	-0.194013867	0.000300413	0.016346135	7.65409189	6.563889593	0.563311586	2018	JCC	شركة سجانر القدس
0.60007802	-0.074773663	-0.04019728	-0.018623481	7.098954507	0.664713112	0.462413918	2006	NAPCO	شركة الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات
0.54256463	0.002353467	0.001314943	0.019695246	7.083227121	1.01810069	0.441274227	2007	NAPCO	شركة الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات
0.724540365	0.003555923	0.001900959	0.024635697	7.149874587	0.932199361	0.518861051	2008	NAPCO	شركة الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات
0.577433779	0.005636129	0.003483629	0.024030642	7.173269272	0.811243167	0.443724649	2009	NAPCO	شركة الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات
0.887085881	0.527028938	0.029146719	0.049330116	7.245558168	1.180768335	0.499022773	2010	NAPCO	شركة الوطنية لصناعة الألمنيوم

									والبرقيات
0.724287666	0.015439901	0.005316881	0.024128571	7.296222533	1.293610132	0.546654776	2011	NAPCO	شركة الوطنية لصناعة الألمنيوم والبرقيات
0.694590796	0.015763643	0.008063449	0.031421122	7.297218957	1.250313218	0.539630269	2012	NAPCO	شركة الوطنية لصناعة الألمنيوم والبرقيات
0.903559957	0.0332044	0.034497616	0.066274714	7.335905765	1.370500392	0.544368725	2013	NAPCO	شركة الوطنية لصناعة الألمنيوم والبرقيات
1.018916699	0.068316445	0.034253497	0.062840953	7.358936473	1.424386497	0.548744664	2014	NAPCO	شركة الوطنية لصناعة الألمنيوم والبرقيات
0.989275411	-0.027827431	0.003143239	0.035911751	7.3653203	1.321442794	0.567062483	2015	NAPCO	شركة الوطنية لصناعة الألمنيوم والبرقيات
1.024857621	0.027842643	0.01401952	0.057049836	7.359128752	1.391072983	0.546826554	2016	NAPCO	شركة الوطنية لصناعة الألمنيوم والبرقيات
1.224202176	0.038424207	0.01911203	0.056829198	7.383398135	1.640118772	0.552344313	2017	NAPCO	شركة الوطنية لصناعة الألمنيوم والبرقيات
1.352994989	0.003780434	0.021084689	0.05489857	7.43205164	1.7135109	0.561875566	2018	NAPCO	شركة الوطنية لصناعة الألمنيوم والبرقيات
0.463830045	-0.062017616	-0.038029726	0.013993237	6.671303297	0.437254979	0.079178558	2006	NCI	شركة الوطنية لصناعة الكرتون
0.530718483	-0.022522132	-0.036766937	0.021919163	6.641772858	0.798612608	0.085760392	2007	NCI	شركة الوطنية لصناعة الكرتون
0.510938391	-0.11951869	-0.100484312	-0.037650202	6.622199304	0.78289529	0.123543328	2008	NCI	شركة الوطنية لصناعة الكرتون
0.642457341	-0.007543907	-0.006568731	0.055726116	6.621313925	1.052399742	0.12926668	2009	NCI	شركة الوطنية لصناعة الكرتون
1.575224875	-0.02620568	0.026087046	0.055643863	6.624718314	2.105336058	0.104068569	2010	NCI	شركة الوطنية لصناعة الكرتون
1.62899484	0.338578271	0.004049824	0.030354164	6.609483595	1.958020729	0.065118317	2011	NCI	شركة الوطنية لصناعة الكرتون
1.575574867	0.017245844	0.01735948	0.041651878	6.631114264	2.216133158	0.094065857	2012	NCI	شركة الوطنية لصناعة الكرتون
1.708348377	0.072840014	0.07035815	0.083142604	6.664728941	2.792172842	0.11691033	2013	NCI	شركة الوطنية لصناعة الكرتون
1.525669273	-0.002984333	0.049297095	0.04340082	6.655671964	3.042390745	0.11796075	2014	NCI	شركة الوطنية لصناعة الكرتون
1.82695143	0.006017656	0.070483388	0.085676039	6.686254758	3.24282024	0.164150425	2015	NCI	شركة الوطنية لصناعة الكرتون
1.811938837	-0.022474742	0.044646566	0.057521438	6.682951045	3.174870385	0.169324705	2016	NCI	شركة الوطنية لصناعة الكرتون
1.347864579	-0.026417122	0.021423873	0.045547173	6.717659804	2.074877984	0.187396033	2017	NCI	شركة الوطنية لصناعة الكرتون
0.809399843	-0.095919513	-0.021341669	0.003156489	6.732557091	1.117542825	0.332785509	2018	NCI	شركة الوطنية لصناعة الكرتون
0.385275254	-0.121972172	-0.073777331	-0.038155878	6.797408473	0.347167117	0.39512981	2006	LADAEN	شركة فلسطين لصناعة اللدائن
0.430043245	-0.082457468	-0.069548403	-0.020665636	6.802493019	0.445341887	0.156554227	2007	LADAEN	شركة فلسطين لصناعة اللدائن
0.299953156	-0.129639612	-0.11383943	-0.055524183	6.73205528	0.331909504	0.12187773	2008	LADAEN	شركة فلسطين لصناعة اللدائن
0.307078968	-0.133791319	-0.111720855	-0.047721179	6.702728839	0.345615329	0.164961853	2009	LADAEN	شركة فلسطين لصناعة اللدائن
0.405355095	-0.094243527	-0.000946793	0.065243558	6.696119953	0.458716383	0.225179298	2010	LADAEN	شركة فلسطين لصناعة اللدائن
0.355388989	-0.13429407	-0.000470543	0.079734713	6.618103139	0.507991104	0.182491328	2011	LADAEN	شركة فلسطين لصناعة اللدائن
0.419823673	-0.206531881	-0.15830687	-0.068310471	6.564544042	0.487351704	0.233499111	2012	LADAEN	شركة فلسطين لصناعة اللدائن
0.41916429	-0.253717104	-0.181467211	-0.06901075	6.496408736	0.555169833	0.28476556	2013	LADAEN	شركة فلسطين لصناعة اللدائن

0.415138292	-0.283062037	-0.18328566	-0.065046465	6.431362638	0.535446101	0.352489432	2014	LADAEN	شركة فلسطين لصناعة اللدائن
0.406160979	-1.209190714	-0.621924612	-0.476587893	6.187133349	0.447022806	0.485668716	2015	LADAEN	شركة فلسطين لصناعة اللدائن
0.314032823	-0.378146841	-0.178824802	-0.141109523	6.084386076		0.527211092	2016	LADAEN	شركة فلسطين لصناعة اللدائن
	11.90410888	-0.044684411	-0.002340694	6.040757361		0.521021639	2017	LADAEN	شركة فلسطين لصناعة اللدائن
	-0.371929458	-0.090455238	-0.041730473	5.986357838		0.605036138	2018	LADAEN	شركة فلسطين لصناعة اللدائن
4.294563439	0.021805155	0.047006052	0.067340691	6.125245349	4.538512014	0.252046992	2006	ELECTRODE	شركة مصنع الشرق للإلكترو
4.891468202	0.005102289	0.04714829	0.058799168	6.158096707	4.43531861	0.300948011	2007	ELECTRODE	شركة مصنع الشرق للإلكترو
6.141958418	0.043572673	0.07316542	0.089110667	6.192153031	6.472663065	0.321291681	2008	ELECTRODE	شركة مصنع الشرق للإلكترو
6.530397218	-0.030830078	0.050274538	0.068435316	6.212142574	6.942019642	0.37197599	2009	ELECTRODE	شركة مصنع الشرق للإلكترو
0.919613124	0.012345245	0.034553775	0.043891016	6.551586121	0.815479922	0.064869552	2010	ELECTRODE	شركة مصنع الشرق للإلكترو
1.031549592	-0.00040809	0.030727672	0.037203506	6.577444691	0.905615021	0.113078667	2011	ELECTRODE	شركة مصنع الشرق للإلكترو
0.703850829	-0.004578106	0.028563174	0.034218713	6.541815795	0.869705636	0.076879091	2012	ELECTRODE	شركة مصنع الشرق للإلكترو
0.711890959	-0.004438269	0.027569451	0.034581634	6.542904937	0.765509186	0.080903812	2013	ELECTRODE	شركة مصنع الشرق للإلكترو
0.713138197	-0.030227556	0.027676117	0.024956609	6.519221001	0.672713728	0.064690654	2014	ELECTRODE	شركة مصنع الشرق للإلكترو
0.763203285	-0.000506943	0.027313641	0.01194007	6.52071025	0.533161519	0.073387622	2015	ELECTRODE	شركة مصنع الشرق للإلكترو
0.765505674	0.000948418	0.02826575	0.032837144	6.520650537	0.753474885	0.10022088	2016	ELECTRODE	شركة مصنع الشرق للإلكترو
0.739217333	-0.008259078	0.020222803	0.0251493	6.516601339	0.563336698	0.094718032	2017	ELECTRODE	شركة مصنع الشرق للإلكترو
0.728391551	0.008516896	0.028908636	0.021072565	6.514734977	0.714557936	0.09135113	2018	ELECTRODE	شركة مصنع الشرق للإلكترو

ملحق رقم (2) مخرجات التحليل الإحصائي

جدول رقم (1) التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

	SZ	SA	ID	GR	FL	CF	T
Mean	7.130109	2.528901	1.884785	0.008814	0.305366	0.080243	7.018519
Median	7.256489	1.384891	1.333567	0.01711	0.28015	0.070997	7
Maximum	7.805651	17.52713	19.932	0.527029	1	0.942659	13
Minimum	6.125245	0.33191	-0.30053	-1.20919	0.053326	-0.47659	1
Std. Dev.	0.432759	3.044007	2.342265	0.138207	0.189665	0.105172	3.699038
Skewness	-0.50006	2.773842	5.045524	-4.00326	1.286743	2.558586	-0.01174
Kurtosis	2.019491	11.29472	36.25158	39.88108	5.433909	33.7689	1.826562
Jarque-Bera	13.24106	672.1597	8150.603	9614.15	84.69054	6567.146	9.29818
Probability	0.001333	0	0	0	0	0	0.00957
Sum	1155.078	409.6819	305.3352	1.427914	49.46934	12.99934	1137
Sum Sq. Dev.	30.1521	1491.823	883.2793	3.075303	5.791638	1.780843	2202.944
Observations	162	162	162	162	162	162	162

جدول رقم (2) مصفوفة الارتباط الخطي لمتغيرات الدراسة

	SZ	SA	ID	GR	FL	CF	T
SZ	1						
SA	0.160493	1					
ID	0.06594	0.749309	1				
GR	0.224769	0.076475	0.181327	1			
FL	0.03764	0.387139	0.163379	-0.1144	1		
CF	0.044673	0.120929	0.1869	0.52597	-0.13919	1	
T	0.264482	0.074596	0.15932	-0.00846	-0.10352	-0.03926	1

جدول رقم (3) اختبار جذر الوحدة لمتغير الرفع المالي

Panel unit root test: Summary				
Series: FL				
Date: 10/04/20 Time: 22:39				
Sample: 2006 2018				
Exogenous variables: Individual effects				
Automatic selection of maximum lags				
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1				
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel				
			Cross-	
Method	Statistic	Prob.**	sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-2.13301	0.0165	13	151
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	0.24923	0.5984	13	151
ADF - Fisher Chi-square	24.7737	0.5318	13	151
PP - Fisher Chi-square	31.4942	0.2104	13	153
** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.				

جدول رقم (4) اختبار جذر الوحدة لمتغير المبيعات

Panel unit root test: Summary				
Series: SA				
Date: 10/04/20 Time: 22:42				
Sample: 2006 2018				
Exogenous variables: Individual effects				
Automatic selection of maximum lags				
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1				
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel				
			Cross-	
Method	Statistic	Prob.**	sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-2.71135	0.0034	13	148
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	0.50528	0.6933	13	148
ADF - Fisher Chi-square	24.0825	0.5712	13	148
PP - Fisher Chi-square	24.5796	0.5429	13	150
** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Ch-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.				

جدول رقم (5) اختبار جذر الوحدة لمتغير قرارات الاستثمار

Panel unit root test: Summary				
Series: ID				
Date: 10/04/20 Time: 22:41				
Sample: 2006 2018				
Exogenous variables: Individual effects				
Automatic selection of maximum lags				
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1				
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel				
			Cross-	
Method	Statistic	Prob.**	sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-3.36451	0.0004	13	149
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-0.37503	0.3538	13	149
ADF - Fisher Chi-square	38.8041	0.0509	13	149
PP - Fisher Chi-square	40.8496	0.0321	13	151
** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.				

جدول رقم (6) اختبار جذر الوحدة لمتغير التدفق النقدي

Panel unit root test: Summary				
Series: CF				
Date: 10/04/20 Time: 22:35				
Sample: 2006 2018				
Exogenous variables: Individual effects				
Automatic selection of maximum lags				
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1				
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel				
			Cross-	
Method	Statistic	Prob.**	sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-5.42499683	2.90E-08	13	152
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-3.00333068	0.00133521	13	152
ADF - Fisher Chi-square	49.96480017	0.003174676	13	152
PP - Fisher Chi-square	54.11170972	0.000982801	13	153
** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.				

جدول رقم (7) اختبار جذر الوحدة لمتغير نسبة النمو

Panel unit root test: Summary				
Series: GR				
Date: 10/04/20 Time: 22:40				
Sample: 2006 2018				
Exogenous variables: Individual effects				
Automatic selection of maximum lags				
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1				
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel				
			Cross-	
Method	Statistic	Prob.**	sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-7.1798	0	13	148
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-9.42712	0	13	148
ADF - Fisher Chi-square	117.256	0	13	148
PP - Fisher Chi-square	143.289	0	13	152
** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.				

جدول رقم (8) اختبار جذر الوحدة لمتغير الحجم

Panel unit root test: Summary				
Series: SZ				
Date: 10/04/20 Time: 22:43				
Sample: 2006 2018				
Exogenous variables: Individual effects				
Automatic selection of maximum lags				
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1				
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel				
			Cross-	
Method	Statistic	Prob.**	sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-2.06877	0.0193	13	152
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	1.53549	0.9377	13	152
ADF - Fisher Chi-square	21.9897	0.6893	13	152
PP - Fisher Chi-square	34.9197	0.1134	13	153
** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.				

جدول رقم (9) اختبار هوسمان لمتغير الرفع المالي (مستقل)، وقرارات الاستثمار (تابع)

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		47.44472	6	*0.00
Cross-section random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
CF	-2.76034	-2.32473	0.060456	0.0765
FL	0.468564	-0.06244	0.053977	0.0223
GR	0.733917	1.244991	0.049219	0.0212
SZ	0.933926	-0.23318	0.37298	0.056
SA	0.850744	0.811317	0.000406	0.0504
T	0.019339	0.055296	0.000268	0.028
Cross-section random effects test equation:				
Dependent Variable: ID				
Method: Panel Least Squares				
Date: 02/02/20 Time: 09:16				
Sample: 2006 2018				
Periods included: 13				
Cross-sections included: 13				
Total panel (unbalanced) observations: 162				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-6.98945	5.235605	-1.33498	0.184
CF	-2.76034	0.972818	-2.83747	0.0052
FL	0.468564	0.583533	0.802978	0.4233
GR	0.733917	0.726006	1.010896	0.3138
SZ	0.933926	0.74988	1.245434	0.215
SA	0.850744	0.043339	19.62981	0
T	0.019339	0.028345	0.682272	0.4962
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.873222	Mean dependent var		1.884785
Adjusted R-squared	0.857264	S.D. dependent var		2.342265
S.E. of regression	0.884916	Akaike info criterion		2.703169
Sum squared resid	111.98	Schwarz criterion		3.065294
Log likelihood	-199.957	Hannan-Quinn criter.		2.850197
F-statistic	54.72	Durbin-Watson stat		0.673913
Prob(F-statistic)	0			

جدول رقم (10) نتائج التقدير لنموذج البيانات التجميعية بطريقة المربعات الصغرى لفحص اثر المتغيرات على قرارات الاستثمار

Dependent Variable: ID				
Method: Panel Least Squares				
Date: 02/02/20 Time: 09:16				
Sample: 2006 2018				
Periods included: 13				
Cross-sections included: 13				
Total panel (unbalanced) observations: 162				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-6.98945	5.235605	-1.33498	0.184
CF	-2.76034	0.972818	-2.83747	0.0052
FL	0.468564	0.583533	0.802978	0.4233
GR	0.733917	0.726006	1.010896	0.3138
SZ	0.933926	0.74988	1.245434	0.215
SA	0.850744	0.043339	19.62981	0
T	0.019339	0.028345	0.682272	0.4962
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.873222	Mean dependent var		1.884785
Adjusted R-squared	0.857264	S.D. dependent var		2.342265
S.E. of regression	0.884916	Akaike info criterion		2.703169
Sum squared resid	111.98	Schwarz criterion		3.065294
Log likelihood	-199.957	Hannan-Quinn criter.		2.850197
F-statistic	54.72	Durbin-Watson stat		0.673913
Prob(F-statistic)	0			

جدول رقم (11) اختبار هوسمان لمتغير الرفع المالي (مستقل) ولمتغير نسبة المبيعات (وسيط)

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		7.71111	5	0.1729
Cross-section random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
CF	2.68708	2.629017	0.069313	0.8254
FL	6.51359	6.219751	0.040174	0.1426
GR	-1.07341	-0.43821	0.078846	0.0237
SZ	6.503255	4.492771	0.599601	0.0094
T	-0.08755	-0.02973	0.000496	0.0094
Cross-section random effects test equation:				
Dependent Variable: SA				
Method: Panel Least Squares				
Date: 02/02/20 Time: 09:14				
Sample: 2006 2018				
Periods included: 13				
Cross-sections included: 13				
Total panel (unbalanced) observations: 162				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-45.4208	9.328396	-4.86909	0
CF	2.68708	1.857089	1.446931	0.1501
FL	6.51359	0.981989	6.633059	0
GR	-1.07341	1.393101	-0.77052	0.4423
SZ	6.503255	1.336154	4.867146	0
T	-0.08755	0.054012	-1.62089	0.1072
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.720539	Mean dependent var		2.528901
Adjusted R-squared	0.687547	S.D. dependent var		3.044007
S.E. of regression	1.701523	Akaike info criterion		4.005364
Sum squared resid	416.9061	Schwarz criterion		4.34843
Log likelihood	-306.435	Hannan-Quinn criter.		4.144654
F-statistic	21.83988	Durbin-Watson stat		0.610524
Prob(F-statistic)	0			

جدول رقم (12) نتائج التقدير لنموذج البيانات التجميعية بطريقة المربعات الصغرى المعممة
لفحص اثر المتغيرات على نسبة المبيعات

Dependent Variable: SA				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 02/02/20 Time: 09:14				
Sample: 2006 2018				
Periods included: 13				
Cross-sections included: 13				
Total panel (unbalanced) observations: 162				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-31.40918	7.621852	-4.120938	0.0001
CF	2.629017	1.838333	1.430109	0.1547
FL	6.219751	0.961316	6.470038	0
GR	-0.438207	1.364509	0.321146	0.7485
SZ	4.492771	1.088901	4.125968	0.0001
T	-0.029733	0.049205	-0.604264	0.5465
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			2.620658	0.7035
Idiosyncratic random			1.701523	0.2965
Weighted Statistics				
R-squared	0.26357	Mean dependent var		0.451062
Adjusted R-squared	0.239966	S.D. dependent var		1.967261
S.E. of regression	1.716199	Sum squared resid		459.4731
F-statistic	11.16655	Durbin-Watson stat		0.542368
Prob(F-statistic)	0			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.0486	Mean dependent var		2.528901
Sum squared resid	1564.325	Durbin-Watson stat		0.159304

جدول رقم (13) اختبار هوسمان لمتغير نسبة المبيعات (وسيط) ومتغير قرارات الاستثمار (تابع)

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		43.248242	5	*0.00
Cross-section random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
CF	-2.85365	-2.344534	0.054183	0.0287
SA	0.86758	0.812627	0.000232	0.0003
GR	0.729813	1.234157	0.050381	0.0246
SZ	0.73537	-0.204809	0.308882	0.0907
T	0.021169	0.054657	0.000262	0.0385
Cross-section random effects test equation:				
Dependent Variable: ID				
Method: Panel Least Squares				
Date: 02/02/20 Time: 09:11				
Sample: 2006 2018				
Periods included: 13				
Cross-sections included: 13				
Total panel (unbalanced) observations: 162				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-5.47853	4.879764	-1.122704	0.2634
CF	-2.85365	0.96466	-2.958192	0.0036
SA	0.86758	0.037884	22.90116	0
GR	0.729813	0.725092	1.006511	0.3159
SZ	0.73537	0.707064	1.040033	0.3001
T	0.021169	0.028219	0.750192	0.4544
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.872651	Mean dependent var		1.884785
Adjusted R-squared	0.857617	S.D. dependent var		2.342265
S.E. of regression	0.883824	Akaike info criterion		2.695322
Sum squared resid	112.4849	Schwarz criterion		3.038388
Log likelihood	-200.3211	Hannan-Quinn criter.		2.834612
F-statistic	58.04408	Durbin-Watson stat		0.694176
Prob(F-statistic)	0			

جدول رقم (14) نتائج التقدير لنموذج البيانات التجميعية بطريقة المربعات الصغرى بفحص اثر
نسبة المبيعات على قرارات الاستثمار

Dependent Variable: ID				
Method: Panel Least Squares				
Date: 02/02/20 Time: 09:12				
Sample: 2006 2018				
Periods included: 13				
Cross-sections included: 13				
Total panel (unbalanced) observations: 162				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-5.47853	4.879764	-1.122704	0.2634
CF	-2.85365	0.96466	-2.958192	0.0036
SA	0.86758	0.037884	22.90116	0
GR	0.729813	0.725092	1.006511	0.3159
SZ	0.73537	0.707064	1.040033	0.3001
T	0.021169	0.028219	0.750192	0.4544
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.872651	Mean dependent var		1.884785
Adjusted R-squared	0.857617	S.D. dependent var		2.342265
S.E. of regression	0.883824	Akaike info criterion		2.695322
Sum squared resid	112.4849	Schwarz criterion		3.038388
Log likelihood	-200.3211	Hannan-Quinn criter.		2.834612
F-statistic	58.04408	Durbin-Watson stat		0.694176
Prob(F-statistic)	0			

ملحق رقم (3) الشركات المساهمة العامة

جدول رقم (1) الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين

الرقم	السم الشركة	الرمز	تاريخ الادراج
شركات الخدمات			
1	الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	1997
2	موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات	OOREDOO	2011
3	الفلسطينية للكهرباء	PEC	2004
4	ابراج الوطنية	ABRAJ	2010
5	مصايف رام الله	RSR	2010
6	المؤسسة العربية للفنادق	AHC	1998
7	مركز نابلس الجراحي التخصصي	NSC	2008
8	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	WASSEL	2007
9	بال عقار لتطوير وإدارة وتشغيل العقارات	PALAQAR	2012
10	جلوبال كوم للاتصالات	GCOM	2009
11	المؤسسة العقارية العربية	ARE	1997
الشركات الصناعية			
12	بيرزيت للدوية	BPC	2004
13	مصانع الزيوت النباتية	VOIC	1999
14	القدس للمستحضرات الطبية	JPH	1997
15	دواجن فلسطين	AZIZA	2002
16	دار الشفاء لصناعة الادوية	PHARMACARE	2013
17	بيت جالا لصناعة الادوية	BJP	2015
18	مطاحن القمح الذهبي	GMC	2005
19	العربية لصناعة الدهانات	APC	1997
20	سجائر القدس	JCC	1997
21	الوطنية لصناعة الالمنيوم والبروفيلات - نابكو	NAPCO	2011
22	الوطنية لصناعة الكرتون	NCI	2006
23	فلسطين لصناعة اللدائن	LADAEN	2002
24	مصنع الشرق للاكترود	ELECTRODE	2011
شركات الاستثمار			
25	فلسطين للتنمية والاستثمار	PADICO	1997
26	العربية الفلسطينية للاستثمار - ابيك	APIC	2014
27	سند للموارد الانشائية	SANAD	2017
28	فلسطين للاستثمار الصناعي	PIIC	2002

1997	PRICO	فلسطين للاستثمار العقاري	29
2007	UCI	الاتحاد للاعمار والاستثمار	30
2006	PID	الفلسطينية للاستثمار والانماء	31
1997	ARAB	المستثمرون العرب	32
2011	AQARIYA	العقارية التجارية للاستثمار	33
2006	JREI	القدس للاستثمار العقارية	34
قطاع البنوك والخدمات			
2005	BOP	بنك فلسطين	35
1997	QUDS	بنك القدس	36
2009	ISBK	البنك الاسلامي الفلسطيني	37
1997	AIB	البنك الاسلامي العربي	38
2007	TNB	البنك الوطني	39
1997	PIBC	بنك الاستثمار الفلسطيني	40
2012	PSE	سوق فلسطين للأوراق المالية	41
قطاع التأمين			
1997	NIC	التأمين الوطنية	42
2008	TRUST	ترست العالميه للتأمين	43
2010	PICO	فلسطين للتأمين	44
2011	GUI	العالمية المتحدة للتأمين	45
2011	TIC	التكافل الفلسطينية للتأمين	46
1997	AIG	المجموعة الاهلية للتأمين	47
2006	MIC	المشرق للتأمين	48

الشركات المساهمة العامة الصناعية

تعد نهاية القرن السادس عشر وبداية القرن السابع عشر هي بداية نشأة الشركات المساهمة العامة، وكانت تلك البداية في المدن الإيطالية، وأسهم وجود السياسات الاستعمارية في ازدهارها وتطويرها، حيث أدت الحاجة إلى وجود شركات ضخمة للاستقرار وتشجيع صغار المستثمرين على تشغيل أموالهم، مما يؤدي إلى التخفيف من عبء المسؤولية وحصرها في المال المساهم به، ومن أجل استغلال الدول المحتلة كانت تلك الشركات مكونة من رؤوس أموال الشعوب الاستعمارية واستثمارها لدى الدول المحتلة، وكانت هذه الشركات إحدى مصادر الرفاهية والازدهار الاقتصادي لدى الدول والشعوب الاستعمارية. (أخرس، 2017)

ويتطور النظام والتقدم التكنولوجي زاد حجم المشاريع وزاد انتشارها في أكثر من بقعة جغرافية، وتجاوزت حدود الدولة، ومن هنا انتشرت الشركات المساهمة بشكل واسع، وقد اعتمدت هذه الشركات في تمويلها على عدد كبير من المالكين والمقرضين. (أخرس، 2017).

لعب التطور الاقتصادي والنمو الصناعي والتجاري والاجتماعي وازدياد ظاهرة السوق الداخلية والخارجية وتزايد دور النقد واتساع التبادل الإقليمي والعالمي دورا رئيسيا في نمو ظاهرة تكوين الشركات المساهمة وازدهارها واتساعها، حيث أصبح وجودها ليس قصرا على الدول الرأسمالية، وإنما انتشرت أيضا في البلدان النامية، وأخذت السلطات في هذه الدول تهتم بها وتنظم عملها من خلال التشريعات، فقامت بإصدار قوانين وأنظمة تحدد فيها تكوين الشركات وإدارتها وعملها. (أخرس، 2017)

وتعد الشركات المساهمة العامة أهم الوحدات الاقتصادية الكبيرة لتركز رأس المال والعامله التي تتوفر فيها الشروط المناسبة للاستغلال الأمثل للموارد الاقتصادية ولتحقيق كفاية عالية في الإنتاج والتوزيع . (إبراهيم، 1999)

ولعل السبب في ذلك يعود إلى ضخامة رأس مالها الذي من الممكن أن تجمعها من مئات بل آلاف المستثمرين (المساهمين) على اختلاف مستوياتهم وإمكانياتهم المادية من خلال تقسيمه إلى حصص (أسهم) ضئيلة القيمة وكثيرة العدد، تمكن من توسيع قاعدة المستثمرين بحيث يستطيع جميع الأشخاص على اختلاف إمكانياتهم وجنسياتهم من المساهمة في هذه الشركات، سواء أكانوا أشخاص طبيعيين أم اعتباريين أم حكومات . (إبراهيم، 1999)

2.3.1 الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين

بلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين (48) شركة نهاية سنة 2018 م، والشركات موزعه على خمسة قطاعات، قطاع البنوك والخدمات المالية (7)، قطاع الصناعة (13) شركة، قطاع التأمين (7)، قطاع الاستثمار (10)، قطاع الخدمات (11) (التقرير السنوي، 2018) وفيما يأتي تعريف بالشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين:

1- بيرزيت للأدوية (BPC)

أسست شركة بيرزيت للأدوية عام 1974م في قرية بيرزيت كشركة مساهمة خاصة، من خلال استثمار 150000 دولاراً أمريكياً كرأس مال إجمالي، في عام 1979م أصبحت شركة بيرزيت شركة مساهمة عامة برأس مال 500000 دولاراً أمريكياً، وفي عام 2005م أصبحت شركة بيرزيت للأدوية مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتقوم الشركة بتوفير الدواء للمواطن الفلسطيني بشكل خاص والأسواق الخارجية من خلال خطوط إنتاجها (www.bpc.ps)، حيث تقوم بإنتاج ما مجموعه 165 مستحضراً دوائياً موزعه على 10 خطوط إنتاج، وتغطي مجالات علاجية مختلفة، وتمارس نشاطها من خلال (3) مواقع إذ يقع المركز الرئيسي للشركة في المنطقة الصناعية لمدينة رام الله.

عدد الموظفين في عام 2018م بلغ في الشركة 354 موظفاً، وبلغ عدد مساهمي الشركة 1337 مساهماً، وبلغ عدد الأسهم المكتتب بها والمدفوعة بالكامل 19002401 سهم، ولقد بلغت مبيعات الشركة 35545145 دولاراً مقابل 32982013 دولاراً في عام 2017م، أي بزيادة نسبتها 77.7%، أما صافي الربح فقد بلغ 7.97 مليون دولاراً بالمقارنة مع 02.11 مليون دولاراً في عام 2017، أي بانخفاض نسبته 27.67%. (التقرير السنوي، 2018)

2- مصانع الزيوت النباتية (VOIC)

أسست شركة مصانع الزيوت النباتية عام 1953م في المنطقة الصناعية الشرقية لمدينة نابلس، كشركة مساهمة عامة، برأس مال قدرة 100000 ديناراً أردنياً، وفي عام 1999م أصبحت الشركة مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، تقوم الشركة في تكرير زيت الزيتون وتعبئته للاستهلاك المحلي والتصدير للخارج، وفي عام 1961م بدأت بإنتاج السمن النباتي، وأصبحت الشركة متخصصة في تصنيع الزيت والسمن النباتي، وفي عام 2018م بلغ عدد الموظفين في الشركة 74 موظفاً، وبلغ عدد مساهمي الشركة 2348 مساهماً، وبلغ عدد الأسهم المكتتب بها والمدفوعة بالكامل 4 ملايين سهم، ولقد بلغت مبيعات الشركة 6713258 ديناراً مقابل 5748520 ديناراً في

عام 2017م، أي بزيادة نسبتها 16.78%، أما صافي الربح فقد بلغ 6384343 ديناراً بالمقارنة مع 6838226 ديناراً في عام 2017م، أي بانخفاض نسبته 6.6% . (التقرير السنوي، 2018)

3- القدس للمستحضرات الطبية (JPH)

أسست شركة القدس للمستحضرات الطبية عام 1982م في مدينة البيرة- رام الله كشركة عادية، وفي عام 1975م تم تحويلها لشركة مساهمة خاصة، وفي عام 1978م تم تحويلها لشركة مساهمة عامة، وفي عام 1997م أصبحت شركة القدس للمستحضرات الطبية مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتقوم الشركة بتقديم سلسلة متنوعة من المستحضرات الطبية التي تغطي معظم المجالات العلاجية، حيث تنتج ما يزيد عن 400 صنف، وتمتلك 7 منشآت إنتاج في ثلاث دول هي فلسطين والأردن والجزائر، ويبلغ عدد الموظفين في الشركة ما يزيد عن 500 موظف، في عام 2018م بلغ عدد مساهمي الشركة 132500 مساهماً، وبلغ عدد الأسهم المكتتب بها والمدفوعة بالكامل 1057349 سهم، ولقد بلغت مبيعات الشركة 30804383 دولاراً مقابل 29791587 دولاراً في عام 2017م، أي بزيادة نسبتها 3.4%، أما صافي الربح فقد بلغ 6002857 دولاراً بالمقارنة مع 6163670 دولاراً في عام 2017، أي بانخفاض نسبته 2.6% . (التقرير السنوي، 2018).

4- دواجن فلسطين (AZIZA)

تأسست شركة دواجن فلسطين (عزيزا) المساهمة العامة المحدودة، كإحدى الشركات التابعة لشركة فلسطين للاستثمار الصناعي خلال عام 1997م برأس مال 10 مليون دينار، وتمت زيادته من خلال توزيع الأرباح على شكل أسهم مجانية ليصبح 13.440 مليون دينار أردني، تمثل الغرض الأساسي في تأسيس الشركة بتوفير سلعة وطنية تخدم القطاع الزراعي في فلسطين، وأصبحت شركة دواجن فلسطين عام 2002م مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وفي عام 2018م بلغ عدد الموظفين في الشركة 269 موظفاً، وبلغ عدد مساهمي الشركة 204 مساهماً ويبلغ عدد الأسهم المكتتب بها 1344000 سهم، ولقد بلغت مبيعات الشركة 30274319 ديناراً أردنياً مقابل 35082163 ديناراً في عام 2017م، أي بانخفاض نسبته 13.7%، أما صافي الربح فقد بلغ

843552 ديناراً بالمقارنة مع 3181696 ديناراً في عام 2017، أي بانخفاض نسبته 73.4%.
(التقرير السنوي، 2018)

5- دار الشفاء لصناعية الأدوية (PHARMACARE)

أسست شركة دار الشفاء لصناعة الأدوية عام 1986م في بتونيا - رام الله، وأصبحت الشركة مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية في عام 2013م، وتقوم الشركة في صناعة وبيع وتوزيع وتصدير المواد الطبية والكيمائية، حيث تنتج ما يقارب 700 منتج، ويبلغ عدد موظفي الشركة 330 موظفاً (www.pharmacare-ltd.net)، وفي عام 2018م بلغت مبيعات الشركة 20865567 دولاراً أمريكياً مقابل 19412853 دولاراً في عام 2017م، أي بزيادة نسبتها 7.48%، أما صافي الربح فقد بلغ 2674462 دولاراً مقابل 2499789 دولاراً في عام 2017م، أي بزيادة نسبتها 7%. (التقرير السنوي، 2018)

6- بيت جالا لصناعة الأدوية (BJP)

أسست كشركة عادية في عمان عام 1955م، تحت اسم المعمل الكيماوي الأردني، ثم جرى تحويلها إلى شركة مساهمة خصوصية محدودة، حيث تم تسجيلها في مدينة بيت جالا في سجل الشركات عام 1970م وهي أول شركة منتجة للأدوية في فلسطين، وفي عام 2006م قررت إدارة الشركة تغيير اسم الشركة من شركة المصنع الكيماوي الأردني إلى شركة بيت جالا لصناعة الأدوية، وفي عام 2013م تم تحويل الشركة من مساهمة خصوصية إلى مساهمة عامة برأس مال قدره 10 مليون ديناراً، وفي عام 2015م تم إدراج الشركة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتعمل الشركة في مجال المستحضرات الطبية والمكملات الغذائية، في عام 2018م بلغت الأصناف 186 صنفاً موزعة على 4 خطوط إنتاج، وبلغ عدد الموظفين في الشركة 201 موظفاً، وبلغ عدد مساهمي الشركة 95 مساهماً، وبلغ عدد الأسهم المكتتب بها 7000000 سهم، ولقد بلغت مبيعات الشركة 7037000 ديناراً أردنياً مقابل 8324000 ديناراً في عام 2017م، أي بانخفاض نسبته 15.46%، أما صافي الربح فقد بلغ 773000 ديناراً بالمقارنة مع 1646000 ديناراً في عام 2017م، أي بانخفاض نسبته 53%. (التقرير السنوي، 2018).

7- مطاحن القمح الذهبي (GMC)

تأسست شركة مطاحن القدس كشركة مساهمة عامة عام 1995م برأس مال قدره 7 مليون دينار أردني، وتقع في قرية برهام إحدى قرى محافظة رام الله، وتم إدراجها في سوق فلسطين للأوراق المالية عام 2005م، وتقوم الشركة بإنتاج مادة الطحين بأنواعها كافة، بالإضافة إلى منتجات أخرى مثل السميد والنخالة (www.gwmc.ps)، وفي عام 2018م بلغ عدد الموظفين فيها 35 موظفاً، ولقد بلغت مبيعات الشركة 8910663 ديناراً أردنياً مقابل 10748802 ديناراً في عام 2017م، أي بانخفاض نسبته 17%، أما صافي الربح فقد بلغ 34082 ديناراً بالمقارنة مع 1624711 ديناراً في عام 2017م، أي بانخفاض نسبته 98%. (التقرير السنوي، 2018).

8- العربية لصناعة الدهانات (APC)

تأسست شركة العربية لصناعة الدهانات كشركة مساهمة عامة عام 1989م، وتقع في المنطقة الصناعية في مدينة نابلس، وتم إدراجها في سوق فلسطين للأوراق المالية عام 1997م، وتقوم الشركة بإنتاج ما يزيد عن 120 صنفاً من الدهانات المختلفة والمعاجين، وفي عام 2018م بلغت مبيعات الشركة 5081373 ديناراً أردنياً مقابل 5589674 ديناراً في عام 2017م، أي بانخفاض نسبته 9%، أما صافي الربح فقد بلغ 451380 ديناراً بالمقارنة مع 1082323 ديناراً في عام 2017م، أي بانخفاض نسبته 58.3%. (التقرير السنوي، 2018)

9- سجائر القدس (JCC)

تأسست شركة سجائر القدس كشركة مساهمة عامة محدودة عام 1964م، برأس مال قدره 5 مليون دينار أردني، وتقع الشركة في العيزرية - القدس، وتم إدراجها في سوق فلسطين للأوراق المالية عام 1997م، وتقوم الشركة بتصنيع السجائر وزراعتها وبيعها وتوزيعها وتصديرها، وفي عام 2018م، بلغ عدد الموظفين فيها 110 موظفاً، ولقد بلغت مبيعات الشركة 44044966 ديناراً أردنياً مقابل 43757397 ديناراً في عام 2017م، أي بزيادة نسبتها 0.65%، أما صافي الربح

فقد بلغ 13546 ديناراً بالمقارنة مع 393014 ديناراً في عام 2017م، أي بانخفاض نسبته 96.5%. (التقرير السنوي، 2018)

10- الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات - نابكو (NAPCO)

تأسست الشركة الوطنية عام 1991م، وتقع في مدينة نابلس، وهي إحدى شركات الشركة العربية الفلسطينية للاستثمار - ابيك، بلغ رأس مال الشركة 6.9 مليون دينار أردني، وأدرجت الشركة الوطنية كشركة مساهمة عامة في سوق فلسطين للأوراق المالية في عام 2011م، وهي الشركة الأولى والوحيدة في فلسطين التي تقوم بصناعة بروفيلات الألمنيوم بمختلف أنواعها، وفي عام 2018م بلغ عدد الموظفين في الشركة 298 موظفاً، وبلغ عدد مساهمي الشركة 686 مساهماً وبلغ عدد الأسهم المكتتب بها 6900000 سهم، ولقد بلغت مبيعات الشركة 18249388 ديناراً أردنياً مقابل 16697754 ديناراً في عام 2017م، أي بزيادة نسبتها 9.3%، أما صافي الربح فقد بلغ 570191 ديناراً بالمقارنة مع 462067 ديناراً في عام 2017م، أي بزيادة نسبتها 23.4%. (التقرير السنوي، 2018).

11- الوطنية لصناعة الكرتون (NCI)

تأسست الشركة الوطنية لصناعة الكرتون في عام 1989م، كشركة مساهمة خاصة، مقرها الرئيسي مدينة نابلس، برأس مال مقداره 600000 ديناراً أردنياً، وتحولت إلى شركة مساهمة عامة في عام 1993م، وفي عام 2006م أدرجت في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتعمل الشركة على إنتاج علب الكرتون بأشكالها كافة وتصنيع رولات الأثاث، وأصبحت حديثاً تعمل على إنتاج ألواح الكرتون، وفي عام 2018م بلغ عدد العاملين في الشركة الوطنية 51 موظفاً، وبلغ عدد مساهمي الشركة 726 مساهماً وبلغ عدد الأسهم المكتتب بها 5000000 سهم، ولقد بلغت مبيعات الشركة 4117667 دولاراً أمريكياً مقابل 5488793 ديناراً في عام 2017م، أي بانخفاض نسبته 25%، أما صافي الربح الخسارة فقد بلغ - 162607 دولاراً أمريكي بالمقارنة مع 157729 دولاراً أمريكياً في عام 2017م، أي بانخفاض نسبته 203%. (التقرير السنوي، 2018)

12- فلسطين لصناعة اللدائن (LADAEN)

تأسست شركة فلسطين لصناعة اللدائن عام 1998م كشركة تابعة لشركة فلسطين للاستثمار الصناعي، وتقع في دير شرف الصناعية - نابلس، برأس مال مقداره 5 مليون دينار أردني، وأدرجت في سوق فلسطين للأوراق المالية في عام 2002م، وتقوم الشركة في إنتاج عبوات المياه بالإضافة إلى إنتاج الأنابيب المستخدمة في تمديدات المياه والصرف الصحي والزراعة، وفي عام 2018م بلغ عدد العاملين في الشركة موظفين اثنين، ويبلغ عدد مساهمي الشركة 435 مساهماً، وبلغ عدد الأسهم المكتتب بها 700000 سهم، ولقد بلغت مبيعات الشركة 117678 ديناراً أردنياً مقابل 63656 ديناراً في عام 2017م، أي بزيادة نسبتها 84.86%، أما صافي الخسارة فقد بلغ 87658 ديناراً بالمقارنة مع 49081 ديناراً أردنياً في عام 2017م، أي بزيادة نسبتها 78.6%. (التقرير السنوي، 2018)

13- مصنع الشرق للاكترود (ELECTRODE)

تأسست شركة مصنع الشرق للاكترود عام 1973م كشركة مساهمة عامة محدودة بمدينة الخليل، برأس مال قدره 750000 ديناراً أردنياً، وتقوم بإنتاج وتسويق مختلف أنواع قضبان اللحام الكهربائي، ومختلف أنواع مواد البناء والمتاجرة بها، وأدرجت في سوق فلسطين للأوراق المالية في عام 2011م، وفي عام 2018م بلغ عدد موظفي الشركة 24 موظفاً، وبلغ عدد مساهمي الشركة 251 مساهماً وبلغ عدد الأسهم المكتتب بها 750000 سهم، ولقد بلغت مبيعات الشركة 1216084 ديناراً أردنياً مقابل 957749 ديناراً في عام 2017م، أي بزيادة نسبتها 27%، أما صافي الربح فقد بلغ 94573 ديناراً بالمقارنة مع 66442 ديناراً أردنياً في عام 2017م، أي بزيادة نسبتها 42.33%. (التقرير السنوي، 2018).

An-Najah National University

Faculty of Graduate Studies

**Financial Leverage and its impact on Investment
Decisions in Corporations**

By

Reem AbdAlkareem saeed

Supervisor

Dr. Mufeed AlThaher

This Thesis is Submitted in Partial Fulfillment of Requirements for the Degree of Requirements for the Degree of Master of Taxation Disputes, Faculty of Graduate Studies, An –Najah University, Nablus -Palestine.

2020

Financial Leverage and its impact on Investment decisions in corporations in Palestine

By

Reem Abdulkareem Ahmad Saeed

Supervisor

Dr. MufeedAlthaher

Abstract

This study aims to identify, analyze and determine the effect of (the financial leverage ratio and the sales ratio on the investment resolutions and the financial leverage ratio on the sales ratio) in the joint-stock companies. In order to achieve the goals of the study, the descriptive method was used to obtain data and information related to the theoretical framework, in addition to the reliance on the financial statements of the Palestinian industrial joint-stock companies for the period between (2006-2018). In which, the target of the study contains the (48) listed joint-stock companies in the Palestinian stock market, and the study sample is composed of the (13) industrial companies listed in the Palestinian stock market.

The study has reached a set of conclusions; most importantly: is that there is no effect for the financial leverage ratio on the investment resolutions in the industrial joint-stock companies, but there is an effect for (the financial leverage ratio on the sales ratio and for the sales ratio on the investment resolutions) in the industrial joint-stock companies.

According to these conclusions, the joint-stock companies administrations were recommended, when making financial resolutions, to balance between the financial leverage and the investment resolutions and to use the financial leverage further when expecting a rise in sales and to balance

between the cost of borrowed funds and the return on investment. The gradual use of the financial leverage is preferred, especially by the start-up companies in order to evaluate the financial leverage expansion periodically to guarantee using it with positive effects on the financial returns of the company.

However, under the economic circumstances and the financial crises, companies are obligated to turn to funding by the use of internal funding sources and not to rely significantly on loans in its funding processes.

Considering the importance of this study for the decision makers in the joint-stock companies, the researcher has recommended to study the relationship between the financial leverage and the investment resolutions using the other financial leverage ratios.

Keywords: Financial Leverage, Investment, Investment Decisions, Corporations.

